

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天玛智控 (688570. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师

执业编号: S1500522070001

联系电话: 010-83326723

邮箱: lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 以价换量市占率稳步提升，技术迭代未来发展空间广阔

2024年3月22日

**事件:** 2024年3月20日，天玛智控发布2023年财务报告，公司实现营业收入22.06亿元，同比+12.09%；实现归母净利润4.25亿元，同比+7.03%；扣非后归母净利润为4.19亿元，同比+8.19%；经营活动产生的现金净流量2.66亿元，同比-6.69%。

第四季度，公司实现营业收入6.64亿元，同比+16.7%；实现归母净利润1.11亿元，同比-9.8%；实现扣非归母净利润1.09亿元。

## 点评:

- **智能开采控制业务以价换量，SAC和SAM市场份额均居行业第一。** 23年三大系统合计销售332套，同比+5.06%；销量收入实现15.7亿元，同比+8.32%；销售成本9.42亿元，同比+12.98%；毛利率实现40.02%，同比减少2.47个百分点。在公司以价换量提升市场份额策略下，SAC和SAM系统市占率分别达37.63%和33.4%，均居行业第一；SAP系统市占率达14.84%，居行业第二。
- **备件及运维业务快速增长，毛利率维持稳定态势。** 备件全年销售收入4.86亿元，同比+19.65%；销售成本1.87亿元，同比+12.6%；毛利率61.61%，同比增加2.4个百分点。运维业务全年销售收入1.43亿元，同比+31.19%；销售成本0.56亿元，同比+34.06%；毛利率60.72%，同比减少0.84个百分点。
- **各级政府高度重视煤矿智能化建设，行业仍处于发展初期。** 国家及各级政府高度重视煤矿智能化发展，23年国家能源局印发《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》，指出采煤工作面加快实现采-支-运智能协同运行、地面远程控制及井下无人/少人操作；山西煤矿智能化建设现场交流会上，山西省能源局指出，2024年，山西将新建成150座智能化煤矿。2023年全国758处煤矿已建成1651个智能化采掘工作面，从当前建设进度看，煤矿智能化目前渗透率仍然较低。从建设区域看，当前智能化工作面集中在晋蒙陕鲁豫皖等地区，煤矿智能化建设中发展不平衡不充分的问题仍较为突出，行业仍处于发展初期。
- **煤矿智能化建设不是单一的静态建设成果，而是长期动态发展且不断技术迭代的过程。** 从技术发展阶段看，我国将朝智能自适应开采模式逐步发展演变，以实现真正的工作面智能化无人开采。从全国首批71对煤矿智能化示范矿井验收结果看，多数为开采条件相对较好的矿井，智能化水平普遍为初级或中级，也主要在于实现“智能化少人”开采，距离实现“智能化无人”开采和行业全面建成智能化尤其实现复杂条件矿井智能开采的发展目标仍差距较大。总体上，煤矿智能化建设是一个迭

代发展、不断进步的过程，不是一次性结果，而是长期动态发展且不断技术迭代的过程，未来煤矿智能化发展任重道远，具有广阔的发展空间。

- **盈利预测与投资评级：**伴随煤炭行业高质量转型发展和新一轮煤炭产能周期开启，在国家政策和煤矿需求的共同推动下，到 2035 年全国各类煤矿要基本实现智能化，我国煤矿智能化建设发展空间广阔。考虑到公司主营的综采工作面智能化系统是煤矿智能化建设的核心子系统，以及主营产品的领先技术优势与市场竞争力，公司经营业绩有望持续保持增长。我们预计公司 2024-2026 年归属于母公司的净利润分别为 4.64/5.03/5.46 亿元，同比增长 9.2%/8.5%/8.5%；EPS 为 1.07/1.16/1.26 元/股；维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济失速下行；煤矿智能化政策变化带来短期影响；国内煤炭价格大幅下跌，煤企缩减智能化支出；非煤业务拓展不及预期。

| 主要财务指标        | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）    | 1,968 | 2,206 | 2,487 | 2,737 | 2,987 |
| 同比(%)         | 26.7% | 12.1% | 12.7% | 10.1% | 9.1%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 397   | 425   | 464   | 503   | 546   |
| 同比(%)         | 6.9%  | 7.0%  | 9.2%  | 8.5%  | 8.5%  |
| 毛利率(%)        | 47.0% | 46.3% | 46.6% | 46.5% | 46.5% |
| ROE（平均）(%)    | 29.0% | 14.7% | 10.7% | 10.8% | 10.8% |
| EPS（摊薄）(元)    | 0.92  | 0.98  | 1.07  | 1.16  | 1.26  |
| P/E           | 26.63 | 24.88 | 22.78 | 21.00 | 19.35 |
| P/B           | 6.63  | 2.53  | 2.35  | 2.18  | 2.02  |
| EV/EBITDA     | -0.95 | 18.35 | 12.30 | 10.97 | 9.91  |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；收盘价截至 2024 年 3 月 21 日。

| 资产负债表          |              | 单位:百万元       |              |              |              |  |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度           | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |  |
| <b>流动资产</b>    | <b>2,309</b> | <b>5,047</b> | <b>5,270</b> | <b>5,585</b> | <b>5,927</b> |  |
| 货币资金           | 461          | 2,817        | 2,941        | 3,176        | 3,390        |  |
| 应收票据           | 268          | 268          | 340          | 329          | 401          |  |
| 应收账款           | 793          | 1,249        | 1,208        | 1,210        | 1,202        |  |
| 预付账款           | 22           | 18           | 20           | 22           | 24           |  |
| 存货             | 476          | 551          | 594          | 668          | 709          |  |
| 其他             | 289          | 145          | 168          | 179          | 202          |  |
| <b>非流动资产</b>   | <b>371</b>   | <b>422</b>   | <b>500</b>   | <b>569</b>   | <b>636</b>   |  |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 固定资产(合计)       | 251          | 286          | 316          | 347          | 375          |  |
| 无形资产           | 60           | 77           | 121          | 159          | 197          |  |
| 其他             | 60           | 59           | 62           | 63           | 64           |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,681</b> | <b>5,470</b> | <b>5,770</b> | <b>6,154</b> | <b>6,563</b> |  |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,034</b> | <b>1,239</b> | <b>1,214</b> | <b>1,244</b> | <b>1,271</b> |  |
| 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 应付票据           | 108          | 126          | 133          | 152          | 159          |  |
| 应付账款           | 459          | 687          | 642          | 619          | 607          |  |
| 其他             | 468          | 426          | 439          | 473          | 506          |  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>53</b>    | <b>54</b>    | <b>55</b>    | <b>56</b>    | <b>57</b>    |  |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 其他             | 53           | 54           | 55           | 56           | 57           |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,088</b> | <b>1,293</b> | <b>1,269</b> | <b>1,301</b> | <b>1,328</b> |  |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 归属母公司股东权益      | 1,593        | 4,177        | 4,501        | 4,853        | 5,235        |  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>2,681</b> | <b>5,470</b> | <b>5,770</b> | <b>6,154</b> | <b>6,563</b> |  |

| 重要财务指标     |       | 单位:百万元 |       |       |       |  |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度       | 2022A | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |  |
| 营业总收入      | 1,968 | 2,206  | 2,487 | 2,737 | 2,987 |  |
| 同比(%)      | 26.7% | 12.1%  | 12.7% | 10.1% | 9.1%  |  |
| 归属母公司净利润   | 397   | 425    | 464   | 503   | 546   |  |
| 同比(%)      | 6.9%  | 7.0%   | 9.2%  | 8.5%  | 8.5%  |  |
| 毛利率(%)     | 47.0% | 46.3%  | 46.6% | 46.5% | 46.5% |  |
| ROE%       | 29.0% | 14.7%  | 10.7% | 10.8% | 10.8% |  |
| EPS(摊薄)(元) | 0.92  | 0.98   | 1.07  | 1.16  | 1.26  |  |
| P/E        | 26.63 | 24.88  | 22.78 | 21.00 | 19.35 |  |
| P/B        | 6.63  | 2.53   | 2.35  | 2.18  | 2.02  |  |
| EV/EBITDA  | -0.95 | 18.35  | 12.30 | 10.97 | 9.91  |  |

| 利润表             |              | 单位:百万元       |              |              |              |  |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度            | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |  |
| <b>营业总收入</b>    | <b>1,968</b> | <b>2,206</b> | <b>2,487</b> | <b>2,737</b> | <b>2,987</b> |  |
| 营业成本            | 1,043        | 1,186        | 1,329        | 1,465        | 1,599        |  |
| 营业税金及附加         | 13           | 14           | 15           | 16           | 18           |  |
| 销售费用            | 127          | 152          | 162          | 178          | 194          |  |
| 管理费用            | 177          | 219          | 224          | 246          | 269          |  |
| 研发费用            | 167          | 184          | 211          | 241          | 269          |  |
| 财务费用            | -1           | -24          | -14          | -15          | -16          |  |
| 减值损失合计          | -7           | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| 投资净收益           | -1           | 0            | 2            | 3            | 3            |  |
| 其他              | 9            | 4            | -19          | -18          | -17          |  |
| <b>营业利润</b>     | <b>444</b>   | <b>479</b>   | <b>544</b>   | <b>590</b>   | <b>640</b>   |  |
| 营业外收支           | 9            | 2            | 2            | 2            | 2            |  |
| <b>利润总额</b>     | <b>452</b>   | <b>480</b>   | <b>545</b>   | <b>592</b>   | <b>642</b>   |  |
| 所得税             | 56           | 56           | 82           | 89           | 96           |  |
| <b>净利润</b>      | <b>397</b>   | <b>425</b>   | <b>464</b>   | <b>503</b>   | <b>546</b>   |  |
| 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>397</b>   | <b>425</b>   | <b>464</b>   | <b>503</b>   | <b>546</b>   |  |
| EBITDA          | 475          | 489          | 620          | 674          | 724          |  |
| EPS(当年)(元)      | 1.10         | 1.07         | 1.07         | 1.16         | 1.26         |  |

| 现金流量表          |            | 单位:百万元       |             |             |             |  |
|----------------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--|
| 会计年度           | 2022A      | 2023A        | 2024E       | 2025E       | 2026E       |  |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>285</b> | <b>266</b>   | <b>369</b>  | <b>491</b>  | <b>481</b>  |  |
| 净利润            | 397        | 425          | 464         | 503         | 546         |  |
| 折旧摊销           | 24         | 35           | 33          | 41          | 43          |  |
| 财务费用           | 1          | 3            | 0           | 0           | 0           |  |
| 投资损失           | 1          | 0            | -2          | -3          | -3          |  |
| 营运资金变动         | -148       | -220         | -153        | -79         | -133        |  |
| 其它             | 10         | 24           | 29          | 28          | 29          |  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-13</b> | <b>-35</b>   | <b>-107</b> | <b>-106</b> | <b>-106</b> |  |
| 资本支出           | -13        | -35          | -109        | -109        | -109        |  |
| 长期投资           | 0          | 0            | 0           | 0           | 0           |  |
| 其他             | 0          | 0            | 2           | 3           | 3           |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-3</b>  | <b>2,125</b> | <b>-138</b> | <b>-150</b> | <b>-163</b> |  |
| 吸收投资           | 0          | 2,143        | 0           | 0           | 0           |  |
| 借款             | 0          | 0            | 0           | 0           | 0           |  |
| 支付利息或股息        | 0          | 0            | -139        | -151        | -164        |  |
| <b>现金流净增加额</b> | <b>269</b> | <b>2,355</b> | <b>125</b>  | <b>235</b>  | <b>213</b>  |  |

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。