

2024年03月17日

理工能科 (002322.SZ)

买入 (首次覆盖)

——低估的电力信息化标的 油色谱更换贡献新成长曲线

投资要点:

- 理工能科 (002322) 成立于 2000 年目前主营业务主要涵盖软件与信息化业务、电力在线监测系统及环保业务, **公司整体毛利率超 60%, 业务稳定**。湖南碧蓝的土壤修复业务经营情况不佳, 故对其进行商誉减值, 影响了 20 年和 21 年盈利表现。22 年在外部不利的因素下公司实现归母净利润 2.15 亿元, 23Q1-Q3 实现归母净利润 1.34 亿元, 同比+8.4%。**公司各项财务指标表现优异, 上市以来充分重视股东权益**。公司资产负债率极低 (截至 23Q3 仅 10%左右) 且无任何有息负债, 流动比率和速动比率 (22 年分别为 3.3、2.8) 均保持在较为优秀水平。2019 年后经营现金流量净额/净利润均接近或超过 1.0, 现金储备充裕。持续高分红、积极回购, 重视股东权益: 2009—2022 年累计分红 11.9 亿元, 分红比例超过 55%, 2023 年以来公司积极进行股份回购, 1 月 25 日至 3 月 4 日累计回购已超过 4%。
- 依托江西博微深耕电力信息化行业, 造价软件市占率位居前列**。随着风电、光伏、核电、配电网以及特高压领域的投资持续增加, 电力信息化行业将迎来广阔的发展空间和机遇。公司核心产品是电力造价软件, 产品种类全面, 市占率在细分领域位居领先地位。此外随着建管要求不断提高, 数字工地技术逐步进入电力行业。公司 2020 年成立数字工地事业部, 目前已成为江西博微最重要的业务增长点之一。**布局配电网工程一体化解决方案, 适应新形势下配电网发展需求**。新形势下配电网要求提高装备智能化水平、创新应用数字化技术、协同推进工程建设。公司积极布局配电网建设数字化全过程相关业务, 打造配电网工程一体化解决方案, 从需求编制源头对配电网项目建设进行跟踪管控。配电网人工智能巡检系统借助无人机技术应用, 构建配网智能巡检体系, 实现设备智能感知、数据贯通、信息共享和作业移动化。
- 新能源大力发展需要长距离、大规模送电, 对电网的安全可靠性提出了更高要求**。国家能源局提出要推动变电站和换流站智能运检, 发展电网灾害智能感知体系, 提高供电可靠性。变压器油色谱分析基于不同气体在油中的溶解度差异, 通过色谱仪分离并检测油中溶解的气体成分和浓度, 可及时发现变压器内部的潜在故障, 从而预防重大事故的发生。公司新一代油色谱产品技术及性能优异性陆续得到权威检测机构及业主的肯定。
- 特高压油色谱更换逐步展开量价齐升**。国网山东公司 2024 年初招标特高压站油色谱单价 37 万元/台, 单价大幅高于上一代油色谱产品。国家电网要求 220kV 及以上电压等级油浸式变压器和位置特别重要或存在绝缘缺陷的 110kV 油浸式变压器均需, 以存量 500kV 及以上变压器和换流变 8000 台计算, 油色谱替换周期 28—56 亿元。如果 220kV 及以上均配置, 则总市场空间 77~154 亿元。考虑电源侧和用户变, 油色谱更换需求更加广阔。
- 赋能智慧环保, 打造环境监测、运维与治理多级驱动**。公司首创的环境监测数据采集模式拓展顺利, 稳中有进, 近年来持续保持增长, 23H1 运维业务新增订单 1.73 亿元, 同比+25.34%, 在手未执行订单 6.06 亿, 充分保证未来几年环保监测业务收入。
- 盈利预测和评级**: 预计公司 2023—2025 年实现归母净利润 2.50、3.30、4.01 亿元, 同比增长 16.6%、31.7%、21.6%。公司当前股价对应 2023—2025 年 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。选取电网财务软件龙头远光软件、电力在线监测设备供应商智洋创新以及环保设备及运营公司雪迪龙作为可比公司, 以可比公司 24 年平均 PE 为基准, 公司当前市值低估约 49%。考虑到公司优质的现金流及股东回报力度, 首次覆盖给与“买入”评级, 并认为公司具备长期持有价值。
- 风险提示**: 电力信息化进度不及预期, 变压器油色谱更换进度不及预期, 环保政策发生明显变化

证券分析师

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024/3/16

收盘价 (元)	12.75
一年内最高/最低 (元)	12.85/9.36
总市值 (百万元)	4,834

基础数据 2023/9/30

总资产 (百万元)	3,574
资产负债率%	10.16
净资产 (百万元)	3,211
每股净资产 (元)	8.47
市净率 PB	1.51

盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1112	973	1097	1278	1470
同比增长率 (%)	-2.25%	-12.52%	12.72%	16.58%	15.00%
归母净利润 (百万元)	71	215	250	330	401
同比增长率 (%)	-69.65%	202.08%	16.58%	31.72%	21.62%
每股收益 (元/股)	0.19	0.57	0.66	0.87	1.06
毛利率 (%)	60.04%	63.02%	62.15%	63.85%	62.99%
ROE (%)	2.43%	6.96%	8.02%	10.07%	11.64%
市盈率	68	23	19	15	12

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2023—2025 年实现归母净利润 2.50、3.30、4.01 亿元，同比增长 16.6%、31.7%、21.6%。公司当前股价对应 2023—2025 年 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。选取电网财务软件龙头远光软件、电力在线监测设备供应商智洋创新以及环保设备及运营公司雪迪龙作为可比公司，以可比公司 24 年平均 PE 为基准，公司当前市值低估约 49%。考虑到公司优质的现金流及股东回报力度，首次覆盖给与“买入”评级，并认为公司具备长期持有价值。

关键假设

- 1) 电力造价软件：标准化软件预计收入平稳，数字工地、定制化软件等有所增长，2023—2025 年营收分别增长 8.5%、11.9%、12.3%，毛利率分别为 92%、90%、86%
- 2) 水质大气运维：综合考虑公司新签项目，预计 2023—2025 年营收分别增长 25%、5%、5%，毛利率维持在 45%左右
- 3) 水质监测设备：考虑到环保景气度问题，设备销售和毛利率处于较低水平，预计 2023—2025 营收增长 5%、5%、5%，毛利率为 20%
- 4) 电力在线监测：随着电力系统对安全性重视度提升，新一轮更换周期渐进，预计 2023—2025 年营收分别增长 27.2%、134.6%、55.1%，毛利率分别为 47.4%、57.9%、61.8%

投资逻辑要点

- 1) 公司经营质量优异，资产负债率低、无有息负债，现金流好且有较高分红率，注重股东回报。当前估值水平低（对应 23 年 19 倍、24 年 15 倍），具有较高性价比
- 2) 电力信息化子领域具备优势。公司深耕电力信息化业务多年，在造价软件方面市占率领先。后陆续布局数字工地、配网一体化解决方案、智能巡检等业务并且发展势头良好，在电力信息化浪潮下有望充分受益
- 3) 变压器油色谱更换在即贡献新成长曲线。新型电力系统建设对电网可靠性提出了更高需求，变压器油色谱是监控变压器安全状态的重要设备，电网有望开启大批量更换，公司在新一代油色谱研发方面位居前列。

核心风险提示

电力信息化进度不及预期，变压器油色谱更换进度不及预期，环保政策发生明显变化

1. 电力信息化细分领域翘楚 经营质量优异注重股东回报.....	5
2. 全面受益于电力信息化趋势 油色谱更新换代成新成长曲线.....	8
2.1 深耕电力信息化打造优势壁垒 电力工程全生命周期覆盖.....	8
2.2 绿色转型对电网安全性提出更高要求 油色谱有效监测变压器运行状态更新换代在即.....	10
2.3 赋能智慧环保 打造环境监测、运维与治理多级驱动.....	12
3. 盈利预测和估值.....	14

图表目录

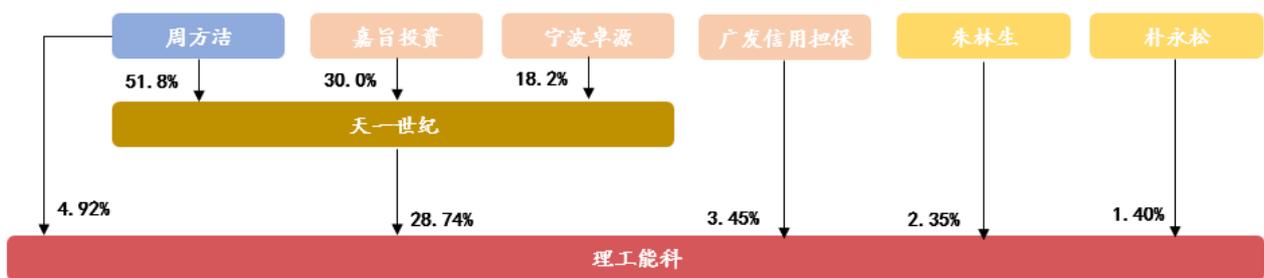
图 1：公司股权结构图（截至 2024-01-24）	5
图 2：公司 2016—2023Q3 归母净利润及增长率（百万元）	6
图 3：公司 2017—2023H1 各业务收入（百万元）	6
图 4：公司 2017—2023H1 各业务毛利率	6
图 5：公司 2017—2023Q3 资产负债率	7
图 6：公司 2016—2022 流动比率及速动比率	7
图 7：公司 2017—2022 经营现金流量净额/净利润	7
图 8：公司 2016—2022 年分红比例	7
图 9：公司拥有电力造价软件全过程解决方案	8
图 10：公司开发的数字工地产品	9
图 11：数字工地有效解决施工过程中难点痛点	9
图 12：公司开发的配网工程一体化解决方案	10
图 13：公司自主研发的配电网人工智能巡检系统	10
图 14：绿色转型需要大规模远距离特高压输电网络	11
图 15：变压器油色谱是智能电网在线监测的重要组成部分	11
图 16：公司 2019—2023H1 水质大气运维业务营收及增长率（百万元）	12
图 17：公司 2019—2023H1 水质监测设备业务营收及增长率（百万元）	12
图 18：2017—2023H1 水质大气运维及水质监测设备毛利率水平	12
表 1：截至 2021 年国内电网变压器及换流变数量	11
表 2：理工能科各项业务收入及毛利率预测（百万元）	14
表 3：相对估值表	15
表 4：理工能科资产负债表（百万元）	17
表 5：理工能科利润表（百万元）	18
表 6：理工能科现金流量表（百万元）	18

1. 电力信息化细分领域翘楚 经营质量优异注重股东回报

以电力在线监测系统起家，后通过收购切入电力信息化及环保业务。理工能科(002322)成立于2000年，并于2009年在深交所上市，上市之初以变压器油色谱在线监测业务为主并持续至今。2015年公司先后收购江西博微、北京尚洋、湖南碧蓝，切入电力信息化、环保领域、土壤治理领域。因土壤修复发展持续不及预期，公司逐步退出该项业务。目前主营业务主要涵盖：**(1) 软件与信息化业务**：包括数字电力、数字工地、三维及BIM软件开发。**(2) 电力在线监测系统**：主要是变压器油色谱监测设备及材料配件；**(3) 环保业务**：主要是大气及水质大气运维和水质监测设备。

公司实际控制人为其联合创始人周方洁先生。截至23H1，公司控股股东为宁波天一世纪，持有公司28.74%股份。周方洁先生持有天一世纪40%股份，并与分别持股8.8%和3%的余艇先生、刘笑梅女士作为一致行动人控制世纪天一。此外周方洁先生直接持有公司4.92%股份，合计持有公司16.42%股份。2023年12月17日公司发布公告，余艇先生、刘笑梅女士分别与周方洁先生签订的《股权转让协议》，余艇先生、刘笑梅女士分别向周方洁先生转让天一世纪8.8%及3%的股权，转让后周方洁先生持有世纪天一51.80%股份，成为公司唯一实际控制人。周方洁先生多年从事自动测试技术、在线监测技术、故障诊断技术及智能仪器、仪表的研究与开发工作，在国内外专业学术刊物上发表多篇学术文章，是公司的核心技术人员。

图 1：公司股权结构图（截至 2024-01-24）



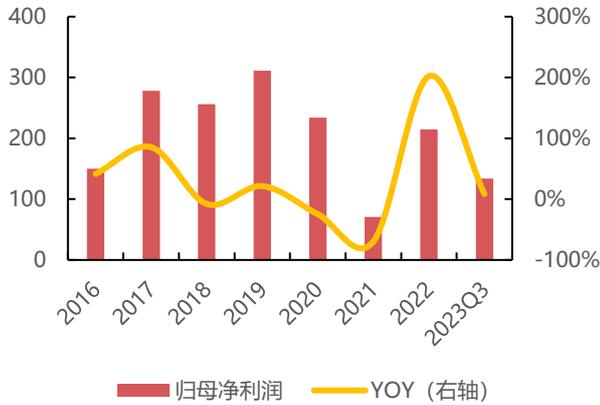
资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究

公司主营业务毛利率高且稳定。其中电力造价软件营收位居第一且多数年份保持90%以上毛利率，是公司最主要业绩来源。环保逐步转为以运维为主，毛利率保持在38%以上，22年突破40%。电力在线监测及材料配件则维持35%~60%左右的毛利率水平。几项高毛利率业务加持下，公司整体毛利率近年来均保持在60%~65%的水平

商誉减值完毕后公司盈利情况重回正轨。公司并购江西博微、北京尚洋和湖南碧蓝后，业绩明显提升，2017—2020年均站上2亿元大关，其中江西博微和北京尚洋经营情况良好，但湖南碧蓝的土壤修复业务经营情况不佳，故对其进行商誉减值，影响了2020年和2021年盈利表现，其中2021年计提湖南碧蓝剩余全部1.94亿元商誉，致使当年公司归

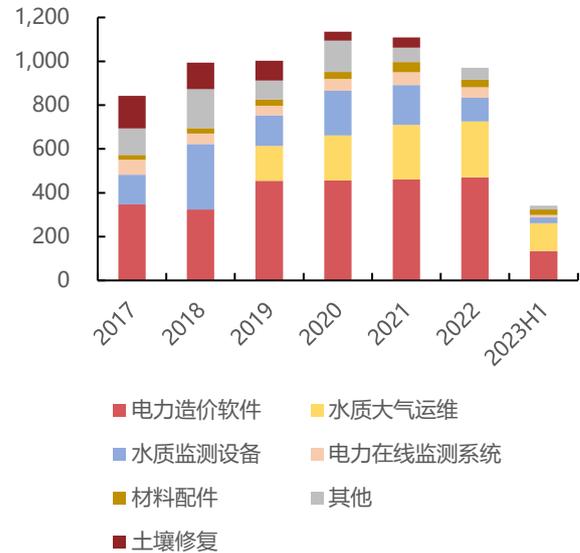
母净利润仅 0.71 亿元。2022 年在外部环境不利的因素下公司实现归母净利润 2.15 亿元，23 年前三季度实现归母净利润 1.34 亿元，同比+8.4%，公司经营情况重回正轨。

图 2：公司 2016—2023Q3 归母净利润及增长率(百万元)



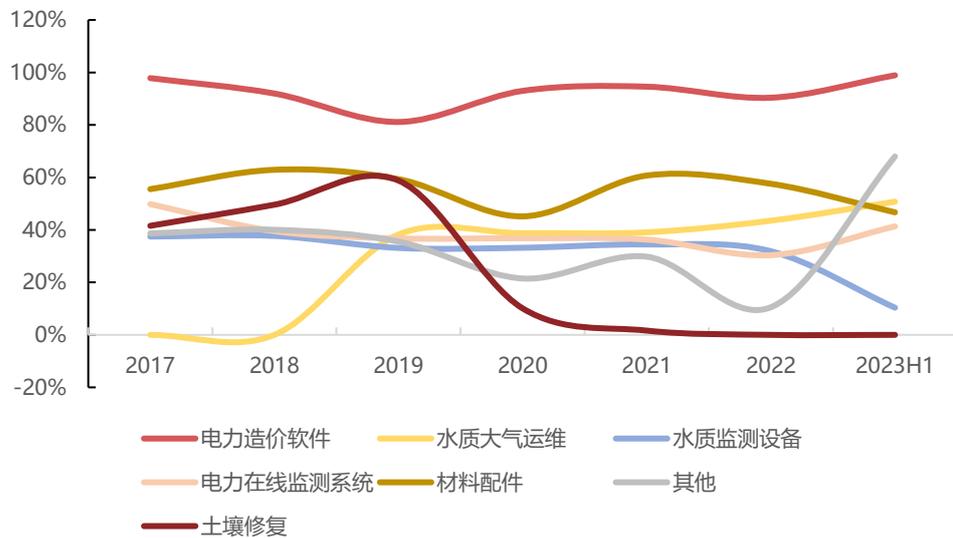
资料来源：ifind，华源证券研究

图 3：公司 2017—2023H1 各业务收入 (百万元)



资料来源：ifind，华源证券研究

图 4：公司 2017—2023H1 各业务毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究

公司各项财务指标表现优异，上市以来充分重视股东权益，具体表现在：

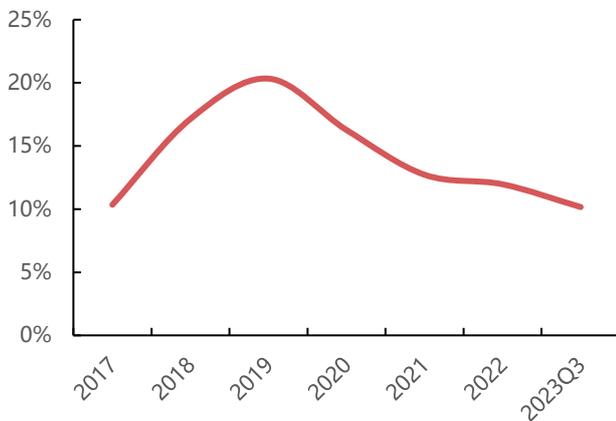
(1) 公司坚持低负债、轻量化经营策略。公司资产负债率极低，除 2019 年外均低于 20%，23Q3 降低至 10.16%，且目前无任何有息负债。流动比率和速动比率均保持在较为优秀水平。

(2) 商誉减值计提完毕，历史包袱清理干净。公司收购湖南碧蓝形成 3.28 亿商誉，但由于市场竞争加剧导致经营低于预期等因素，公司已于 2021 年将商誉全部计提完毕，后续商誉减值风险明显降低。

(3) 现金流表现十分优秀，现金储备充裕。公司自 2017 年以来现金流逐年改善，2019 年后经营现金流量净额/净利润均接近或超过 1.0 (2021 年畸高主要是因为当年大额商誉减值，加回商誉减值调整后为 1.26)。因此公司现金储备充裕，截至 23Q3 已超过 6.4 亿元。

(4) 持续高分红、积极回购，重视股东权益。良好的现金流表现使得公司有资本并切实重视股东回报，2009—2022 年累计分红 11.9 亿元，分红比例超过 55%。2023 年以来公司积极进行股份回购，1 月 25 日至 3 月 4 日累计回购超过 4%。

图 5：公司 2017—2023Q3 资产负债率



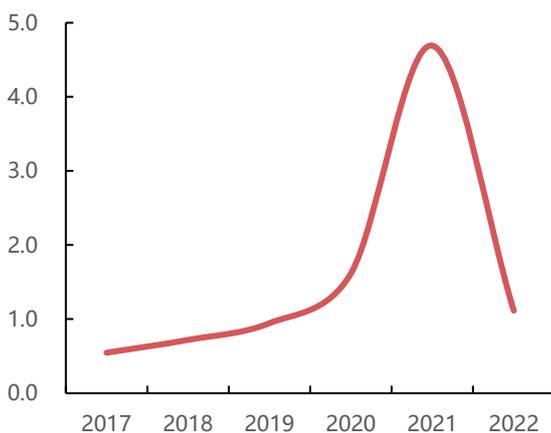
资料来源：ifind，华源证券研究

图 6：公司 2016—2022 流动比率及速动比率



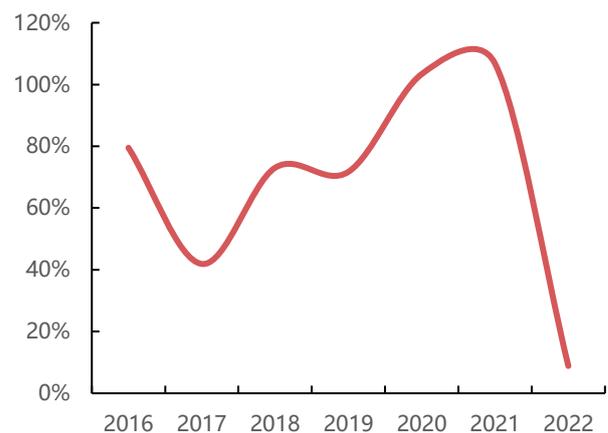
资料来源：ifind，华源证券研究

图 7：公司 2017—2022 经营现金流量净额/净利润



资料来源：ifind，华源证券研究

图 8：公司 2016—2022 年分红比例



资料来源：ifind，华源证券研究

2. 全面受益于电力信息化趋势 油色谱更新换代成新成长曲线

2.1 深耕电力信息化打造优势壁垒 电力工程全生命周期覆盖

公司依托子公司江西博微深耕电力信息化行业。随着风力发电、光伏发电、核电建设、配电网建设、以及特高压领域的投资持续增加，电力信息化行业将迎来广阔的发展空间和机遇。江西博微新技术有限公司成立于 2000 年 4 月，是经国家发改委工信部等五部委联合认定的国家规划布局内重点软件企业，目前已打造数字电力、数字工地、三维与 BIM、设计咨询四大板块。

数字电力：主要是标准化电力造价软件。（1）**软件主要功能：**向客户提供贯穿规划阶段、决策阶段、设计阶段、招投标阶段、施工阶段及竣工结算阶段的全过程工程造价管理及投资控制的信息化系列方案，可满足建管、设计、施工、咨询、审计等不同性质客户在工程不同阶段的管理需求。（2）**主要客户：**电网公司、发电集团、设计单位、施工单位、评审单位等；（3）**收费模式：**按照 license 进行收费，一次性销售收入；（4）**产品种类：**主要包括火电、光缆线路、电缆线路、架空线路、变电站工程及新能源发电工程几大类；（5）**收费模式：**单品类定额更新周期一般为 5 年，根据定额换版后研发新版软件，造价产品营收具有周期性及可持续性。（6）**市场地位：**电网领域市占率位居前列。

图 9：公司拥有电力造价软件全过程解决方案



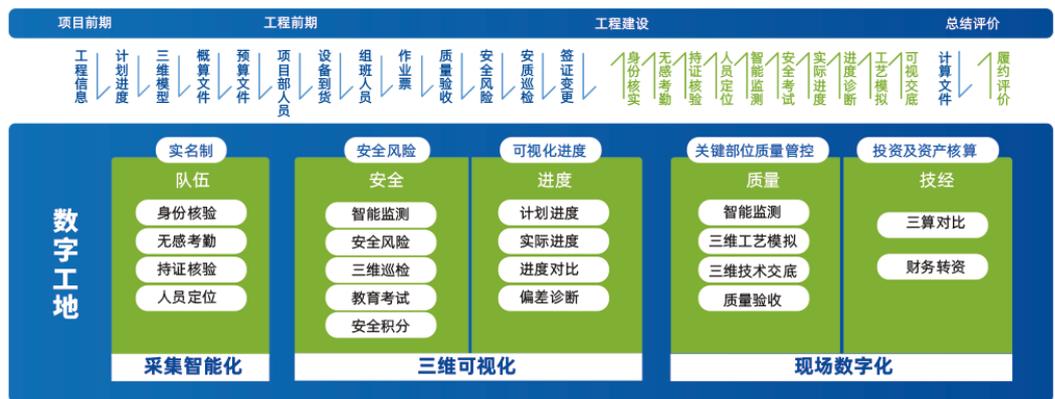
资料来源：公司官网，华源证券研究

公司审时度势成立数字工地事业部，经过四年孵化已初具规模。数字工地作为基建全过程综合数字化管理平台的现场感知延伸终端，将工程、队伍、安全、质量、进度、项目、物联平台等应用整合在同一个平台上，便于项目管理者对现场情况及时了解、统一监管，

达到办公室直达工地现场的目的，实现全天候的管理监控、全流程的智能跟踪、全方位的智能分析，辅助管理人员进行决策管理，提高工地管理效率。

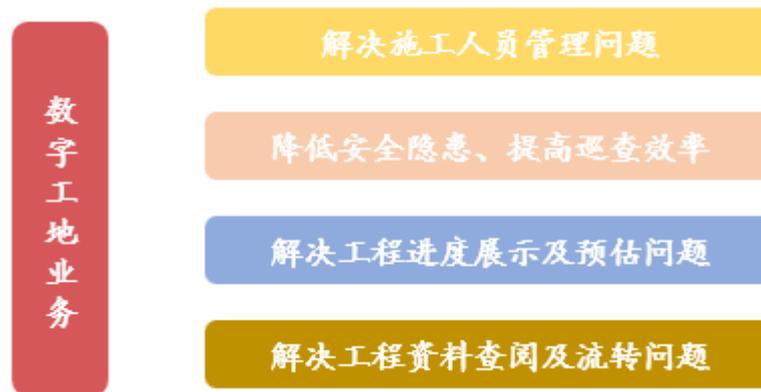
随着建管要求不断提高，数字工地技术逐步进入电力行业。公司 2020 年成立数字工地事业部，已初步完成数字工地应用层、平台层、通讯层、感知设备层所有产品的全覆盖，相关业务已在各电压等级交、直流工程中成熟应用，公司承接的河南金牛 500kV 数字孪生变电站等一批典型试点工程获得高度评价。目前数字工地已成为江西博微最重要的业务增长点之一，数字工地技术在电力行业积累后有望进一步应用于其他行业，进一步打开公司天花板。

图 10：公司开发的数字工地产品



资料来源：公司官网，华源证券研究

图 11：数字工地有效解决施工过程中难点痛点



资料来源：公司官网，华源证券研究

布局配电网工程一体化解决方案，适应新形势下配电网发展需求。2024 年 3 月国家发改委、国家能源局发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》提出：（1）提高装备智能化水平：合理配置监测终端、无人巡检终端等设备，并创新应用数字化技术。（2）

协同推进工程建设：强施工队伍、施工工艺管理，开展工程建设全过程监督管理，确保工程建设安全，提高工程建设质量。

公司积极布局配电网建设数字化全过程相关业务。公司打造**配电网工程一体化解决方案**，从需求编制源头对配网项目建设进行跟踪管控，覆盖配电网项目规划可研、设计造价、建设施工、运行维护等建设阶段，可有效提升配电网资产全寿命周期管理的精益化和标准化水平。**配电网人工智能巡检系统**基于泛在电力物联网构建思路，借助无人机技术应用，以互联互通的思维方式，构建配网智能巡检体系，充分应用人工智能等技术，推动配电网设备、人员信息全贯通，实现设备智能感知、数据贯通、信息共享和作业移动化

公司已参与超过**40%**的省公司配电网数字化移交系统建设工作，公司承建的国网四川省电力公司配网全过程管理平台获得国网专家评审第二名，为国网配电网全过程数字化管理树立了标杆案例。

图 12：公司开发的配网工程一体化解决方案



资料来源：公司官网，华源证券研究

图 13：公司自主研发的配电网人工智能巡检系统



资料来源：公司官网，华源证券研究

2.2 绿色转型对电网安全性提出更高要求 油色谱有效监测变压器运行状态更新换代在即

新能源转型下电网面临转型，电网安全性重要程度进一步提高。我国面临可再生资源和负荷分布不匹配的特点，三北地区丰富的新能源资源要通过特高压送至中东部地区，同时也要加强两端常规电网，长距离、大规模送电对电网的安全性提出了更高要求。2023年3月国家能源局发布《加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》。提出要**推动变电站和换流站智能运检……发展电网灾害智能感知体系**，提高供电可靠性和对偏远地区恶劣环境的适应性

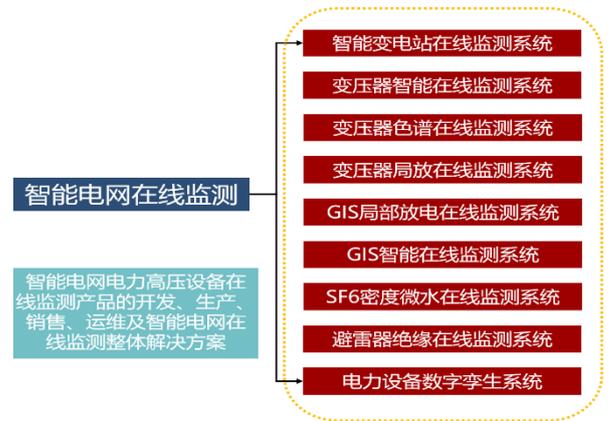
变压器油色谱分析是一种监测变压器运行状态的重要方法。其原理基于不同气体在油中的溶解度差异，通过色谱仪分离并检测油中溶解的气体成分和浓度。这些气体通常包括氢气、甲烷、乙烷、乙烯、乙炔等，它们的存在和浓度变化能够反映变压器内部的故障类型和严重程度。变压器油色谱分析的作用在于及时发现变压器内部的潜在故障，如过热、放电、绝缘老化等，从而预防重大事故的发生。通过分析油中气体的变化趋势，可以判断故障的发展趋势，为变压器的维护和管理提供重要依据。

图 14: 绿色转型需要大规模远距离特高压输电网络



资料来源: 中国政府网, 华源证券研究

图 15: 变压器油色谱是智能电网在线监测的重要组成部分



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

公司已研制成功新一代油色谱设备，新型油色谱可替换市场空间数十亿元。公司新一代油色谱智能在线监测系统以自主研发的“数字动态顶空平衡脱气”等核心技术有效解决了在线与离线数据比对误差大、最低检出限不理想、油样含气率影响检测结果、监测灵敏度存在衰减、载气免维护性差等市场痛点及难点，产品技术及性能优异性陆续得到权威检测机构及业主的肯定。

目前特高压油色谱更换已经逐步展开。国网山东公司 2024 年初招标更换 5 个 1000kV 特高压站共 54 台设备，其中公司中标 19 台，总价 708.5 万元，单价 37 万元/台，单价大幅高于上一代油色谱产品。国家电网要求 220kV 及以上电压等级油浸式变压器和位置特别重要或存在绝缘缺陷的 110kV 油浸式变压器，应配置多组分油中溶解气体在线监测装置。根据中国电力统计年鉴，截至 2021 年底，我国 500kV 及以上变电站和换流站共 1012 座，估算变压器数量约 7800 台，考虑近两年增长，目前存量变压器按 8000 台。如果单台配置、单价 35 万元计算，总市场空间 28 亿元，如果双重化配置则市场空间为 56 亿元。如果 220kV 及以上均配置，则总市场空间 77~154 亿元。此估算尚未考虑电源侧和用户变需求。

表 1: 截至 2021 年国内电网变压器及换流变数量

类型	电压等级	变电站数量 (座)	单站变压器数量 (台)	变压器总数 (台)
交流	1000kV	31	6.3	195
	750kV	61	6.0	366
	500kV	822	7.0	5,754
	330kV	223	7.5	1,673
	220kV	6,181	2.0	12,362
直流	±1100kV	2	24.0	48
	±800kV	37	24.0	888
	±660kV	2	12.0	24
	±500kV	34	12.0	408
	±400kV 及以下	23	6.0	138
500kV 及以上和直流		1,012		7,821

资料来源: 中国电力统计年鉴, 华源证券研究。注: 变电站数量为 2021 年数据, 单站变压器数量根据历史数据估算

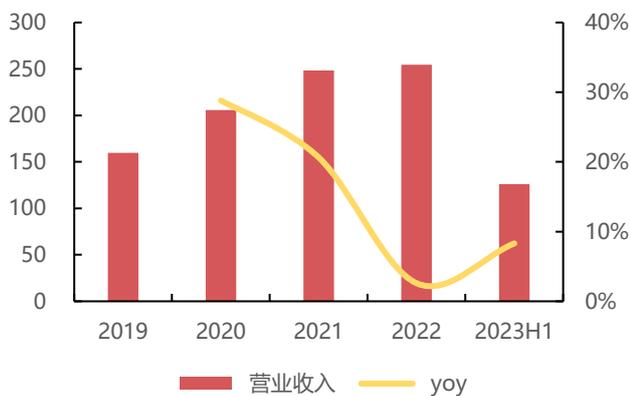
2.3 赋能智慧环保 打造环境监测、运维与治理多级驱动

公司环保业务重心转向环保数据服务，借助博微优势开拓环保信息化业务。公司环境监测业务包含水质监测、大气监测与治理相关的解决方案和系统集成，环境质量管理软件开发、监测站运营维护服务等，贯通“环境监测-环境修复-环境信息化”各个环节。此外，公司积极布局以大数据、物联网、云计算为基础的全方位综合管理及应用平台的开发以及智慧水务业务的拓展等。公司环保监测设备营收波动较大，自2020年以来逐年下滑且毛利率受压，主要受外部不利因素影响。

公司首创的环境监测数据采购模式拓展顺利，环境监测站建设运维业务遍及27个省市，100个地级市。该业务稳中有进，近年来持续保持增长，23H1 运维收入1.26亿元，同比+8.3%。截至23H1 运维业务新增订单1.73亿元，同比+25.34%，在手未执行订单6.06亿，充分保证未来几年环保监测业务收入。

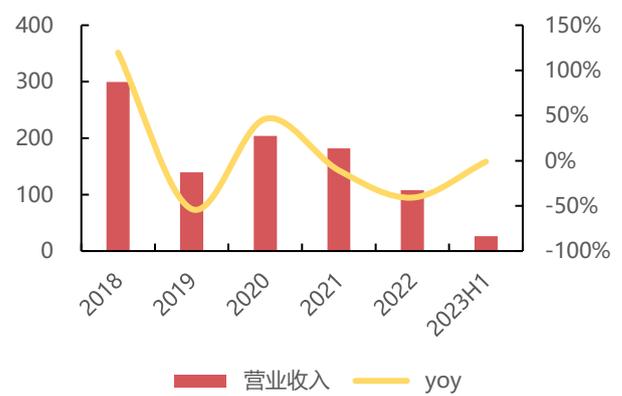
借助江西博微优势开拓环保信息化业务。主要包括水质监测、大气监测、温室气体监测等方向的工具软件开发、定制化软件开发和技术服务，布局以大数据、物联网、云计算为基础的全方位综合管理及应用平台的开发以及智慧水务业务的拓展等。借助环保信息化优势，公司承建了浙江省大气和水环境质量监测预警平台，为亚运会提供了关键的大气和水质监测服务，体现了公司雄厚的技术实力。

图 16：公司 2019—2023H1 水质大气运维业务营收及增长率（百万元）



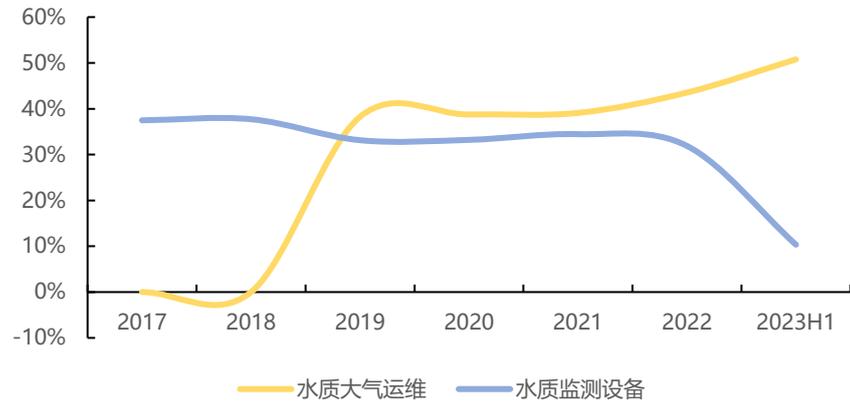
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 17：公司 2019—2023H1 水质监测设备业务营收及增长率（百万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 18：2017—2023H1 水质大气运维及水质监测设备毛利率水平



资料来源：公司公告，华源证券研究

3. 盈利预测和估值

关键假设：

- 1) **电力造价软件**：标准化软件预计收入平稳，数字工地、定制化软件等有所增长，2023—2025 年营收分别增长 8.5%、11.9%、12.3%，毛利率分别为 92%、90%、86%；
- 2) **水质大气运维**：综合考虑公司新签项目，预计 2023—2025 年营收分别增长 25%、5%、5%，毛利率维持在 45%左右；
- 3) **水质监测设备**：考虑到环保景气度问题，设备销售和毛利率处于较低水平，预计 2023—2025 营收增长 5%、5%、5%，毛利率为 20%；
- 4) **电力在线监测**：随着电力系统对安全性重视度提升，新一轮更换周期渐进，预计 2023—2025 年营收分别增长 27.2%、134.6%、55.1%，毛利率分别为 47.4%、57.9%、61.8%；
- 5) **材料配件**：2023—2025 营收增长率为 5%，毛利率维持 58%，

表 2：理工能科各项业务收入及毛利率预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,135	1,109	970	1,094	1,275	1,467
yoy	13.3%	-2.3%	-12.5%	12.8%	16.6%	15.0%
毛利润	640	666	611	680	814	924
毛利率	56.4%	60.0%	63.0%	62.1%	63.9%	63.0%
一、电力造价软件						
营业收入	456	461	471	512	572	643
yoy	0.3%	1.2%	2.3%	8.5%	11.9%	12.3%
毛利润	424	436	426	471	515	553
毛利率	93.0%	94.6%	90.4%	92.0%	90.0%	86.0%
二、水质大气运维						
营业收入	206	248	255	318	350	385
yoy	28.8%	20.6%	2.6%	25.0%	10.0%	10.0%
毛利润	80	97	111	143	158	173
毛利率	38.7%	39.1%	43.5%	45.0%	45.0%	45.0%
三、水质监测设备						
营业收入	204	182	108	113	119	125
yoy	46.3%	-10.7%	-40.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利润	68	63	34	23	24	25
毛利率	33.2%	34.5%	31.9%	20.0%	20.0%	20.0%

四、电力在线监测系统						
营业收入	54	59	48	61	142	220
yoy	22.2%	10.4%	-19.8%	27.2%	134.6%	55.1%
毛利润	20	22	14	29	82	136
毛利率	36.8%	36.3%	30.4%	47.4%	57.9%	61.8%
五、材料配件						
营业收入	33	47	34	36	38	40
yoy	11.1%	43.1%	-26.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利润	15	28	20	21	22	23
毛利率	45.2%	60.7%	57.6%	58.0%	58.0%	58.0%
六、其他						
营业收入	143	65	54	54	54	54
yoy	67.3%	-54.2%	-17.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润	31	19	6	13	13	13
毛利率	21.5%	29.8%	10.5%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司公告，华源证券研究

根据上述假设，预计公司 2023—2025 年分别实现营业收入 10.97、12.78、14.7 亿元，同比增长 12.7%、16.6%、15.0%。实现归母净利润 2.50、3.30、4.01 亿元，同比增长 16.6%、31.7%、21.6%。

公司当前股价对应 2023—2025 年 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。选取电网财务软件龙头远光软件、电力在线监测设备供应商智洋创新以及环保设备及运营公司雪迪龙作为可比公司，三家公司 2023—2025 年平均 PE 为 33 倍、22 倍、17 倍。以可比公司 24 年平均 PE 为基准，公司当前市值低估约 49%。考虑到公司优质的现金流及股东回报力度，给与公司 24 年 22 倍估值水平，故首次覆盖给与“买入”评级，并认为公司具备长期持有价值。

表 3：相对估值表

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE			PB (1f)
		2024/3/16	23E	24E	25E	23E	24E	25E	
002063.SZ	远光软件	107	3.44	4.69	5.60	31	23	19	3.32
688191.SH	智洋创新	27	0.58	0.95	1.33	47	29	20	3.17
002658.SZ	雪迪龙	42	2.04	2.97	3.75	20	14	11	1.69
	平均值					33	22	17	2.73
002322.SZ	理工能科	48	2.50	3.30	4.01	19	15	12	4.68

资料来源：iFind，华源证券研究。可比公司归母净利润选 iFind 一致预期

风险提示:

- 1) 电力信息化进度不及预期: 对公司软件业务的预测基于电网及配电网信息化的进度预期, 一旦不及预期可能影响软件业务业绩表现。
- 2) 变压器油色谱更换进度不及预期: 该业主由电网主导并推进, 节奏有一定不确定性, 一旦不及预期可能影响公司电力监测设备业务表现。
- 3) 环保政策发生明显变化: 环保主要客户为政府, 且受政策影响较大, 一旦环保政策发展明显变化可能影响公司的经营模式。

表 4：理工能科资产负债表（百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产：								
货币资金	513	429	396	476	591	624	768	941
交易性金融资产	0	63	172	0	0	0	0	0
应收票据	13	25	26	23	26	26	26	26
应收账款	441	484	357	369	433	423	452	480
其他应收款	42	54	49	41	26	26	26	26
预付款项	9	9	16	8	7	7	7	7
存货	242	250	232	196	186	216	240	282
一年内到期的非流动资产	0	0	0	0	0	0	0	0
流动资产合计	1,300	1,371	1,365	1,227	1,363	1,425	1,633	1,887
可供出售金融资产	24	0	0	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0	0	0
长期应收款	70	65	66	56	44	44	44	44
长期股权投资	11	100	106	119	164	164	164	164
投资性房地产	34	24	35	33	33	30	27	24
固定资产	274	281	429	422	411	400	387	372
在建工程	102	196	0	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	0	0	0
无形资产	54	47	45	42	33	29	23	17
长期待摊费用	0	0	0	0	0	0	0	0
递延所得税资产	21	20	24	24	29	29	29	29
其他非流动资产	9	13	10	2	15	15	15	15
非流动资产合计	2,230	2,369	2,316	2,123	2,140	2,122	2,100	2,075
资产总计	3,529	3,741	3,682	3,349	3,503	3,547	3,733	3,962
负债：								
短期借款	290	221	170	0	0	0	0	0
应付票据	11	34	15	0	0	0	0	0
应付账款	109	192	182	159	138	0	0	0
预收款项	103	215	0	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	0	0	0
应付利息	0	0	0	0	0	0	0	0
其他应付款	8	8	7	46	36	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	5	5	0	0	0
应付股利	1	1	1	1	1	0	0	0
其他流动负债	0	0	10	7	10	10	10	10
流动负债合计	597	754	594	410	408	417	448	507
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	16	11	11	11	11
长期应付款	0	0	0	0	0	0	0	0
专项应付款	0	0	0	0	0	0	0	0
预计负债	0	0	0	0	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0	0	0	0	0

其他非流动负债	0	0	0	0	0	0	0	0
非流动负债合计	8	7	5	16	11	11	11	11
负债合计	605	761	599	426	419	428	460	519
所有者权益(或股东权益):								
实收资本(或股本)	397	397	397	384	379	379	379	379
资本公积	1,892	1,894	1,894	1,719	1,651	1,651	1,651	1,651
盈余公积	103	135	163	164	172	182	195	211
未分配利润	793	868	944	777	907	933	1,074	1,228
少数股东权益	1	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	2,923	2,980	3,083	2,923	3,083	3,119	3,273	3,444
所有者权益合计	2,924	2,980	3,083	2,923	3,083	3,119	3,273	3,444
负债和所有者权益总计	3,529	3,741	3,682	3,349	3,503	3,547	3,733	3,962

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 5：理工能科利润表（百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、营业总收入	996	1,005	1,138	1,112	973	1,097	1,278	1,470
营业收入	994	1,003	1,135	1,109	970	1,094	1,275	1,467
二、营业总成本	766	748	861	852	777	862	945	1,056
营业成本	418	410	495	443	359	414	461	543
税金及附加	10	10	11	10	10	12	14	16
销售费用	94	110	118	128	137	137	147	154
管理费用	87	87	95	115	113	128	149	171
财务费用	5	8	3	-3	-6	-3	-3	-4
资产减值损失	46	31	68	202	14	0	1	1
信用减值损失	0	2	10	11	11	-1	8	8
三、其他经营收益								
公允价值变动收益	0	63	-32	-31	0	0	0	0
投资收益	-1	14	46	48	18	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	277	343	266	115	244	290	379	460
加：营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0
减：营业外支出	6	2	4	3	3	6	5	5
五、利润总额	271	341	263	111	241	284	375	456
减：所得税费用	14	29	29	40	27	34	45	55
六、净利润	256	311	234	71	215	250	330	401
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	257	312	234	71	215	250	330	401
七、每股收益：								
(一) 基本每股收益(元)	0.66	0.84	0.63	0.19	0.57	0.66	0.87	1.06
(二) 稀释每股收益(元)	0.66	0.84	0.63	0.19	0.57	0.66	0.87	1.06

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 6：理工能科现金流量表（百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	A	A	A	A	A	E	E	E
净利润	256	311	234	71	215	250	330	401
加：计提的资产减值准备	46	33	79	213	25	-1	9	9
固定资产折旧	37	43	46	59	67	63	66	68
无形资产摊销	7	7	8	9	9	9	9	9
长期待摊费用摊销	0	0	0	0	0	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0	-2	-13	-2	0	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“-”号列示）	0	-63	32	31	0	0	0	0
财务费用（收益以“-”号列示）	10	15	9	1	-1	-3	-3	-4
投资损失（收益以“-”号列示）	1	-14	-46	-48	-18	0	0	0
递延所得税资产减少（增加以“-”列示）	-11	0	-4	1	-5	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“-”列示）	0	0	0	0	0	0	0	0
存货的减少（增加以“-”列示）	-50	-100	1	-35	-32	-29	-25	-43
经营性应收项目的减少（增加以“-”列示）	-179	-177	65	32	-47	1	-48	-47
经营性应付项目的增加（减少以“-”列示）	66	241	-32	-8	13	14	32	59
其它	0	0	0	6	9	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	184	294	378	333	239	305	370	452
收回投资所收到的现金	3	1	0	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	2	5	38	37	7	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	0	20	23	6	0	0	0	0
收到其他与投资活动有关的现金	264	206	0	398	101	0	0	0
投资活动现金流入小计	268	233	61	441	108	0	0	0
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	45	83	88	41	21	54	53	52
投资所支付的现金	1	80	50	0	31	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	102	110	140	255	100	0	0	0
投资活动现金流出小计	149	273	278	296	152	54	53	52
投资活动产生的现金流量净额	119	-40	-217	146	-43	-54	-54	-53
吸收投资收到的现金	2	0	0	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	360	330	320	0	0	0	0	0
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	0	35	0	0	0	0
发行债券收到的现金	0	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	362	330	320	35	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	195	400	370	170	0	5	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	202	218	140	245	76	212	172	227
支付的其它与筹资活动有关的现金	262	53	0	7	7	0	0	0
筹资活动现金流出小计	660	671	510	421	82	217	172	227
筹资活动产生的现金流量净额	-298	-341	-190	-387	-82	-217	-172	-227
现金及现金等价物净增加额	6	-87	-29	92	114	33	144	173
货币资金的期初余额		513	429	396	476	591	624	768
货币资金的期末余额	513	429	396	476	591	624	768	941

资料来源：公司公告，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人士，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数