

## 24Q1 公司营收企稳回升, 下游行业订单回暖

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 23 年公司实现营收 4.98 亿, 同比-8.96%; 归母净利润 0.63 亿, 同比-45.98%。23Q4 营收 1.98 亿, 同比-11.73%, 归母净利润 0.79 亿, 同比+10.8%; 24Q1 营收 0.6 亿, 同比+6.3%, 归母净利润-0.19 亿, 同比减亏 0.01 亿。24Q1 公司营收企稳回升, 下游行业订单回暖。
- **风电、煤炭行业景气度高, 石化、冶金行业承压下滑。** 23 年公司风电行业实现营收 1.94 亿, 同比+21.0%, 占比 41.0%; 煤炭行业 0.49 亿, 同比+13.3%, 毛利率+0.04pp 至 72.17%, 占比 10.3%。23 年受宏观经济波动影响, 下游钢铁、石化、水泥等行业客户项目节奏变缓, 公司营收未达预期, 石化行业实现营收 0.96 亿, 同比-37.4%, 毛利率-1.7pp 至 70.4%, 占比 20.3%; 冶金行业 0.74 亿, 同比-33.1%, 毛利率-66.9%, 基本持平, 占比为 15.6%; 水泥行业 20.26 亿, 同比-7.3%, 毛利率提升 3.34pp 至 65.1%, 占比 5.4%。
- **业务结构变化, 费用率提升, 23 年公司毛利率、净利率略有下滑。** 2023 年公司综合毛利率 62.1%, 同比-2.0pp, 毛利率系下降主要系公司毛利率较低的风电行业业务占比提升 11.7pp 至 41.0%, 而高毛利的石化、冶金等行业占比下降, 净利率 12.6%, 同比-8.6pp; 净利率下滑幅度较大主要系公司费用率增长较多。24Q1 公司综合毛利率为 62.2%, 同比-2.0pp, 净利率为-31.8%, 同比+2.8pp, 净利率提升主要系公司费用率减少, 但同期政府补助减少, 净利率提升较小。
- **23 年公司人员规模扩大、重视研发投入, 费用率提升; 24Q1 加强内控管理, 期间费用率下降-12.4pp。** 23 年公司期间费用率为 54.2%, 同比+9.3pp, 其中, 销售、管理、研发和财务费用率分别同比+2.4pp、+1.4pp、+5.1pp、+0.4pp; 费用率提升主要系公司营收增长不及预期, 但人员规模有所扩大, 相关薪酬及费用有所增加, 同时研发费用投入增加。24Q1 公司积极加强内部管控, 同时公司营收实现增长, 费用摊薄, 期间费用率为 110.9%, 同比-12.4pp, 其中细分来看, 销售、管理、研发和财务费用率分别同比-3.5pp、-2.6pp、-6.2pp、-0.1pp。
- **公司系工业运维监测 PHM 龙头, 积极改变市场策略, 五大行业深耕战略持续推进。** 公司起步于风电行业, 深耕行业十余载, 是国内较早进入工业设备智能运维领域的公司之一, 并持续深耕产单量相对较高的石化、冶金、水泥和煤炭行业, 下游客户头部企业占比高, 重点开拓轨交、有色、化工等多行业, 积累了宝贵的 22000+设备故障案例数。23H2 以来, 公司积极改变市场拓展策略, 进行商业模式改革, 从提供产品陆续拓展提供深度服务的模式, 积极拓展市场, 24Q1 以来成效显著, 有望助力公司持续推进五大行业深耕策略, 实现盈利能力提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.2、1.6、2.0 亿元, 当前股价对应 PE 为 19、14、11 倍, 未来三年归母净利润复合增长率 47%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游拓展不及预期、行业竞争加剧、经营业绩季节性波动等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	498.04	651.30	830.41	1047.57
增长率	-8.96%	30.77%	27.50%	26.15%
归属母公司净利润(百万元)	62.70	117.54	156.59	197.47
增长率	-45.98%	87.47%	33.23%	26.10%
每股收益 EPS(元)	0.77	1.44	1.92	2.42
净资产收益率 ROE	7.82%	13.03%	5.12%	16.43%
PE	36	19	14	11
PB	2.78	2.46	2.15	1.85

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙  
执业证号: S1250521050002  
电话: 021-58351893  
邮箱: tgl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.82
流通 A 股(亿股)	0.50
52 周内股价区间(元)	17.41-133.88
总市值(亿元)	22.31
总资产(亿元)	29.43
每股净资产(元)	21.38

### 相关研究

- 容知日新(688768): 石化、冶金行业短期承压, 23Q2 业绩低于预期 (2023-08-27)
- 容知日新(688768): 22 年业绩符合预期, 行业渗透率持续提升 (2023-04-12)

## 盈利预测

### 关键假设：

**假设 1：风电行业：**公司风电行业市占率第一，因此公司产品销量有望受益下游风机新增装机容量的提升而稳步增长，近期行业景气度较高，预计 2024-2026 年该业务订单增速分别为 20%、15%、10%，毛利率稳中有升。

**假设 2：钢铁行业：**针对下游不同行业，23H2 以来公司积极转变市场拓展策略，从提供产品到提供服务，目前钢铁等行业拓展顺利、新签单增长迅速，预计 2024-2026 年该业务订单增速分别为 40%、35%、35%，毛利率稳中有升。

**假设 3：冶金、水泥、煤炭行业：**目前冶金、水泥、煤炭行业占公司营收比例较小，仍处于大力拓展期，市场拓展顺利，且煤炭行业 24Q1 签单旺盛，预计 2024-2026 年冶金、水泥、煤炭行订单增速分别为 40%、35%、35%，30%、30%、30%，50%、45%、40%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表1：公司分业务收入及毛利率预测**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
风电行业	收入	194.29	233.15	268.13	294.94
	增速	21.01%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	58.39%	59.00%	60.00%	60.00%
钢铁行业	收入	96.23	134.72	181.87	245.53
	增速	-37.45%	40.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	70.41%	71.00%	71.50%	72.00%
冶金行业	收入	73.93	103.50	139.73	188.63
	增速	-33.11%	40.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	66.92%	67.00%	67.00%	67.00%
水泥行业	收入	25.54	33.20	43.16	56.11
	增速	-7.33%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	65.08%	65.00%	66.00%	67.00%
煤炭行业	收入	48.81	73.22	106.16	148.63
	增速	13.33%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	72.17%	72.00%	72.00%	72.00%
其他行业	收入	59.24	73.51	91.37	113.74
	增速	15.07%	24.09%	24.29%	24.49%
	毛利率	45.44%	44.98%	44.15%	43.27%
合计	收入	498.04	651.30	830.42	1047.57
	增速	-8.96%	30.77%	27.50%	26.15%
	毛利率	62.13%	62.94%	63.80%	64.45%

数据来源：Wind, 西南证券

## 相对估值

我们选取与公司业务类似或可比的东华测试、中控技术和奥普特三家可比公司，东华测试与公司同样处于设备智能监测系统赛道，中控技术是流程工业的智能制造整体解决方案提供商，奥普特是国内机器视觉检测行业龙头；3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 30、23、19 倍。公司加强现有行业深耕，并持续横向推进轨交、有色、化工等行业发展，市场渗透率不断增长，带动盈利能力有望实现高增。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.2、1.6、2.0 亿元，当前股价对应 PE 为 19、14、11 倍，未来三年归母净利润复合增长率 47%，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值（截止 2024 年 5 月 5 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300354.SZ	东华测试	59.6	1.37	1.83	2.28	31.40	23.55	18.87
688777.SH	中控技术	376.6	1.67	2.07	2.56	28.46	23.03	18.65
688686.SH	奥普特	92.3	3.01	3.77	5.03	25.06	20.04	15.01
平均值						<b>29.93</b>	<b>23.29</b>	<b>18.76</b>

数据来源：Wind，西南证券整理；注：可比公司预测为 Wind 一致预期

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	498.04	651.30	830.41	1047.57	净利润	62.70	118.17	157.43	198.52
营业成本	188.61	241.38	300.62	372.37	折旧与摊销	10.51	4.96	4.96	4.96
营业税金及附加	5.23	6.51	8.30	10.48	财务费用	-2.92	2.91	6.18	9.85
销售费用	119.94	143.29	174.39	219.99	资产减值损失	-2.22	15.00	15.00	15.00
管理费用	43.66	162.83	203.45	251.42	经营营运资本变动	-105.73	-6.99	-157.70	-176.86
财务费用	-2.92	2.91	6.18	9.85	其他	-36.30	-50.60	-35.62	-36.10
资产减值损失	-2.22	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-73.98	83.44	-9.76	15.36
投资收益	-3.63	40.00	40.00	40.00	资本支出	-48.25	-40.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	102.09	47.68	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	53.85	7.68	10.00	10.00
<b>营业利润</b>	49.01	119.39	162.48	208.46	短期借款	57.05	22.94	20.00	20.00
其他非经营损益	2.94	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	51.95	124.39	167.48	213.46	股权融资	7.70	0.00	0.00	0.00
所得税	-10.75	6.22	10.05	14.94	支付股利	-29.63	-12.54	-23.51	-31.32
净利润	62.70	118.17	157.43	198.52	其他	-3.87	-3.67	-6.18	-9.85
少数股东损益	0.00	0.63	0.83	1.05	<b>筹资活动现金流净额</b>	31.26	6.73	-9.68	-21.17
归属母公司股东净利润	62.70	117.54	156.59	197.47	<b>现金流量净额</b>	11.10	97.84	-9.44	4.19
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	206.09	303.94	294.49	298.69	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	441.25	525.66	689.41	871.04	销售收入增长率	-8.96%	30.77%	27.50%	26.15%
存货	113.55	145.31	178.97	223.17	营业利润增长率	-57.35%	143.59%	36.09%	28.30%
其他流动资产	73.10	1.50	1.91	2.41	净利润增长率	-45.98%	88.47%	33.23%	26.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-52.40%	124.85%	36.43%	28.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	150.44	186.66	212.87	239.09	毛利率	62.13%	62.94%	63.80%	64.45%
无形资产和开发支出	8.95	7.78	6.60	5.43	三费率	32.26%	47.45%	46.24%	45.94%
其他非流动资产	71.86	71.86	71.86	71.86	净利率	12.59%	18.14%	18.96%	18.95%
<b>资产总计</b>	1065.24	1242.70	1456.12	1711.68	ROE	7.82%	13.03%	15.12%	16.43%
短期借款	77.06	100.00	120.00	140.00	ROA	5.89%	9.51%	10.81%	11.60%
应付和预收款项	172.63	228.22	287.55	353.54	ROIC	9.67%	17.34%	20.14%	20.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.36%	19.54%	20.91%	21.31%
其他负债	14.05	7.32	7.49	9.85	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	263.73	335.54	415.04	503.40	总资产周转率	0.48	0.56	0.62	0.66
股本	81.63	81.63	81.63	81.63	固定资产周转率	11.46	16.31	22.97	32.37
资本公积	319.50	319.50	319.50	319.50	应收账款周转率	1.11	1.30	1.32	1.30
留存收益	400.40	505.40	638.49	804.64	存货周转率	1.99	1.86	1.84	1.84
归属母公司股东权益	801.51	906.53	1039.62	1205.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.14%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.63	1.46	2.51	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	801.51	907.16	1041.08	1208.28	资产负债率	24.76%	27.00%	28.50%	29.41%
负债和股东权益合计	1065.24	1242.70	1456.12	1711.68	带息债务/总负债	29.22%	29.80%	28.91%	27.81%
					流动比率	3.18	2.92	2.82	2.78
					速动比率	2.75	2.49	2.38	2.33
					股利支付率	47.25%	10.67%	15.01%	15.86%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	56.59	127.25	173.61	223.27	每股收益	0.77	1.44	1.92	2.42
PE	35.58	18.98	14.25	11.30	每股净资产	9.82	11.11	12.74	14.77
PB	2.78	2.46	2.15	1.85	每股经营现金	-0.91	1.02	-0.12	0.19
PS	4.48	3.43	2.69	2.13	每股股利	0.36	0.15	0.29	0.38
EV/EBITDA	35.88	15.36	11.43	8.96					
股息率	1.33%	0.56%	1.05%	1.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---