

科润智控 (834062)

深耕二十载练内功，需求放量乘风起

买入 (首次)

2024年05月24日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 余慧勇

执业证书: S0600122080038

yuyh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	869.40	1,003.54	1,335.24	1,804.73	2,128.60
同比	33.50	15.43	33.05	35.16	17.95
归母净利润 (百万元)	57.75	73.03	94.98	153.50	186.92
同比	33.63	26.47	30.05	61.61	21.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.31	0.40	0.52	0.83	1.02
P/E (现价&最新摊薄)	17.85	14.12	10.85	6.72	5.52

投资要点

■ **北交所“变压器第一股”，扬帆起航正当时：**公司2004年成立，专注研发变压器及高低压成套开关设备，二十载苦练内功，2021年入选工信部专精特新“小巨人”，2022年北交所正式上市。公司变压器业务持续高增带动整体营收稳步增长，2023年实现营收/归母净利润10.0/0.73亿元，同增15%/26%，2018-2023年营收/归母净利润CAGR分别达20.4%/17.4%，2024年国内与海外需求共振，有望持续高增长。

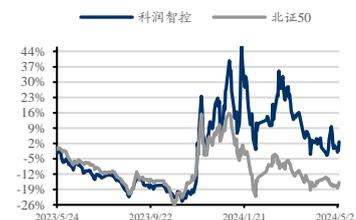
■ **海外内需求共振推动行业放量，铜价波动或扰动盈利：**1) **国内市场：**用电需求提升+新能源发电高占比推动电网投资支出增加带动变压器需求提升。国内市场下游社会用电量持续增长，2024年1-4月全社会用电量30772亿千瓦时，同增9%；同时我国新能源占比持续提升，2023年风光发电新增装机占比达80%+，用电需求提升叠加新能源高占比带动电网投资持续不断增加，2024年1-3月国内电网工程投资支出达766亿元，同增14.7%，电网投资支出增加进而推动对变压器需求提升。2) **海外市场：**欧美老旧设备升级换代+新能源装机高增推动变压器需求放量。欧美电网系统设备使用年限较长，大部分均超过25年，存在更新替换需求，同时全球碳中和目标下新能源装机持续高增带动对变压器新增需求，GMI预计2032年变压器市场规模有望超1000亿美元，2024-2032年CAGR达7%。3) **原材料铜价波动或扰动盈利。**变压器原材料铜材、硅钢片等成本占比约40-50%，2024年以来，铜价持续上行或将对企业利润造成一定扰动。

■ **国内基本盘稳健增长，海外加速拓展放量：**1) **加强研发提升产品竞争力：**公司研发费用从2018年1372万元增长至2023年3531万元，2018-2023年CAGR为20.81%。技术人员从2020年64位增至2023年116位，持续增长的研发费用和技术人员为公司技术研发和创新注入新动力进而增加公司竞争力。2) **国内基本盘稳健增长，海外加速拓展，盈利结构有望改善。**国内市场国家电网为公司第一大客户，随着国内电网投资支出的持续增长，国网需求不断提升，公司变压器出货有望持续高增，同时公司积极布局全球营销网络，积极拓展东南亚及欧美市场，2024年预计海外变压器营收有望翻倍增长，此外国网及海外盈利更强，随其占比提升有望带来盈利结构性改善；3) **发力储能及分布式新能源领域，打造新增长曲线。**随储能及分布式逐步起量，公司亦布局储能及分布式新能源相关设备，有望随市场起量贡献新增长曲线。4) **产能扩张满足高增需求。**IPO及再融资提升公司变压器及户外成套设备产能，充分满足市场高增需求。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润为0.95/1.54/1.87亿元，同比+30%/62%/22%，对应PE为11/7/6倍，考虑公司变压器业务随需求起量出货持续高增，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧、需求不及预期、原材料价格剧烈波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.82
一年最低/最高价	4.01/8.99
市净率(倍)	1.59
流通A股市值(百万元)	734.51
总市值(百万元)	1,071.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.67
资产负债率(% ,LF)	55.49
总股本(百万股)	184.09
流通A股(百万股)	126.20

相关研究

内容目录

1. 北交所“变压器第一股”，扬帆起航正当时	4
1.1. 深耕输配电设备二十年，扬帆起航正当时。	4
1.2. 产品以变压器为主，业务布局海外。	6
1.3. 业绩盈利整体上升，研发投入稳健增长。	9
2. 海外内需共振推动行业放量，铜价波动或扰动盈利	11
2.1. 国家政策利好，推动行业智能化、环保化。	11
2.2. 竞争格局市场化，高端市场集中度高，低端市场竞争激烈。	11
2.3. 国内外需求共振，变压器市场空间广阔	13
2.3.1. 用电量需求提升+新能源高占比推动电网投资支出增长	13
2.3.2. 海外变压器需求紧缺，出海空间广阔	14
2.4. 原材料为铜材、硅钢片等，铜价变化影响企业盈利	15
3. 国内基本盘稳健增长，海外加速拓展放量，储能及分布式新能源贡献新增量	17
3.1. 研发实力强劲，不断提高产品竞争力	17
3.2. 客户资源优质，营销网络遍布全球，产品协同助力获取海外客户	19
3.3. 发力储能与分布式新能源领域，有望创造新的收入增长点	21
3.4. 产能扩张满足高增需求，推动公司业务高增长	22
4. 盈利预测与投资建议	23
4.1. 盈利拆分	23
4.2. 盈利预测及投资评级	24
5. 风险提示	24

图表目录

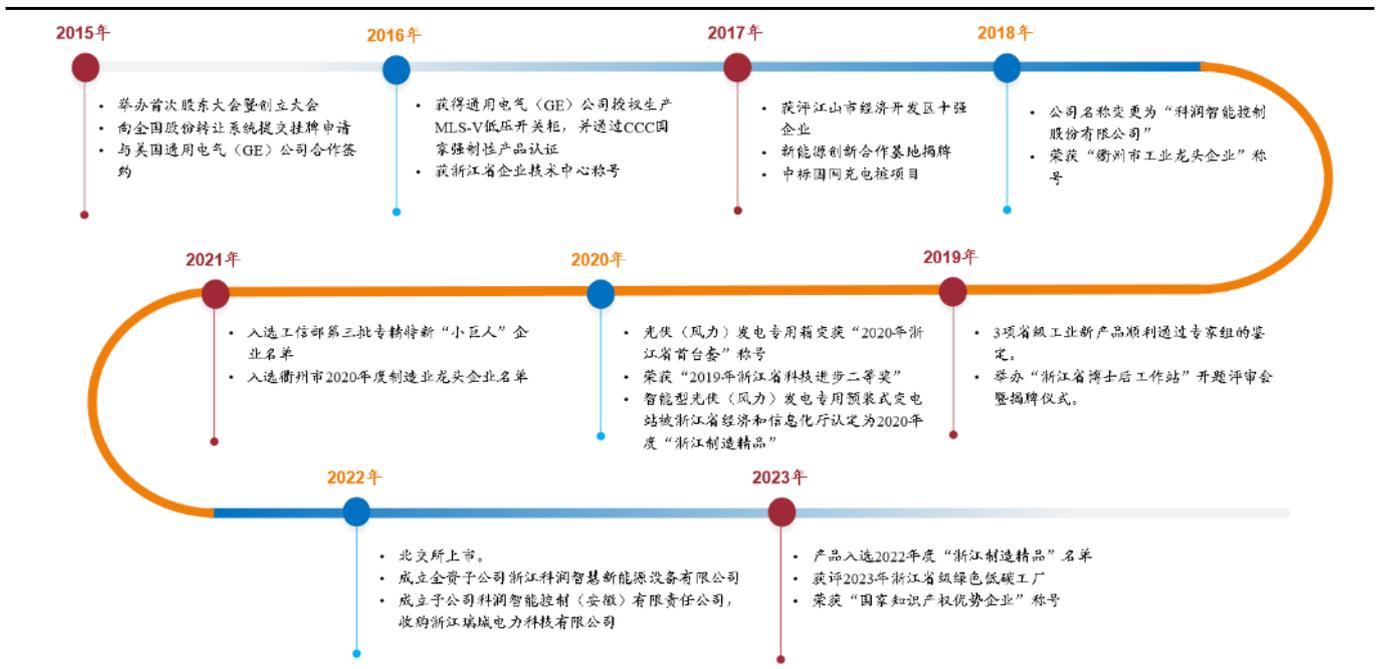
图 1:	科润智控发展历程.....	4
图 2:	科润智控股权结构 (截至 2024 年 4 月 30 日)	5
图 3:	科润智控主要产品.....	7
图 4:	公司营业收入以变压器为主.....	8
图 5:	变压器营收稳步增长.....	8
图 6:	变压器营收中高档占比逐年提升 (单位: 万元, %)	8
图 7:	营业收入稳步增长.....	9
图 8:	归母净利润整体呈上升趋势.....	9
图 9:	盈利能力逐渐稳定.....	9
图 10:	各产品毛利率接近.....	9
图 11:	控费能力整体增强.....	10
图 12:	国家政策推动行业智能化、环保化.....	11
图 13:	2018-2024 年中国全社会用电量情况	13
图 14:	2018 年至 2023 年中国全社会用电量结构变化.....	13
图 15:	2018-2023 年全国发电装机容量情况	14
图 16:	2018-2023 年风光发电装机占比	14
图 17:	国内电网工程投资支出.....	14
图 18:	全球光伏装机情况及预测.....	15
图 19:	欧美日等发达国家电网老化更严重.....	15
图 20:	变压器全球市场空间 (亿美元) 预测.....	15
图 21:	铜价格走势.....	16
图 22:	无取向硅钢价格走势.....	16
图 23:	公司研发费用保持快速增长.....	17
图 24:	可比公司研发费用率情况.....	17
图 25:	公司技术人员占比逐年攀升.....	17
图 26:	公司 2023 年研发项目情况.....	18
图 27:	公司 2022-2024 年中标情况	20
图 28:	公司全球营销网络布局.....	20
图 29:	科润智控盈利拆分.....	23
图 30:	可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 22 日)	24
表 1:	核心管理层背景介绍.....	6
表 2:	竞争企业情况.....	12
表 3:	2020-2023 年公司前五大客户情况	19
表 4:	储能领域相关产品创新.....	21
表 5:	新能源领域相关产品创新.....	21
表 6:	IPO 募投项目	22
表 7:	再融资募投项目.....	22

1. 北交所“变压器第一股”，扬帆起航正当时

1.1. 深耕输配电设备二十年，扬帆起航正当时。

专注于输配电设备领域，历经二十年深耕发展。科润智能控制股份有限公司成立于2004年，一直致力于电力及新能源产品的研发和产业链的完善，长期专注于变压器、高低压成套开关设备、户外成套设备等输配电核心设备的研发和创新。自2016年进入全面提升阶段以来，公司不断对现有产品进行技术革新和工艺改造，提升生产能力，紧跟市场需求，获“国家知识产权优势企业”称号，入选工信部专精特新“小巨人”企业名单。

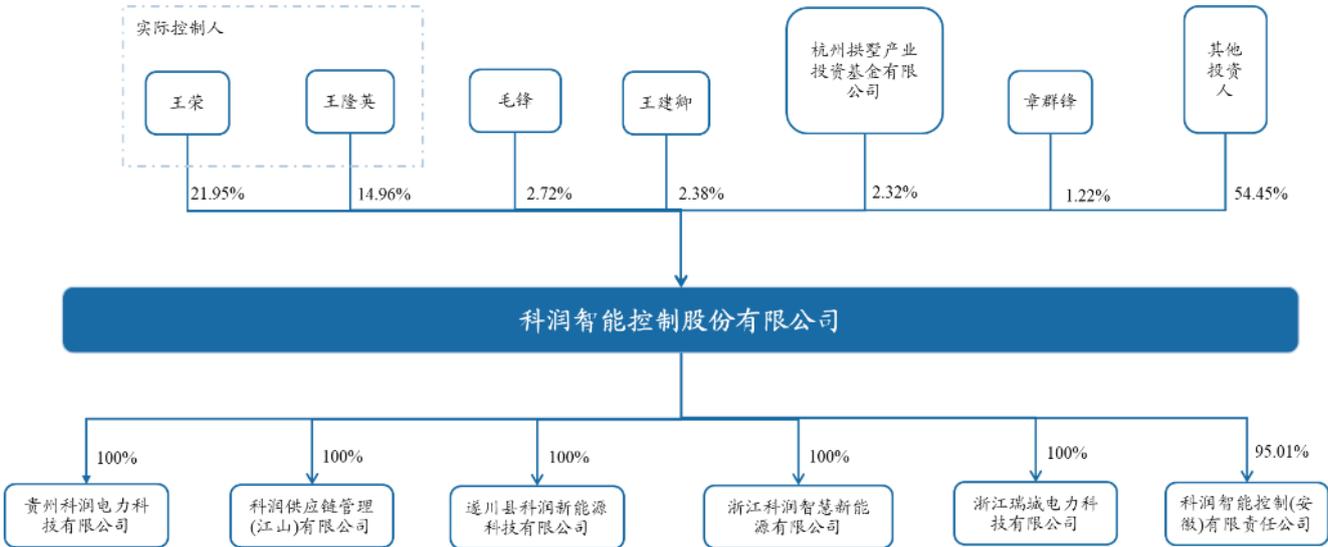
图1：科润智控发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构清晰稳定。截至2024年4月30日，公司第一大股东为公司创始人和董事长王荣，共计持有公司21.95%的股权。第二大股东为公司副总经理王隆英，与王荣为夫妻关系，二者为公司实际控制人，合计持股36.91%，股权结构相对集中稳定。公司子公司数目众多，其中浙江科润主要从事新能源相关产品的研发、制造、销售等业务，贵州科润主要从事输配电设备、高低压成套设备、变压器等产品。

图2: 科润智控股权结构 (截至 2024 年 4 月 30 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

管理层产业背景深厚。公司创始人和董事长王荣从事电子电力行业多年, 管理能力突出, 被评为浙江省优秀企业家。总经理章群锋、董事会秘书李强、副总经理王隆英、财务总监何永福, 有丰富的从业经验, 产业背景深厚, 团队结构稳定。

表1: 核心管理层背景介绍

姓名	职位	履历
王荣	董事长	1976年11月出生, 大专学历, 浙江大学MBA, 高级经济师。1995年7月至1996年3月任江山开关厂技术科科员; 1996年4月至2002年7月任职浙江开关厂电器工厂技术科、销售科; 2004年2月创办设立本公司, 现任本公司董事长。
章群锋	董事、总经理	1969年5月出生, 硕士研究生学历, 中共党员, 高级经济师。2004年12月至2006年6月任浙江爱立德化工有限公司常务副总经理; 2006年6月至2010年12月任浙江江山变压器有限公司董事、总经理; 2011年3月至2012年5月任纪元电气集团有限公司总经理。2012年8月加入本公司, 现任本公司董事、总经理。
李强	董事、董事会秘书兼副总经理	1980年8月出生, 本科学历。2002年7月至2003年12月任财通证券江山县河东路营业部员工; 2004年3月至2006年5月任国信证券北京营销中心区域经理; 2006年6月至2017年3月任中国中投证券北京分公司机构业务部总经理。2017年8月加入本公司, 现任本公司董事、董事会秘书兼副总经理。
王隆英	董事、副总经理	1974年1月出生, 大专学历, 清华大学EMBA。1997年7月至2001年3月任浙江开关厂电器二厂业务员, 2002年8月至2004年2月任江山市华润电力设备厂副厂长, 2004年2月至2012年7月任浙江科润电力设备有限公司总经理, 2012年8月至2020年2月任公司总经理助理, 2020年3月至今任公司副总经理。
何永福	财务总监	1979年10月出生, 研究生学历, 高级会计师, 中国注册会计师非执业会员。2013年11月至2017年6月, 任国网浙江义乌市供电公司财务资产部副主任; 2017年7月至2020年6月, 任浙江中国小商品城集团股份有限公司财务部经理; 2020年7月至2020年8月, 任富春科技股份有限公司财务副总监。2020年9月加入本公司, 现任本公司财务总监。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

1.2. 产品以变压器为主, 业务布局海外。

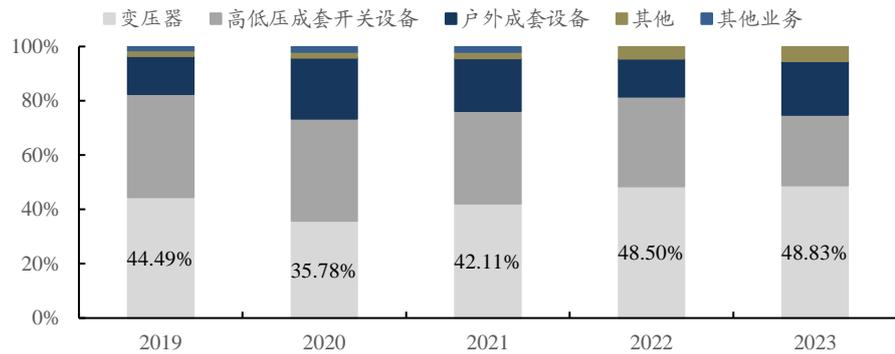
产品以变压器为主, 营收占比保持高位。公司长期专注变压器、高低压成套开关设备、户外成套设备等输配电核心设备的研发和创新, 注重开发低耗能、环保型、智能型产品。产品广泛应用于城乡电网工程、建筑交通配电行业、工业电气自动化控制等领域。公司营业收入中, 变压器在2020年和2021年占比相较2019年有所降低, 分别为35.78%和42.11%, 2022-2023年均保持45%以上的高位。

图3: 科润智控主要产品

产品名称	产品介绍	产品类型	产品示例	应用场景	
变压器	变压器产品是一种利用电磁感应原理来改变交流电压的装置。变压器可以实现交流电在同一频率下不同电压等级间的转换，即将交流电压转换成相同频率的另一种电压。	油浸式变压器	油浸式硅钢配电变压器		可用于发电厂（站）、变电所（变电站）、工业、商业、建筑、交通等应用领域。
			非晶合金油浸式配电变压器		
			35kV级油浸式硅钢电力变压器		
			110kV级油浸式硅钢电力变压器		
		干式变压器	干式硅钢电力配电变压器		
非晶合金干式配电变压器					
高低压成套开关设备	高低压成套开关设备是一种将开关元器件、继电保护装置及结构件等连接装配在金属外壳内，对线路进行控制和保护的集成式电器设备，相当于电力系统中的神经节点和通道闸门，是用户接收、分配电能的核心设备。	高压成套开关设备		主要用于输配电线路和工矿企业等用户高压侧的控制和保护。	
		低压成套开关设备			
户外成套设备	户外成套设备是一种将变压器、高低压成套开关设备及电器元件等进行高度集成的成套配电设备。	箱式变电站		适用于发电、工业及民用等领域。	
		预制舱式移动变电站			
		智能储能集装箱		一般用于新能源（风力、光伏等）发电系统的储能供电系统及三相交流电网系统中的“削峰填谷、应急性电源”，是一种柔性电力设备；可用于电能的储存与释放，并实现智能控制，是当今供配电系统的电力高端装备。	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

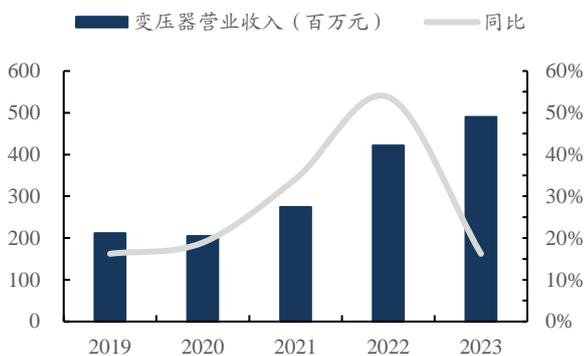
图4：公司营业收入以变压器为主



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

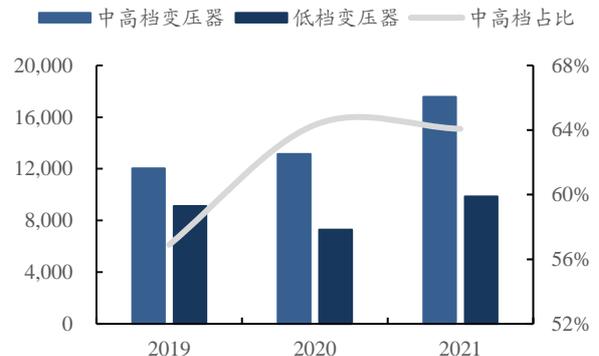
变压器营收稳步增长，产品结构向中高档升级。2019-2023年，公司变压器产品营业收入 CAGR 达 23.38%。2023 年，变压器产品营业收入为 4.9 亿元，同比增长 16.22%。主要是因为“双碳”政策的施行及“能效”提升产生较大的市场需求，公司持续优化生产经营，大力推进产品研发和创新，抓住了市场有利时机；但随着宏观经济形势的变化，全社会固定资产投资增速放缓，公司销售规模增幅有所回落。公司产品结构升级，中高档变压器的占比逐年提升，2021 年达到了 64.08%。

图5：变压器营收稳步增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：变压器营收中高档占比逐年提升 (单位：万元，%)



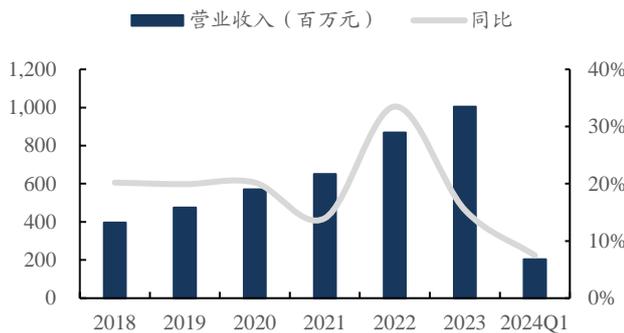
数据来源：招股书说明书，东吴证券研究所

积极开拓全球市场，变压器业务布局海外。公司充分发挥自身优势，组建一只专业的外贸团队积极开拓海外市场。公司产品远销东南亚、非洲等多个国家和地区。2023 年上半年，与浙江江山源光电气有限公司签订了一份金额为 6,000 万元的变压器采购合同，该笔订单最终需求方为尼泊尔国家能源局下属的配电和消费者服务局。

1.3. 业绩盈利整体上升，研发投入稳健增长。

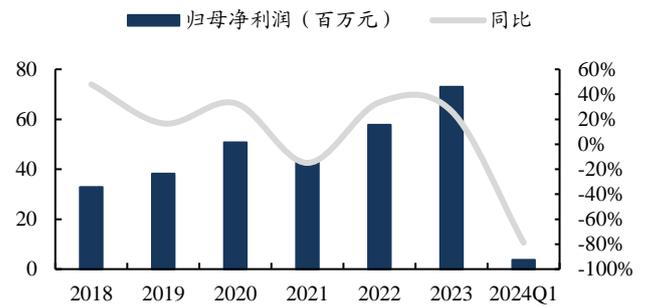
营业收入稳步增长，归母净利润整体上升。2018-2023年，公司营业收入CAGR为20.42%。2023年，公司营业收入同比增长15.43%，达10.04亿元。2024Q1公司营业收入达2.04亿元，同比增长7.49%。2018-2023年，公司归母净利润CAGR为17.37%。2023年，公司归母净利润为0.73亿元，同比增长26.47%，主要因本期结转资产处置收益和政府补助同比增加。2024Q1公司归母净利润为0.0367亿元，同比下降78.82%，主要由于2023年同期存在较多资产处置收益。

图7：营业收入稳步增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

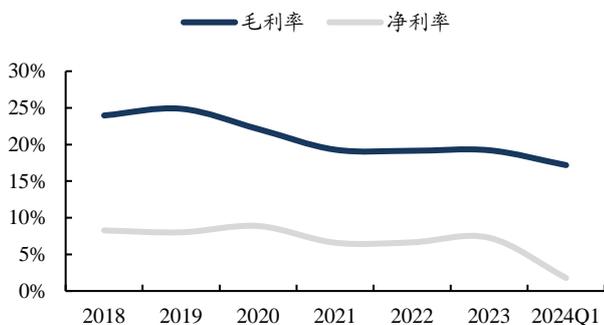
图8：归母净利润整体呈上升趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

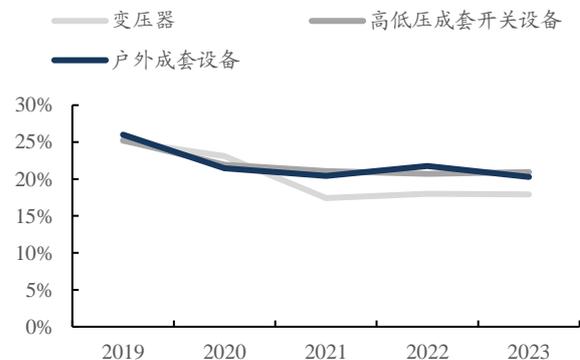
盈利能力逐渐稳定，各产品毛利率接近。2018-2023年，公司毛利率整体下降，2023年为19.21%，较2018年下降4.75pct，2024Q1净利率为17.18%，较2023年同期上升0.6pct；公司净利率整体稳定，2023年为7.28%，较2022年增长0.64pct；2024Q1净利率为1.78%，同环降7.3/6.2pct，同比主要系去年同期资产处置收益拉高净利率，环比主要系费用额持续增长，但营收环比有所下滑导致费率上行。总体来看，公司毛利率与净利率均处于稳定区间。公司主要产品毛利率均保持在15%以上。2023年，公司变压器、高低压成套开关设备、户外成套设备的毛利率分别为17.93%/20.93%/20.28%

图9：盈利能力逐渐稳定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

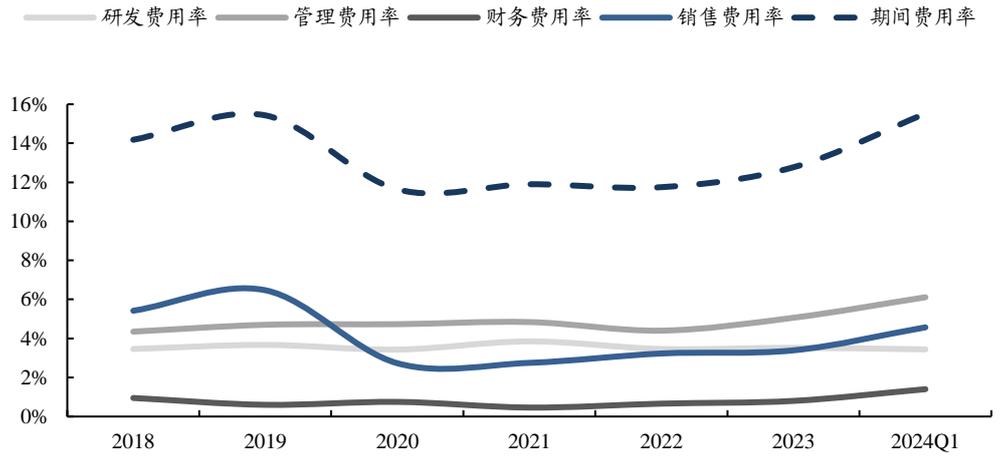
图10：各产品毛利率接近



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

控费能力总体增强，研发投入稳健增长。公司费用管控水平逐步增强，销售费用率、财务费用率、期间费用率总体保持稳定，2019-2024Q1 公司期间费用率分别为 15.43%/11.64%/11.90%/11.75%/12.77%/15.52%。2023 年较 2019 年期间费率下降 2.7pct，2024Q1 费用率略有上行，公司研发投入稳中有增，2023 年研发费用率为 3.52%，同增 0.06pct，公司研发费用率基本稳定在 3.4%-4%。

图11：控费能力整体增强



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 海外内需求共振推动行业放量，铜价波动或扰动盈利

2.1. 国家政策利好，推动行业智能化、环保化。

国家政策推动输配电及控制设备智能化持续发展、节能环保化持续深入。2020年，《变压器能效提升计划（2021-2023年）》中提出：到2023年，高效节能变压器在网运行比例提高10%，当年新增高效节能变压器占比达到75%以上。2022年的《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》强调：通过5-8年时间，电力装备供给结构显著改善，保障电网输配电效率明显提升，高端化智能化绿色化发展及示范应用不断加快，国际竞争力进一步增强，基本满足适应非化石能源高比例、大规模接入的新型电力系统建设需要。

图12：国家政策推动行业智能化、环保化

监管政策	出台部门	主要内容	施行日期
《新型电力系统发展蓝皮书（征求意见稿）》	国家能源局	全面阐述新型电力系统的发展理念、内涵特征，制定“三步走”发展路径，并提出构建新型电力系统的总体架构和重点任务	2023年
《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	中共中央、国务院	提出“加强能源基础设施建设，提升电网安全和智能化水平，优化电力生产和输送通道布局，完善电网主网架布局和结构，有序建设跨省跨区输电通道重点工程，积极推进配电网改造和农村电网建设，提升向边远地区输配电能力	2022年
《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》	工业和信息化部、财政部、商务部、国资委、市场监管总局	通过5-8年时间，电力装备供给结构显著改善，保障电网输配电效率明显提升，高端化智能化绿色化发展及示范应用不断加快，国际竞争力进一步增强，基本满足适应非化石能源高比例、大规模接入的新型电力系统建设需要	2022年
《电力变压器能效限定值及能效等级》	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	对三相电力变压器的能效限定值、能效等级和试验方法做出了详细的规定	2021年
《关于加快推动新型储能发展的指导意见》（征求意见稿）	国家发改委、国家能源局	大力推进电源侧，积极推动电网侧，积极支持用户侧；建立电网侧独立储能电站容量电价机制；健全“新能源+储能”项目激励机制	2021年
《2021年政府工作报告》	国务院	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定2030年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电。扩大环境保护、节能节水企业所得税优惠目录范围，促进新型节能环保技术、装备和产品研发应用，培育壮大节能环保产业。加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。实施金融支持绿色低碳发展专项政策，设立碳减排支持工具。中国作为地球村的一员，将以实际行动为全球应对气候变化作出应有贡献	2021年
《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》	国家发改委、国家能源局	要利用存量常规电源，合理配置储能，统筹各类电源规划、设计、建设、运营，优先发展新能源，积极实施存量“风光水火储一体化”提升，稳妥推进增量“风光水（储）一体化”，探索增量“风光储一体化”，严控增量“风光火（储）一体化”	2021年
《变压器能效提升计划（2021-2023年）》	国家工业和信息化部、国家市场监督管理总局、国家能源局	到2023年，高效节能变压器在网运行比例提高10%，当年新增高效节能变压器占比达到75%以上。围绕高效节能变压器研发设计、生产制造、运行维护、咨询服务等领域，推广应用一批关键核心材料、部件和工艺技术装备，形成一批骨干优势制造企业，培育一批绿色制造系统解决方案供应商，大幅提升产业链供应链的现代化、绿色化水平；加快技术创新及产业化应用，提升绿色生产和供给能力，加快高效节能变压器推广，夯实产业服务能力	2020年

数据来源：招股说明书、华经产业研究院，东吴证券研究所

2.2. 竞争格局市场化，高端市场集中度高，低端市场竞争激烈。

整体市场：生产企业较多，已形成完全市场化的竞争格局。从市场准入门槛来看，我国输配电及控制设备市场大致可分为以电网公司、大型用电企业及发电企业客户为主

的高门槛市场、以普通工商业、居民用户为主的低门槛市场。在高门槛市场中，客户在设备采购时主要采用招投标模式，对拟投标者进行资格审查，仅有入围企业才能参与投标，由于客户需求量大且入围企业数量有限，市场竞争格局较为稳定；在低门槛市场中，客户对输配电及控制设备的认知能力较低，对产品的技术和外观要求不高，参与者主要为国内小型厂家，竞争较激烈。

表2：竞争企业情况

层次等级	企业特点	代表企业
国际知名企业	大部分为世界 500 强企业，技术雄厚、产品类型较为丰富且产品质量较高，在我国占据高端市场的主导地位	美国 GE 公司、瑞士 ABB 公司、德国西门子、法国施耐德、日本东芝等大型外资跨国企业
国内规模企业	在国家战略支持下，以高压、超高压产品为特色，凭借较为先进的技术与管理装备，在我国高压设备市场占据明显优势，大部分具有国有股东背景	保定天威保变电气股份有限公司、中国西电电气股份有限公司、特变电工股份有限公司等高压设备制造企业
国内小型厂家	在不断提高研发和制造水平的基础上，凭借较好的成本优势和服务优势，从所在区域的中低端客户市场做起，逐步成为具有质量、技术、渠道和规模优势的区域性龙头企业	特锐德、北京科锐、金盘科技、扬电科技、瑞恩电气、科润智控等较大规模中低压设备制造企业
	企业规模小，资金实力、生产技术落后，以制造通用产品或仿制市场主流产品为主，主要面向低端市场	该类企业数量较多，国内超过千家

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

变压器市场：高端市场集中度高，低端市场竞争激烈。从整体上看，变压器的容量越大、电压等级越高，相应的生产企业集中度就越高。在 220kV 及以上的高压变压器市场，企业数量相对较少，集中度较高。由于下游客户对产品性能、质量保障、交付能力和服务能力等要求越来越高，企业需具备优质的研发创新能力、完善的自主知识产权体系、规格较高的生产设备、先进的生产工艺及深厚的品牌优势，才能产生较大的规模优势 and 市场份额。110kV 及以下的中低压变压器市场需求相对较大，资金及技术门槛相对较低，企业数量多，产品同质化高，集中度低，市场竞争激烈。根据国家电网数据，2020 年、2021 年、2022 年全国分别有 643、654、659 家企业入选国家电网 10kV 及以上变压器合格供应商名单，其中资质较优（分档级别为 A）的企业不超过总合格供应商的一半。

高低压成套开关设备和户外成套设备市场：生产企业众多，竞争激烈。随着民营企业自主研发能力不断增强，在技术水平、产品品质等方面与国有品牌和外资品牌差距逐步减小，凭借成本及服务优势，成为国内高低压成套开关设备市场主力军，不断向高端市场渗透。根据国家电网数据，2021 年、2021 年、2022 年，全国分别有 670、757、687 家企业入选国家电网 10-35kV 开关柜合格供应商名单。在箱式变电站市场上，由于箱式

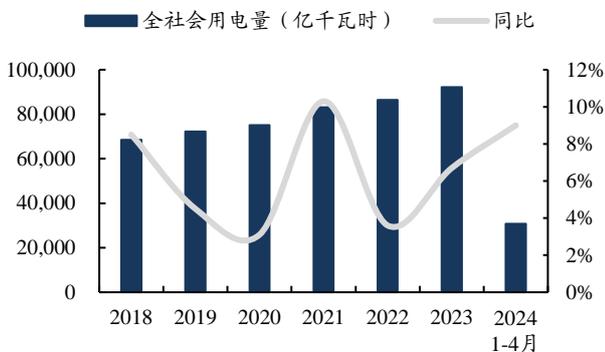
变电站制造存在一定的技术壁垒，加之相关产品向着自动化、智能化、信息化、节能环保化、经济实用化的方向不断发展，这势必要求企业不断增强自主创新能力并加大研发投入。但目前国内箱式变电站领域的研发投入规模与国外相比还存在一定差距，而国外知名品牌公司通过合资并购等手段实行本土化生产，不断加码布局箱式变电站领域，进一步加剧了我国箱式变电站市场的竞争格局。根据国家电网数据，2022年，有746家企业入选国家电网配网箱式变电站合格供应商名单，市场竞争激烈。

2.3. 国内外需求共振，变压器市场空间广阔

2.3.1. 用电量需求提升+新能源高占比推动电网投资支出增长

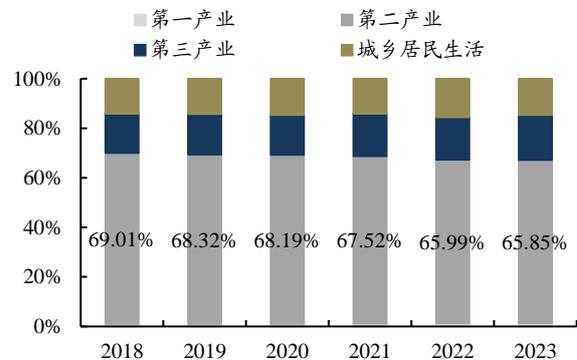
下游社会用电量需求持续增长。2023年，全国电力需求持续攀升，全社会用电量从2018年的68,449亿千瓦时增长至92,241亿千瓦时，CAGR为6.15%。2024年1-4月全国全社会用电量达30772亿千瓦时，同增9%，社会用电量持续增长。各行业用电情况表现差异明显，其中第二产业用电量占比最大，但逐年减少，电力消费结构不断改善。2023年，第一产业用电量增长至1,278亿千瓦时，同比增长11.5%；第二产业用电量达到60,745亿千瓦时，同比增长6.5%，占全社会用电的比例最高，达到65.85%；第三产业用电量增长至16,694亿千瓦时，同比增长12.2%；城乡居民生活用电量增至13,524亿千瓦时，同比增长0.9%。

图13：2018-2024年中国全社会用电量情况



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

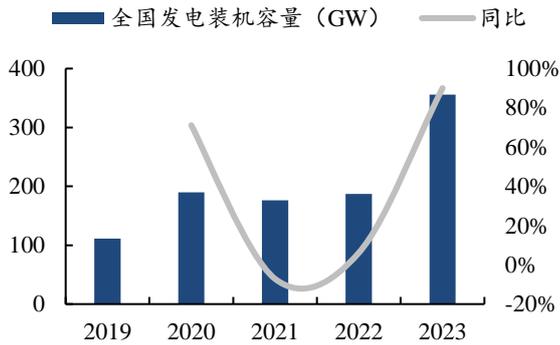
图14：2018年至2023年中国全社会用电量结构变化



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

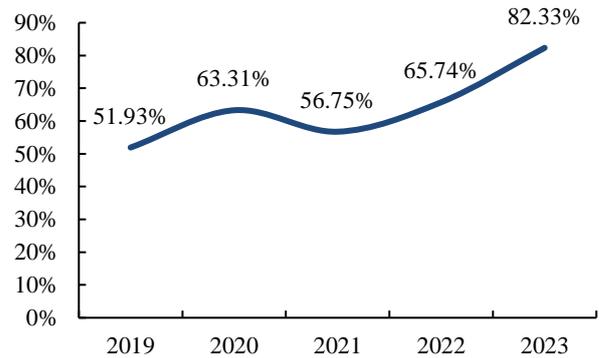
全国累计发电装机容量规模持续增长，新能源发电增速高，占比持续提升。截至2023年12月底，全国累计发电装机容量约2920GW，同比增长13.9%，2023年新增发电装机356GW，同增90%+。其中，新能源发电规模，如风电和太阳能发电，增长显著，占比不断提升。新能源发电的大规模投资带动了其装机容量快速增长，并保持了良好的连续增长趋势。2018年至2022年间，全国风电装机规模从182GW增长至441GW；太阳能装机规模从175GW增长至609GW。风光发电装机占比已由2019年52%提升至2023年的82%，新能源装机占比提升也将不断推动输配电及控制设备行业增长。

图15: 2018-2023年全国发电装机容量情况



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

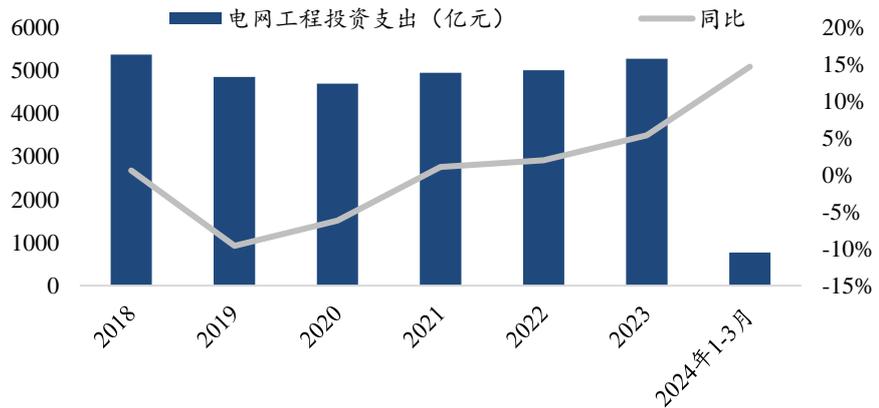
图16: 2018-2023年风光发电装机占比



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

电网工程投资支出持续高增。2023年我国电网工程投资支出5275亿元,同增5.4%,2020-2023年CAGR达3.9%,2024年电网投资支出仍旧持续高增,截至2024年3月底,2024年1-3月累计电网工程投资支出达766亿元,同增14.7%。电网投资支出的增加将充分带动对变压器需求提升。

图17: 国内电网工程投资支出

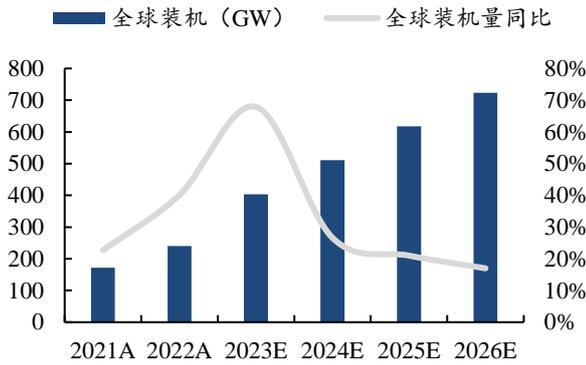


数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

2.3.2. 海外变压器需求紧缺, 出海空间广阔

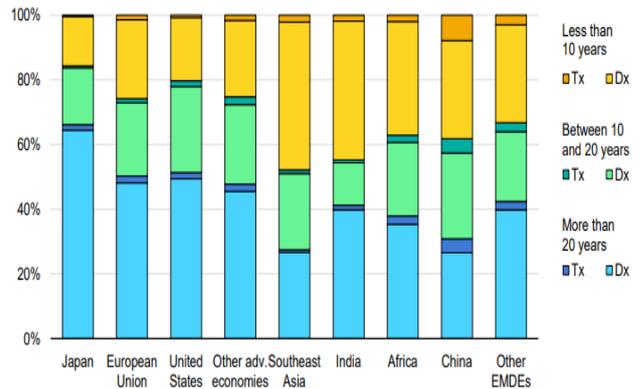
发电侧新能源装机高增带动变压器配套需求高增, 用电侧老旧设备存在升级替换需求。发电侧方面: 全球碳中和目标明确, 风光发展不断加速, 我们预计2026年全球光伏装机超650GW, 2023-2026年CAGR达21%; 用电侧方面: 美国大部分电网建于20世纪60-70年代, 70%以上的输电系统已经超25年; 欧洲40%的配电网使用年限已超过40年, 设备使用年限较久, 存在升级替换需求。

图18: 全球光伏装机情况及预测



数据来源: 国家能源局、IRENA, 东吴证券研究所

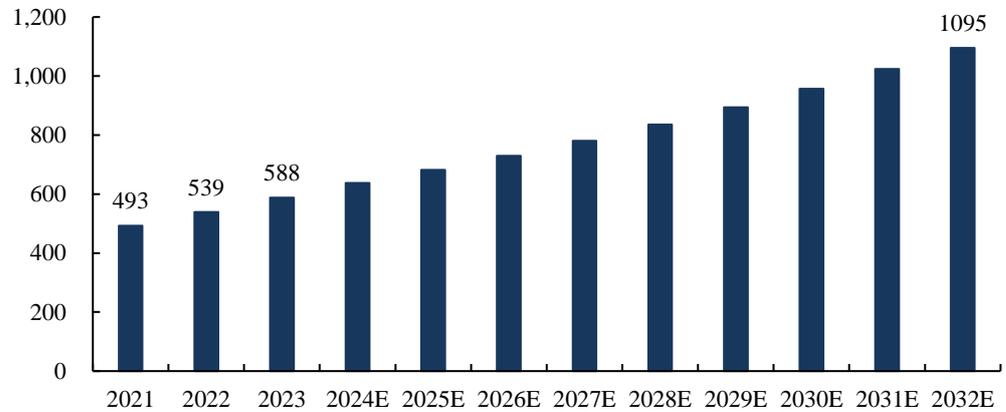
图19: 欧美日等发达国家电网老化更严重



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

变压器全球市场空间广阔，2032 年有望超 1000 亿美元，2024-2032 年 CAGR 达 7%。2023 年，变压器全球市场空间为 588 亿美元。根据 GMI 预测，到 2032 年，变压器的全球市场空间将会增长至 1095 亿美元，2024-2032 年 CAGR 为 7%。主要原因包括用电量的持续提升、新能源的持续发展以及现有电网设备的更新改造。

图20: 变压器全球市场空间（亿美元）预测



数据来源: GMI, 东吴证券研究所

2.4. 原材料为铜材、硅钢片等，铜价变化影响企业盈利

铜价持续走高或将扰动企业盈利。变压器产品原材料主要为铜材、硅钢片等大宗金属原材料及变压器油，铜材、硅钢片等成本占比约 40-50%，2024 年以来，铜价持续上行。市场对于供/需端失衡的担忧成为铜价上涨的主要驱动因素。需求方面：全球制造业需求出现回升信号，中国对于制造业的投资明显加快，叠加光伏、新能源汽车对铜的需求量激增，AI 数据中心将成为铜需求新的增长点。供给方面：矿企资本开支增速放缓；

地缘政治风险上升。铜和硅钢的价格剧烈波动或将影响企业利润。

图21: 铜价格走势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图22: 无取向硅钢价格走势



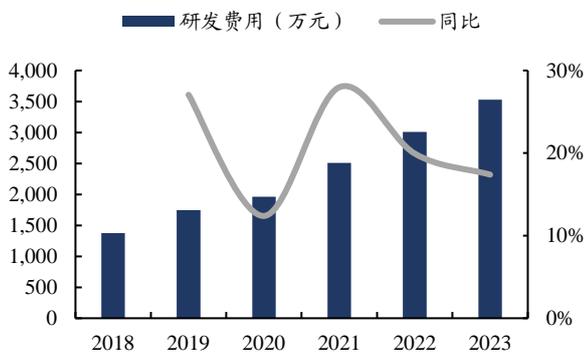
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

3. 国内基本盘稳健增长，海外加速拓展放量，储能及分布式新能源贡献新增量

3.1. 研发实力强劲，不断提高产品竞争力

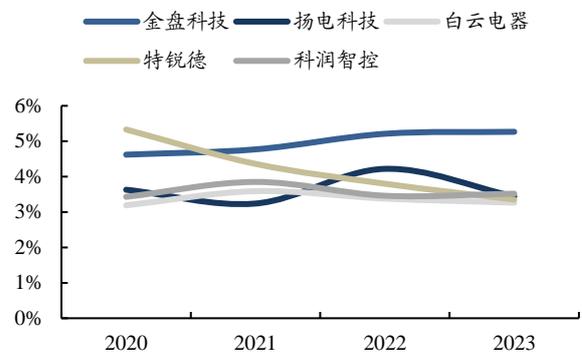
研发费用 2023 年同比增长 17%，技术人员占比逐年攀升。2018-2023 年，公司研发费用保持快速增长，从 1,372.16 万元增长至 3,531.22 万元，CAGR 为 20.81%。2020-2023 年，公司研发费用率分别为 3.43%/3.85%/3.46%/3.52%，位居行业中位。公司技术人员人数显著提升，从 2020 年的 64 位增长至 2023 年的 116 位，占公司总人数的 13.88%。持续增长的研发费用投入和技术人员为公司技术研发和创新注入新的活力。

图23: 公司研发费用保持快速增长



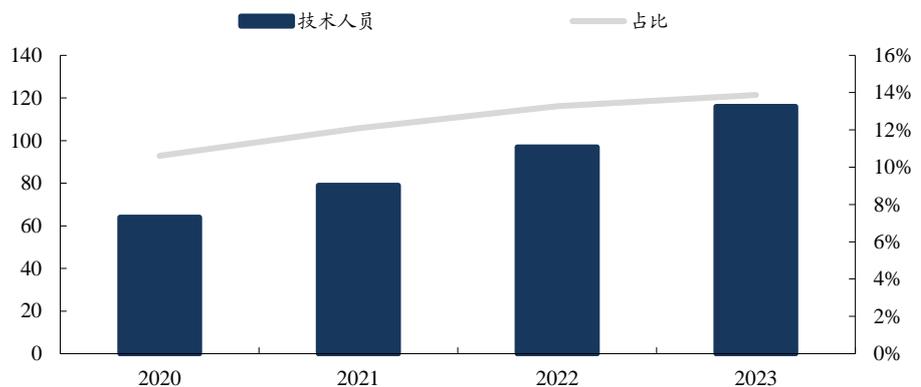
数据来源: ifind, 东吴证券研究所

图24: 可比公司研发费用率情况



数据来源: ifind, 东吴证券研究所

图25: 公司技术人员占比逐年攀升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

项目研发持续发力，助力公司高水平发展。2022年，公司共有12项研发项目持续推进，其中9项已于22年12月前完成研发，其余3项已于2023年完成。研发项目紧跟输配电设备行业智能化、环保化趋势，涉及领域包括新能源、智能化网络等，助力公司提高产品市场竞争力、开拓新能源市场、开拓新的增长点，助推公司持续高水平发展。

图26：公司2023年研发项目情况

研发项目名称	项目目的	预计对公司未来发展的影响
全息智能中压断路器关键技术研发	研发智能化中压开关柜及其运维管理模式	实现产品智能化、助力公司智能化产品的产业化
智能电力储能系统与运维管理平台关键技术研发	研发电力储能产品智能化运维管理系统，并实现产业化	
智能小型化高压开关柜关键技术研发	研发智能小型化高压开关柜，并实现产业化。	量产后，每年可实现年产100台以上，销售收入超800万元，净利润超200万元，税金超80万元。
标准化智能型低压电容柜关键技术研发	研发标准化智能低压电容柜，并实现产业化。	为国网市场配套更齐全、更高端的产品与服务；
新能源专用型组合式变电站关键技术研发	研发风电或光伏项目专用型箱变产品，并实现产业化。	量产后，每年可实现年产100台以上，销售收入新增3000万元，净利润新增400万元，税金新增100万元。
储能专用型双分裂干式变压器关键技术研发	研发储能系统专用型干式变压器，并实现产业化。	量产后，每年可实现50台（套）以上，销售收入新增1000万元，净利润新增300万元，税金新增100万元。
立体卷铁心非晶合金油浸式变压器关键技术研发	研发新型结构节能型变压器，并实现产业化。	量产后，每年可实现100台（套）以上，销售收入新增1200万元以上，净利润新增300万元，税金新增100万元。
三绕组节能型110kV智能变压器关键技术研发	研发110KV节能型变压器并实现产业化。	量产后，每年可实现10台（套）以上，销售收入新增超1500万元，净利润超500万元，税金超150万元。
新能源变流升压一体式预制舱关键技术研发	研发新能源储能系统预制舱，并实现产业化。	量产后，每年可实现100台以上，销售收入新增3000万元，净利润新增500万元，税金新增200万元。
风光储一体化智能储能集装箱关键技术研发	研发“风、光、储、控”系统系列产品，并实现产业化。	量产后，每年可实现30台（套）以上，销售收入新增3000万元，净利润新增500万元，税金新增200万元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 客户资源优质，营销网络遍布全球，产品协同助力获取海外客户

客户资源优质稳定，国家电网始终作为公司第一大客户。输配电及控制设备制造业的下游行业主要为电网行业，是输配电及控制设备制造业收入的主要来源。电网公司采用面向全社会公开招投标的方式进行采购，并对竞标企业进行资质审核和后续产品质量跟踪。由于输配电网建设投资规模大且对设备的安全与稳定性、供电可靠性、智能化水平有着较高的要求，因此市场具有采购规模大、进入门槛高等特点。2020-2023年，国家电网始终位列公司第一大客户。2023年前五大客户销售占比总和为25.49%，不存在客户集中度过高的风险。

表3: 2020-2023年公司前五大客户情况

2020年度		2021年度		2022年度		2023年度	
客户	销售占比	客户	销售占比	客户	销售占比	客户	销售占比
国网浙江省电力有限公司	16.76%	国网浙江省电力有限公司	10.89%	国网江苏省电力有限公司	8.54%	国网浙江省电力有限公司	8.04%
山西亚鑫新能科技有限公司	3.62%	国网江苏省电力有限公司	5.22%	河南帷幄电气有限公司	3.28%	浙江江山源光电气有限公司	6.49%
国网江苏省电力有限公司	3.56%	国网天津市电力有限公司	3.91%	江山市电力发展有限责任公司	2.67%	国网上海市电力公司	5.22%
西安西电高压开关有限责任公司	3.51%	国网福建省电力有限公司	2.56%	浙江辉博电力设备制造有限公司	2.48%	国网天津市电力公司	3.37%
国网安徽省电力有限公司	3.10%	中国西电集团有限公司	2.50%	桐乡市电力工程有限责任公司	2.31%	山东泰开成套电器有限公司	2.38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上市以来中标项目不断，营销网络遍布全球。2022年以来，公司多次中标国家电网相关项目，成功入选军选民用单位承制单位名单。并于2023年2月，与浙江江山源光电气有限公司签订了变压器采购合同6,000万元，订单最终需求方为尼泊尔国家能源局下属的配电和消费者服务局。公司积极组建专业营销团队，变压器等产品远销尼日利亚、巴基斯坦、越南等新兴市场国家，构建起全球营销网络。同时公司除生产变压器外，还生产高低压成套设备、户外成套设备等相关配套设备，产品布局存在协同优势，产品可配套采购下有利于客户选择，进而充分帮助公司获取海外客户。

增长势头持续高涨，预计 2024 年变压器放量高增，盈利有望结构性改善。公司目前已经具备一定的规模、融资能力和生产能力，而较大的市场空间、大额出口订单带来了强势增长的态势，预计公司 2024 年变压器业务可实现同比增长 50-60%，其中海外持续加速拓展，有望实现翻倍增长，后续有望拓展欧美市场持续贡献新增量。同时国家电网以及海外市场变压器盈利相对更高，随国网及海外占比提升，公司盈利有望结构性改善。

图27: 公司 2022-2024 年中标情况

时间	内容
2023年12月25日	中标国网湖北省、重庆市以及隶属国网产业单位相关项目合计6,371.92万元
2023年12月7日	中标国网江苏省、浙江省以及隶属国网产业单位相关项目合计6,639.48万元
2023年11月16日	中标国网上海市、湖南省以及隶属国网产业单位相关项目合计5,997.57万元
2023年7月24日	取得浙江宝灵电气有限公司32万元储能电站项目，浙江江山源光电气有限公司储能电站合同能源管理项目
2023年5月25日	中标国网上海市、湖南省以及隶属国网产业单位相关项目合计6,424.74万元
2023年2月28日	与浙江江山源光电气有限公司签订了变压器采购合同6,000万元，订单最终需求方为尼泊尔国家能源局下属的配电和消费者服务局。
2023年1月11日	中标国网上海市3,409.26万元，国网河南省1,100.55万元
2022年11月24日	入选军选民用单位承制单位
2022年8月1日	中标江苏华电高压厂变压器设备480万元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28: 公司全球营销网络布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 发力储能与分布式新能源领域，有望创造新的收入增长点

进军储能领域，创造第二增长曲线。公司自 2018 年起开始布局电力储能领域，坚守绿色、安全、高性能的研发制造理念，旨在为客户提供一体化管理、全栈级集成、秒级安全响应的智能安全储能系统解决方案，致力于成为“世界一流的电力储能系统集成方案供应商”。公司充分利用行业经验和产品优势，重点推进新能源输配储、共享储能以及工商业储能业务。2023 年 7 月，公司取得浙江宝灵电气有限公司 32 万元储能电站项目，浙江江山源光电气有限公司储能电站合同能源管理项目。

表4：储能领域相关产品创新

产品类型	创新背景	主要创新点
智能储能集装箱	传统电力系统无法储存电能，发电端输出能量无法根据用电端需求变化实时调节，储能成为电力系统中的关键新环节，且随着电池技术发展，电力储能将成为新的发展方向	智能储能集装箱装入电池后可以作为电力系统中的临时电源设备，同时具备调峰调频功能。该产品采用光伏、风力等直流储能舱技术，同时通过箱体设计、融入智能控制系统（如智能电气控制系统、智能消防系统、智能强冷风循环系统等）实现对电池储能系统的远程智能控制，提高产品运行可靠性；可对储能电池组、储能变流器（PCS）、能量控制系统（EMS）及电池管理系统（BMS）等模块实现高效集成，实现对电能的储存与释放过程的控制、保护、测量及调节等功能

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

分布式新能源发电优势明显。与传统集中式供电相比，分布式新能源发电具备发电方式灵活、单机发电容量较小、布置分散、输配电损耗低、调峰性能好、系统操作简便、土建安装成本低、与环境兼容等优势。分布式新能源供电体系可在电力生产侧进一步提升装机比重，逐步降低石油、煤炭、天然气等产生中高二氧化碳的装机比例，并加大现有石化电站的技术改造和落后电力产能的淘汰力度，最大限度地降低每度电燃料消耗量。

全面布局新能源领域，产品创新助力公司起航。公司基于积极响应国家“双碳”战略目标，制定了“构建以新能源为主体的新型电力系统”长远发展战略。公司在变压器“做优、做强、做精”的基础上，结合行业技术发展动态，不断将高低压成套开关设备和户外成套设备朝着“智能化、小型化、高可靠性”方向改良，并开发适用于新能源领域的新型箱式变电站、预制舱式移动变电站、智能储能集装箱等产品。2022 年 9 月，公司成立全资子公司浙江科润智慧新能源设备有限公司，主要负责新能源相关设备的制造、销售。

表5：新能源领域相关产品创新

产品类型	创新背景	主要创新点
YB 系列高低压预装式变电站	新能源发电比例不断提升，国家正在建设适用于分布式新能源发电的输配电网以及微电网	在传统箱变中融入双绕组技术和智能控制技术，结合装于高低压柜上的微机保护装置以及后台监控系统，可以实现对产品关键状态点（一次触头在线温度、绝缘件局放以及弧光）、关键电量和关键控制要素的实时在线监控。可用于 35kV 及以下的供电系统中，满足了新能源光伏、风力发电的需求

传统箱式变电站用于固定场所，不能流动性的用于多个临时用电场所，无法满足采矿业用电、局部军事用电以及电力系统突发事件应对用电的需求	移动车载式箱式变电站	移动变压器通过线圈联桥技术、油箱外部抗震技术、变压器主体与挂车间的减震技术提高变压器的防震性；通过箱体合理设计，满足移动过程中减震、操作方便、用电安全及箱体小型化需求
--	------------	---

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.4. 产能扩张满足高增需求，推动公司业务高速增长

公司再融资扩张满足高增需求，突破产能瓶颈，推动业务增长。IPO 募投项目为年产 500 万 kVA 节能型变压器生产线建设，对变压器产品系列进行进一步研发和升级以满足客户多元化、规模化、定制化的需求。为顺应产业政策支持及电力能源结构调整，公司进行再融资产能扩张，智慧新能源电网装备项目有望突破产能瓶颈，满足当前电网建设面临分布式新能源并网、智能电网及高效储能等新需求，推动业务增长，进一步提高公司的市场竞争力。

表6: IPO 募投项目

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	年产500万kVA节能型变压器生产线建设项目	20,480.90	11,236.20
2	补充流动资金	4,000.00	4,000.00
合计		24,480.90	15,236.20

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表7: 再融资募投项目

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	智慧新能源电网装备项目	22955.16	22955.16
2	金加工车间柔性化生产线技改项目	8032.86	8032.86
合计		30988.02	30988.02

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利拆分

变压器业务：我们预计 2024-2026 年公司变压器业务持续高增，营收增速为 55%/40%/20%，毛利率方面考虑国网及海外高盈利地区占比提升，毛利率略有提升并维持稳定，我们预计 2024 毛利率为 19%，2025-2026 年随海外占比提升毛利率略有增长，我们预计为 20%。

高低压成套开关设备：考虑 2024 年现有产能有限，增速略慢，后续产能释放后增速加快，我们预计 2024-2026 年营收增速为 10%/30%/15%，毛利率预计维持在 20%左右。

户外配电设备：考虑 2024 年现有产能有限，增速略慢，后续产能释放后增速加快，我们预计 2024-2026 年营收增速为 10%/30%/15%，毛利率预计维持在 20%左右。

其他业务：我们预计 2024-2026 年营收增速为 30%/20%/15%，毛利率略微下行 18%/17%/16%。

公司整体我们预计 2024-2026 年实现营收 13.35/18.05/21.3 亿元，同增 33%/35%/18%，毛利率为 19.33%/19.86%/19.82%。

图29：科润智控盈利拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收（百万元）	651.22	869.4	1003.54	1335.24	1804.73	2128.60
		33.50%	15.43%	33.05%	35.16%	17.95%
总成本（百万元）	525.58	702.99	810.78	1077.20	1446.31	1706.77
毛利率	19.29%	19.14%	19.21%	19.33%	19.86%	19.82%
变压器						
收入（百万元）	274.22	421.64	490.03	759.55	1063.37	1276.04
yoy		53.76%	16.22%	55.00%	40.00%	20.00%
成本（百万元）	226.45	345.72	402.18	615.23	850.69	1020.83
毛利率	17.42%	18.01%	17.93%	19.00%	20.00%	20.00%
高低压成套开关设备						
收入（百万元）	220.3	286.96	261.34	287.47	373.72	429.77
yoy		30.26%	-8.93%	10.00%	30.00%	15.00%
成本（百万元）	175.51	229.37	206.65	229.98	298.97	343.82
毛利率	20.33%	20.07%	20.93%	20.00%	20.00%	20.00%
户外配电设备类						
收入（百万元）	126.76	122.04	198.01	217.81	283.15	325.63
yoy		-3.72%	62.25%	10.00%	30.00%	15.00%
成本（百万元）	100.88	95.5	157.86	174.25	226.52	260.50
毛利率	20.42%	21.75%	20.28%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务						
收入（百万元）	29.94	38.76	54.16	70.41	84.49	97.16
yoy		29.46%	39.73%	30.00%	20.00%	15.00%
成本（百万元）	22.74	32.4	44.09	57.73	70.13	81.62
毛利率	24.05%	16.41%	18.59%	18.00%	17.00%	16.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测及投资评级

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 0.95/1.54/1.87 亿元，同比+30%/62%/22%，对应 PE 为 11/7/6 倍，可比公司我们选取同样生产变压器的公司金盘科技、特锐德，可比公司平均 PE 为 32/23/18 倍，公司估值水平较可比公司低，考虑公司变压器业务随需求起量出货持续高增，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图30: 可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 22 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688676.SH	金盘科技	55.94	4.53	253.61	7.77	10.83	13.92	33	23	18
300001.SZ	特锐德	20.34	10.56	214.77	6.80	9.22	12.04	32	23	18
								32	23	18
834062.BJ	科润智控	5.60	1.84	10.31	0.95	1.54	1.87	11	7	6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 金盘科技及特锐德盈利预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) **行业竞争加剧:** 变压器行业若需求旺盛, 友商纷纷加大产能扩张加速抢占客户, 行业竞争将进一步加剧, 或影响行业盈利水平, 对公司产生不利影响。
- 2) **需求不及预期:** 若国内外变压器需求增长不及预期, 公司业绩增速或将放缓。
- 3) **原材料价格剧烈波动:** 变压器行业主要原材料为铜, 若铜价格仍剧烈波动, 大幅上涨则将影响公司成本, 造成盈利下滑。

科润智控三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,046	1,224	1,695	1,994	营业总收入	1,004	1,335	1,805	2,129
货币资金及交易性金融资产	158	136	183	205	营业成本(含金融类)	811	1,077	1,446	1,707
经营性应收款项	537	671	933	1,103	税金及附加	5	5	7	9
存货	239	291	413	486	销售费用	34	41	52	60
合同资产	59	76	103	122	管理费用	51	65	81	92
其他流动资产	53	50	64	78	研发费用	35	45	60	68
非流动资产	428	647	697	671	财务费用	8	5	6	8
长期股权投资	10	16	23	30	加:其他收益	18	13	18	21
固定资产及使用权资产	256	358	424	447	投资净收益	0	3	4	4
在建工程	96	189	144	86	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	37	55	57	58	减值损失	(14)	(4)	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	13	0	0	0
长期待摊费用	5	6	6	6	营业利润	76	107	174	212
其他非流动资产	23	23	43	43	营业外净收支	5	2	2	3
资产总计	1,473	1,871	2,392	2,664	利润总额	81	109	176	215
流动负债	672	628	975	1,046	减:所得税	8	14	23	28
短期借款及一年内到期的非流动负债	260	67	229	171	净利润	73	95	153	187
经营性应付款项	334	462	621	723	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	24	27	36	46	归属母公司净利润	73	95	153	187
其他流动负债	53	71	89	106	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.40	0.52	0.83	1.02
非流动负债	129	179	229	279	EBIT	72	100	158	194
长期借款	83	133	183	233	EBITDA	95	131	196	237
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.21	19.33	19.86	19.82
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	7.28	7.11	8.51	8.78
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	15.43	33.05	35.16	17.95
负债合计	801	807	1,204	1,325	归母净利润增长率(%)	26.47	30.05	61.61	21.77
归属母公司股东权益	670	1,062	1,187	1,338					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	673	1,064	1,189	1,340					
负债和股东权益	1,473	1,871	2,392	2,664					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(45)	78	(45)	87	每股净资产(元)	3.64	4.44	4.96	5.60
投资活动现金流	(89)	(246)	(82)	(9)	最新发行在外股份(百万股)	184	184	184	184
筹资活动现金流	97	144	172	(57)	ROIC(%)	6.98	7.65	9.59	10.09
现金净增加额	(37)	(23)	47	22	ROE-摊薄(%)	10.90	8.95	12.94	13.97
折旧和摊销	22	31	38	43	资产负债率(%)	54.34	43.14	50.31	49.71
资本开支	(99)	(243)	(78)	(7)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.12	10.85	6.72	5.52
营运资本变动	(145)	(55)	(239)	(148)	P/B(现价)	1.54	1.26	1.13	1.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>