

水利基建政策东风劲吹，领跑智慧水利新征程

投资要点

- **投资逻辑：1) 政策红利持续加码，水利行业迎来新机遇。**2024 年，我国水利建设投资创历史新高，实施水利工程项目 4.7 万个，完成水利建设投资 1.4 万亿元，同比增长 12.8%。**2) 在手订单充足，积极探索长期运营模式。**2024 年公司实现新签订单 53.1 亿元，订单规模稳居行业内同类民营企业首位。特许经营项目占比 31%，充分发挥全产业链一体化优势。**3) 收购数字水利头部企业慧图科技，完成对智慧水利业务板块的整合。**2025 年预计中国智慧水利市场规模达到 360 亿元，未来增长空间广阔。
- **政策红利持续加码行业增长，智慧水利行业迎来新机遇。**2020-2024 年，我国水利建设完成投资额逐年增长，年复合增长率达到 15.0%，2024 年，我国水利建设投资创历史新高，实施水利工程项目 46967 个，完成水利建设投资 13529 亿元，同比增长 12.8%，未来水利投资或将继续增长，行业发展向好。
- **在手订单优质充足，现金流管控驱动高质量发展。**2024 年公司实现新签订单 53.1 亿元，在 2023 年订单爆发式增长的基础上保持了较好的订单获取态势，订单规模稳居行业内同类民营企业首位。其中，特许经营项目占比 31%，充分发挥全产业链一体化优势。公司借力国家化债政策构建多维度清欠体系，对重大在建项目及长账龄呆账实施专项攻坚，综合运用内外清欠工具实现五年以上账款回收率达 96%，全年推动回款突破 40 亿元，有效缓解资金压力。
- **母子公司双轮驱动发挥协同效应，未来增长空间广阔。**慧图科技是公司四大业务子集团之一，自 2020 年公司完成对慧图科技的收购后，慧图科技的营业收入和净利润持续增长。2024 年公司农水信息化业务收入同比增长 16.2%，成为新增长点。2025 年预计中国智慧水利市场规模达到 360 亿元，未来增长空间广阔。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.6/2.2/2.7 亿元，对应 PE 为 25/19/16 倍。水利行业直接受益于特别国债等各类政策与资金支持，公司在国内数字水利行业极具影响力，订单规模稳居行业内民营企业首位，强化项目管理，积极推进项目建设交付进度，业绩有望高增。我们给予公司 2025 年 31 倍 PE，对应目标价为 5.89 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险、应收账款管理风险、项目交付风险、公司快速发展的管理风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4378.80	5605.58	6395.63	7012.70
增长率	26.83%	28.02%	14.09%	9.65%
归属母公司净利润 (百万元)	81.13	164.92	223.41	265.55
增长率	61.81%	103.28%	35.46%	18.87%
每股收益 EPS (元)	0.09	0.19	0.25	0.30
净资产收益率 ROE	4.70%	8.93%	11.46%	12.75%
PE	51	25	19	16
PB	2.02	2.06	1.95	1.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

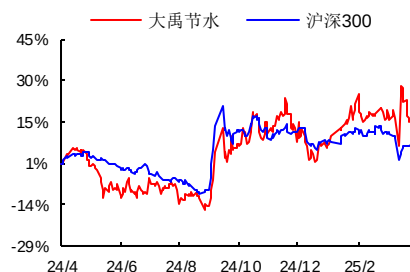
分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

联系人: 李艾菀
电话: 17396222897
邮箱: liac@swsc.com.cn

联系人: 赵磐
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 同花顺 iFinD

基础数据

总股本(亿股)	8.82
流通 A 股(亿股)	7.29
52 周内股价区间(元)	3.01-5.09
总市值(亿元)	42.86
总资产(亿元)	90.18
每股净资产(元)	2.23

相关研究

目 录

1 农田水利行业龙头企业，把握国家重点投资发展机遇	1
1.1 全区域、全链条、全模式核心优势，国内高效节水灌溉行业龙头	1
1.2 股权结构稳定，董事长与母亲为实控人	2
1.3 营收规模稳中有增，盈利能力逐渐修复	3
2 政策东风劲吹行业增速，水利基建与智能节水塑造市场新格局	6
2.1 智能节水获政策强驱动，农田水利驶入升级快车道	6
2.2 水利行业投资创新高，需求增长筑节水灌溉市场新格局	8
2.3 行业集中度偏低，节水灌溉市场呈现分散格局	9
3 节水灌溉与智慧水利行业标杆，业务发展迎来黄金拐点	11
3.1 国内节水灌溉和智慧水务领域的领军企业，技术优势显著	11
3.2 业务拓展显成效，特许经营创新与现金流管控驱动高质量发展	12
3.3 收购数字水利头部企业，智慧水利业务增长空间广阔	15
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 相对估值	19
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 公司历史沿革	1
图 2: 公司主要业务及应用场景	2
图 3: 公司股权结构 (截至 2025 年 4 月 28 日)	3
图 4: 营业收入及增速	4
图 5: 归母净利润及增速	4
图 6: 公司主营业务收入按产品拆分情况	4
图 7: 公司主营业务收入按区域拆分情况	4
图 8: 公司毛利率及净利率情况	5
图 9: 公司期间费用率情况	5
图 10: 全国灌溉面积	8
图 11: 全国节水灌溉面积	9
图 12: 全国农用节水灌溉类机械拥有量	9
图 13: 公司业务子集团	11
图 14: 公司新签订单 (亿元)	13
图 15: 公司新签订单规模占比	13
图 16: 2024 年公司新签订单分项目类型	14
图 17: 2024 年公司新签订单分业务领域	14
图 18: 分产品毛利构成	14
图 19: 新签订单分项目类型占比	14
图 20: 公司经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	15
图 21: 公司信用减值损失 (百万元)	15
图 22: 慧图科技营收及增速	15
图 23: 慧图科技净利润及增速	15
图 24: 慧图云平台	16
图 25: 慧图数字孪生技术	17
图 26: 公司农水信息化服务营收及增速	18
图 27: 中国智慧水利市场规模	18

表 目 录

表 1: 节水灌溉领域相关政策	6
表 2: 代表性企业及区域布局	9
表 3: 代表性企业概况	10
表 4: 公司部分中标项目	12
表 5: 分业务收入及毛利率	18
表 6: 可比公司估值	20

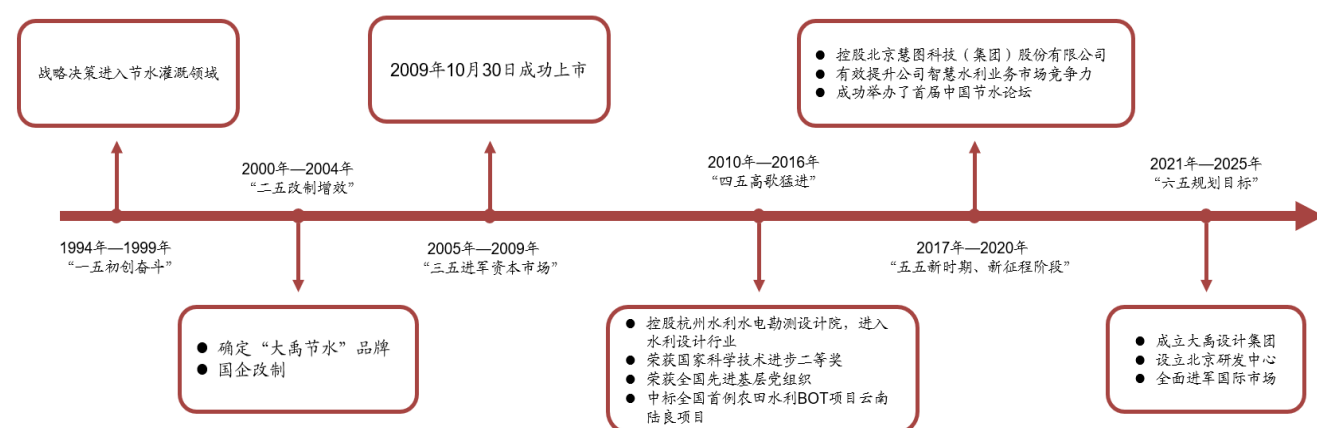
1 农田水利行业龙头企业，把握国家重点投资发展机遇

传统农田水利行业龙头企业，全国首例社会资本参与农田水利改革的先行者。公司主要从事数字水利行业的技术研究与项目实践，以提升水利项目数字化为核心，通过针对项目的规划设计、产品制造、建设交付、运营维护以及总体智慧化提升，服务范围涵盖从水源到田间的农业用水和农村水利全领域。公司近年来深度参与了我国农田水利领域各类机制模式创新实践，因地制宜探索实施了一系列能够承载各方资源、资本和专业能力，有效链接政府、社会资本和农户多元主体，均衡分配各方风险、收益和权责的商业模式。公司在全国范围内成功实践并全面推广由中国财政部在联合国欧洲经济委员会工作会议上评价为“人民的 GDP”的“元谋模式”、全国率先整区县系统解决农村污水处理的示范项目的“武清模式”、人民日报头版头条以“云解塬上渴”为题专门报道的“彭阳模式”。

1.1 全区域、全链条、全模式核心优势，国内高效节水灌溉行业龙头

深耕农田水利行业二十余载，国内高效节水灌溉行业龙头。自 2004 年公司成立后，公司专注于节水灌溉材料、设备的研发、制造、销售，以及为节水工程提供从材料和设备供应，到设计、施工、安装、调试及技术服务的一站式整体解决方案。2006 年，公司完成 DY-500 微压滴灌系统应用研究与开发项目，压力补偿滴头和 PVC 管材等主要产品荣获“甘肃省十大优秀专利”、“甘肃省名牌产品”称号；2007 年，公司完成 DY-D 型水动活塞叠片式自洁净过滤装置和防根系入侵抗堵塞地下灌水器的研究与开发项目，同年 12 月，公司生产的滴头及滴灌带、输供水管材、管件、施肥过滤器等产品首批通过了水利部组织的节水产品认证，是国内少数通过认证的节水器材生产厂家之一；2008 年，公司完成 DY-DQG 祛根防负吸抗堵塞地下滴灌灌水器研发。同年公司接受中国水利水电科学研究院和水利部科技推广中心投资入股；2009 年 10 月 30 日公司在深圳证券交易所创业板上市交易。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

公司已建立全区域、全链条、全模式的核心优势，服务范围广泛。公司专注水利领域的
水利设计、水利信息化、水环境治理、灌区现代化建设、水利工程建设等；农业服务领域的
设施农业、高效节水/高标准农田建设、土地流转/托管、农业水利基础设施运营等；以及生
态环境领域的农村污水处理、面源污染治理、生态环境基础设施运营等。公司主要产品包括
软件产品、硬件产品，服务范围涵盖从水源到田间的农业用水和农村水利全领域。公司已
在全国建立 6 个生产基地，公司市场布局形成了五大区域总部，产品和服务覆盖全球 60 多个
国家和地区。公司在设计、研发、生产、建设、运营以及数字化等全链条领域均有布局。公
司在各地成功开展了 PPP、EPC、EPC-OM 等合作模式，积累了宝贵经验，有望加速在全
国范围的布局。

图 2：公司主要业务及应用场景

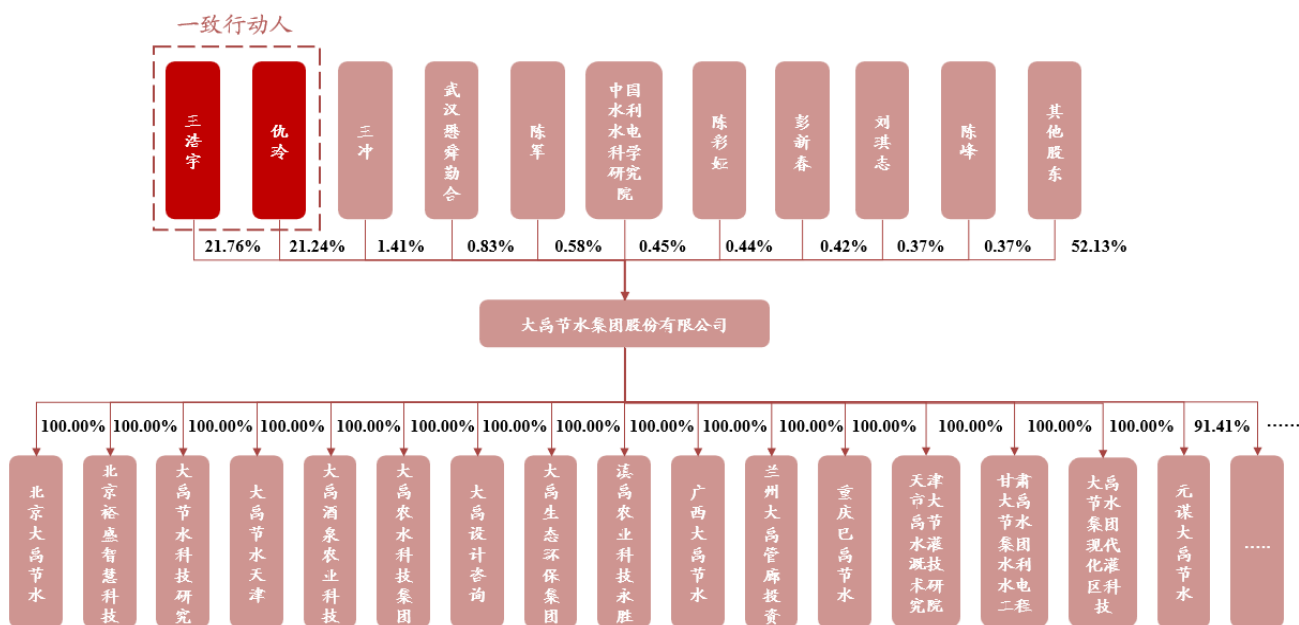


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，董事长与母亲为实控人

公司股权结构稳定，王浩宇和仇玲为实控人。截至 2025 年 4 月 28 日，公司董事长王浩宇先生直接持有公司 21.8% 股份，其母亲仇玲女士直接持有公司 21.2% 股份，二人为一致行动人，合计持股比例为 43.0%，为公司实际控制人。王冲先生直接持有公司 1.4% 股份，王冲先生和王浩宇先生为叔侄关系。王浩宇先生为教授级高级工程师，清华大学创新领军工程博士在读（土木水利方向），于 2017 年 3 月至今担任大禹节水集团股份有限公司董事长，在职期间王浩宇先生高度概括并创造性提出了“三农三水三张网、两手发力共担当”的战略方向，并成功运用于企业各类科技创新和模式创新的具体业务实践中。王浩宇先生还担任中国人民政治协商会议甘肃省委员会委员、中国农工民主党甘肃省第八届生态环境工作委员会主任、中国农业绿色发展研究会副理事长等职务。

图 3：公司股权结构（截至 2025 年 4 月 28 日）



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

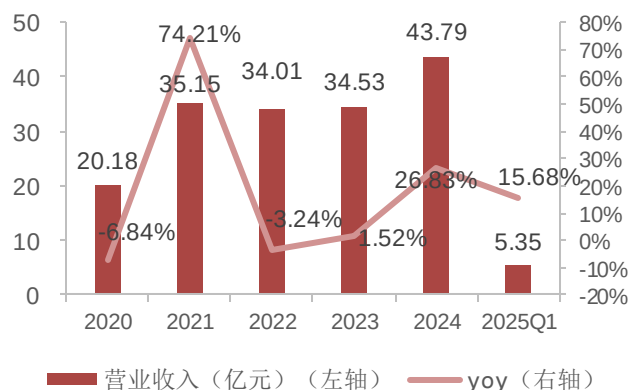
1.3 营收规模稳中有增，盈利能力逐渐修复

营业收入稳中有增，归母净利润快速回升。收入端：公司营业收入由 2020 年的 20.2 亿元逐步上升至 2024 年的 43.8 亿元，2021-2024 年营业收入年复合增长率为 21.4%。受益于特别国债等各类政策与资金支持，公司 2024 年营收稳定增长，首次突破站上 40 亿元台阶，经营性现金流净额大幅改善，达到 6.0 亿元；2025Q1 公司实现营收 5.4 亿元，同比保持双位数增长，增速较行业平均水平明显领先。这一持续性增长轨迹，不仅验证了公司战略布局的有效性，更预示着行业向上拐点初步显现。

利润端：公司归母净利润由 2020 年的 9877.2 万元先上升至 2021 年的 1.4 亿元，后下降至 2023 年的 5013.6 万元。2021-2023 年期间，公司虽在华东市场拓展等方面取得一定成果，但原材料价格上涨、研发费用等增加以及财务费用调整等多因素综合影响了公司的归母净利润表现。2024 年，公司实现归母净利润 8112.8 万元，同比增长 61.8%，原因在于中央大力支持地方化解政府债务风险，公司加大应收账款回收和清欠力度，公司经营性现金流在第二季度即实现正向周转，经营现金流情况得到有效改善，公司收到销售商品、提供劳务的现金约 40 亿元，盈利能力逐渐修复，充分展现了公司较强的资金运营能力和项目回款管控水平。2025Q1 因公司进行全国范围内的布局造成期间费用率大幅上涨，对归母净利润造成了一定影响。

从季度经营节奏来看，公司营业收入、归母净利润均呈现出显著的季节性特征，第四季度表现尤为突出。这既是行业共性规律的体现——作为以政府端业务为主的企业，尤其在设计咨询和智慧化解决方案领域，政府部门通常采用年末集中验收结算模式；同时也印证了公司业务结构的稳健性。

图 4：营业收入及增速



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 5：归母净利润及增速

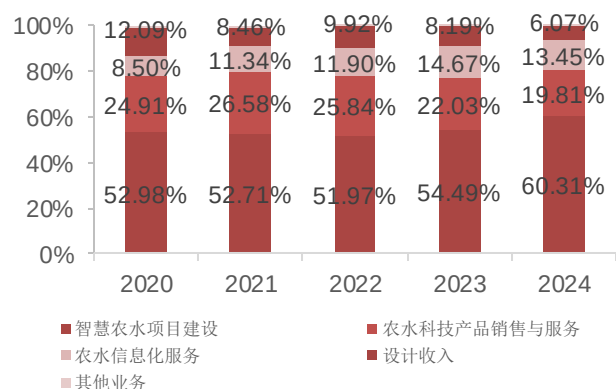


数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

智慧农水项目建设为公司核心业务，收入占比超五成。公司主营业务收入按产品拆分可分为智慧农水项目建设、农水科技产品销售与服务、农水信息化服务和设计收入。其中，智慧农水项目建设为公司主要业务，2020-2024智慧农水项目建设对主营业务收入的贡献维持在50%以上，2024甚至超过60%，此业务同时也是所有业务中毛利率最高的部分，2024毛利率达到45.9%。

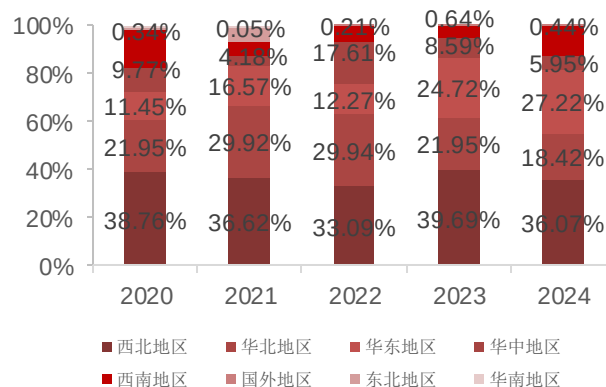
业务布局全国，抓紧进行海外布局。公司订单主要来源西北地区和华北地区，公司来自西北地区的收入从2020年的7.8亿元逐步上升至2024年的15.8亿元，贡献超30%的营收。华北地区也是公司的业务主阵地之一，对主营业务收入的贡献维持在20%左右。公司积极布局海外市场，公司的成本和服务相对于国外企业具有非常大的竞争优势。尤其是在一带一路的沿线国家，有广大的农田农业提升需求，公司可以为这些国家的农业提质改造做出贡献，同时海外的利润空间比国内高出很多。公司正在加大投入，抓紧进行海外布局，争取有更多的海外订单持续落地。

图 6：公司主营业务收入按产品拆分情况



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

图 7：公司主营业务收入按区域拆分情况

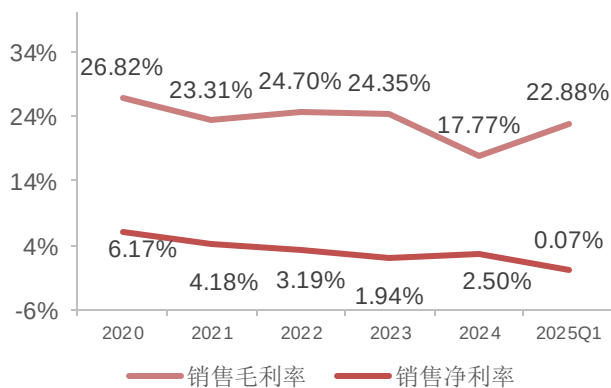


数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

公司销售毛利率波动下滑，净利率受期间费用率波动影响。2020-2023，公司销售毛利率波动下滑，销售净利率持续下滑。受 2023 年国内经济环境及政策调整影响，公司项目进度滞后致产值确认受阻，订单规模扩大使财务费用与应收账款减值计提增加，叠加销售、研发费用上升，致使净利率被压缩。2024 年公司销售毛利率出现较明显下滑，销售净利率有所回升。毛利率下滑主要原因系营业成本增加增幅大于营业收入的增加幅度，但期间费用率有所降低，销售净利率进而有所回升。2025Q1 公司销售毛利率快速回升，这与公司水利信息化和设计业务整体收入增长有关，该业务相对于农水业务毛利率较高，水利信息化和设计业务近年来都保持了较好的增长，预计随着智慧水利的推进，收入增速将继续维持，销售净利率大幅下滑主要是由期间费用率快速上涨所致。

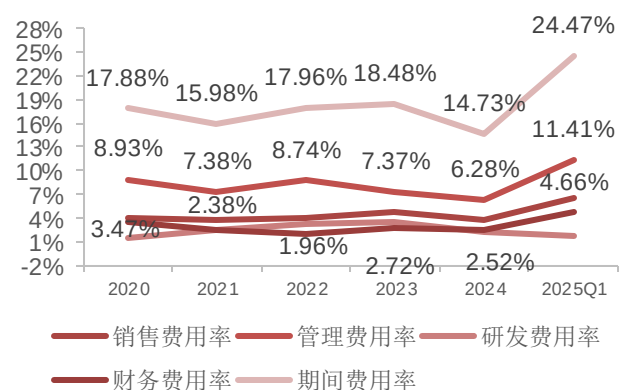
从费用端看，公司整体期间费用率水平先升后降。公司积极优化人员结构、布局区域市场，近 3 年来管理费用率逐步下降。销售费用率受订单增长影响有所提升，其中 2024 年，公司继续加大市场投入，营收大幅增长摊薄了销售费用率。公司，2020-2023 公司引进专业化人才和技术，研发费用持续增加，2024 研发项目成果转化，研发投入相对下降。2024 年，公司财务费用率有所增长，主要是增加了银行借款。2025Q1 销售费用、管理费用均因公司进行全国范围内的布局而出现上涨，而财务费用因项目的快速推进和可转债利息的增加上涨。

图 8：公司毛利率及净利率情况



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 9：公司期间费用率情况



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

2 政策东风劲吹行业增速，水利基建与智能节水塑造市场新格局

2.1 智能节水获政策强驱动，农田水利驶入升级快车道

政策争相出台持续加码行业增长，智慧水利带来新机遇。国务院提出建成一定规模的高标准农田及高效节水灌溉面积等要求，推动了节水灌溉等领域的业务发展，“十四五”规划明确提出构建智慧水利体系，水利部也印发了《关于大力推进智慧水利建设的指导意见》等多项规划，为智慧水利领域的发展提供了政策指引和发展机遇，加大了数字孪生流域、智能业务应用等方面的研发和应用力度。

在中美关系博弈背景下，农业作为重要的战略反制领域正迎来政策与市场的双重驱动。公司凭借其全产业链技术优势与政策契合度，成为农业现代化进程中的核心受益标的。一方面，全球贸易格局重构加速农业技术自主可控需求，公司通过地理式滴灌、智慧水务系统等核心技术，助力大豆等作物单产提升，直接响应国家“粮食安全+技术反制”战略；另一方面，乡村振兴与高标准农田建设政策持续加码，公司依托“元谋模式”标杆项目，在西南、华北等区域形成规模化复制效应。此外，公司拓展非洲、拉美等海外市场，构建起“国内替代+国际输出”的双循环增长极。

表 1：节水灌溉领域相关政策

政策及会议	发布部门	发布时间	主要内容
《“十四五”智慧水利建设规划》	水利部	2021 年	明确提出“十四五”期间智慧水利建设的总体目标，包括推进水利工程智能化改造，建成七大江河数字孪生流域，在重点防洪地区实现“四预”（预报、预警、预演、预案）功能。
《关于政策性金融支持水利基础设施建设的指导意见》	水利部	2022 年	支持数字孪生流域、水利工程智能化建设与改造等。
《国家水网建设规划纲要》	国务院	2023 年	明确提出加快智慧发展，推动水网工程数字化智能化建设，构建数字孪生水网，提升水网调度管理智能化水平，通过智慧化模拟支撑水网全要素的预报、预警、预演、预案，提供智慧化决策支持，推动国家水网与新型基础设施建设的融合。
《关于进一步加强水资源节约集约利用的意见》	国家发展改革委	2023 年	推动节水高效灌溉和水资源循环利用，建立健全有利于促进水资源节约、水利工程良性运行和与投融资体制相适应的水利工程水价形成机制。
《关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》	国务院	2024 年	加大高标准农田建设投资力度，鼓励农村集体经济组织、新型农业经营主体、农户等直接参与高标准农田建设管护；分区分类开展盐碱耕地治理改良，支持盐碱地综合利用试点；推进重点水源、灌区、蓄滞洪区建设和现代化改造。
《2024 年农村水利水电工作要点》	水利部	2024 年	深入推动灌区现代化建设改造；强化农业节水供水管理；加强农村水利水电智慧化应用体系建设，进一步更新完善大中型灌区、农村供水、小水电站等基础信息，加快构建管理智慧化应用体系。
水利部部务会议	水利部	2024 年	加快完善流域防洪工程体系、雨水情监测预报体系、水旱灾害防御工作体系，切实提升水旱灾害防御能力。
深化农业水价综合改革推进现代化灌区建设座谈会	水利部	2024 年	优化灌区布局，加强水农深度融合；强化科技赋能，推进数字孪生灌区建设，加强科技创新和成果推广。

政策及会议	发布部门	发布时间	主要内容
《加快发展节水产业的指导意见》	国家发展改革委、水利部、农业农村部、工业和信息化部、住房城乡建设部	2024 年	到 2027 年，节水产业规模达到万亿，到 2035 年，培育一批百亿级龙头企业。激发节水产业发展动力，强化节水产业装备供给，创新节水管理服务模式，发挥龙头企业引领作用，推动节水产业科技创新，加强节水产业支持保障。
《农业农村部关于大力发展智慧农业的指导意见》	农业农村部	2024 年	到 2030 年智慧农业发展取得重要进展，技术先进、质量可靠的国产化技术装备广泛应用，农业生产信息化率达到 35% 左右。展望 2035 年农业全方位、全链条实现数字化改造农业生产信息化率达到 40% 以上。
《全国智慧农业行动计划（2024-2028 年）》	农业农村部	2024 年	到 2026 年底，智慧农业公共服务能力初步形成，探索一批主要作物大面积单产提升智能化解决方案和智慧农（牧、渔）场技术模式，农业生产信息化率达到 30% 以上。到 2028 年底，先行先试地区农业全产业链数字化改造基本实现，全域推进智慧农业建设的机制路径基本成熟，农业生产信息化率达到 32% 以上。
全国水利工作会议	水利部	2025 年	2025 年大力发展水利新质生产力，进一步提升水旱灾害防御能力、水资源优化配置能力，完善数字孪生水利体系，推进水利智能业务应用，实施人工智能水利行动，构建水利大模型建设应用框架，打造流域智能防洪预报、水网智能调度、河湖库立体空间智能监管、水利工程智能运管等一批示范场景。
《2025 年全国粮油作物大面积单产提升实施方案》	农业农村部	2025 年	聚焦玉米、水稻、小麦、大豆、油菜 5 大重点作物，突出良田良种良机良法融合，高质量建设高标准农田，强化水肥一体化等关键技术示范推广。
2025《政府工作报告》	国务院	2025 年	2025 年中央预算内投资拟安排 7350 亿元，用好超长期特别国债，强化超长期贷款等配套融资，更大力度支持两重建设；支持和鼓励民间投资发展，规范实施政府和社会资本合作新机制，引导更多民间资本参与重大基础设施、社会民生等领域建设，让民间资本有更大发展空间；高质量推进高标准农田建设，加强农田水利设施和现代化灌区建设。
《逐步把永久基本农田建成高标准农田实施方案》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2025 年	到 2030 年，力争累计建成高标准农田 13.5 亿亩，累计改造提升 2.8 亿亩，统筹规划、同步实施高效节水灌溉，新增高效节水灌溉面积 8000 万亩；到 2035 年，力争将具备条件的永久基本农田全部建成高标准农田，累计改造提升 4.55 亿亩，新增高效节水灌溉面积 1.3 亿亩。
《加快建设农业强国规划（2024-2035 年）》	中共中央、国务院	2025 年	到 2027 年，乡村全面振兴取得实质性进展，农业农村现代化迈上新台阶，农业科技装备支撑持续强化。到 2035 年，农业强国建设取得显著成效，农业现代化基本实现：推动逐步把具备条件的永久基本农田全部建成高标准农田。

数据来源：公司公告，政府官网，西南证券整理

4 月 7 日，中共中央、国务院印发《加快建设农业强国规划（2024-2035 年）》。《规划》从保障农产品稳定供给、农业科技装备创新、完善农业经营体系、升级农业产业体系、培育农业国际竞争优势、推进乡村建设和缩小城乡差距等方面进行了系统化部署。三十年来，公司作为农业水利领域的领军企业，积极响应国家政策，大力推动农机装备的智能化和自动化升级。大禹节水凭借全产业链布局优势，形成了“前端研发制造-中端工程建设-后端智慧运营”的完整业务体系，开创了多例将新质生产力用于农业的行业先河，成功落地多个以元谋节水项目为代表的大型项目，为高标准农田建设整县推进树立了示范样本。

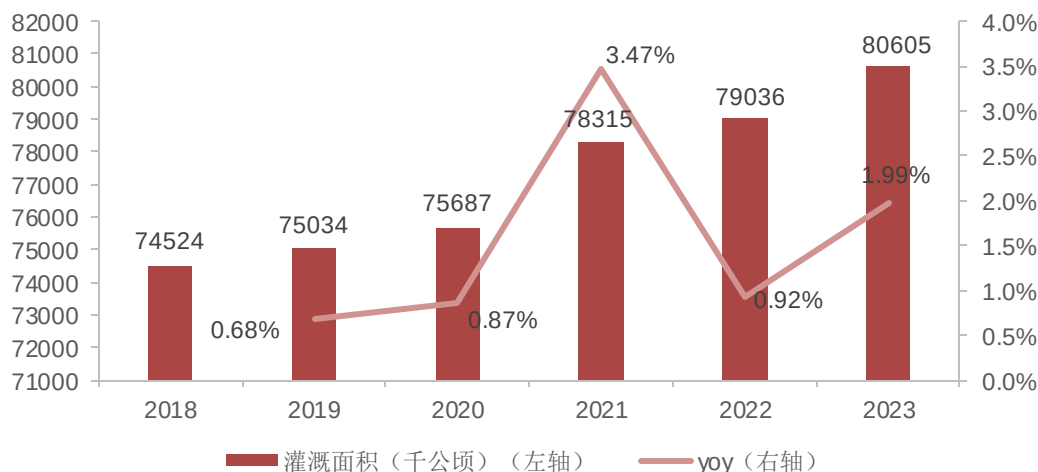
3月30日，中共中央办公厅国务院办公厅印发《逐步把永久基本农田建成高标准农田实施方案》。《方案》明确提出，到2035年新增高效节水灌溉面积1.3亿亩，智能节水产业正迎来历史性发展机遇，农田水利现代化进程全面提速。公司在东北黑土区、西北干旱区等政策重点建设区域落地多个标杆项目，如湖南临澧青山灌区现代化改造工程，通过三维数字孪生平台实现农田管理精准决策，项目区粮食产量预计显著提升。这种技术实力与政策导向的高度契合，使公司在智慧水利建设中占据先发优势，其自主研发的智能水肥一体化系统已入选水利部推荐清单，技术壁垒持续巩固。

2.2 水利行业投资创新高，需求增长筑节水灌溉市场新格局

水利行业为国家重点投资领域，2024年我国水利建设投资创新高。水利行业作为国家重点投资领域，持续获得特别国债等各类政策和资金的支持。根据水利部数据，全国水利建设投资已连续三年每年超过1万亿元，2024年更是创下历史新高，接近1.4万亿元，2020-2024年CAGR达到15.0%。2024年实施水利工程项目46967个。展望未来，随着基建投资继续在经济稳增长中发挥重要作用，水利投资或将继续增长，行业发展向好。

水利灌溉需求持续增加，灌区现代化项目仍有较大增量空间。根据水利部数据，从行业需求端看，我国耕地灌溉面积从2018年的74524千公顷持续扩张至2023年的80605千公顷，2019年-2023年的复合增长率为1.6%，水利灌溉市场需求持续扩大。我国农业用水量占全国总用水量的60%以上，但作为反映农田灌溉效率的重要指标，2023年农田灌溉水有效利用系数为0.6，传统漫灌仍占近半耕地，水资源节约集约利用能力仍需提高。

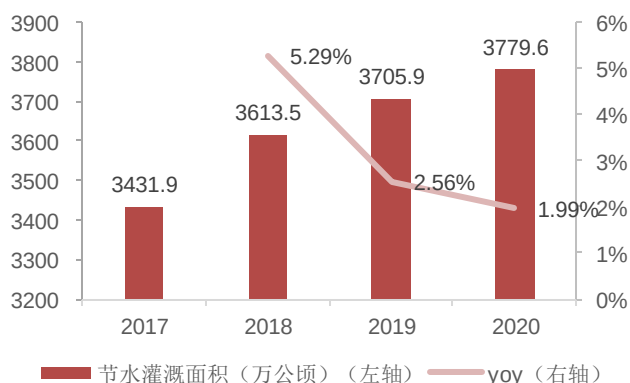
图 10：全国灌溉面积



数据来源：水利部，西南证券整理

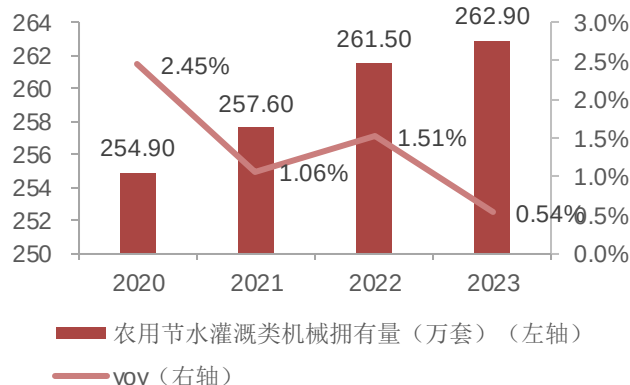
政府出台了一系列节水政策和措施，推动农业节水灌溉技术的发展。根据中国农村统计年鉴数据，全国节水灌溉面积从2017年的3431.9万公顷增加至2020年的3779.6万公顷，高效节水灌溉仍具有巨大的市场潜力和发展空间。根据中国农村统计年鉴数据，得益于高标准农田建设目标的政策驱动和农机购置补贴，全国农用节水灌溉类机械拥有量保持正增长，从2020年的254.9万套增加至2023年的262.9万套，2021年-2023年复合增长率为1.0%，节水灌溉机械渗透率逐渐提升。

图 11：全国节水灌溉面积



数据来源：《中国农村统计年鉴》，西南证券整理

图 12：全国农用节水灌溉类机械拥有量



数据来源：《中国农村统计年鉴》，西南证券整理

2.3 行业集中度偏低，节水灌溉市场呈现分散格局

行业集中度低的背景下，区域市场竞争呈现复杂局面。中国农业种植区域的多样性导致节水灌溉需求呈现高度差异化。例如西北干旱区（新疆、甘肃）：以滴灌、微灌技术为主，需应对高蒸发量、盐碱化土壤问题；华北平原（河南、山东）：侧重喷灌和管道输水，解决地下水超采与冬小麦灌溉效率矛盾；东北黑土地（黑龙江、吉林）：需防止水土流失，对智能水肥一体化系统需求更高。这种地理和作物差异使得区域性企业凭借本地化服务能力占据主导地位，行业集中度较低。中央财政的高标准农田建设资金通过省级政府逐级下拨，地方政府倾向于优先支持本地企业，节水灌溉行业的政策红利与地方执行差异进一步加剧市场分散。

表 2：代表性企业及区域布局

企业类型	代表企业	核心区域	技术侧重
全国性龙头企业	大禹节水	全国布局	全产业链解决方案
区域型中型企业	新疆天业、润农节水	新疆、甘肃	滴灌带、PE 管材
地方小型服务商	各地中小型合作社	县域市场	设备代理与维护

数据来源：公司公告，西南证券整理

全国民营水利设计第一大院，业务涵盖设计、建设、产品制造、信息化、运营五大领域。

1) 水利设计业务方面，主页相近的上市公司有深水规院、甘咨询、中国交建、中金环境。一般水利设计院以本省业务为主，而大禹的设计团队有 600 余人，业务遍布全国，业务规模可观，目前是全国民营水利设计第一大院。2) 建设业务方面，专注水利基建上市公司数量不多，较常见的是大基建及水务方向工程建设公司。对比通常的建筑工程类公司，公司的资产负债率及周转率相对更优。3) 产品制造业务方面，主要上市公司有青龙管业、天业节水。目前大禹只保留了智能水表、测量控一体化闸门、滴灌带等核心硬件的研发、生产团队，与其他专注于灌溉设备生产的公司逐渐在市场锚定有了区分。4) 信息化业务方面，目前水利行业信息化公司数量少且规模普遍较小，不足以支撑上市体量，参考其他领域信息化方向上市公司，同时考虑到大禹信息化订单增速，水利领域信息化前景广阔。5) 运营业务方面，水利领域暂时没有成熟系统的运营公司，水务领域及其他技术设施运营类主要上市公司有北控水务集团和首创环保。

表 3：代表性企业概况

类别	代码	名称	主营业务	市值 (亿元)	PE (TTM)	毛利率 (%)	净利率 (%)	Roe (%)
设计	301038.SZ	深水规院	为水务建设工程及其配套工程提供勘测设计、规划咨询、项目运营等专业技术服务。	29.67	81.40	28.20	6.18	6.09
	000779.SZ	甘咨询	毛纺业务和工程咨询业务。	44.25	19.05	40.20	11.66	6.16
	601800.SH	中国交建	基建设计、基建建设、疏浚业务。	1249.75	6.34	12.29	3.93	7.60
	300145.SZ	中金环境	水泵制造、水处理系统设计、安装、调试及技术服务、危险废物安全处置及资源化利用、环保咨询、勘察设计、环保项目运营等业务。	66.66	34.06	33.92	4.79	8.72
建设	601668.SH	中国建筑	房建、基建、地产和设计。	2276.75	4.92	9.86	2.87	10.38
	300070.SZ	碧水源	专业从事污水处理与污水资源化技术开发、核心设备制造和应用、研发、生产与销售净水器产品、并提供给排水工程服务。	160.55	589.21	29.11	2.07	0.21
产品制造	002457.SZ	青龙管业	各类供水、排水管道的研发、制造和销售	37.02	14.05	32.93	10.23	11.29
	0840.HK	天业节水	集团从事设计、制造及销售滴灌带、PVC/PE 管及用于农业节水灌溉系统的滴灌配件，亦从事向客户提供节水灌溉系统的安装服务，从事土地流转及工程业务，向数字农业与农服业务布局。	0.75	-1.80	2.96	-3.00	-9.61
信息化	920116.BJ	星图测控	航天测控管理、航天数字仿真、太空态势感知、卫星在轨服务。	118.55	137.48	52.80	29.47	24.30
	688066.SH	航天宏图	国内领先的遥感和北斗导航卫星应用服务商，致力于卫星应用软件国产化和卫星应用产业化，研发并掌握了具有完全自主知识产权的基础软件平台和核心技术，依托平台为政府、军队、企业提供系统设计开发和数据分析应用服务。	44.73	-3.30	22.48	-88.50	-88.16
运营	0371.HK	北控水务集团	集团之主要业务包括经营水处理业务、水治理建造服务、技术服务及设备销售以及城市资源服务。	927.60	13.84	37.04	11.98	5.36
	600008.SH	首创环保	水务固废等环保业务。	231.96	6.51	34.77	20.67	11.78

数据来源：同花顺 iFind，西南证券整理。*数据截至 2025/4/30

3 节水灌溉与智慧水利行业标杆，业务发展迎来黄金拐点

3.1 国内节水灌溉和智慧水务领域的领军企业，技术优势显著

公司专注创新研发，推行“三农三水三张网”战略理念。公司设有研究院，集结国内行业领域院士、专家组建了一支高素质、经验丰富的研发团队，为公司的发展提供源源不断的技术创新支持。公司开发了“禹鸿”系列智能水表、MBR 微振式柔性膜组器等产品，这些产品在提高水资源利用效率的同时，也减少了环境污染。截至 2024 年 8 月 22 日，公司牵头取得国家科技进步二等奖，先后承担国家重点研发计划、国家科技支撑计划、国家“863”计划、国家农业科技攻关项目等重点科技研究项目 78 多项，累计取得了 656 余项专利科技成果（其中发明专利 69 件）；研发国内先进技术水平以上科技成果 60 余项。公司持续开发“漏水”系列模型和 TopMap 数字孪生平台，巩固行业领先地位。同时，公司通过 AI、无人机、物联网等技术形成差异化优势，例如无人机测绘提升数据精度、AI 模型优化水旱灾害预测，技术壁垒逐步构建。公司依托分工明确的业务结构为不同客户提供针对性的覆盖规划设计、投资融资、研发智造、建设交付、数字智能和运营维护的一体化综合解决方案服务，不断强化“三农三水三张网”战略，智慧水网、灌区信息化技术成为新增长点。

图 13：公司业务子集团



数据来源：公司公告，西南证券整理

打造农水运营标杆，着眼未来构建综合服务新篇。公司旗下大禹水管家坚持以专业化运维团队、信息化技术平台、全天候售后服务、数字化赋能运营为支撑，以运营灌区、高标准农田、水库、城乡供水一体化等业务类型为主，打造全国有影响力的水利农业基础设施运营服务品牌。报告期内，公司 11 个存量运营项目管理日趋规范；江西梅江项目、海南牛路岭项目等 6 项大型在建项目运营前置工作有序开展。2024 年公司运营业务实现突破性增长，禹安公司作为公司水库专业运维公司成功竞标云南双柏地区 113 个水库运营权，累计运营水库 270 座，通过“智慧水库管理系统”实现水位监测、水量调度全数字化，运营效率较之前提升 40%；慧图科技依托“数字孪生+物联网”技术，覆盖北京、天津、郑州、新疆、青海等全国 20 个省市的灌区、水文监测等项目，其中天津市蓟州区蓄滞洪区工程信息化系统获业主“创新示范工程”表彰；通过“土地流转托管+科学种植”模式，在甘肃、天津、陕西等地推广节水技术，托管面积逐步扩大；在甘肃金塔县盐碱地改良项目实现亩均增产 30%；云南农业科技公司与卓莓合作迈入新阶段，蓝莓、树莓实现增产增收；天津农业公司优化园区基础配套设施，布局育苗育种新质生产力。后续公司将在现有基础上，打造契合新型农业综合服务需求的新质生产力和业务模式。

3.2 业务拓展显成效，特许经营创新与现金流管控驱动高质量发展

有效链接政府、国央企单位，中标多个国家重大水利项目。公司与湖南省临澧县、甘肃省民勤县、甘肃省华亭市、中交集团、中国水务、葛洲坝生态环保集团、中铁十八局集团、中水北方、齐齐哈尔城投集团等政府、国央企单位建立稳固的战略伙伴关系，优势互补、协同运作，共同探索市场新机遇，挖掘潜在商机，充实项目储备，保证长期可持续发展。公司采取主动营销方式，牵头规划编制项目计划，以联合体形式中标多个国家重大水利项目。其中，江西省平江灌区项目创公司成立以来单体金额最大的项目，充分验证和展示了公司重大项目深度筹划的商业逻辑和竞争实力，为公司项目规划、开发提供了宝贵的经验和参考路径。

表 4：公司部分中标项目

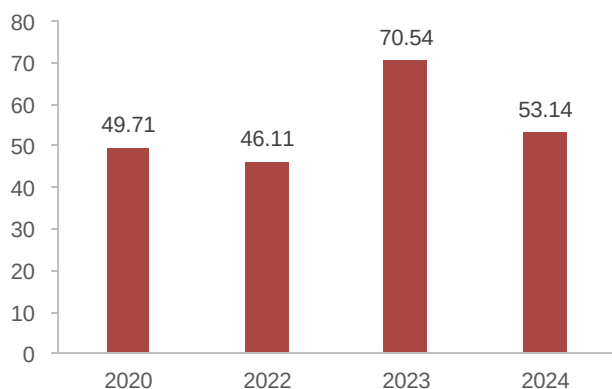
项目类型	项目名称	中标形式	中标金额
特许经营项目	江西省平江灌区特许经营项目	全资子公司联合体	51.45 亿元
	四川省会理市横山水库智慧水网（南部灌区）建设项目特许经营项目	全资子公司联合体	4.57 亿元
	江西省平江灌区工程特许经营项目	全资子公司联合体	51.45 万元
	合阳县深化农业水价综合改革推进现代化灌区建设试点项目（一期）	全资子公司联合体	2.99 亿元
	玉门市疏勒河引水工程特许经营项目	全资子公司联合体	13.57 亿元
总承包项目	临澧县青山灌区现代化改造及融合发展项目	全资子公司联合体	3.87 亿元
	江西省宜黄县宜临灌区 EPC+O 总承包项目	全资子公司联合体	2.80 亿元
	玉溪市元江中型灌区续建配套与节水改造项目	全资子公司联合体	1.86 亿元
	宜城市莺河二库灌区续建配套与节水改造项目工程总承包	全资子公司联合体	1.50 亿元
	海南省牛路岭灌区工程设计采购施工运营一体化（EPCO）	全资子公司联合体	23.82 亿元
	金川区 2024 年高标准农田建设项目	全资子公司联合体	1.62 亿元
	文昌市珠溪河流域退塘还田土地综合整治和文昌市东阁镇 2023 年度土地整治项目引进社会资本投资建设	全资子公司联合体	4.44 亿元
	天津市蓟州区青甸洼蓄滞洪区工程与安全建设工程项目	全资子公司联合体	1.53 亿元
工程项目	金川区 2024 年高标准农田建设项目	全资子公司联合体	1.62 亿元
	河南省宝丰县龙兴寺水库灌区现代化改造项目	全资子公司联合体	1.38 亿元

项目类型	项目名称	中标形式	中标金额
信息化项目	甘肃省小流域山洪灾害“四预”能力建设项目	控股子公司	0.45 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

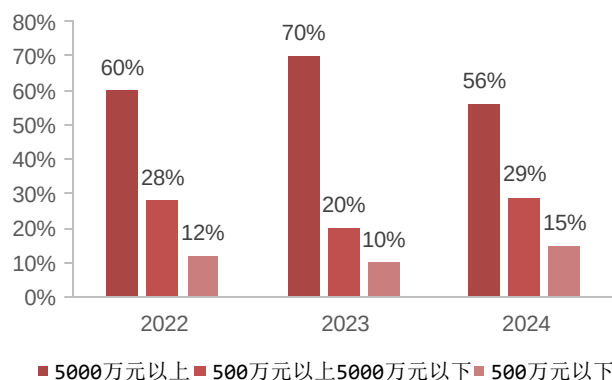
在手订单充足，五千万元规模订单占比超五成。2024 年，在增发国债、超长期特别国债、地方政府专项债等政策加持下，公司紧扣国家“水利强国”“乡村振兴”战略机遇，以“大营销”转型升级为核心，充分发挥全国布局与全产业链一体化解决方案优势，持续培养重大项目策划包装能力，市场开拓成效显著。2024 年，公司实现新签订单 53.1 亿元，在 2023 年订单爆发式增长的基础上保持了较好的订单获取态势，订单规模稳居行业内同类民营企业首位。公司围绕“高质量、大订单、一体化”的目标，统筹规模与质量、速度与效益，大力开拓新进市场，5000 万以上的订单占比约 56%，500 万元以下订单占比不到 15%，该特征趋势自 2022 年以来已经确立和稳定。

图 14：公司新签订单（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：公司新签订单规模占比

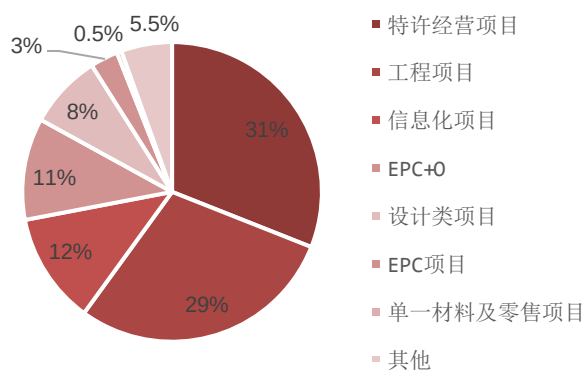


数据来源：公司公告，西南证券整理。*2023-2024 年 500 万元以下订单数据为近似值，图上起列示作用

基本盘业务领域愈发坚固，水利灌区与农业节水和高标准农田领域订单占 8 成。2024 年，公司水利灌区领域占比 56%，农业节水和高标准农田领域占比 22%，水利工程领域占比 17%，人饮项目占比 3%，委托运维服务占比 1%，生态治理领域占比 1%。其中，水利灌区与农业节水和高标准农田领域合计占比约 80%，公司基本盘业务愈发稳固。

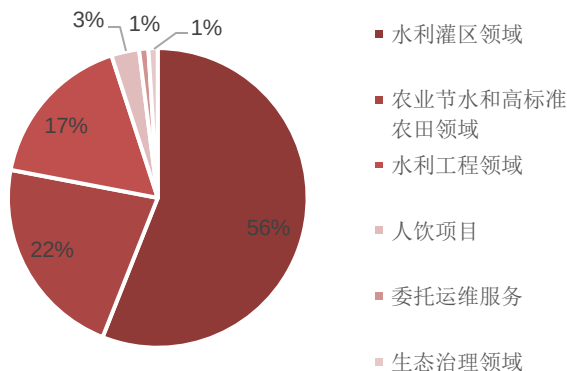
运营属性订单占比已超过四成，信息化和设计订单占比达 2 成。从项目类型看，公司特许经营项目占比 31%，工程项目占比 29%，信息化项目占比 12%，EPC+O 项目占比 11%，设计类项目占比 8%，EPC 项目占比 3%，单一材料及零售项目占比 0.5%。其中具备运营特征的项目（含特许经营项目、委托运营项目、EPCO 项目等）占公司全年订单的 42%，表明公司充分发挥全产业链一体化优势，做强“方案营销、模式营销”，推动营销体系全面向大营销转型升级，持续培养重大项目策划包装能力。2024 年，公司信息化和设计订单总体超 10 亿元、占比 20%，2024 年公司农水设计、运营及信息化服务毛利率达 34.6%，体现出基础设施领域设计先行和信息化制高的优势，符合行业规律。

图 16：2024 年公司新签订单分项目类型



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：2024 年公司新签订单分业务领域

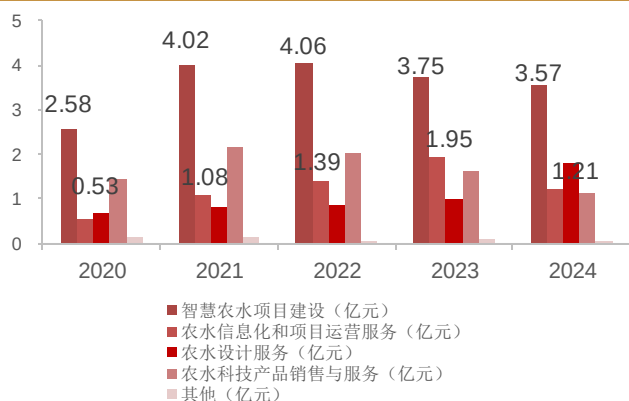


数据来源：公司公告，西南证券整理

探索特许经营模式创新，特许经营项目和工程项目占比持续攀升。从业务领域看，水利灌区领域占比 56%，农业节水和高标准农田领域占比 22%，二者合计占比 78%。智慧农水项目建设是公司毛利最高的业务，且毛利收入较稳定，2024 年智慧农水项目建设毛利贡献达到 3.5%，是公司的核心盈利业务；新签订单中，特许经营项目和工程项目占比持续攀升，2024 年达到 60%。公司积极跟踪政策落地节奏，把握政策利好机遇适时调整业务结构，业务增长前景向好。

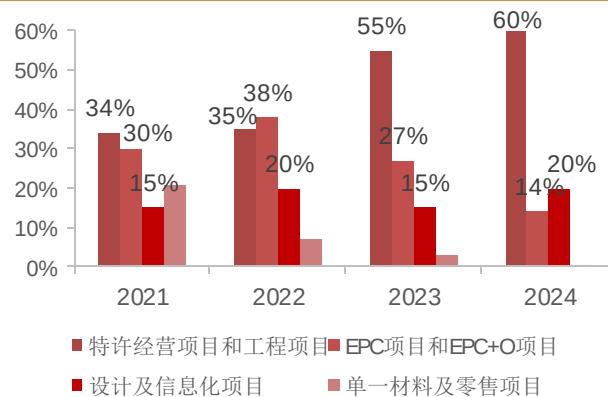
运营是公司第一战略，通过 EPC+O 等模式持续探索农业水利领域可持续服务机制。公司坚持以专业化运维团队、信息化技术平台、全天候售后服务、数字化赋能运营为支撑，以运营灌区、高标准农田、水库、城乡供水一体化等业务类型为主，打造全国有影响力的水利农业基础设施运营服务品牌。公司 11 个存量运营项目管理日趋规范，江西梅江项目、海南牛路岭项目等 6 项大型在建项目运营前置工作有序开展。此过程需要设计、软件硬件和建设交付的力量协调配合共同发力，沉淀一批农业水利基础设施运营优质资产。

图 18：分产品毛利构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：新签订单分项目类型占比

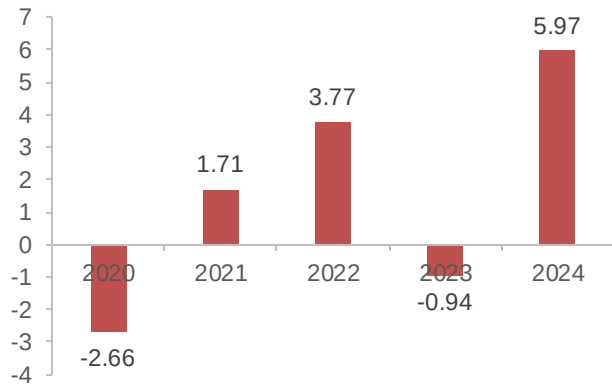


数据来源：公司公告，西南证券整理

强化现金流管控彰显回款效能，多维清欠体系破解历史积弊。2024 年，公司借力国家化债政策构建多维度清欠体系，出台专项细则并成立领导小组，通过项目盘点和台账管理建立分级清收机制；依托跨部门协同形成快速响应能力，对重大在建项目及长账龄呆账实施专项攻坚，综合运用内外清欠工具实现五年以上账款回收率达 96%，解决近年 20 多个项目遗

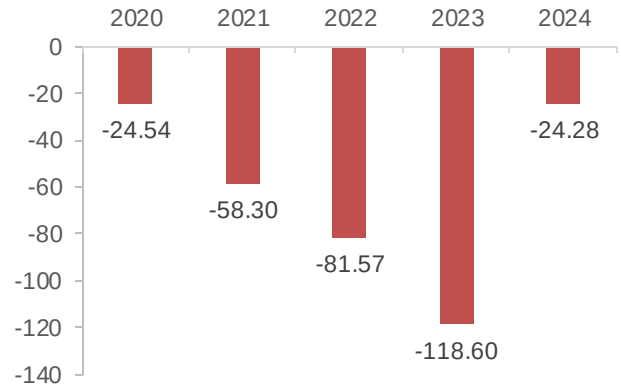
留“老大难”问题，全年推动回款突破 40 亿元，创历史新高，有效缓解资金压力。同步打造全生命周期管理体系，以标准化管控手册覆盖项目十大核心要素，推动新建项目策划全覆盖，“武引”“攀枝花”项目获评省级水利示范工程，水电技术获省级科技奖，10 余名项目经理获评优秀；深化标前策划与二次经营，通过精细化成本管控持续提升项目盈利空间。

图 20：公司经营活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：公司信用减值损失（百万元）

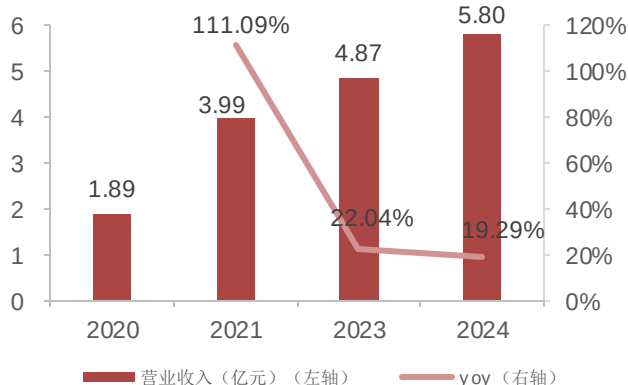


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 收购数字水利头部企业，智慧水利业务增长空间广阔

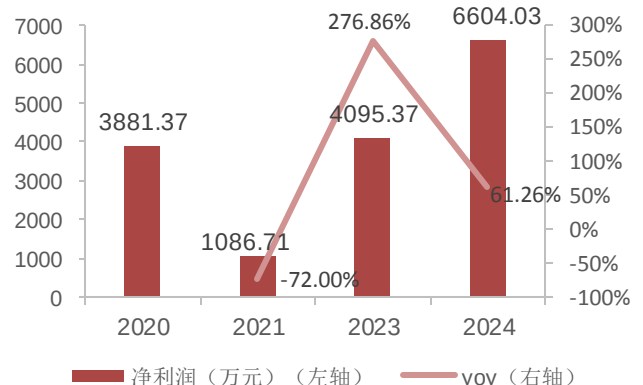
公司把握行业先行先发优势，母子公司双轮驱动发挥协同效应。公司自 2016 年起着力布局数字水利业务，2020 年完成对慧图科技的整合，围绕数字水利综合解决方案服务商定位，拥有约 600 人信息技术研发团队。截至 2025 年 4 月 28 日，公司直接持有慧图科技 55.1% 的股份，是公司四大业务子集团之一。慧图科技诞生于清华大学水利系，逐步成长为数字水利头部企业，自 2020 年公司完成对慧图科技的收购后，慧图科技的营业收入从 2020 年的 1.9 亿元增长至 2024 年的 5.8 亿元，2020-2024 的复合增长率为 25.2%；净利润从 2020 年的 3881.4 万元增长至 2024 年的 6604.0 万元，复合增长率为 11.2%。

图 22：慧图科技营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

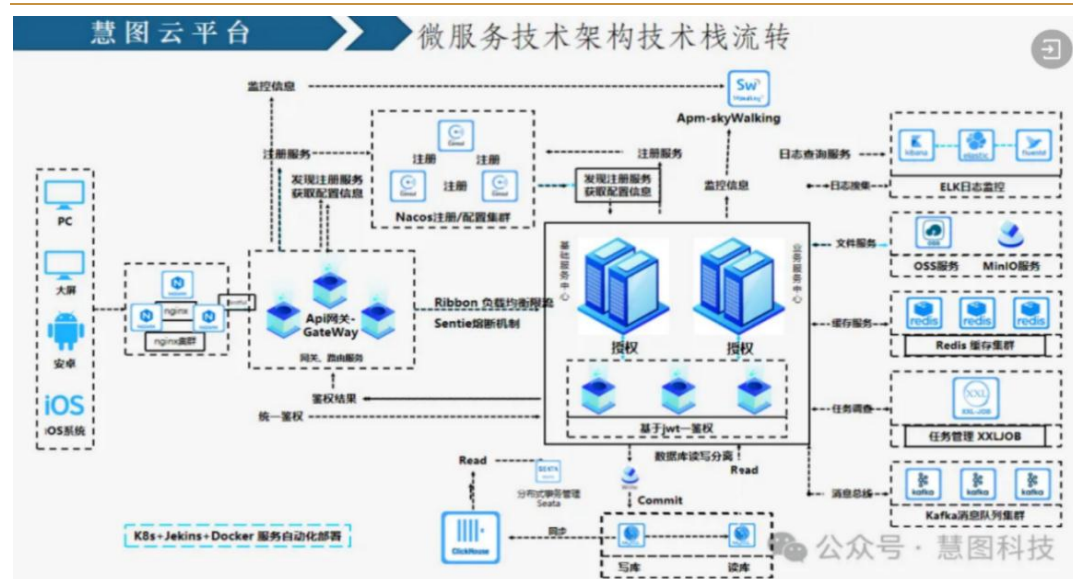
图 23：慧图科技净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

六大核心技术驱动智慧水务生态，慧图云平台赋能企业级智慧服务。慧图科技拥有六大核心技术能力：规划设计、软件开发、硬件研发生成、集成交付业务能力、持续运维服务能力，持续迭代能力。经过多年的技术积累和研发创新，慧图科技充分利用互联网+、大数据、人工智能、物联网及云计算等技术手段，建立智慧水服务平台，形成一整套完备的水行业信息化解决方案，能为客户提供基于智慧水联网、智慧水生态平台、农业科技物联网、应急管理等行业的数据采集、业务应用服务、数据分析服务及决策支持服务。慧图云平台是慧图科技精心打造的企业级云服务平台，凭借其“按需使用、灵活部署、方便扩展、安全稳定”的卓越特性，在市场上赢得了广泛的认可。该平台已成功支持了多个重要项目的建设，并承载了多款针对水利、农业等领域的 SaaS 产品，为企业提供了数据存储、应用部署、业务创新等多方面的解决方案。

图 24：慧图云平台



数据来源：“大禹节水投资者关系”微信公众号，西南证券整理

构建数字孪生三维可视化平台，实现精准管理、高效调配。慧图科技紧抓技术前沿，通过将物联网、云计算、大数据分析人工智能技术融合，使数字孪生不仅能够反映实体的现实状态，还能够预测未来的变化趋势，为水利及农业领域决策提供强有力的数据支持。通过构建数字孪生三维可视化平台，结合实时监测的水文、气象数据，预测洪水风险、优化流域调度方案，从而有效防范洪涝灾害，保障水资源的合理利用，实现对水资源的精准管理和高效调配；通过构建智慧农业解决方案，农业生产者可以实时监测土壤状况、气候变化和作物生长态势，实现精细化的农业生产管理，提高农业生产效率和产品质量，促进农业持续发展。

图 25：慧图数字孪生技术

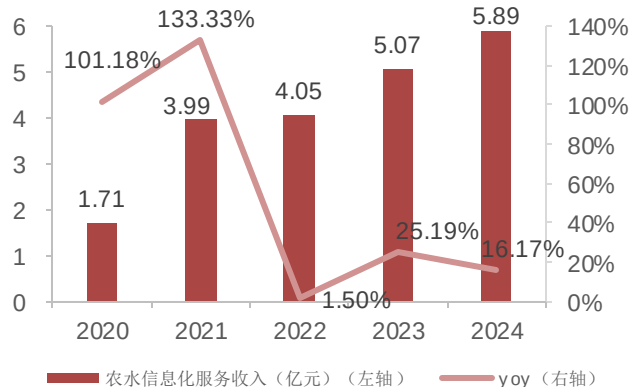


数据来源：“慧图科技”微信公众号，西南证券整理

政策驱动智慧水利行业扩张，子公司未来增长空间广阔。国家“十四五”规划明确提出“构建智慧水利体系”，水利部《数字孪生流域建设技术大纲》等文件为行业提供顶层指引，政策的提出直接带动了灌溉设施建设和信息化管理需求，为智慧水利创造了市场空间。此外，水利部印发《数字孪生长江建设顶层设计（2025-2030）》，锚定全面提升水安全保障能力的总体目标，以现有信息化资源为基础，以数字化场景、智慧化模拟、精准化决策为路径，进一步深化运用新一代信息技术，分阶段建设具有“预警、预报、预演、预案”功能的数字孪生长江体系。该政策为慧图科技提供了“技术落地场景+市场增量空间+行业话语权”的三重利好。公司将加速技术迭代与生态整合，从“项目制服务商”向“流域级数字孪生平台运营商”转型，巩固其在水利信息化领域的龙头地位。

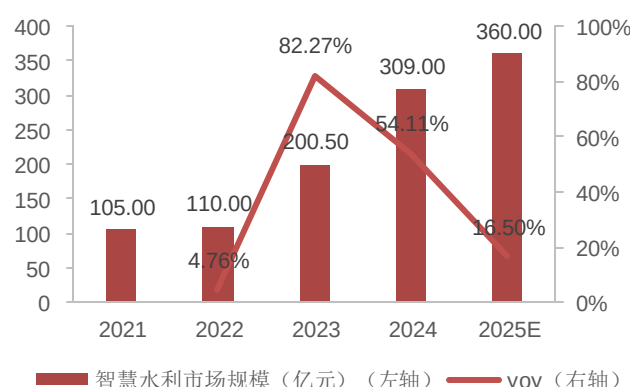
慧图科技作为行业龙头企业，积极效应政策号召。公司牵头完成的湖南欧阳海和甘肃疏勒河灌区数字孪生项目入选水利部数字孪生流域建设先行先试优秀应用案例，是唯一一家独立承担两项项目且获得优秀案例的单位。慧图科技还中标了甘肃省小流域山洪灾害“四预”能力建设项目，本项目为 2024 年以来中标单体规模最大的水利信息化项目。此外，慧图科技还与北京排水集团基于人工智能图像识别技术联合打造 Top AI 平台，并将积滞水识别算法集成至视频监控系統，实现对城市道路积水情况的实时识别和分析，动态判断积水位置及深度，及时预警并辅助管理人员科学决策，确保道路畅通与出行安全，是国内较早布局人工智能在水利行业应用并落地的企业。慧图科技与母公司形成“硬件+软件”双轮驱动模式，双方在智慧农业、灌区管理等领域合作，根据公司年报数据，2024 年公司农水信息化业务收入同比增长 16.2%，成为新增长点。

图 26：公司农水信息化服务营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：中国智慧水利市场规模



数据来源：中国产业研究院，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：目前，我国数字水利行业正处于从资源水利向数字水利加速发展的阶段。《“十四五”规划纲要》要求，构建智慧水利体系，以流域为单元提升水情测报和智能调度能力。2024 年公司实现新签订单 53.1 亿元，订单规模稳居行业内同类民营企业首位，合同负债 3.7 亿元，同比增长 139.8%。未来，公司持续拓展市场，强化项目管理，积极推进项目建设交付进度，智慧农水项目建设业务收入有望持续增长。我们预计 2025-2027 年，公司智慧农水项目建设业务收入增速约为 35%/15%/10%；农水科技产品销售与服务业务收入增速约为 20%/15%/10%；农水设计、运营及信息化服务业务收入增速约为 15%/10%/8%。

假设 2：随着行业竞争进一步加剧，项目的平均毛利率出现下滑，一定程度拖累了公司整体的毛利率水平。未来，随着政府主管部门充分意识到“建管脱节”导致的一系列严重问题，将进一步推动有关政策文件陆续出台，强化制度创新、推动技术标准动态升级、严格资质准入门槛、建立行业自律机制，有效提升行业整体“建管结合”的水平，预计未来行业项目毛利率有望逐步回升。我们预计 2025-2027 年，公司智慧农水项目建设业务毛利率为 17.5%/18.5%/19.0%；农水科技产品销售与服务业务毛利率为 14%/14%/14%；农水设计、运营及信息化服务业务毛利率为 35%/35%/35%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入及成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
智慧农水项目建设	收入	2640.7	3565.0	4099.7	4509.7
	增速	40.4%	35.0%	15.0%	10.0%
	成本	2283.3	2941.1	3341.3	3652.9
	毛利率	13.5%	17.5%	18.5%	19.0%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
农水科技产品销售与服务	收入	867.54	1041.0	1197.2	1316.9
	增速	14.1%	20.0%	15.0%	10.0%
	成本	746.4	895.3	1029.6	1132.6
	毛利率	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
农水设计、运营及信息化服务	收入	854.89	983.1	1081.4	1168.0
	增速	8.3%	15.0%	10.0%	8.0%
	成本	559.0	639.0	702.9	759.2
	毛利率	34.6%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	收入	15.6	16.4	17.2	18.1
	增速	-27.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	12.0	12.6	13.2	13.8
	毛利率	23.4%	23.5%	23.5%	23.5%
合计	收入	4378.8	5605.6	6395.6	7012.7
	增速	26.8%	28.0%	14.1%	9.6%
	成本	3600.6	4488.0	5087.0	5558.4
	毛利率	17.8%	19.9%	20.5%	20.7%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了与公司业务相近的润农节水、甘咨询、星图测控作为可比公司。公司农水业务（智慧农水项目建设、农水科技产品销售与服务）对标润农节水，润农节水专注于节水灌溉行业，致力于节水灌溉材料和设备的研发、制造和销售，以及为节水灌溉项目提供从节水灌溉材料、设备到工程设计、施工、安装、调试、技术支持的一站式服务。公司农水设计业务对标甘咨询，甘咨询主要从事建筑市政、水利水电、城乡建设、公路交通、生态环境、新能源等领域全过程技术服务。公司农水运营与信息化业务暂无业务完全一致的可比公司，对标星图测控，星图测控以太空管理业务为核心，专业从事航天测控管理、航天数字仿真、太空态势感知、卫星在轨服务业。2024 年，大禹节水农水业务、农水设计业务、农水运营与信息化业务收入占总营收的比例分别为 80.1%、6.1%、13.5%，据此对分别对标农水业务的润农节水、对标农水设计业务的甘咨询、对标农水运营与信息化业务的星图测控的估值加权平均，可得 25-27 年可比公司平均 PE 为 54/43/35 倍。

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 56.1/64.0/70.1 亿元，归母净利润分别为 1.6/2.2/2.7 亿元，CAGR 为 48.5%，对应 PE 为 25/19/16 倍。水利行业作为国家重点投资领域直接受益于特别国债等各类政策与资金支持，公司作为国内数字水利行业极具影响力的企业，2024 年新签订单 53.1 亿元，订单规模稳居行业内同类民营企业首位。同时公司强化项目管理，积极推进项目建设交付进度，预计业绩有望高增。鉴于 2025 年可比公司平均估值为 56 倍，同时考虑到可比公司中润农节水、星图测控均为北交所上市公司，截至 2025 年 5 月 22 日，北交所 PE（TTM）中位数为 52.5 倍，显著高于创业板的 35.0 倍，考虑到不同市场间的流动性及估值差异，我们给予公司 2025 年 31 倍 PE，对应目标价为 5.89 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
830964.BJ	润农节水	22.46	8.60	0.03	0.18	0.23	0.28	230.68	47.8	37.75	30.56
000779.SZ	甘咨询	44.07	9.48	0.5	0.6	0.62	0.65	16.62	15.74	15.25	14.54
920116.BJ	星图测控	113.62	71.11	0.77	0.66	0.82	0.99	--	108.39	86.51	71.87
平均值								/	53.89	42.85	35.07
300021.SZ	大禹节水	42.86	4.86	0.09	0.19	0.25	0.30	51	25	19	16

数据来源：wind，西南证券整理（数据截止日期2025.5.22）

5 风险提示

市场竞争风险。随着国家加大粮食安全国策落实力度，加速加大水利领域投资力度，水利成为资金来源和市场空间确定性较高的领域，更多社会资本和经营主体进入水利和农业服务领域，公司可能面临市场竞争加剧的风险。

应收账款管理风险。公司的主要客户为各地政府部门，主要资金来源以中央资金为主，总体回款有较好保障。随着公司新签订单和承接项目规模逐渐增大，项目建设和回款的周期相应可能有所延长，各项目从订单签订到产值确认、产值确认到回款存在一定周期。未来随着公司经营规模进一步扩大，如果出现大量应收账款无法收回的情况，将会对公司的经营业绩造成较大不利影响。

项目交付风险。随着行业高质量发展，政府客户对综合解决方案、项目交付质量和模式创新能力提出了更高的要求。尽管公司已经在大项目运作和交付方面积累了充分经验，如果因项目数量增多、难度增加和周期紧张等原因造成项目交付出现延迟或不及预期的情形，可能会对公司经营业绩和品牌美誉度造成不利影响。

公司快速发展的管理风险。公司所处行业和自身主营业务处于快速发展期，市场区域覆盖和组织架构纵深对公司管理提出了更高要求。如果公司的业务板块及其下属公司管理体系无法适应经营规模快速扩张带来的重大变化，将对公司经营产生一定不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4378.80	5605.58	6395.63	7012.70	净利润	109.60	208.49	287.45	344.48
营业成本	3600.64	4488.01	5087.01	5558.44	折旧与摊销	62.52	46.04	46.87	47.22
营业税金及附加	24.13	33.14	37.86	41.24	财务费用	110.28	147.14	139.21	139.47
销售费用	162.79	230.65	264.32	288.46	资产减值损失	-47.69	10.00	10.00	10.00
管理费用	274.84	476.47	543.63	596.08	经营营运资本变动	319.23	260.46	-124.62	-111.17
财务费用	110.28	147.14	139.21	139.47	其他	42.72	148.15	79.06	37.88
资产减值损失	-47.69	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	596.66	820.27	437.98	467.87
投资收益	20.91	15.00	15.00	15.00	资本支出	-11.08	-30.00	-15.00	-20.00
公允价值变动损益	0.26	0.45	0.43	0.36	其他	-36.68	26.00	11.92	16.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-47.76	-4.00	-3.08	-3.47
营业利润	124.20	235.61	329.03	394.36	短期借款	330.23	-516.09	0.00	0.00
其他非经营损益	5.03	5.27	5.33	5.43	长期借款	-180.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	129.23	240.89	334.36	399.79	股权融资	-18.79	16.96	0.00	0.00
所得税	19.62	32.40	46.91	55.32	支付股利	-25.72	-57.10	-113.67	-151.53
净利润	109.60	208.49	287.45	344.48	其他	-125.61	-481.37	-139.21	-139.47
少数股东损益	28.48	43.57	64.05	78.92	筹资活动现金流净额	-19.89	-1037.59	-252.88	-290.99
归属母公司股东净利润	81.13	164.92	223.41	265.55	现金流量净额	529.11	-221.32	182.02	173.41
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1688.30	1466.98	1649.01	1822.41	成长能力				
应收和预付款项	3392.26	4415.37	5078.46	5532.37	销售收入增长率	26.83%	28.02%	14.09%	9.65%
存货	329.06	643.17	668.58	717.62	营业利润增长率	66.33%	89.70%	39.65%	19.85%
其他流动资产	1444.24	109.13	126.61	135.00	净利润增长率	63.23%	90.22%	37.88%	19.84%
长期股权投资	476.42	476.42	476.42	476.42	EBITDA 增长率	29.91%	44.38%	20.13%	12.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	410.97	393.86	361.01	332.92	毛利率	17.77%	19.94%	20.46%	20.74%
无形资产和开发支出	570.24	574.07	577.80	581.43	三费率	12.51%	15.24%	14.81%	14.60%
其他非流动资产	1037.24	1034.48	1031.72	1028.97	净利率	2.50%	3.72%	4.49%	4.91%
资产总计	9348.74	9113.49	9969.61	10627.15	ROE	4.70%	8.93%	11.46%	12.75%
短期借款	1116.09	600.00	600.00	600.00	ROA	1.17%	2.29%	2.88%	3.24%
应付和预收款项	3491.50	4256.76	4902.05	5336.11	ROIC	8.53%	15.91%	20.59%	22.63%
长期借款	694.25	694.25	694.25	694.25	EBITDA/销售收入	6.78%	7.65%	8.05%	8.29%
其他负债	1714.47	1227.05	1264.09	1294.62	营运能力				
负债合计	7016.31	6778.06	7460.39	7924.98	总资产周转率	0.51	0.61	0.67	0.68
股本	853.75	881.82	881.82	881.82	固定资产周转率	10.07	14.35	17.12	20.29
资本公积	493.02	481.92	481.92	481.92	应收账款周转率	1.28	1.33	1.25	1.23
留存收益	569.65	677.47	787.21	901.24	存货周转率	10.34	9.22	7.74	8.00
归属母公司股东权益	2051.54	2010.97	2120.71	2234.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.14%	—	—	—
少数股东权益	280.89	324.46	388.51	467.43	资本结构				
股东权益合计	2332.43	2335.43	2509.21	2702.16	资产负债率	75.05%	74.37%	74.83%	74.57%
负债和股东权益合计	9348.74	9113.49	9969.61	10627.15	带息债务/总负债	34.37%	27.97%	25.41%	23.92%
					流动比率	1.25	1.26	1.27	1.28
					速动比率	1.19	1.14	1.15	1.17
					股利支付率	31.71%	34.62%	50.88%	57.06%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	297.00	428.79	515.11	581.04	每股收益	0.09	0.19	0.25	0.30
PE	51.09	25.13	18.55	15.61	每股净资产	2.33	2.28	2.40	2.53
PB	2.02	2.06	1.95	1.85	每股经营现金	0.68	0.93	0.50	0.53
PS	0.95	0.74	0.65	0.59	每股股利	0.03	0.06	0.13	0.17
EV/EBITDA	13.35	8.49	6.71	5.65					
股息率	0.62%	1.38%	2.74%	3.66%					

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

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。

西南证券研究院

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
上海	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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn