

聚焦智能电网，创新驱动发展

买入|首次推荐
报告要点：
● 专注电力信息化业务的高新技术企业，提供一站式智能电网综合服务

公司成立于2011年，提供包含电力咨询设计、系统集成、工程施工及运维业务的一站式智能电网综合服务，主要客户为国家电网有限公司及相关下属单位公司。2017-2020年，公司营业收入CAGR达28.79%，扣非归母净利润CAGR达36.75%。公司于2021年12月在创业板上市，募投项目包括智能电网综合服务能力提升建设项目、智能电网技术研究院建设项目、信息化管理系统建设项目、补充营运资金项目，拟投入金额合计5.72亿元。

● 电力信息化行业迎来高景气周期，智能电网建设需求旺盛

智能电网已成为未来电网的发展方向，包括了电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度等各个环节。2009-2020年，国家电网智能化投资共3841亿元，占电网总投资的11.1%。根据公司在招股说明书中的预测，2021年，勘测设计咨询、电力信息系统集成、电力实施及运维等环节的企业收入将分别达到750.56亿元、506.47亿元、114.23亿元。基于未来数年智能电网的建设和运营更新需求，预计行业还将保持稳健的增长。

● 依托一站式综合服务优势，业务范围逐步向全国扩张

公司提供一站式综合服务模式：1) 电力设计咨询领域，公司全资子公司泽宇设计具备电力行业(送电、变电)工程设计乙级资质和电力行业工程咨询乙级资质。2) 系统集成领域，公司业务由网络集成向应用集成领域拓展，陆续开发了泽宇智慧变电站分析系统软件、智慧变电站立体巡检系统等产品。3) 施工与运维领域，公司具备同时承接多个大型建设项目的能。公司陆续在江苏省外多个区域开展业务，在安徽、北京等地已储备了部分核心客户。随着募投项目的实施，江苏省外的市场开拓能力有望进一步提升。

● 盈利预测与投资建议

进入“十四五”，智能电网的建设有望加速推进，公司已经迎来良好的发展机遇。预测公司2021-2023年营业收入为7.05、9.24、12.00亿元，归母净利润为1.86、2.44、3.17亿元，EPS为1.41、1.85、2.40元/股，对应PE为39.50、30.10、23.21倍。上市以来，公司的PE主要运行在39-49倍的区间，考虑到公司在行业内具备较为稀缺的一站式综合服务能力，且未来三年营业收入与净利润有望保持较高的复合增速，给予公司2022年40倍的目标PE，对应目标价为74.00元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；电力信息化推进不及预期；单一客户依赖风险；存货减值风险；市场竞争加剧；江苏省外业务拓展不及预期。

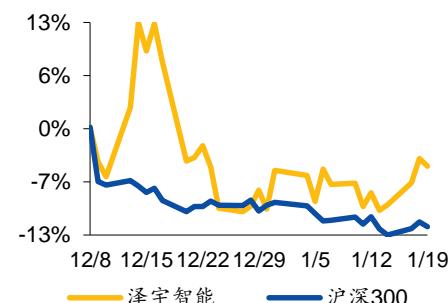
附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	454.64	583.66	704.60	924.09	1200.41
收入同比(%)	46.10	28.38	20.72	31.15	29.90
归母净利润(百万元)	108.91	155.41	186.10	244.22	316.66
归母净利润同比(%)	83.01	42.70	19.75	31.24	29.66
ROE(%)	31.28	32.43	9.10	10.67	12.15
每股收益(元)	0.83	1.18	1.41	1.85	2.40
市盈率(P/E)	67.50	47.30	39.50	30.10	23.21

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：55.69元/74.00元
目标期限：6个月
基本数据

52周最高/最低价(元):	65.88 / 52.47
A股流通股(百万股):	28.78
A股总股本(百万股):	132.00
流通市值(百万元):	1602.78
总市值(百万元):	7351.08

过去一年股价走势


资料来源：Wind

相关研究报告
报告作者
分析师 耿军军
执业证书编号 S0020519070002
电话 021-51097188-1856
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn
联系人 常雨婷
邮箱 changyuting@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：一站式智能电网综合服务商	4
1.1 历史沿革：深耕电力信息化，贯穿服务全流程	4
1.2 财务分析：业绩快速增长，净利润率表现优秀	5
1.3 股权架构：股权结构集中，实控人产业经验丰富	8
1.4 募投项目：围绕主营业务展开，增强综合竞争力	9
2. 行业分析：受益智能电网建设，迎接高速发展机遇	10
2.1 智能电网建设加速，国网智能化投资比例提升	10
2.2 竞争格局较为分散，公司综合服务优势突出	12
2.3 高效运用可再生能源，微电网市场潜力巨大	13
3. 竞争力分析：创新业务模式，加速全国布局	15
3.1 覆盖产业链各环节，提供一站式综合服务	15
3.2 占据江苏区位优势，业务逐步向全国拓展	16
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：主要业务模式	5
图 3：营业收入及毛利率情况	5
图 4：扣非归母净利润及净利率情况	5
图 5：系统集成业务收入情况	6
图 6：施工及运维业务收入情况	6
图 7：电力设计业务收入情况	6
图 8：期间费用率情况	7
图 9：研发投入情况	7
图 10：研发人员情况	7
图 11：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比（单位：亿元）	8
图 12：股权结构（截至 2021 年 12 月 8 日）	8
图 13：智能电网是对传统电网各环节的技术升级	11
图 14：国家电网 2009-2020 年智能电网投资情况（单位：亿元）	11
图 15：电力信息化产业链	12
图 16：微电网结构图	13
图 17：中国微电网市场规模及预测	14
图 18：公司电力设计业务部分代表案例	15
图 19：应用集成与网络集成的区别与联系	16
图 20：江苏省电力消费量	17
图 21：公司在江苏省的收入情况	17

图 22: 公司在手订单情况 (单位: 亿元)	18
图 23: 泽宇智能上市以来 PE-Band	21
表 1: 募投项目情况	9
表 2: 智能电网部分相关政策梳理	10
表 3: 电力信息化市场参与厂商概况	13
表 4: 公司收入拆分 (单位: 百万元)	20
表 5: 可比公司估值情况	20

1. 公司介绍：一站式智能电网综合服务商

1.1 历史沿革：深耕电力信息化，贯穿服务全流程

江苏泽宇智能电力股份有限公司成立于 2011 年 11 月，是以提供电力信息系统整体解决方案为导向，包含电力咨询设计、系统集成、工程施工及运维业务的一站式智能电网综合服务商。自成立以来，公司参与承建了“北京至上海光传输设备改造项目”、“国家电网公司大容量骨干光传输网新疆延伸覆盖工程甘肃地区施工”、“青海-河南±800 千伏特高压直流输电光纤通信工程包 8 甘肃地区通信设备安装施工”、“国网江苏省电力有限公司调度管理信息大区数据网二平面系统建设”等多个国家电网大型项目，在业内建立了良好的口碑。2021 年 12 月，公司成功登陆深圳证券交易所创业板。

图 1：公司发展历程

初创期（2011-2013年）

公司初步设置业务架构，设定了电力设计、系统集成、施工及维护三大业务的发展目标，并制定了中长期发展规划。建立了一支电力行业专业人才队伍。在电力信息化行业树立了一定口碑。

成长期（2014-2016年）

2014年起，公司开始逐步延伸电力信息化服务产业链，持续壮大电力设计、系统集成、工程施工及运维业务。在该阶段，公司一站式电力综合服务能力得到进一步提升。

快速发展期（2017年至今）

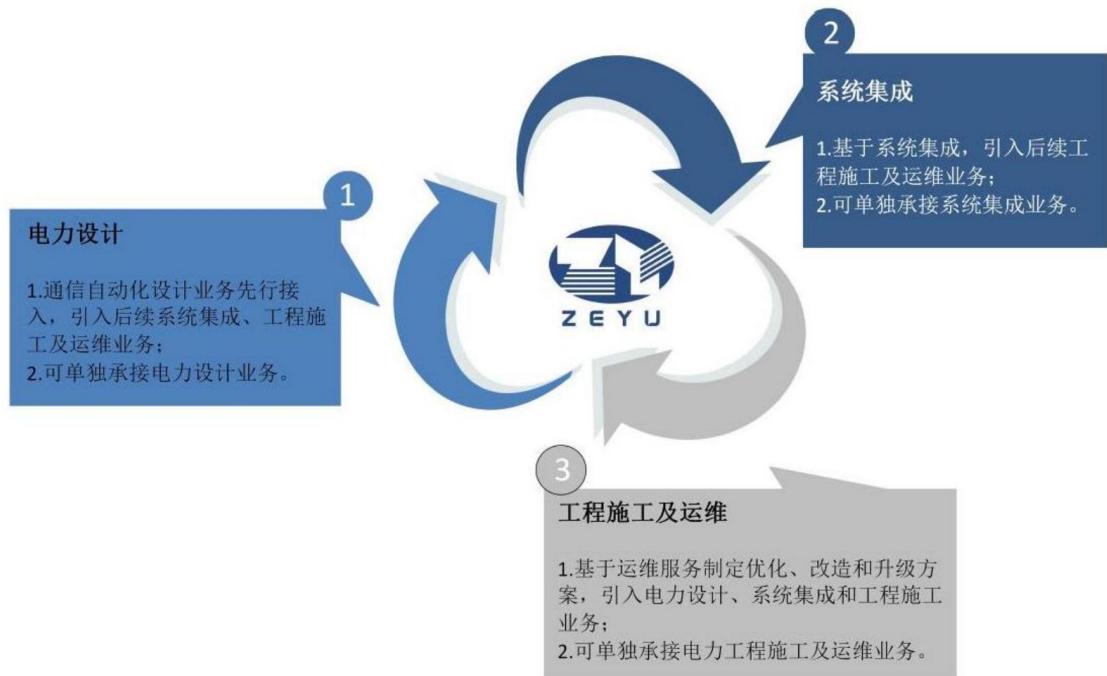
随着综合实力持续提升，公司在电力信息化领域技术水平实现跨越式发展，一站式综合服务能力获得市场的认可。与此同时，公司开始加大在研发领域的投入，在原有系统集成研发的基础上，开始自主品牌的集成产品研发。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司通过多年的发展积累，具备了以电力设计为先导、以系统集成为主线、贯穿工程施工以及后期运维服务的全过程、一体化、定制化、智能化的电力综合服务能力。

系统集成业务作为公司的主要业务，处于电力信息化产业的中间环节，具有较强的上下游拓展和整合效应。公司出于业务链条的完整性以及业务的“导流”特征，在进一步巩固并扩大系统集成业务市场份额的基础上，积极开拓电力设计和施工及运维业务，形成业务闭环，打造电力信息化全产业链。

图 2：主要业务模式



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.2 财务分析：业绩快速增长，净利润率表现优秀

公司 2017-2020 年营业收入的 CAGR 达 28.79%，扣非归母净利润的 CAGR 达 36.75%。2021 年前三季度，公司实现营业收入 2.69 亿元，同比增长 49.30%，扣非归母净利润为 0.53 亿元，同比增长 112.95%。

公司客户集中度较高，主要客户为国家电网有限公司及相关下属单位，2018 年至 2021 年上半年，来自国家电网相关下属单位的营业收入占公司当期营业收入的比例分别为 61.03%、75.83%、72.13% 和 50.10%。

图 3：营业收入及毛利率情况



图 4：扣非归母净利润及净利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

公司的核心业务为系统集成业务。2020 年，系统集成业务占比为 77.17%，施工及

运维业务的收入占比为 15.79%，电力设计业务的收入占比为 6.68%。

- **系统集成业务：**公司的系统集成业务主要分为三大类，分别是电力通信系统集成、电力调度数据集成和变电站运维监护系统集成。2020 年，系统集成业务的收入为 4.50 亿元，同比增长 27.69%，毛利率为 36.97%。
- **工程施工及运维业务：**工程施工及运维业务包含通信工程施工、电力工程施工、配电自动化施工、定制化运维服务、网络优化服务、客户培训提升服务等业务。2020 年，工程施工及运维业务的收入为 0.92 亿元，同比增长 44.83%，毛利率为 55.90%。

图 5：系统集成业务收入情况

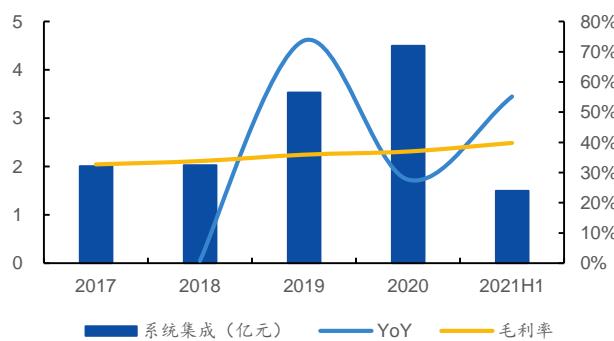
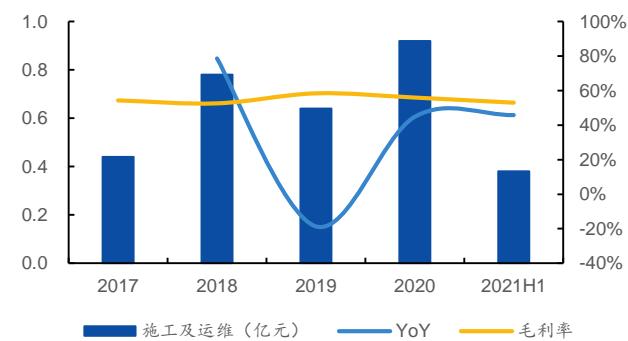


图 6：施工及运维业务收入情况

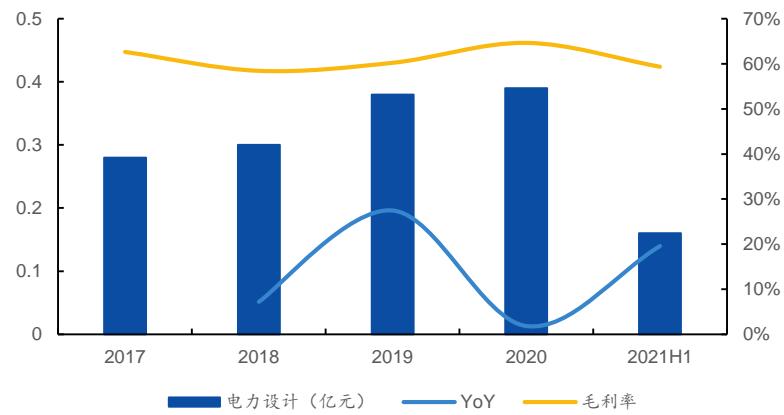


资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

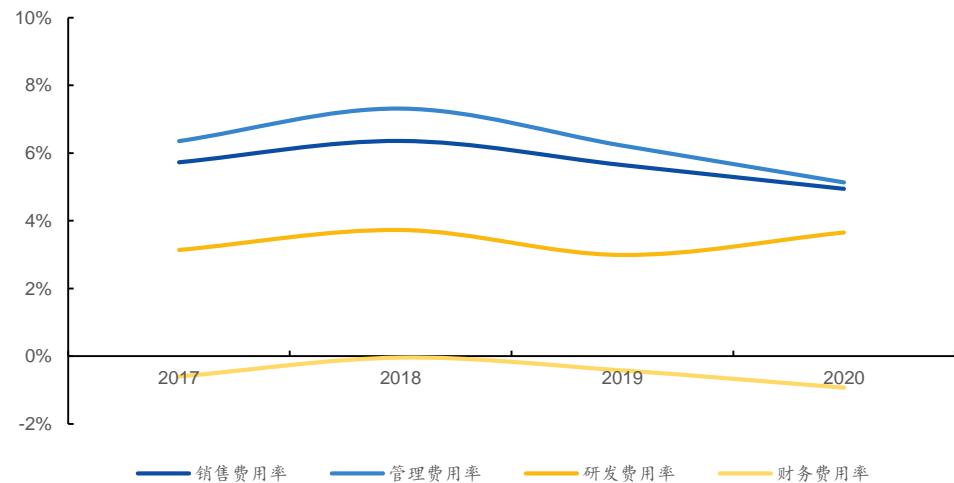
- **电力设计业务：**公司目前主营电网咨询设计业务和配电网咨询设计业务。2020 年，电力设计业务的收入为 0.39 亿元，同比增长 1.80%，毛利率为 64.64%。

图 7：电力设计业务收入情况



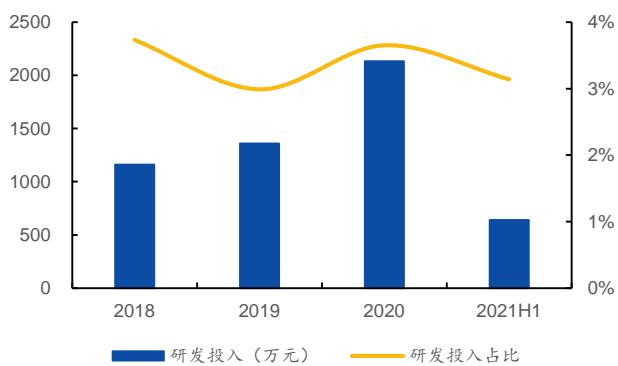
资料来源：Wind，国元证券研究所

2017-2020 年，公司期间费用合计占营业收入的比重分别为 14.62%、17.36%、14.44%、12.80%。从各项费用支出结构来看，销售费用中职工薪酬、业务招待费和差旅及运输快递费占比较高；管理费用中职工薪酬、股份支付占比较高；研发费用中的职工薪酬、直接材料占比较高。

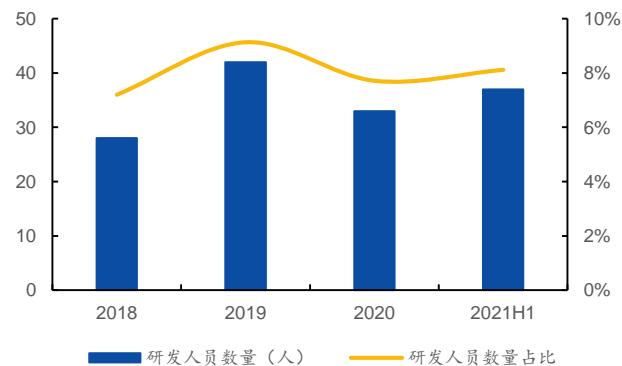
图 8：期间费用率情况


资料来源：Wind, 国元证券研究所

公司高度重视研发创新在业务开展中的重要作用, 2018-2020 年, 公司研发投入逐年增长, 2021 年上半年, 公司研发投入为 641.13 万元, 占营业收入的比重为 3.14%, 研发人员为 37 人, 占公司员工总数的比例达到 8.11%。公司不断加强人才队伍建设, 通过自主培养为主、外部引进为辅的方式培养了一支具有竞争力的技术研发团队。

图 9：研发投入情况


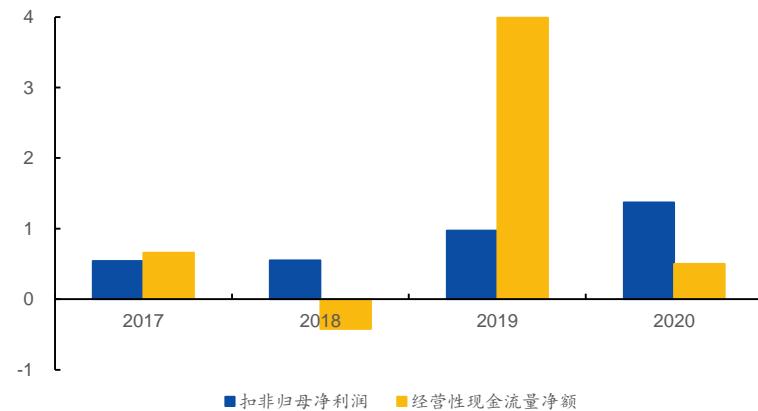
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 10：研发人员情况


资料来源：Wind, 国元证券研究所

2017-2020 年, 公司经营性现金流量净额分别为 0.66、-0.42、3.99、0.50 亿元。2019 年, 公司经营性现金流量净额大幅增长, 主要原因是公司预收款项大幅增加, 并提高以票据结算供应商货款的比例, 导致现金流出的速度放缓。2020 年, 公司经营性现金流量净额同比下降, 一方面是因为 2020 年销售商品、提供劳务收到的现金相比 2019 年下降较多, 另一方面是因为 2020 年购买商品、接受劳务支付的现金相比 2019 年增长较多。

图 11：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

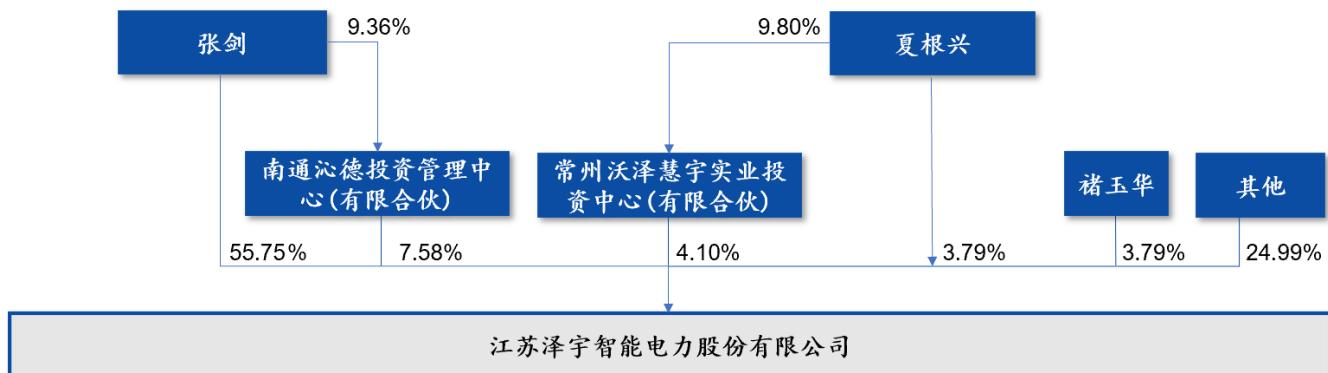
公司在招股说明书中给出了 2021 年业绩预告，业绩预计如下：营业收入约为 70185.00 万元，同比上升约 20.25%；归属于母公司股东的净利润约为 18587.61 万元，同比上升约 19.61%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润约为 17353.51 万元，同比上升约 26.47%。2021 年营业收入、归属于母公司股东的净利润及扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润相比于去年同期均呈增长趋势，一方面是因为 2020 年受疫情影响，公司项目工期变长，影响了当期项目的完工进度，另一方面是因为，受益于电力信息化行业的发展，公司在手订单呈增长趋势。

1.3 股权架构：股权结构集中，实控人产业经验丰富

公司实际控制人为张剑、夏耿耿夫妇。截至 2021 年 12 月 8 日，张剑女士担任公司董事长，直接持有公司股份的 55.75%，并通过沁德投资间接持有公司股份的 7.58%。夏耿耿先生担任公司董事兼总经理，未直接或间接持有公司股份。

公司实控人在电力行业具有多年的经验沉淀，使公司始终走在行业发展前列。早在 2004 年，公司实控人就开始从事电力行业通讯设备的销售业务。2011 年，实控人精准把握行业趋势，设立公司前身泽宇有限，专注从事电力信息化行业的系统集成服务。

图 12：股权结构（截至 2021 年 12 月 8 日）



资料来源：Wind，天眼查，国元证券研究所

公司子公司包括江苏泽宇电力设计有限公司（持股 100%）、江苏泽宇电力工程有限公司（持股 100%）、江苏泽宇智能新能源有限公司（持股 100%）和江苏泽宇新森智能设备有限公司（持股 51%）。

泽宇设计从事公司的电力设计业务，泽宇工程从事公司的工程施工及运维业务，泽宇新森专业从事智能电网以外的其他电力业务开发。截至招股说明书签署日，泽宇新森尚未运营。根据天眼查披露的信息，泽宇智能新能源成立于 2021 年 12 月 28 日，经营范围包括太阳能发电技术服务、储能技术服务、风力发电技术服务等。

1.4 募投项目：围绕主营业务展开，增强综合竞争力

公司在创业板上市共募集资金 14.52 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额为 13.32 亿元，募投项目包括智能电网综合服务能力提升建设项目、智能电网技术研究院建设项目、信息化管理系统建设项目和补充营运资金项目，拟使用募集资金 5.72 亿元。

募投项目实施围绕公司目前主营业务开展，有利于公司提高盈利水平、保持技术优势、扩大市场份额、增强核心竞争力，为公司可持续发展和战略目标的实现提供可靠保证。

表 1：募投项目情况

序号	项目名称	总投资额（万元）	使用募集资金金额（万元）
1	智能电网综合服务能力提升建设项目	37008.30	37008.30
2	智能电网技术研究院建设项目	7325.74	7325.74
3	信息化管理系统建设项目	2876.12	2876.12
4	补充营运资金项目	10000.00	10000.00
合计		57210.16	57210.16

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2. 行业分析：受益智能电网建设，迎接高速发展机遇

2.1 智能电网建设加速，国网智能化投资比例提升

2020年9月22日，习近平主席在第七十五届联合国大会上表示：“中国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。”能源领域是我国碳减排的主战场，而发展电力信息化、智能电网及电力物联网等产业是实现我国能源生产、消费、技术和体制革命的重要手段。近年来，我国政府部门及国企单位颁布了多项推动能源转型、智能电网建设的意见及规划。

表 2：智能电网部分相关政策梳理

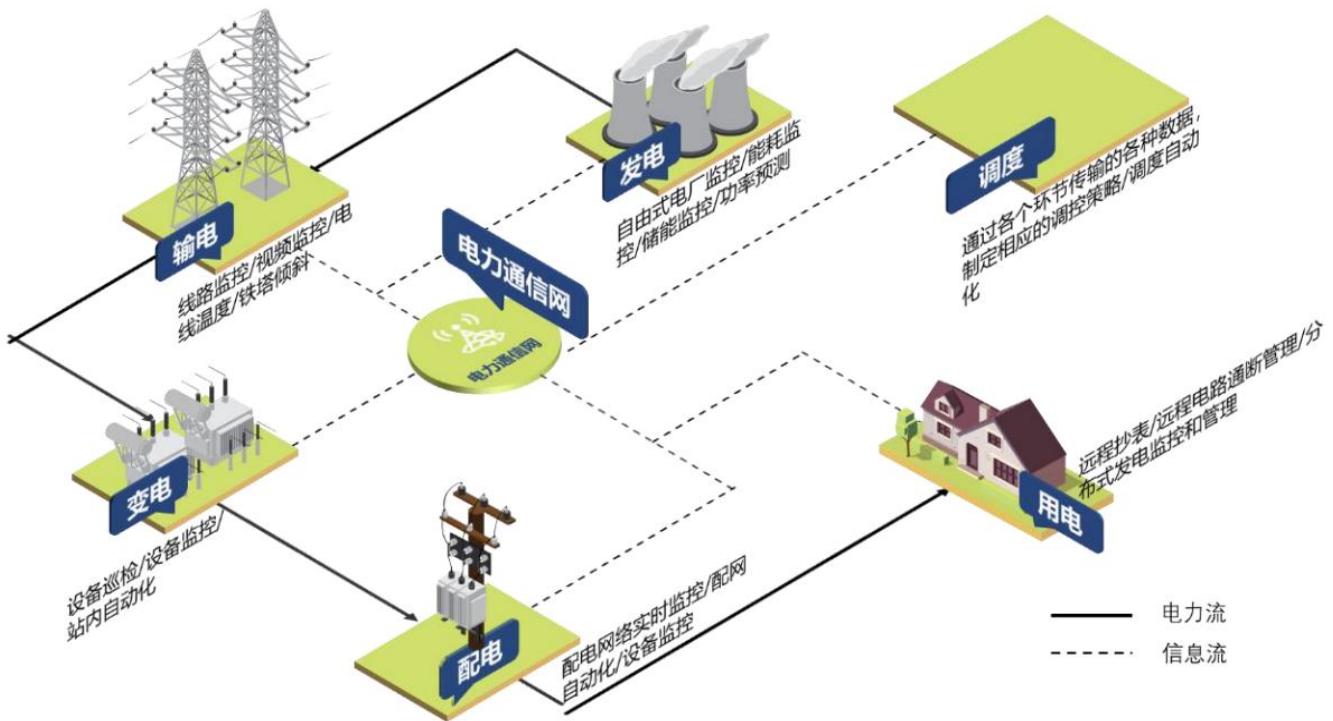
时间	政策名称	颁布单位	政策内容
2021.07	《5G应用“扬帆”行动计划（2021-2023年）》	工信部等	开展基于5G的工业控制与监测网络升级改造，推广发电设备运维、配电自动化、输电线/变电站巡检、用电信息采集等场景应用，实现发电环节生产的可视化、配电环节控制的智能化、输变电环节监控的无人化、用电环节采集的实时化。
2019.03	《泛在电力物联网建设大纲》	国家电网	明确“三型两网、世界一流”的战略目标；提出要抓住2019年至2021年这一战略突破期，通过三年攻坚，到2021年初步建成泛在电力物联网；再通过三年攻坚，到2024年基本建成泛在电力物联网。
2018.03	《2018年能源工作指导意见》	国家能源局	进一步完善电网结构。继续优化主网架布局和结构，深入开展全国同步电网格局论证，研究实施华中区域省间加强方案，加强区域内省间电网互济能力，推进配电网建设改造和智能电网建设，提高电网运行效率和安全可靠性。
2017.06	《“十三五”国家基础研究专项规划》	科技部	围绕煤炭清洁高效利用和新型节能技术、可再生能源与氢能、先进核能与核安全、智能电网、深层油气勘探开发、能源基元与催化，加强碳基能源清洁转化、源网荷协同机制、深层油气成藏机理和生态监测预警等基础研究的支撑引领。
2015.07	《关于促进智能电网发展的指导意见》	发改委、国家能源局	探索新型材料在输变电设备中的应用，推广建设智能变电站，合理部署灵活交流、柔性直流输电等设施，提高动态输电能力和系统运行灵活性；推广应用输变电设备状态诊断、智能巡检技术。
2015.03	《智能电网项目建设意见》	国家电网	提出要稳步推进智能电网项目建设，组织开展输变电设备监测系统和配电自动化系统推广建设、智能变电站建设、用电信息采集系统建设等。

资料来源：国元证券研究所整理

智能电网已成为未来电网的发展方向，是对传统电网的技术升级和创新。智能电网即经过信息化改造的电网，是把最新的信息技术、传感器技术、通信技术、计算机控制技术同传统电网发电、输电、变电、配电、用电等环节的基础设施相结合，实现“电力流、信息流、业务流”的高度一体化融合的现代电网。

根据公司在招股说明书中的预测，2021年，勘测设计咨询、电力信息系统集成、电力实施及运维等环节的企业收入将分别达到750.56亿元、506.47亿元和114.23亿元，整体规模合计超过千亿元。基于未来数年智能电网的建设和运营更新需求，预计未来行业还将保持稳健的增长。

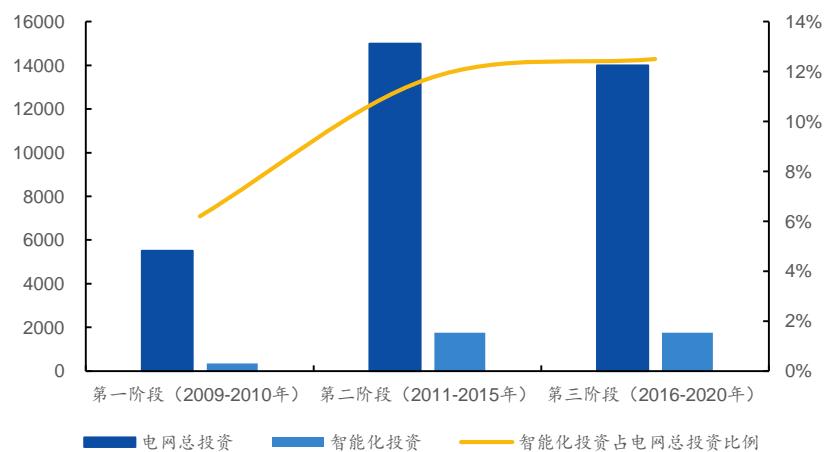
图 13：智能电网是对传统电网各环节的技术升级



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

根据中商产业研究院的数据，2009-2020 年，国家电网总投资 3.45 万亿元，其中智能化投资 3841 亿元，占电网总投资的 11.1%。从第一阶段到第三阶段，电网总投资分别为 5510、15000、14000 亿元，智能化投资分别为 341、1750、1750 亿元。2020 年作为我国“十三五”规划的收官之年，在前期新需求逐步落地的基础上，国家电网增加了升级改造的力度。

图 14：国家电网 2009-2020 年智能电网投资情况（单位：亿元）



资料来源：国家电网，中商产业研究院，国元证券研究所

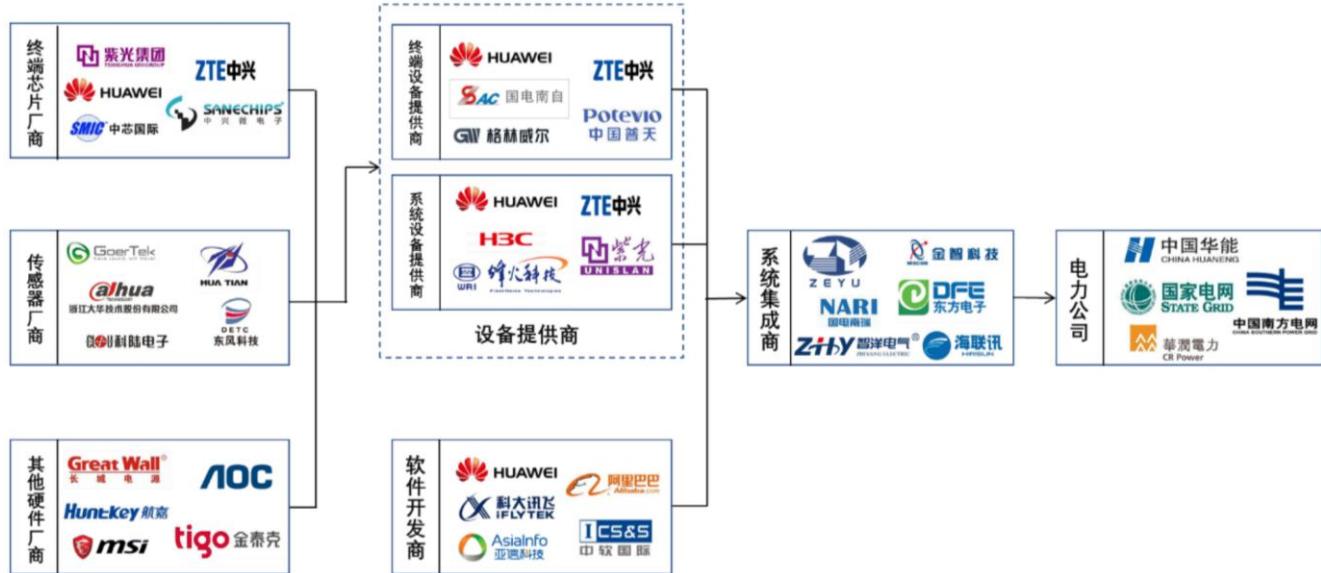
根据公开新闻报道，2021年9月9日，在2021能源电力转型国际论坛上，国家电网公司董事长、党组书记辛保安披露：“十四五”期间国家电网计划投入3500亿美元（约合2.23万亿元），推进电网转型升级。根据公开新闻报道，2022年，国家电网计划发展总投入为5795亿元，在电网投资方面，国家电网计划投资金额为5012亿元，这是国家电网年度电网投资计划首次突破5000亿元。国家电网的巨额投资，有望给公司的持续成长提供广阔的舞台。

2.2 竞争格局较为分散，公司综合服务优势突出

电力信息化产业链包括上游的元器件厂商、中上游的设备提供商和软件开发商、中下游的信息系统集成商和最下游的最终用户电力公司、发电企业等。公司作为电力信息化产业中的系统集成商，处于电力信息化产业的中间环节。

近年来，新的技术不断在电力信息化领域得到应用，电力信息化的专业性和复杂性程度大幅提升。客户对综合厂商的优先选择倾向将促使信息化实施模式逐步发生转变，厂商类型将从单一的采购、建设转换成以“用户需求-设计咨询-集成及实施运维”一站式解决方案提供商为主要特征的新格局。

图 15：电力信息化产业链



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

电力信息化市场经过多年发展，业内厂商已经在各自领域形成了特色优势，尚未出现垄断地位的厂商。一类为电力系统内部的科研院所和信息化建设单位，如中国电力科学研究院有限公司、国电南瑞科技股份有限公司等规模较大的单位；另一类为电力系统外厂商，如深圳海联讯科技股份有限公司、江苏金智科技股份有限公司等厂商在各自细分领域具有一定市场地位。

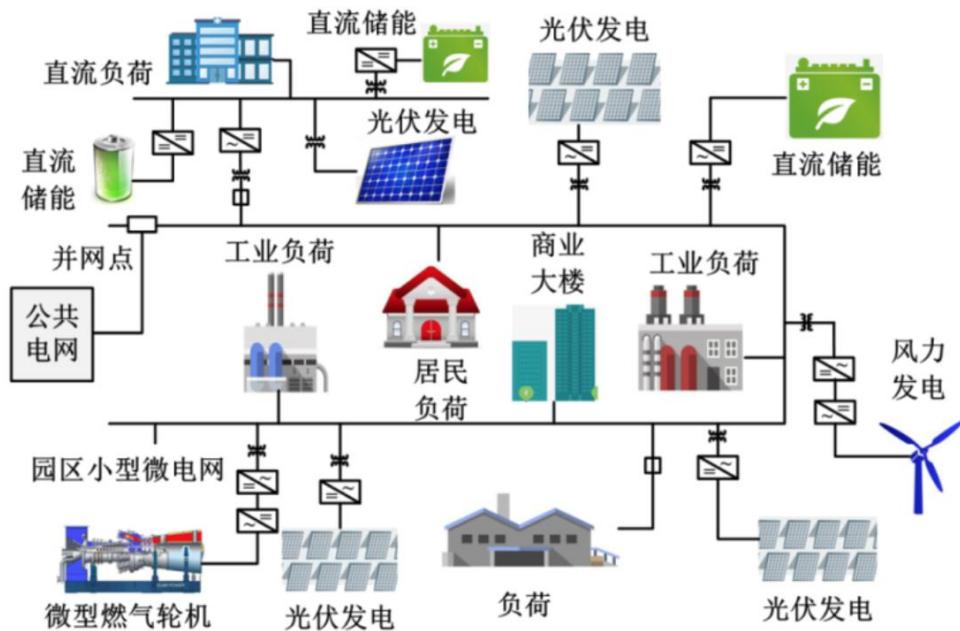
表 3：电力信息化市场参与厂商概况

企业简称	企业情况简介
国电南瑞 (600406.SH)	国电南瑞科技股份有限公司作为专业从事电力自动化软硬件开发和系统集成服务的提供商，主要从事电网调度自动化、变电站自动化、火电厂及工业控制自动化的软硬件开发和系统集成服务。
金智科技 (002090.SZ)	江苏金智科技股份有限公司具备多年的设计、开发、生产和运行经验，涵盖了智能发电、智能变电、智能配电、综合能源服务、模块化变电站、电力设计和总包等多个领域。
海联讯 (300277.SZ)	深圳海联讯科技股份有限公司是一家从事电力信息化系统集成业务的国家高新技术企业，公司向电力企业提供综合性整体解决方案的形式，从事电力企业信息化建设业务，并提供相关的技术及咨询服务。主要包括系统集成、软件、服务三类业务。
东方电子 (000682.SZ)	东方电子股份有限公司是一个集科研开发、生产经营、技术服务、系统集成于一体的大型高新技术企业集团，以电力系统自动化、信息化和能源管理系统解决方案为主营业务。
智洋创新 (688191.SH)	智洋创新科技股份有限公司是国内专业的电力智能运维分析管理系统提供商，公司产品具有较高的技术水平。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2.3 高效运用可再生能源，微电网市场潜力巨大

微电网是一种新型的小型发配电网络，是由分布式电源、储能装置、能量转换装置、相关负荷和监控、保护装置构成的单一可控的发配电系统。相对于传统大电网，微电网可以实现系统的自我控制、保护及管理，既可独立运行，也可与外部电网并网运行。微电网的电源供应可大量采用可再生能源，实现对负荷多种能源形式的高可靠供给，是实现主动式配电网的一种有效方式，微电网的发展积极推动传统电网向智能电网过渡的进程。

图 16：微电网结构图


资料来源：中国充电桩网，国元证券研究所

国家政策给予了微电网行业良好的发展环境与清晰的指导方针。2021 年 12 月，国

家能源局印发《能源领域深化“放管服”改革优化营商环境实施意见》，文件要求电网企业要做好新能源、分布式能源、新型储能、微电网和增量配电网等项目接入电网及电网互联服务，建立适应可再生能源微电网、存量地方电网、增量配电网与大电网开展交易的体制机制。

现阶段，微电网的技术推广已从起步阶段步入快速发展阶段。根据头豹研究院的数据，2018年中国微电网市场规模达到43.7亿元，同比增长9.8%。随着国家行业扶持政策的推进、核心技术的进步与下游应用领域的拓展，预计中国微电网行业市场规模将会在2023年突破70亿元，市场潜力巨大。

图 17：中国微电网市场规模及预测



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

3. 竞争力分析：创新业务模式，加速全国布局

3.1 覆盖产业链各环节，提供一站式综合服务

公司技术贯穿于电力设计、系统集成和售后运维全过程，其提供的一站式综合服务模式是一种创新性的业务模式，可根据智能电网更新换代需求，形成业务循环，满足了客户更多的业务需求，增强客户粘性、加深客户需求理解，创造客户价值和公司价值。

■ **电力设计：**拥有乙级资质，在民营企业中处于领先地位。公司全资子公司泽宇设计拥有电力行业（送电、变电）工程设计乙级资质和电力行业工程咨询乙级资质，主营电网咨询设计业务和配电网咨询设计业务。在电力通信设计方面，公司曾参与了江苏省调度自动化主站、通信骨干网等重大建设工程项目的设计工作。根据公司招股说明书，公司设计人员中专业从事通信自动化设计业务的人数为15人，占全部设计人员的比例约为20%，在电力通信系统方面具有较强的设计能力。

图 18：公司电力设计业务部分代表案例



蒋坛220kV开关站工程设计



龙坛220kV变电站工程设计



蒋坛-阜宁东牵引站220kV送电线路工程设计

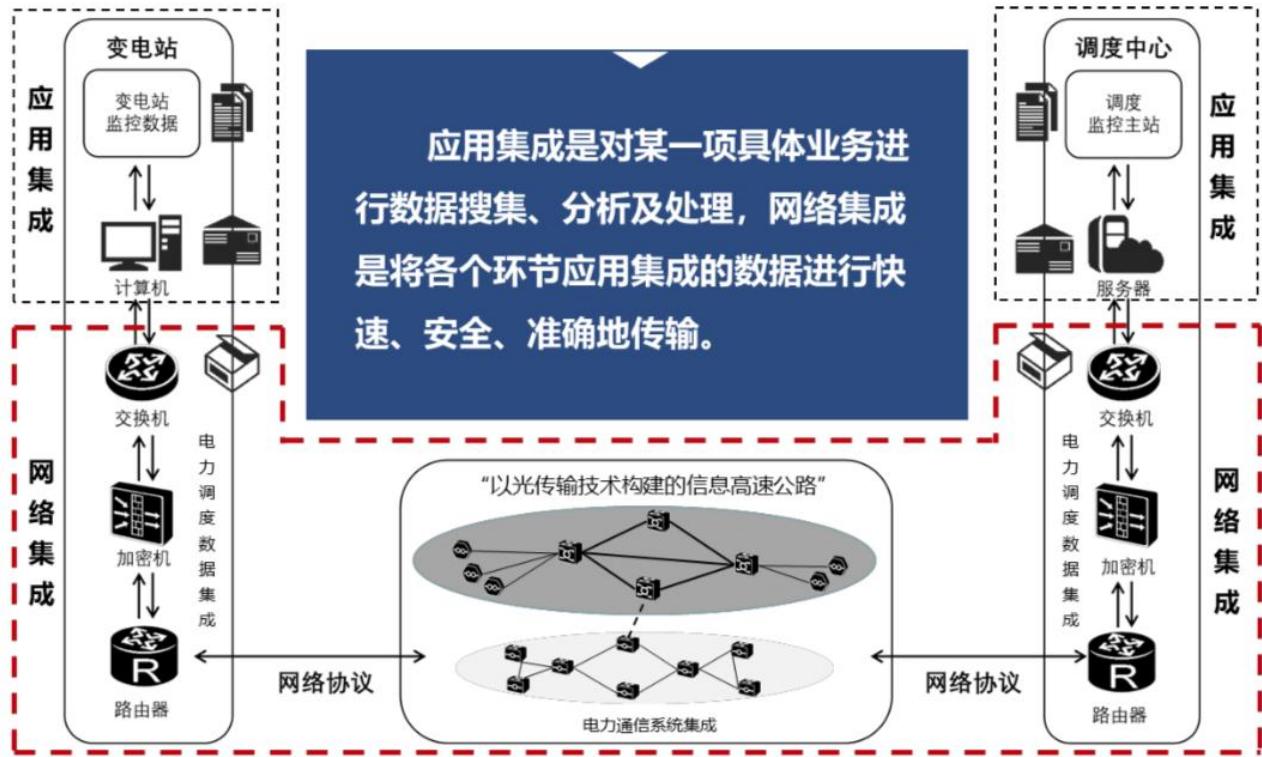


亿能-阜宁东牵引站220kV送电线路工程设计

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

■ **系统集成：**以网络集成为主，向应用集成延伸。公司系统集成业务分为两类，其中电力通信集成和调度数据集成属于网络集成，变电站运维监护系统集成属于应用集成。公司目前业务以网络集成为主，正在往应用集成领域拓展，并陆续开发了泽宇智慧变电站分析系统软件、智慧变电站立体巡检系统、无人值守变电站安消防管理系统、变电站直流电源及蓄电池在线监测维护管理系统等。

图 19：应用集成与网络集成的区别与联系



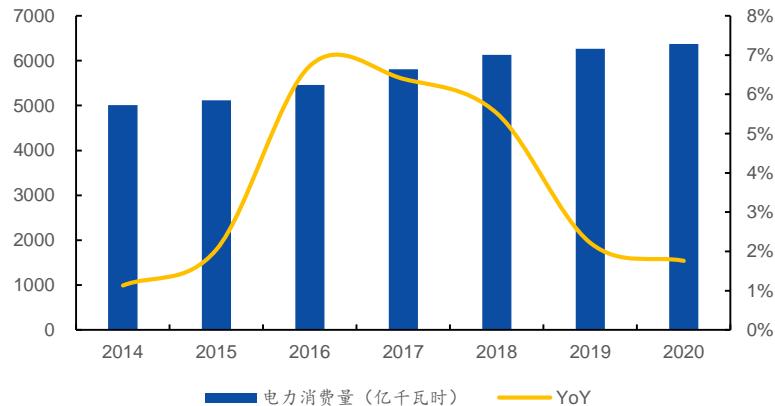
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

■ **施工与运维：**具备同时承接多个大型建设项目的能。工程施工及运维业务是行业“一站式模式”的末端环节，电力设计及信息系统集成业务的增长势必会传导推动工程施工及运维业务的增长。公司拥有通信工程施工总承包叁级、电力工程施工总承包叁级、电子与智能化工程专业承包贰级、承装（修、试）四级资质。根据公司招股说明书，目前公司施工及运维人员超过 200 人，其中国家注册建造师 13 人，中级工程师 29 人，初级工程师 59 人，认证项目经理 44 人，50 人获得华为、中兴、新华三等中高级认证证书，可同时开展多个大型建设项目；运维业务覆盖江苏省全部地市，在各级电力公司均有长期驻点维护人员。

3.2 占据江苏区位优势，业务逐步向全国拓展

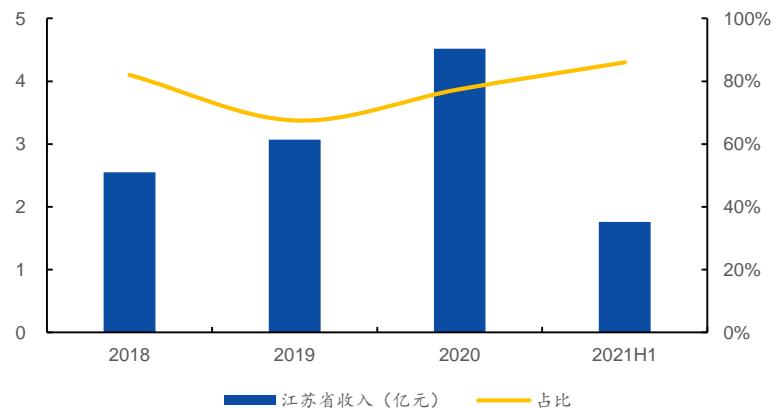
江苏省电力信息化业务市场规模较大，系统综合排名位居全国省网前列，其电力负荷供应、技术创新、工程质量等多项能力位于国内领先地位，因此，江苏省也是公司业务拓展核心地区，省内业务是公司持续发展和盈利稳定来源的重要保障。

根据公司招股说明书的统计数据，江苏省电网是我国负荷最为密集、规模最大的省级电网，也是国家电网系统首个用电负荷连续三年突破 1 亿千瓦的省级电网，超过德国、韩国、澳大利亚等国家用电负荷。

图 20：江苏省电力消费量


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

公司注册地及业务发源地均位于江苏省内，成立至今已在省内深耕多年，积累了丰富的客户资源和区域品牌优势，积极参与了省内多地的电力设计、系统集成、施工及运维，伴随和推动江苏省电力信息化建设产业成长。江苏省作为人口大省和长三角经济区的重要组成部分，在可预见的相当长时间内，江苏省内的电力投资仍将是我国电力行业市场的重要组成部分。

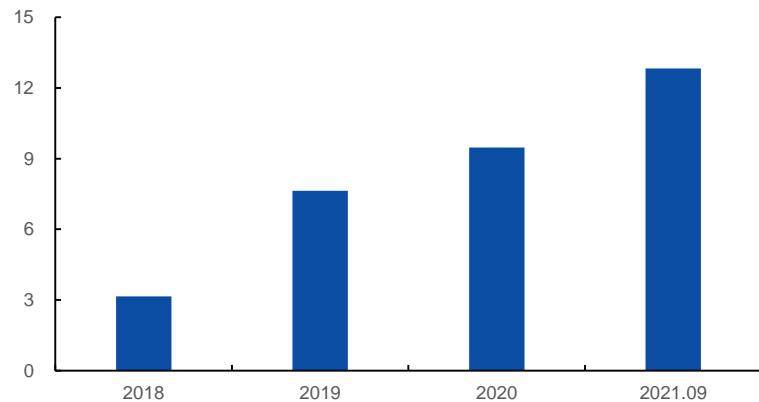
图 21：公司在江苏省的收入情况


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

除江苏省外，公司设立了多个异地分公司负责开拓当地市场，目前已在全国多个省市、直辖市开展业务，如安徽、北京等地已储备了部分核心客户。随着后续募投项目的逐步落地，江苏省外的市场开拓能力将进一步加强。

从公司招股说明书和投资者关系互动平台披露的数据来看，公司在手订单保持着较快增长，为未来业绩的持续释放奠定坚实基础。

图 22：公司在手订单情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，全景网（投资者关系互动平台），国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是以提供电力信息系统整体解决方案为导向的一站式智能电网综合服务商。

目前，公司业务可分为系统集成、电力设计、施工及运维、其他。我们按照这四个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

1. **系统集成：**该业务是公司的核心业务。信息系统集成是通过结构化的综合布线系统和计算机网络技术，将各种网络设备、服务器系统、终端设备、系统软件、工具软件和应用软件等相关软硬件和相关数据信息等集成到相互关联的、统一的、协调的系统之中，使资源达到充分共享，实现集中、高效、便利的管理，并具有优良性能价格比的计算机系统的全过程。公司系统集成业务主要分为三大类：电力通信系统集成、电力调度数据集成、变电站运维监护系统集成，其服务对象主要是各级供电公司的信通、调度、设备、安质等部门及其所属的各业务单元。2019-2020年，该业务收入增速分别为73.75%、27.69%。预测未来三年该业务将保持较高的增速，收入增速分别为20.48%、31.92%、30.62%。毛利率方面，2019-2020年分别为35.93%、36.97%，预测未来三年将保持在2020年的水平，维持在37-38%的区间。
2. **电力设计：**该业务是公司的重要业务之一。电力设计业务是指根据国家或上级主管部门审查批准的电力系统规划，进一步编制对电源合理布局和网络合理结构有关的电力系统设计工作。公司目前主营电网咨询设计业务和配电网咨询设计业务。2019-2020年，该业务收入增速分别为27.48%、1.80%，预测未来三年将保持稳健增长，增速分别为20.37%、18.46%、16.92%。该业务毛利率较高，2019-2020年分别为60.24%、64.64%，预测未来三年将保持在2020年的水平，维持在64-65%的区间。
3. **施工及运维：**子公司泽宇工程拥有通信工程施工总承包叁级、电力工程施工总承包叁级、电子与智能化工程专业承包贰级、承装（修、试）四级资质，可根据电力客户需求提供工程施工及运维服务，包含通信工程施工、电力工程施工、配电自动化施工、定制化运维服务、网络优化服务、客户培训提升服务等业务。2019-2020年，该业务收入增速分别为-18.58%、44.83%，预测未来三年增速分别为22.29%、33.18%、31.63%。毛利率方面，2019-2020年分别为58.35%、55.90%，预测未来三年将保持在2020年的水平，维持在56-57%的区间。
4. **主营业务-其他、其他业务收入：**该业务在公司收入中占比很小。2020年该业务收入为0.02亿元，毛利率为57.45%，预测未来三年收入增速分别为10.21%、9.86%、9.63%，毛利率将保持在2020年的水平，维持在57-58%的区间。

表 4: 公司收入拆分 (单位: 百万元)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
系统集成					
收入	352.71	450.39	542.63	715.84	935.03
增长率	73.75%	27.69%	20.48%	31.92%	30.62%
毛利率	35.93%	36.97%	37.07%	37.20%	37.36%
电力设计					
收入	38.30	38.99	46.94	55.60	65.01
增长率	27.48%	1.80%	20.37%	18.46%	16.92%
毛利率	60.24%	64.64%	64.69%	64.75%	64.80%
施工及运维					
收入	63.63	92.15	112.69	150.08	197.55
增长率	-18.58%	44.83%	22.29%	33.18%	31.63%
毛利率	58.35%	55.90%	56.01%	56.12%	56.25%
主营业务-其他、其他业务收入					
收入	-	2.13	2.34	2.58	2.82
增长率	-	-	10.21%	9.86%	9.63%
毛利率	-	57.45%	57.52%	57.56%	57.58%
合计					
收入	454.64	583.66	704.60	924.09	1200.41
增长率	46.10%	28.38%	20.72%	31.15%	29.90%
毛利率	41.12%	41.88%	42.01%	41.98%	42.00%

资料来源: Wind, 国元证券研究所

可比公司估值:

在国内上市公司中, 国电南瑞、东方电子、智洋创新也从事电力信息化相关业务, 与公司主营业务相近, 因此我们选择这三家公司为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看, 公司的估值水平高于可比公司的平均水平。在智能电网的建设机遇下, 公司具备从电力咨询设计、系统集成到工程施工及运维的一站式智能电网综合服务能力, 过去几年营业收入和利润保持较快增长。因此, 我们认为公司目前的 PE 估值水平处于合理位置, 并有望持续提升, 目前具备较好的长期投资价值。

表 5: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
600406.SH	国电南瑞	40.32	2249.47	0.87	1.07	1.26	1.45	46.37	37.69	32.01	27.81
000682.SZ	东方电子	8.30	111.28	0.21	0.25	0.32	0.42	40.01	32.78	25.79	19.68
688191.SH	智洋创新	21.00	32.14	0.60	0.85	1.19	1.64	34.87	24.72	17.66	12.80
平均		-	-	-	-	-	-	40.42	31.73	25.15	20.10
301179.SZ	泽宇智能	55.69	73.51	1.18	1.41	1.85	2.40	47.30	39.50	30.10	23.21

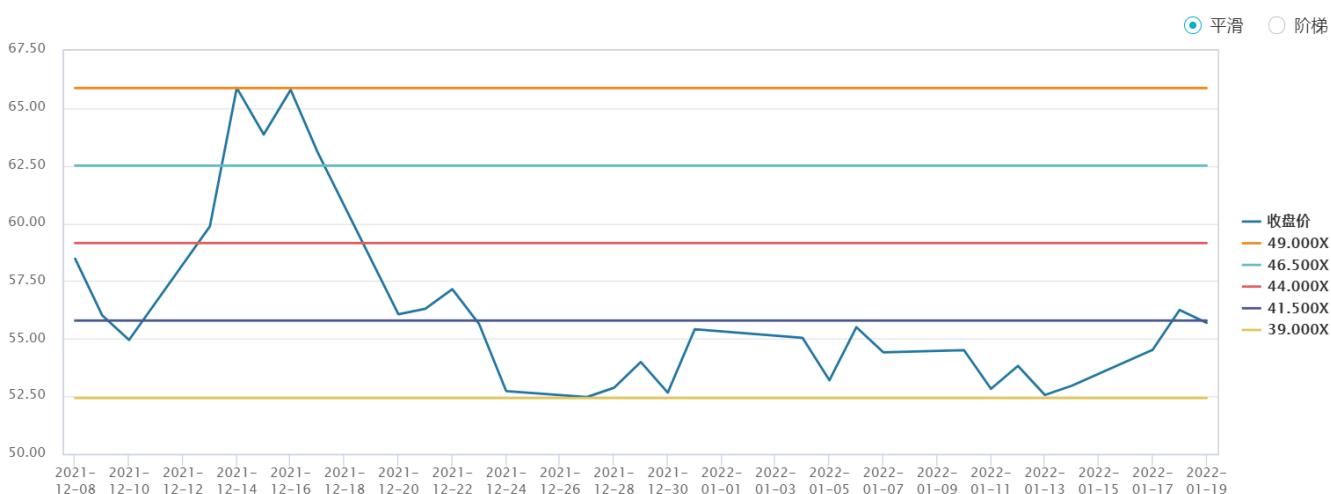
资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 可比公司均采用 Wind 一致预期, 收盘价的日期为 2022 年 1 月 19 日

投资建议：

公司是一家专注于电力信息化领域的一站式智能电网综合服务商，服务及方案广泛应用于电力系统的发电、输电、变电、配电、用电和调度等环节，主要客户包括国家电网及相关下属单位。伴随电力信息化行业的发展和智能电网建设的深入推进，公司有望迎来较好的发展机遇。

预测公司2021-2023年营业收入为7.05、9.24、12.00亿元，归母净利润为1.86、2.44、3.17亿元，EPS为1.41、1.85、2.40元/股，对应PE为39.50、30.10、23.21倍。上市以来，公司的PE主要运行在39-49倍的区间，考虑到公司在行业内具备较为稀缺的一站式综合服务能力，且未来三年营业收入与净利润有望保持较高的复合增速，给予公司2022年40倍的目标PE，对应目标价为74.00元。首次推荐，给予“买入”评级。

图 23：泽宇智能上市以来 PE-Band


资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 风险提示

1. **新冠肺炎疫情反复:** 目前新冠肺炎疫情在国内已经得到良好的控制, 但是如果发生反复, 可能会对公司的业务发展产生负面影响;
2. **电力信息化推进不及预期:** 若我国宏观经济形势或国家的相关政策出现较大波动, 导致电力行业经营状况不景气或者电力信息化投资建设速度放缓、投资下降, 可能会对公司的经营情况产生不利影响;
3. **单一客户依赖风险:** 短期之内公司对国家电网相关单位依然存在重大依赖。如国家电网调整电力信息化领域的投资计划、采购模式或公司产品服务不能满足客户需求, 将可能导致国家电网相关单位向公司采购规模下降而对公司盈利能力产生较大不利影响;
4. **存货减值风险:** 公司存货随业务规模扩大而快速增长, 存在未来由于电力行业经营状况不景气而导致公司部分订单实施或验收时间推后、甚至无法完成项目验收的可能性, 致使公司存货发生大额减值;
5. **市场竞争加剧:** 电力信息化行业面临巨大的发展机遇, 持续吸引新企业进入, 加之行业内现有企业投入的不断加大, 行业内市场竞争日趋激烈;
6. **江苏省外业务拓展不及预期:** 公司省外业务处于市场导入期, 整体业务规模仍旧较小, 省外市场依旧需要加大开拓力度。

财务预测表

资产负债表						利润表					
会计年度	单位:百万元					单位:百万元					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	972.96	1034.85	2654.27	2975.03	3335.52	营业收入	454.64	583.66	704.60	924.09	1200.41
现金	163.46	204.55	1753.87	1924.11	2114.35	营业成本	267.70	339.20	408.60	536.12	696.21
应收账款	43.62	39.31	47.23	61.64	79.55	营业税金及附加	5.82	2.84	3.66	4.71	6.00
其他应收款	15.13	10.53	12.54	16.17	20.65	营业费用	25.67	28.83	36.22	49.07	63.02
预付账款	21.08	19.47	23.62	31.15	40.80	管理费用	28.29	29.98	37.06	48.24	62.42
存货	378.11	434.90	485.18	602.33	734.02	研发费用	13.58	21.32	23.42	28.69	29.85
其他流动资产	351.56	326.10	331.83	339.62	346.15	财务费用	-1.91	-5.43	-9.79	-18.39	-20.19
非流动资产	44.50	49.67	49.46	50.49	52.60	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	1.13	1.10	1.12	1.15	1.18
固定资产	22.86	22.32	25.29	27.15	28.72	投资净收益	3.79	8.85	8.92	8.98	9.07
无形资产	19.32	18.76	19.31	20.32	21.74	营业利润	131.36	188.05	225.04	295.22	382.68
其他非流动资产	2.32	8.59	4.86	3.02	2.14	营业外收入	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1017.47	1084.52	2703.73	3025.51	3388.12	营业外支出	0.10	0.10	0.10	0.12	0.15
流动负债	668.65	604.65	658.66	736.20	782.12	利润总额	131.36	187.95	224.94	295.10	382.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	22.48	32.54	38.85	50.88	65.87
应付账款	39.19	61.47	73.92	96.77	69.69	净利润	108.89	155.41	186.10	244.22	316.66
其他流动负债	629.46	543.18	584.74	639.43	712.43	少数股东损益	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	0.17	0.16	0.18	0.20	0.23	归属母公司净利润	108.91	155.41	186.10	244.22	316.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	131.72	184.87	217.72	279.74	365.83
其他非流动负债	0.17	0.16	0.18	0.20	0.23	EPS (元)	1.10	1.57	1.41	1.85	2.40
负债合计	668.82	604.81	658.84	736.40	782.35						
少数股东权益	0.47	0.46	0.46	0.46	0.46						
股本	99.00	99.00	132.00	132.00	132.00						
资本公积	48.82	57.14	1403.23	1403.23	1403.23						
留存收益	200.36	323.10	509.20	753.42	1070.08						
归属母公司股东权益	348.18	479.24	2044.42	2288.65	2605.31						
负债和股东权益	1017.47	1084.52	2703.73	3025.51	3388.12						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	单位:百万元					成长能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
经营活动现金流	398.54	50.40	157.68	152.49	170.84	盈利能力					
净利润	108.89	155.41	186.10	244.22	316.66	毛利率(%)	41.12	41.88	42.01	41.98	42.00
折旧摊销	2.27	2.25	2.46	2.91	3.34	净利率(%)	23.95	26.63	26.41	26.43	26.38
财务费用	-1.91	-5.43	-9.79	-18.39	-20.19	ROE(%)	31.28	32.43	9.10	10.67	12.15
投资损失	-3.79	-8.85	-8.92	-8.98	-9.07	偿债能力					
营运资金变动	288.43	-106.27	-33.52	-83.46	-145.89	资产负债率(%)	65.73	55.77	24.37	24.34	23.09
其他经营现金流	4.66	13.28	21.36	16.19	25.99	净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-263.85	32.03	5.05	1.80	1.48	流动比率	1.46	1.71	4.03	4.04	4.26
资本支出	22.14	6.43	1.35	2.53	3.58	速动比率	0.89	0.99	3.29	3.22	3.33
长期投资	247.37	-28.39	0.00	0.00	0.00	营运能力					
其他投资现金流	5.65	10.07	6.40	4.33	5.06	总资产周转率	0.62	0.56	0.37	0.32	0.37
筹资活动现金流	-2.99	-51.63	1386.60	15.95	17.92	应收账款周转率	7.40	12.99	14.90	15.55	15.58
短期借款	-3.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.82	6.74	6.04	6.28	8.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
普通股增加	3.59	0.00	33.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.18	1.41	1.85	2.40
资本公积增加	8.66	8.32	1346.09	0.00	0.00	每股经营现金流(最新摊薄)	3.02	0.38	1.19	1.16	1.29
其他筹资现金流	-12.24	-59.96	7.51	15.95	17.92	每股净资产(最新摊薄)	2.64	3.63	15.49	17.34	19.74
现金净增加额	131.70	30.79	1549.33	170.24	190.24	估值比率					
						P/E	67.50	47.30	39.50	30.10	23.21
						P/B	21.11	15.34	3.60	3.21	2.82
						EV/EBITDA	52.08	37.11	31.51	24.52	18.75

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16
A 座国元证券	楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： (0551) 62207952	传真： (021) 68869125
	电话： (021) 51097188