

# 水务智能化龙头，深耕二十年步入收获季

## 投资要点

- 事件：**1) 公司发布2021年年度报告，实现营业收入5.1亿元，同比增长39.6%；实现归母净利润1.0亿元，同比增长32.4%。2) 公司发布2022年第一季度业绩预告，预计实现营业收入6500万元-6600万元，同比增长52.7%-55.0%；预计实现归母净利润-235万元至-195万元，同比增长59.4%至66.3%。
- 业务稳步拓展，成本及费用有所加大。**在全国数字化改革和节水节能背景下，水务行业信息化建设需求旺盛，公司先后中标嘉兴、黄岩、盐城、绍兴等多个大型项目，其中绍兴市区供水智能化建设试点项目订单金额达到6382.2万元，产品竞争力及实施交付等综合实力得到充分验证；并在北京、山西、重庆建立销售办事处，市场区域得到进一步扩张，后续业务拓展有望加速。此外，由于公司整体解决方案收入占比上升，部分项目因集成产品多、首次实施和实施复杂等原因，导致综合毛利率同比下降3.19pp至44.8%；同时公司加大人才引进与研发投入，销售管理、研发费用率分别为9.6%(+0.26pp)、18.3%(-1.88pp)、12.5%(+1.77pp)，成本及费用端短期承压影响利润表现。
- 政策与需求两头驱动，行业景气度高企。**1) **自上而下，政策推动行业智能化转型加速。**2020年，我国漏损水量超过78亿立方米，平均管网漏损率仍达到13.4%，造成不必要的资源浪费和水质污染。水务系统的健全升级关系国计民生，发改委、住建部等相继发布《“十四五”节水型社会建设规划》、《关于加强公共供水官网漏损控制的通知》等政策，明确指示到2025年需将城市管网漏损率降至9%以下，而目前大量水务企业的信息化水平仍停留在初期部署阶段，亟待智能化转型升级，市场空间广阔。2) **自下而上，下游客户付费积极性高。**相比较其他公共事业领域，水务公司自负盈亏独立运营，而节水减漏与企业效益密切相关，下游客户更愿意积极拥抱数字化转型。2021年8月，国家出台《城镇供水价格管理办法》，对控制管网漏损率实行了明确的激励约束机制，允许水务公司将信息化建设纳入准许成本，客户积极性得到极大提振，行业即将迎来大跨步发展。
- 产品矩阵完备，项目经验丰富。**和达科技自2000年创立以来便深耕水务信息化领域，在智能传感终端和水务信息系统方面技术优势突出，是为数不多能够提供软硬一体全流程解决方案的技术服务商；公司已经累计服务超过300个城市和600余家水务企业，龙头地位稳固，标杆项目众多，其中与绍兴水务的合作项目已将漏损率控制在3%以下。公司有望凭借“技术+资源”的领先优势取得大量订单，众多新建水厂已将公司产品作为标配，同时老客户每年仍然存在大量的建全升级需求，助推公司业绩实现高速且高质的增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年公司归母净利润复合增速达44.83%。我国水务系统痛点明显，管网漏损严重，水务行业智能化转型势在必行；国家政策持续推动，水务信息化建设纳入准许成本，下游企业积极性高，行业景气度极大提振；和达科技深耕水务智能化行业二十余年，提供软硬一体的整体解决方案，技术优势突出，标杆项目众多，有望扩大领先优势，实现业务的快速扩张。给予公司2022年25倍PE，对应目标价34.50元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**政策推进力度不及预期；毛利率恢复不及预期；疫情反复影响交付；行业竞争加剧等。

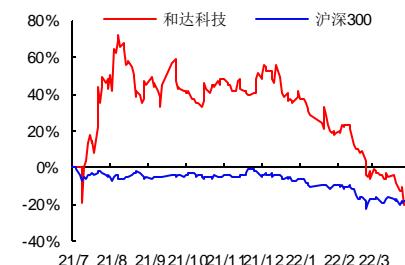
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	507.28	731.78	1049.51	1475.22
增长率	39.61%	44.25%	43.42%	40.56%
归属母公司净利润(百万元)	100.22	148.18	212.47	304.46
增长率	32.41%	47.85%	43.39%	43.30%
每股收益EPS(元)	0.93	1.38	1.98	2.84
净资产收益率ROE	13.84%	16.98%	20.12%	23.09%
PE	29	19	14	9
PB	3.93	3.26	2.69	2.16

数据来源：Wind，西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师：王湘杰  
执业证号：S1250521120002  
邮箱：wxj@swsc.com.cn  
  
联系人：邓文鑫  
电话：15123996370  
邮箱：dwx@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源：Wind

## 基础数据

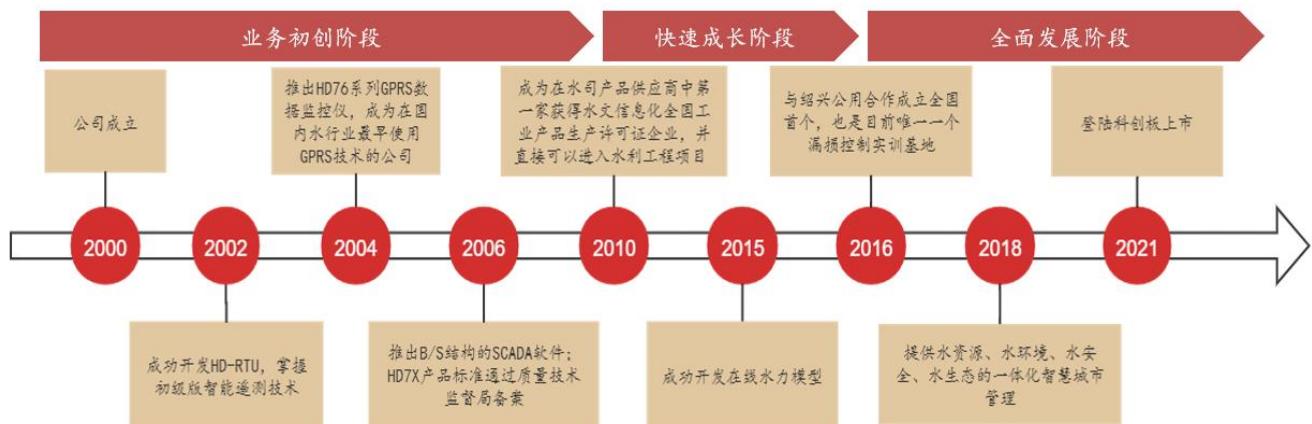
总股本(亿股)	1.07
流通A股(亿股)	0.26
52周内股价区间(元)	25.26-57.49
总市值(亿元)	28.75
总资产(亿元)	9.52
每股净资产(元)	6.73

## 相关研究

## 1 深耕二十年的水务信息化龙头

和达科技成立于2000年，从搭建基础的供水调度系统，逐步发展为水务领域信息化建设的整体解决方案提供商，致力于综合运用物联网、大数据、边缘计算等新一代信息技术提升水务行业的信息化、智能化水平。公司深耕水务行业二十多年，累计服务超过300个城市和600家以上行业客户，现已形成“软件平台驱动+硬件配套”的经营模式，产品覆盖供水、排水、水利、农饮水等垂直领域的全业务流程。

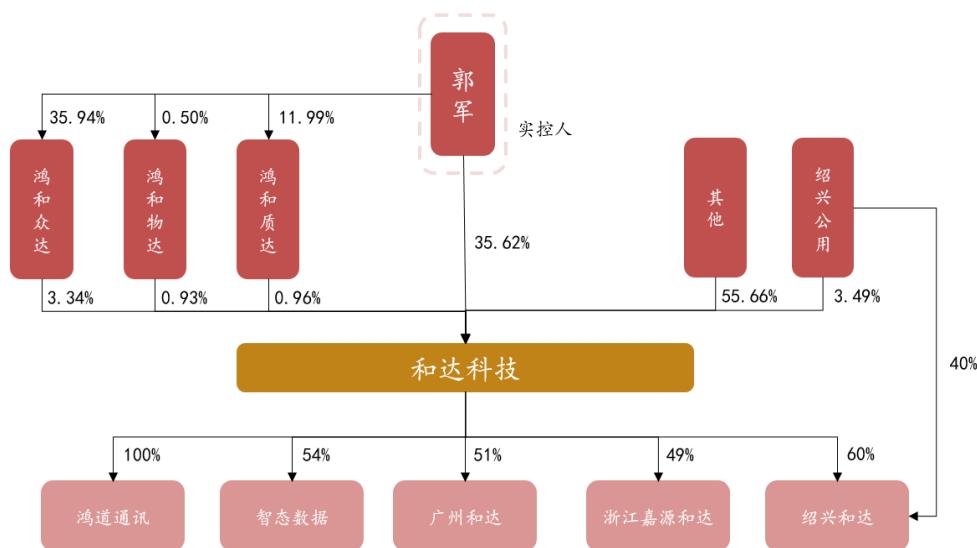
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

**股权集中稳定。**公司股权结构较为集中，实控人郭军先生通过直接和间接的方式合计持有公司36.94%的股份。同时，公司还引入标杆客户之一的绍兴公用作为主要股东，持股比例为3.49%，这一举措将进一步深化双方在智慧水务领域的合作，实现业务资源的整合。

图2：公司主要股东持股比例



资料来源：公司公告，西南证券整理

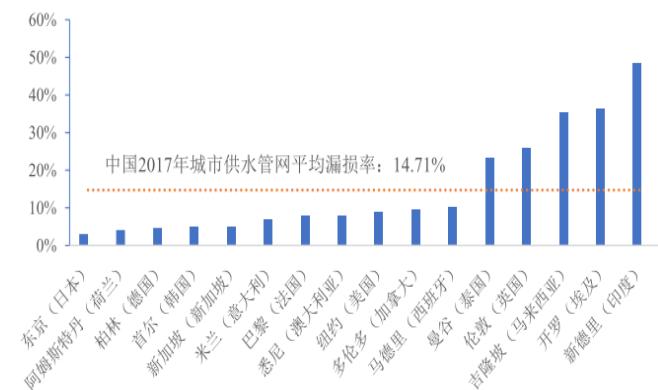
**管网漏损严重，水务痛点明显。**供水管网漏损是水务行业普遍存在的严重问题，不仅浪费水资源、增加供水企业成本，而且影响供水水质，给饮水安全带来隐患。根据住建部统计，2017年我国城市管网平均漏损率为14.71%，2020年虽然降至13.39%，但相比世界先进城市漏损率在10%以下水平，仍有较大差距。供水是保障我国经济和社会可持续发展的重要组成部分，涉及国计民生，水务系统信息化转型势在必行。

**图3：我国城市公共供水管网漏损情况**



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**图4：世界重点城市漏损情况对比**



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**自上而下，政策持续引领，行业发展路径清晰。**2014年以来，国家便陆续颁布一系列政策，对水务行业节水检漏、排污整治及智慧城市的建设发展提出指导意见。2021年是“十四五”开局之年，各项政策均强调加快建设数字中国的要求；2021年8月6日，国家发改委和住建部联合印发了《城镇供水价格管理办法》、《城镇供水定价成本监督办法》，明确了城镇供水的定价机制，对管网漏损率控制等实行激励约束机制，其中明确规定可将信息化相关投入可计入无形资产摊销和运行维护费用。这一举措大大增强了下游水务企业的智能化转型意愿，行业发展再添动力；2021年10月，国家发改委、水利部等部门联合编制《“十四五”节水型社会建设规划》，明确提出到2025年，万元国内生产总值用水量比2020年下降16%左右，城市公共供水管网漏损率控制在9%以内；2022年2月，住建部、发改委发布《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》和《关于组织开展公共供水管网漏损治理试点建设的通知》，明确提出中央预算内投资支持开展公共供水管网漏损治理试点形成一批漏损治理先进模式和典型案例，公共供水管网漏损率高于12%（2020年）的试点城市（县城）建成区，2025年漏损率不高于8%；其他试点城市（县城）建成区，2025年漏损率不高于7%。

**表1：国家相关政策法规持续引领行业发展**

政策名称	发布日期	主要内容
《国家新型城镇化规划》	2014年3月	提出发展智能水务，构建覆盖供水全过程、保障供水质量安全的智能供排水和污水处理系统，发展智能管网，实现城市地下空间、地下管网的信息化管理和运行监控智能化。
《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》	2014年8月	以智慧城市发展为主要目标，要求基本形成饮用水安全的信息化体系，大幅提升水务基础设施的智能化水平。
《水污染防治行动计划》	2015年4月	对使用超过50年和材质落后的供水管网进行更新改造
《全民节水行动计划》	2016年10月	完善供水管网检漏制度，加强公共供水系统运行的监督管理
《国家节水行动方案》	2019年4月	逐步提高各领域、各行业用水效率，提升全民节水一是，提出“城镇节水降损”等指引
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2021年3月	提出加快数字化发展，建设数字中国的要求，强调加快建设数字经济、数字社会、数字政府

政策名称	发布日期	主要内容
发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》		政府，以数字化转型整体驱动生产方式、生活方式和治理方式变革，将数字技术广泛应用于政府管理服务，推动政府治理流程再造和模式优化。
《城镇供水价格管理办法》、《城镇供水定价成本监审办法》	2021 年 8 月	明确城镇供水价格的定价原则、定价方法等，信息化相关投入可计入无形资产摊销和运行维护费用。
《“十四五”节水型社会建设规划》	2021 年 10 月	到 2025 年，基本补齐节约用水基础设施短板和监管能力弱项，水资源利用效率和效益大幅提高，强化科技支撑，配齐计量监测设施，2025 年城市公共管网漏损率<9%。
《加强公共供水管网漏损控制的通知》、《关于组织开展公共供水管网漏损治理试点建设的通知》	2022 年 2 月	中央预算内投资支持开展公共供水管网漏损治理试点，选择不超过 50 个具有较好示范推广意义的城市（县城）建成区开展试点。到 2025 年，形成一批漏损治理先进模式和典型案例。公共供水管网漏损率高于 12%（2020 年）的试点城市（县城）建成区，2025 年漏损率不高于 8%；其他试点城市（县城）建成区，2025 年漏损率不高于 7%。

资料来源：招股说明书，政府网站，西南证券整理

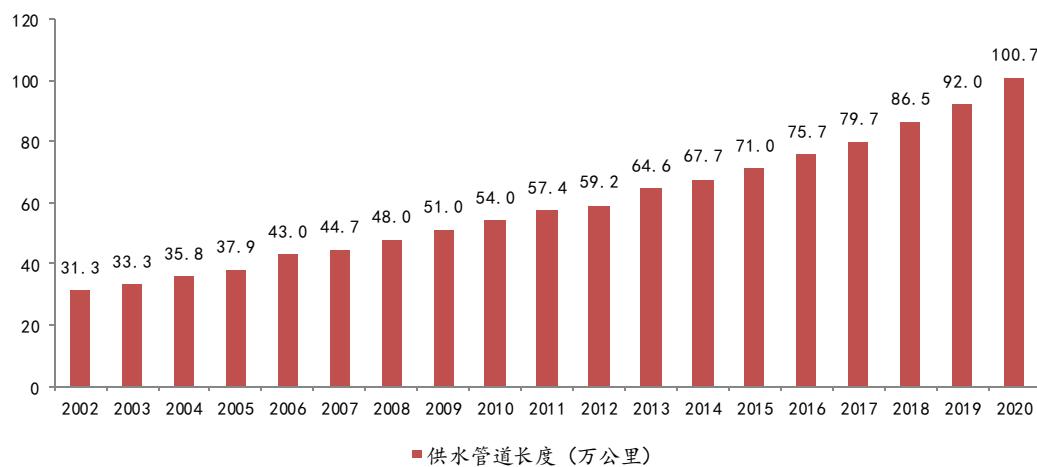
自下而上，相比其他公共事业领域，水务企业主观能动性强。观察电力信息化等领域，特征是客户较为集中，信息化建设过于依赖自上而下推动，虽然标准统一易于规模化落地，但下游客户议价能力太强，招投标等方案进展较慢。水务公司与电力公司不同，客户较为分散，全国各省市有 3000 余家，均是独自经营的主体，体制更为灵活；从自身效益的考量维度出发，水务公司更愿意主动尝试信息系统的建设以实现节水降损。

智能化转型仍在初期，无需担心成长空间。主要从以下两个方面看：

#### ➤ 供水管网长度密度增加

自来水的生产供应是最重要的城市基础设施，截至 2020 年末，我国城市供水管道长度为 100.7 万公里，2002 年以来复合增长率为 6.3%。伴随我国城镇化的持续推进，供水管网的长度、密度、节点数等都将继续增大，为智能终端的布置和水务管理系统的部署都将带来新的增量。

**图 5：我国供水管网长度**



数据来源：国家统计局，西南证券整理

### ➤ 水务企业智能化转型仍在初期

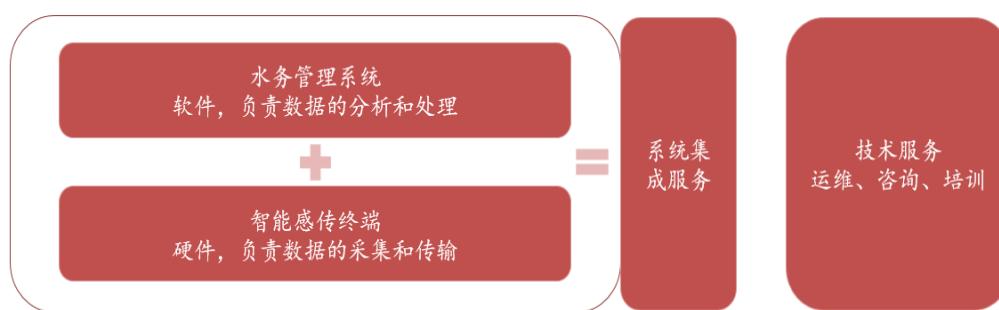
水务信息化建设一般可分为三个阶段：1) 单一业务信息化阶段：智能传感终端配合相关的单一业务信息化系统感知水务工况数据，实现远程的控制，但数据分散在各子系统中，未实现统一管理；2) 多项业务信息化和门户集成阶段：将多个单一的业务信息化系统整合到统一的门户平台上，实现统一权限管理、统一入口等，但尚未实现各子系统的数据融合分析；3) 在统一的门户平台基础上建立数据仓库和数据中台，部署 BI 系统，以实现智慧分析、辅助决策等。

水务企业通常从第一阶段开始，逐步进行升级实施，目前全国水务行业整体信息化程度还较低，信息化水平差异较大。少数排名前列的国有大型水务企业已建设了大量的第一阶段水务信息化类型项目，初步具备了大数据和智慧化阶段建设的基础条件；而超过 2000 多家中小型水务企业由于过去信息化管理理念相对落后和资金投入不足等原因，很多单一水务信息化项目尚未建设完全。因此，**中短期看，2021 年 8 月的“两个办法”政策推行后，各水司将积极采取降低漏损相关措施以提升效益，水务信息化需求得到爆发式提振；长期看，水务企业需要不断对信息系统进行补充完善和迭代升级，赛道拉长，动力十足。**

**由“硬”及“软”，打造一体化综合解决方案。**2016 年以前，销售智能传感终端为和达科技主要的收入来源，相关软件系统尚未形成规模化销售，只是根据客户的需要零星提供单一功能的软件产品。2016 年后，随着物联网、大数据、边缘计算等新一代信息技术的广泛应用，水务行业的信息化需求向多样化、复杂化方向发展，公司在原有基础上加大软件业务的研发，逐步形成“软件平台驱动+智能终端配套+运行管理服务”并进的业务模式。

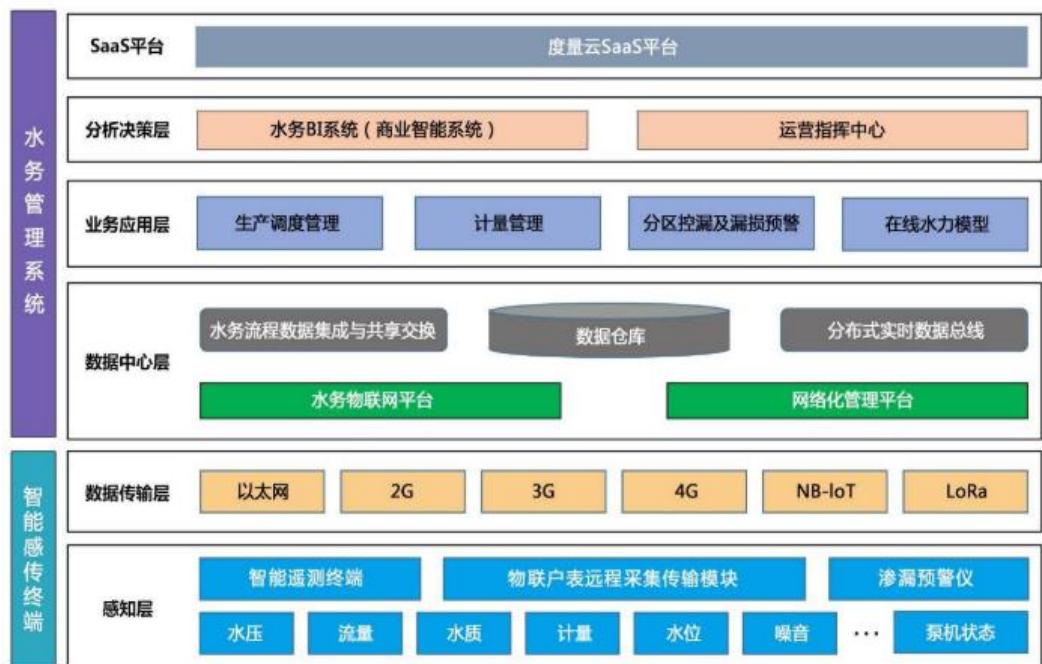
具体来看，公司的业务类型包括智能传感终端、水务管理系统、系统集成服务和技术服务。智能传感终端提供硬件产品，用于数据的采集和传输；水务管理系统提供软件产品，用于水务工况数据的存储、处理和分析；系统集成服务是向客户交付软硬一体的整体解决方案；技术服务则包括以上业务涉及的技术咨询、运维和培训等服务。

**图 6：公司业务范围**



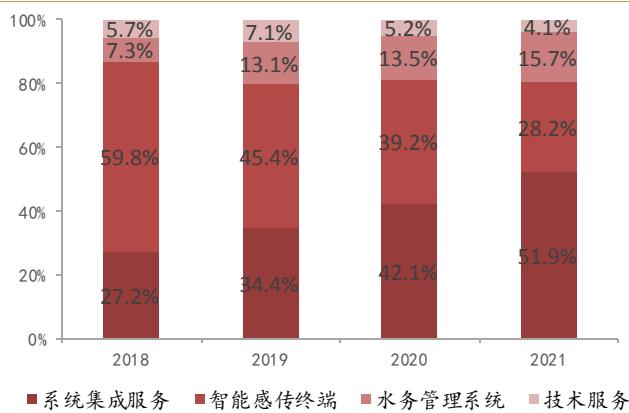
数据来源：公告，西南证券整理

**公司业务覆盖物联网产业链所有层级，技术壁垒较高。**公司提供的信息化解决方案主要系为实现水务企业的具体业务需求，在水厂、管网、泵站等水务设施上部署智能传感终端，采集、上传水压、流量、水质等工况数据，并为客户上线相关的水务管理系统，将各个分离的智能终端连接到相互关联的、统一协调的系统之中，对采集的数据进行存储、分析，并做出相应的处理和辅助决策建议，从而实现水务业务信息化和智能化管理。

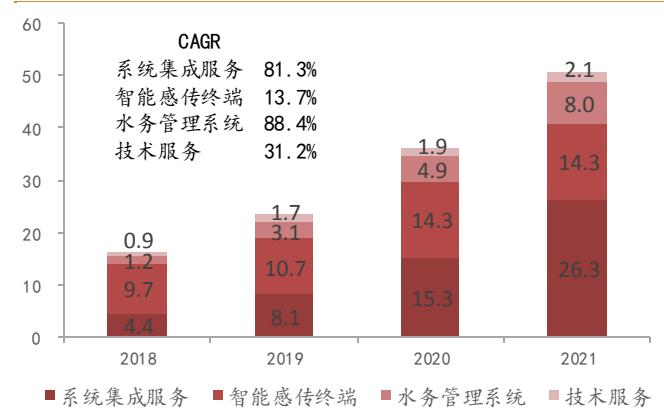
**图 7：公司业务覆盖物联网产业链所有层级**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

一体化解决方案更受青睐，产业价值逐步落于软件层面。从收入结构看，下游客户更加偏向软硬一体的一站式解决方案，系统集成服务占比迅速提升，2021 年贡献营收 2.6 亿元，占比提升至 51.9%。相比较硬件终端，企业对于软件平台的需求更加旺盛，2021 年公司水务管理系统实现营收 0.8 亿元，2018-2021 年 CAGR 高达 88.4%，收入占比提升至 15.7%；而智能感传终端实现营收 1.4 亿元，占比则降至 28.2%。

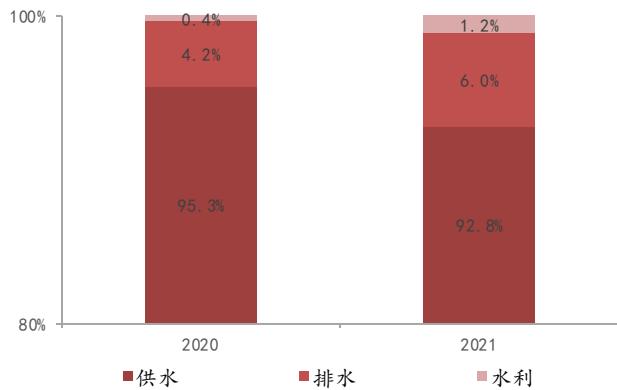
**图 8：公司分产品收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：公司分产品收入情况 (千万元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

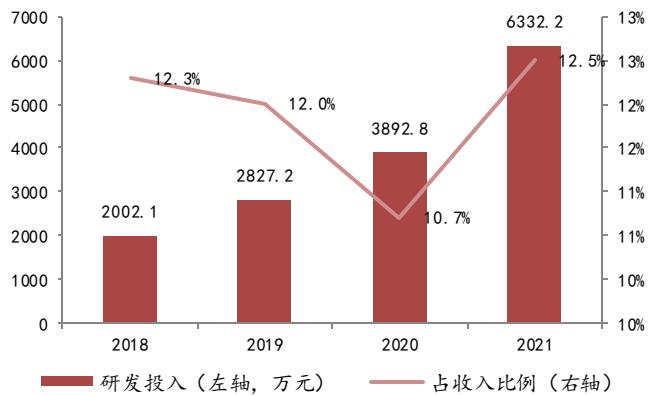
供水领域优势稳固，排水、水利打开成长空间。分应用领域看，供水业务是公司传统优势领域，2021 年实现收入约 4.7 亿元，同比增长 35.9%，增长势能强劲；与此同时，公司大力布局排水及水利业务的研发和推广工作，排水业务实现收入 3045.5 万元，同比增长 97.7%；水利业务实现收入 610.2 万元，同比增长 293.5%。

**图 10：公司分行业收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

多层级的业务产品研发涉及到传感、通信、控制、物联网等各类技术，不仅要求技术方面的硬实力积累，也需要对水务行业有深刻的经验理解；公司深耕水务领域二十余年，已建立起“技术+客户资源”的核心优势，壁垒高筑。

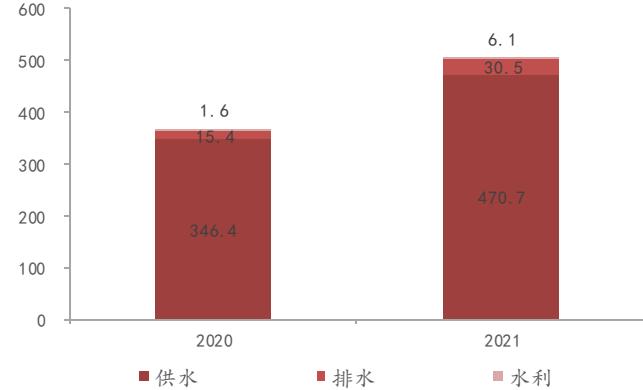
#### ➤ 技术领先，产品全面

**图 12：公司研发投入及增速情况**


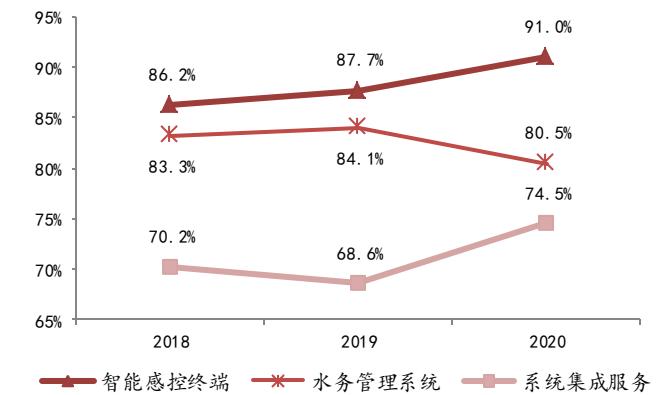
数据来源：公司公告，西南证券整理

研发持续高投入，自产自研巩固竞争优势。2021年，公司研发投入达到6332.2万元，同比增长62.7%，占营收比重达到12.5%，持续的自主创新为公司保持市场竞争力提供了有力支撑。此外，公司智能感控终端和系统集成服务中的自产自研比例总体呈上升趋势，2020年水务管理系统自产比例有所下降主要系公司承接了更多大规模的复杂项目，涉及较多尚未重点布局的软件模块。

公司核心技术的先进性体现在数据的积累和治理、业务中台的建设、业务软件的全面性、融合分析能力等多方面，目前已掌握“基于多维模型的水务全流程网格管理模型”“基于流式计算的水务物联网数据处理技术”等14项核心技术，共拥有软件著作权161项，获得授权专利60项，其中发明专利8项。大部分相关算法迭代领先同业竞争对手，例如水利模型应用方面，同行仍处于小批量验证阶段，而和达相关软件产品已投入商用。

**图 11：公司分行业收入情况（百万元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 13：公司各项业务自产自研比例**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**产品矩阵全面丰富，针对性和创新性并重。**公司是国内少数几家能够提供软硬一体的水务信息化整体解决方案的供应商，产品应用于水务企业的主要业务环节，种类齐全。相比于技术方向单一、需要外购产品支撑的集成服务供应商，公司具备快速响应、全面服务的整体服务优势，能够保障水务企业各业务环节间的紧密联结与最佳契合。

与此同时，公司积极推行以客户需求和技术创新“双轮驱动”的研发模式。一方面，公司凭借对众多客户需求的调研和深刻分析，识别水务行业当前亟待解决的核心问题、行业痛点及客户的潜在需求，有针对性地进行技术研发；另一方面，公司通过自身对行业的深刻理解，前瞻性地开发出符合行业发展趋势的创新性产品。

**图 14：公司产品矩阵丰富**



数据来源：公司官网，西南证券整理

#### ➤ 客户资源丰富，标杆项目突出

由于供水管网具有工况复杂、安全性要求高的特点，行业经验一直是客户判断企业竞争力的重要指标。公司深耕水务信息化行业二十年，具有较明显的先发优势，先后为绍兴水务、武汉水务、郑州水务、深圳水务、广州水务、北控水务、宁波水务、嘉兴水务等超 500 家水务企业提供信息化解决方案。由于水务智能化水务改造工期较长，水务公司一般将其分成多期进行，一旦进行签约便意味着较高的切换成本，优质客户资源的积累一定程度上显示收入的持续性和可预见性。

**图 15：公司主要客户**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

同时，由于我国智能化水务领域的相对空白，标杆项目的成功打造也是推动技术升级和吸引潜在客户的重要考量。以绍兴水务为例，在公司连续 15 年的技术服务下，绍兴城市供水漏损率从 20%以上降至 5%以下，并连续 10 年保持低于 5%，2020 年进一步实现突破，降至 3%以下，达到国际先进水平，获得了国家人居环境奖。公司依托该标杆项目经验，自主研发了管网漏损预警体系，建立了全国首个供水管网漏损控制实训基地，并由中国城镇供水排水协会科学技术委员会授牌面向全国水务行业提供漏损管控培训。自 2016 年成立以来，实训基地已经累计开办 84 期，培训水务工作者三千多人，推动产业的整体发展。

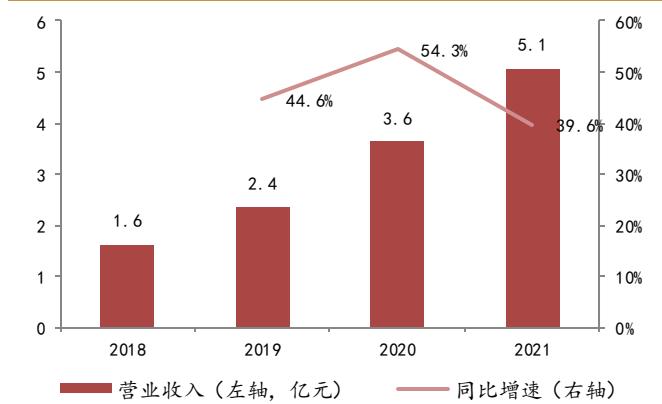
标杆项目的打造不仅进一步精进了公司技术水平，还极大程度上提升了品牌认知度，新客户的签约带来收入爆发增量。2018-2020 年，当期销售额超过 100 万元的大客户由 32 家提升至 78 家，单一客户订单金额提升明显；当期新增客户贡献收入由 1651 万元提升至 1.1 亿元，新客户的入驻为公司业绩添柴加火。

**表 2：公司客户及贡献收入结构**

	2018	2019	2020
创收 100 万以上客户数量	32	51	78
创收 100 万以上客户贡献收入	1.1 亿元	1.6 亿元	2.8 亿元
100 万以上客户贡献收入占比	67.1%	68.0%	77.1%
新客户贡献收入	1651 万元	2791 万元	11002 万元
新客户贡献收入占比	13.2%	16.6	39.3%
期末在手订单	1.7 亿元	2.3 亿元	3.1 亿元

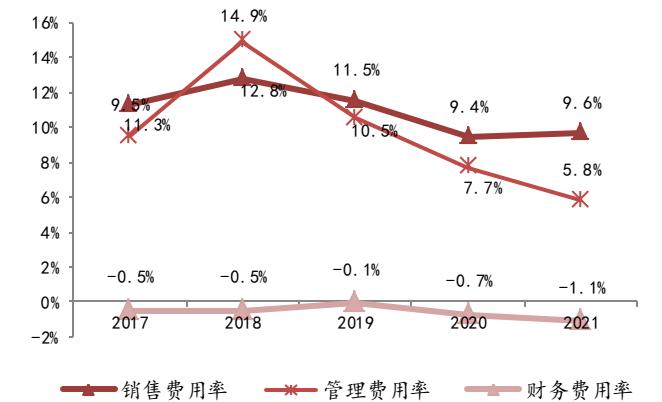
数据来源：招股说明书，西南证券整理

整体来看，受益于下游需求提振及公司自身产品竞争力增强，2021 年公司实现营业收入分别为 5.1 亿元，同比增长 39.6%，2018-2021 年 CAGR 达到 46.0%，呈现良好增势。受益于产品结构的优化，高毛利的系统集成服务和水务管理系统业务占比提升，2021 年公司实现归母净利润 1.0 亿元，同比增加 32.4%，2018-2021 年 CAGR 高达 99.0%，业绩弹性不断释放。

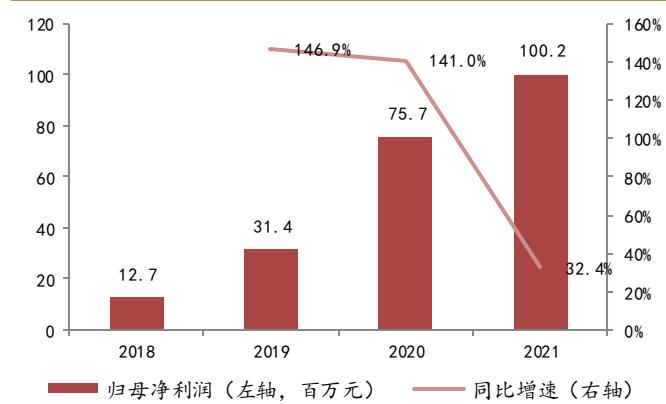
**图 16：公司营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

从费用率和利润率看，**1) 费用端：**报告期内公司费用结构持续优化，除销售费用率小幅上升 0.26pp 至 9.6% 外，管理费用率、财务费用率均保持下降趋势，其中管理费用率为 5.8%，同比下降 1.88pp；财务费用率为 -1.1%，同比下降 0.33pp。**2) 利润端：**2021 年公司综合毛利率为 44.8%，同比下降 3.19pp，主要系水务信息化和整体解决方案项目收入占比上升，部分项目因集成产品多、首次实施和实施复杂等原因，毛利率偏低所致。我们认为，伴随公司产品矩阵的不断丰富完善及项目经验的积累，后续毛利率有望逐步恢复，利润弹性值得期待。

**图 18：公司营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 17：公司归母净利润及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 19：公司归母净利润及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

关键假设：

**1) 智能感传终端：**虽然公司硬件产品的占比逐年缩小，但负责数据采集和传输的感知层产品仍是众多水务公司实现智能化转型的基础一环，新老客户皆需采购智能感传终端进行配套部署或补充部署，预计 2022-2024 年该业务收入增速分别达到 5%、5%、5%；随着自研自产比例的增高，毛利率稳步提升，分别为 46.3%、46.5%、46.9%。

**2) 水务管理系统：**软件系统是公司战略发展重心，也是各水务公司二阶段信息智能化转型的核心需求，两个“办法”政策推动下，下游客户积极性更高，和达在管网漏损等方面具备核心技术优势和丰富的项目经验，有望充分收益，实现订单高增，预计 2022-2024 年该业务收入增速分别达到 55%、45%、40%；伴随项目经验的积累，公司软件业务的自研比例也将逐步提升，预计毛利率分别达到 53%、56%、58%。

**3) 系统集成服务：**从近两年趋势来看，下游客户采集信息系统时更偏向软硬一体的整体解决方案采购，并且公司的整体信息化系统已成为众多新建水务设备的标配选择，相较纯软件或纯硬件产品更多是用于水务公司的补充部署和完善，系统集成服务的需求量仍将最大化，预计该项业务仍将维持较高增速，2022-2024 年分别达到 65%、58%、50%；伴随公司产品矩阵的不断丰富完善及项目经验的积累，毛利率随整体软硬件业务毛利率提升，分别为 44%、44.5%、45%。

**4) 技术服务：**技术服务是客户采购公司产品后涉及的技术咨询、运维和培训等服务，是其他业务附属的配套业务，预计 2022-2024 年收入增速伴随其他业务的放量维持 11% 左右增长，毛利率逐步提升。

5) 业务扩大带来规模效应，费用管控效果可持续。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
智能感传终端	收入	143.29	150.45	157.98
	增速	0.5%	5.0%	5.0%
	毛利率	45.9%	46.3%	46.5%
水务管理系统	收入	79.67	123.49	179.06
	增速	62.6%	55.0%	45.0%
	毛利率	50.1%	53.0%	56.0%
系统集成服务	收入	263.41	434.63	686.71
	增速	72.1%	65.0%	58.0%
	毛利率	42.5%	44.0%	44.5%
技术服务	收入	20.92	23.22	25.78
	增速	11.5%	11%	11%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	毛利率	46.4%	46.8%	47.3%	48.0%
	收入	507.3	731.8	1,049.5	1,475.2
	增速	39.6%	44.3%	43.4%	40.6%
	毛利率	44.8%	46.1%	46.8%	47.5%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 7.3 亿元 (+44.3%)、10.5 亿元 (+43.4%) 和 14.8 亿元 (+40.6%)，归母净利润分别为 1.5 亿元 (+47.9%)、2.1 亿元 (+43.4%)、3.0 亿元 (+43.3%)，EPS 分别为 1.38 元、1.98 元、2.84 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、14 倍、9 倍。

## 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取创业慧康、龙软科技、瑞纳智能等产业信息化公司进行估值比较。

表 4：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)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300451.SZ	创业慧康	105	6.80	0.27	0.35	0.46	0.56	42	19	15	12
688078.SH	龙软科技	32	44.53	0.89	1.50	2.27	3.27	65	30	20	14
301129.SZ	瑞纳智能	40	54.00	2.33	3.21	4.32	5.44	36	17	12	10
平均值								48	22	16	12
688296.SH	和达科技	29	26.77	0.93	1.38	1.98	2.84	29	19	14	9

数据来源: Wind, 西南证券

从 PE 角度看，2022 年行业平均估值为 22 倍，公司 PE 为 19 倍，略低于行业平均水平。我国水务系统痛点明显，管网漏损严重，水务行业智能化转型势在必行；国家政策持续推动，水务信息化建设纳入准许成本，下游企业积极性高，行业景气度极大提振；和达科技深耕水务智能化行业二十余年，提供软硬一体的整体解决方案，技术优势突出，标杆项目众多，有望扩大领先优势，实现业务的快速扩张。考虑公司 2022-2024 年归母净利润复合增速达到 44.83%，给予公司 2022 年 25 倍 PE，对应目标价 34.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 3 风险提示

政策推进力度不及预期；毛利率恢复不及预期；疫情反复影响交付；行业竞争加剧等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	507.28	731.78	1049.51	1475.22	净利润	101.37	149.87	214.90	307.95
营业成本	280.10	394.57	558.01	774.77	折旧与摊销	4.87	3.95	3.95	3.95
营业税金及附加	5.10	6.92	10.23	14.16	财务费用	-5.37	-7.32	-10.50	-14.75
销售费用	48.89	65.86	94.46	129.82	资产减值损失	-1.41	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	29.31	131.72	186.81	259.64	经营营运资本变动	-88.83	-64.23	-125.30	-169.32
财务费用	-5.37	-7.32	-10.50	-14.75	其他	-6.17	-1.00	-1.00	-1.00
资产减值损失	-1.41	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	4.45	80.28	81.06	125.83
投资收益	-0.15	2.00	2.00	2.00	资本支出	-40.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	15.63	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	20.00	20.00	20.00	投资活动现金流净额	-25.21	2.00	2.00	2.00
<b>营业利润</b>	<b>110.26</b>	<b>163.03</b>	<b>233.50</b>	<b>334.58</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.44	-0.26	-0.29	-0.31	长期借款	-16.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>109.82</b>	<b>162.77</b>	<b>233.21</b>	<b>334.27</b>	股权融资	275.38	0.00	0.00	0.00
所得税	8.46	12.90	18.30	26.32	支付股利	0.00	0.00	-29.64	-42.49
<b>净利润</b>	<b>101.37</b>	<b>149.87</b>	<b>214.90</b>	<b>307.95</b>	其他	-4.13	4.05	10.50	14.75
少数股东损益	1.15	1.70	2.43	3.49	筹资活动现金流净额	255.25	4.05	-19.14	-27.74
归属母公司股东净利润	100.22	148.18	212.47	304.46	<b>现金流量净额</b>	<b>234.49</b>	<b>86.33</b>	<b>63.92</b>	<b>100.09</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
货币资金	461.90	548.23	612.15	712.24	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	279.91	366.19	529.75	765.06	销售收入增长率	39.61%	44.25%	43.42%	40.56%
存货	84.90	136.61	184.56	256.68	营业利润增长率	29.21%	47.86%	43.22%	43.29%
其他流动资产	20.79	11.04	17.32	23.30	净利润增长率	29.64%	47.85%	43.39%	43.30%
长期股权投资	3.68	3.68	3.68	3.68	EBITDA 增长率	25.68%	45.48%	42.15%	42.66%
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	56.07	54.83	53.58	52.33	毛利率	44.78%	46.08%	46.83%	47.48%
无形资产和开发支出	13.23	10.91	8.60	6.29	三费率	14.36%	26.00%	25.80%	25.40%
其他非流动资产	31.50	31.11	30.71	30.32	净利润率	19.98%	20.48%	20.48%	20.87%
<b>资产总计</b>	<b>951.97</b>	<b>1162.60</b>	<b>1440.35</b>	<b>1849.90</b>	ROE	13.84%	16.98%	20.12%	23.09%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.65%	12.89%	14.92%	16.65%
应付和预收款项	161.15	252.97	340.26	477.45	ROIC	51.26%	52.47%	56.38%	57.98%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.64%	21.82%	21.62%	21.95%
其他负债	58.54	26.94	32.14	39.04	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>219.70</b>	<b>279.91</b>	<b>372.40</b>	<b>516.49</b>	总资产周转率	0.68	0.69	0.81	0.90
股本	107.39	107.39	107.39	107.39	固定资产周转率	86.60	137.39	257.30	520.94
资本公积	380.19	380.19	380.19	380.19	应收账款周转率	2.57	2.57	2.67	2.59
留存收益	235.88	384.06	566.89	828.86	存货周转率	3.76	3.56	3.47	3.51
归属母公司股东权益	722.93	871.64	1054.47	1316.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.85%	—	—	—
少数股东权益	9.35	11.04	13.48	16.96	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>732.28</b>	<b>882.69</b>	<b>1067.95</b>	<b>1333.41</b>	资产负债率	23.08%	24.08%	25.85%	27.92%
负债和股东权益合计	951.97	1162.60	1440.35	1849.90	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	流动比率	4.13	4.00	3.75	3.50
EBITDA	109.75	159.66	226.95	323.78	速动比率	3.71	3.49	3.24	2.99
PE	28.69	19.40	13.53	9.44	股利支付率	0.00%	0.00%	13.95%	13.96%
PB	3.93	3.26	2.69	2.16	<b>每股指标</b>				
PS	5.67	3.93	2.74	1.95	每股收益	0.93	1.38	1.98	2.84
EV/EBITDA	21.77	14.40	9.85	6.59	每股净资产	6.82	8.22	9.94	12.42
股息率	0.00%	0.00%	1.03%	1.48%	每股经营现金	0.04	0.75	0.75	1.17
					每股股利	0.00	0.00	0.28	0.40

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

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20%与 -10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20%以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

### 行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn