

和达科技 (688296.SH) 智慧水务政策提速，龙头有望加快成长

2022 年 05 月 28 日

——公司首次覆盖报告

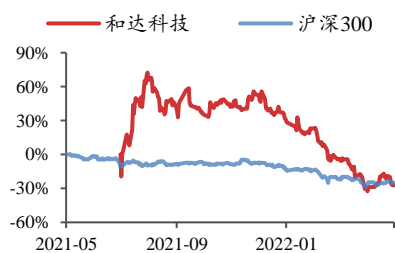
投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

日期	2022/5/27
当前股价(元)	23.41
一年最高最低(元)	57.49/21.09
总市值(亿元)	25.14
流通市值(亿元)	5.97
总股本(亿股)	1.07
流通股本(亿股)	0.26
近 3 个月换手率(%)	151.65

股价走势图



数据来源：聚源

● 水务信息化先行者，业绩持续高增长

公司为水务信息化先行者，市场占有率居于行业前列。我们认为公司有望受益政策加持下的智慧水务高景气，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.30、1.81、2.52 亿元，EPS 分别为 1.21、1.68、2.35 元/股，对应当前股价 PE 分别为 19.3、13.9、10.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 政策持续加码，智慧水务建设有望提速

(1) 稳增长目标明确，有望催化水务基建持续景气。中央经济工作会议提出 2022 年要坚持稳中求进，适度超前开展基础设施投资。习近平总书记在中央财经委员会第十一次会议进一步强调，全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系。

(2) 政策持续加码，智慧水务更具弹性。2021 年 8 月，国家发改委、住建部修订《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》。《办法》对供水企业精简人员、降低管网漏损率提出明确要求，并提出建立“准许成本加合理收益”为核心的定价机制。我们认为政策约束有望倒逼水务企业通过信息化手段降本增效，定价机制改革有望合理补偿城市供水成本，为信息化建设提供资金。

● 公司产品布局广泛，卡位优质客户资源

经过长期核心技术的积累与发展，公司产品线不断扩充，从搭建基础的供水调度系统，逐渐成长为水务信息化建设的整体解决方案提供商。据公司招股书，截至 2021 年 7 月，公司水务软件著作权数量高达 136 项，高于行业内多数水务信息化企业，领先的软件著作权数量彰显公司软件产品线丰富的优势。凭借先进技术及丰富产品线优势，公司累计向 600 余家水务企业提供信息化服务，积累起丰富的客户资源和良好的市场口碑，卡位优质客户为业务持续发展奠定基础。

● 在手订单快速增长，成长逻辑持续验证

公司凭借先发优势，承接的大型水务系统集成项目金额大幅增长。2021 年 9 月，公司中标绍兴市区供水智能化建设试点项目—城市供水管网漏损控制专项，中标金额高达 6382.22 万元。公司持续中标大体量订单，长期成长逻辑持续验证。

● **风险提示：**智慧水务落地不及预期；市场竞争加剧；公司研发不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	363	507	737	1,067	1,537
YOY(%)	54.3	39.6	45.4	44.7	44.0
归母净利润(百万元)	76	100	130	181	252
YOY(%)	141.0	32.4	29.8	39.0	39.3
毛利率(%)	48.0	44.8	45.0	45.1	45.2
净利率(%)	20.8	19.8	17.6	16.9	16.4
ROE(%)	22.0	13.8	15.9	18.2	20.4
EPS(摊薄/元)	0.70	0.93	1.21	1.68	2.35
P/E(倍)	33.2	25.1	19.3	13.9	10.0
P/B(倍)	7.2	3.5	3.1	2.5	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 水务信息化先行者，业绩持续高增长	4
2、 行业：政策加持，智慧水务建设提速	6
2.1、 水务投资：稳增长政策持续发力，水务基建景气高位向上	6
2.1.1、 短期：稳增长目标明确，水务基建投资加速发力	6
2.1.2、 长期：城镇供水设施投资持续景气，乡村供水前景可期	7
2.2、 智慧水务：乘政策东风，迎发展契机	9
2.2.1、 中国供水管网漏损严重，智慧水务大有可为	9
2.2.2、 政策频繁加码，智慧水务建设有望提速	11
2.3、 竞争格局：行业集中度有望提升，平台型厂商更具优势	12
3、 公司：产品布局广泛，有望快速放量	12
3.1、 具备全栈式解决方案，卡位优质客户资源	12
3.2、 在手订单快速增长，成长逻辑持续验证	13
3.3、 布局二次供水领域，有望开辟第二成长曲线	15
4、 盈利预测与投资建议	15
4.1、 核心假设	15
4.2、 盈利预测与估值分析	15
5、 风险提示	16
附：财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 公司提供水务信息化整体解决方案	4
图 2： 公司积累起丰富的客户资源	5
图 3： 2018 年以来公司收入快速增长	6
图 4： 2018 年以来公司盈利能力总体改善	6
图 5： 2018 年以来公司系统集成服务收入高增（亿元）	6
图 6： 2018 年以来公司系统集成服务收入占比提升（%）	6
图 7： 2010 年以来城镇化带动城市供水基础设施建设	8
图 8： 2010 年以来中国城市供水基础设施固定资产投资额维持高位（亿元）	8
图 9： 2010 年以来中国乡镇供水设施固定资产投资额呈现增长态势（亿元）	9
图 10： 中国乡镇供水普及率仍有提升空间（%）	9
图 11： 中国供水管网漏损严重	10
图 12： 与发达国家相比中国公共供水管网的漏损率较高	10
图 13： 智慧水务助力水务企业实现漏损控制精细化管理	11
图 14： 上海市发布水价上调方案（元/立方米）	11
图 15： 2018 年以来公司新增订单快速增长（亿元）	13
图 16： 2018 年以来公司 50 万以上订单占比提升（%）	13
图 17： 2018 年以来公司创收 100 万以上的客户数量增长	14
图 18： 2018 年以来公司客户结构持续优化	14
图 19： 绍兴市城市供水管网漏损控制专项架构	14
图 20： 公司发布二次供水综合管理平台	15

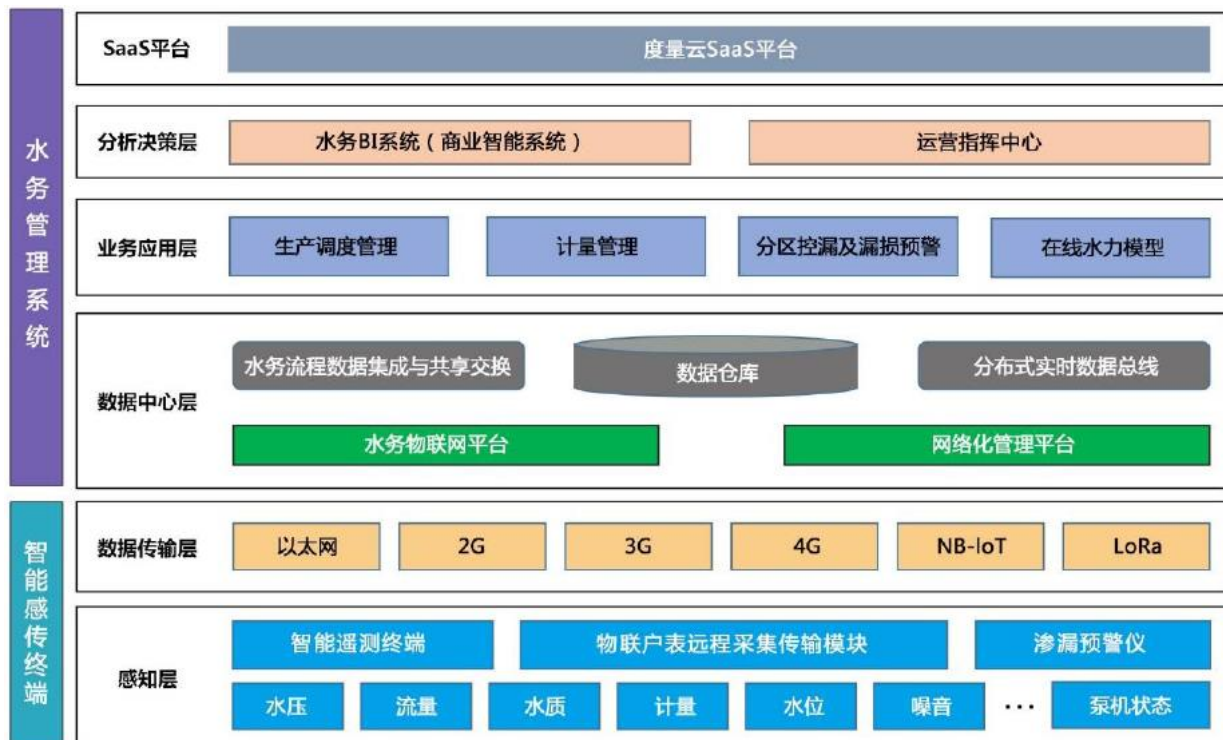
表 1： 董事长郭军为公司实控人（截至 20220331）	5
表 2： 稳增长政策持续加码，基建投资有望持续景气	7
表 3： 水务信息化发展阶段：从单一信息化到智慧化	12
表 4： 公司水务软件著作权数量居于行业前列	12
表 5： 公司在头部水务企业中水务系统软件市占率领先.....	13
表 6： 公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平	16

1、水务信息化先行者，业绩持续高增长

公司为国内智慧水务建设龙头。公司深耕水务信息化建设超二十年，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，为落实国家节水行动计划、防治水污染、提高水务服务水平提供支持，保障国家水安全。目前公司重点服务供水、排水、水利、农饮水领域，现已服务超过 300 个城市和 600 家以上水务企业客户。

公司提供水务信息化整体解决方案。公司以水务数据采集、传输、存储、处理及智能分析为核心，提供涵盖智能感传终端硬件、水务管理系统软件的整体解决方案。智能感传终端用于水务工况数据的采集、传输，具体产品包括智能遥测终端、物联户表远程采集传输模块、渗漏预警仪等。水务管理系统用于水务工况数据的存储、处理以及智能分析，主要产品包括水务物联网平台、网格化管理平台、生产调度系统、计量管理系统、分区控漏系统、渗漏预警云平台、在线水力模型等。

图1：公司提供水务信息化整体解决方案



资料来源：公司招股书

水务信息化解决方案有效解决行业痛点问题。水务行业是关系国计民生的基础行业，但行业长期存在供水管网漏损严重等难题，迫切需要信息化手段提升运营管理水平。借助信息化手段，水务企业可实现主要业务工况的实时监控、数据分析、报警预警和辅助决策，增强精准预测和调度指挥能力，以更加精细和动态的方式管理各业务环节，更好地实现节能降漏、保障供排水安全、提升服务质量。

公司积累起丰富的客户资源和良好的市场口碑。公司深耕水务行业二十年，积累丰富的水务信息化解决方案实施经验，服务水务企业超过 600 家，承担多地水务局项目，在行业内享有较高的知名度。我们认为，丰富客户资源为公司业务持续发展奠定基础。

图2：公司积累起丰富的客户资源

智慧水务	深圳市水务（集团）有限公司	广州市自来水有限公司	武汉市水务集团有限公司	郑州自来水投资控股有限公司
	北控水务集团有限公司	绍兴市公用事业集团有限公司	大连市自来水集团有限公司	中国水务集团有限公司
	青岛水务集团有限公司	宁波市自来水有限公司	潮州市水务集团有限公司	嘉兴市水务投资集团有限公司
智慧排水	深圳市水务（集团）有限公司	嘉兴市联合污水管网有限责任公司	嘉兴市嘉源污水处理有限公司	嘉兴市经济开发区污水处理
	嘉兴市南环水处理有限公司	瑞安市排水有限公司	常州市城市排水有限公司	绍兴水务产业有限公司
	杭州萧山污水处理有限公司	辽源水务有限责任公司	江苏润生水处理产业有限公司	无锡市高新水务有限公司
智慧水利	湖州市水利局	德清县水利局	南浔区水利局	长兴县水利局
	桐乡市水利局	嘉兴市水利局	平湖市水利局	温岭市农业农村和水利局
	临海市农业农村和水利局	柯桥区水利局	金华市金东区水务局	义乌市水务局
	宁波市水利局	余姚市水利局	象山县水利局	遂昌县水利局
农村饮用水	东阳市水务局	东阳市水资源中心	杭州富阳水务有限公司	杭州临安自来水有限公司
	余姚市姚东自来水有限公司	绍兴市上虞区供水有限公司	仙居县水利局	瑞安市农村供水运维有限公司
	武义县水务局	东阳市三乡水务有限公司		

资料来源：公司官网

股权较为集中，股权激励充分。董事长、总经理兼首席技术官郭军为公司控制股东及实际控制人，直接持有公司 35.62%股份。绍兴公用持有公司 3.49%股份，利好业务开拓。鸿和众达为员工持股平台，持有公司股份 3.34%，股权激励较为充分，利好公司长期业绩释放。

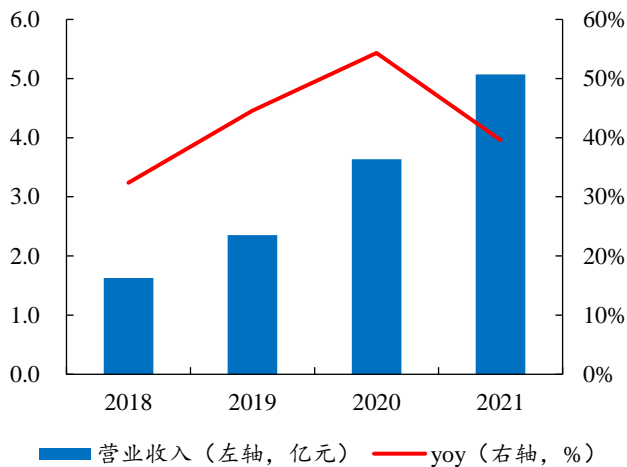
表1：董事长郭军为公司实控人（截至 20220331）

排名	股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）
1	郭军	3825.21	35.62%
2	共青城东兴博元投资中心（有限合伙）	497.81	4.64%
3	上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）	469.04	4.37%
4	绍兴市公用事业集团有限公司	375.23	3.49%
5	嘉兴鸿和众达投资管理合伙企业（有限合伙）	358.58	3.34%
6	郭正潭	349.08	3.25%
7	株洲南方阀门股份有限公司	247.50	2.30%
8	宁波梅山保税港区宜安投资合伙企业（有限合伙）	182.80	1.70%
9	宁波梅山保税港区曦华股权投资合伙企业（有限合伙）	182.80	1.70%
10	宁波梅山保税港区备盈投资管理中心（有限合伙）	163.66	1.52%
合计		6651.71	61.93%

数据来源：Wind、开源证券研究所

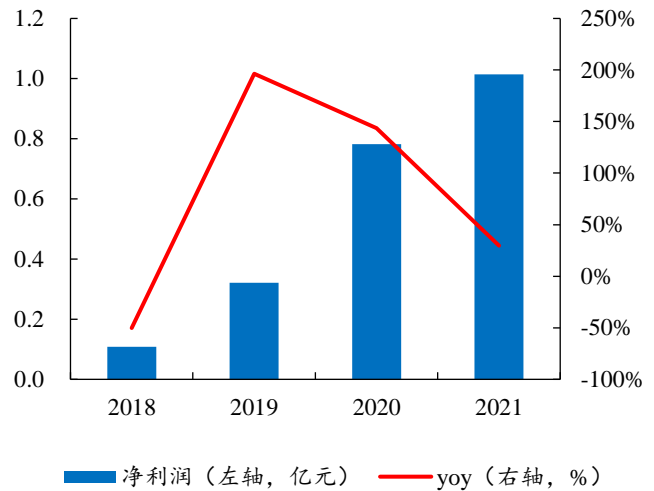
公司业绩持续快速增长。2018-2021 年，公司业绩持续高增长，营业收入从 2018 年的 1.63 亿元增至 2021 年的 5.07 亿元，CAGR 达 46.05%；净利润从 2018 年的 0.11 亿元增至 2021 年的 1.01 亿元，CAGR 达 110.72%。公司业绩实现高增长一方面系行业景气维持高位，一方面得益于公司产品线不断丰富、市场知名度和品牌影响力不断提高，市场份额扩大。

图3：2018年以来公司收入快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

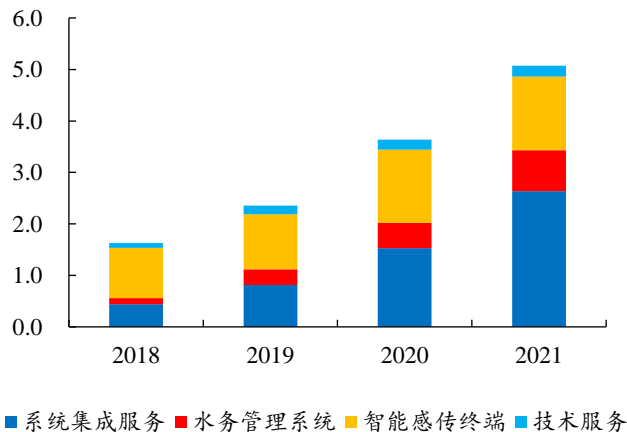
图4：2018年以来公司盈利能力总体改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

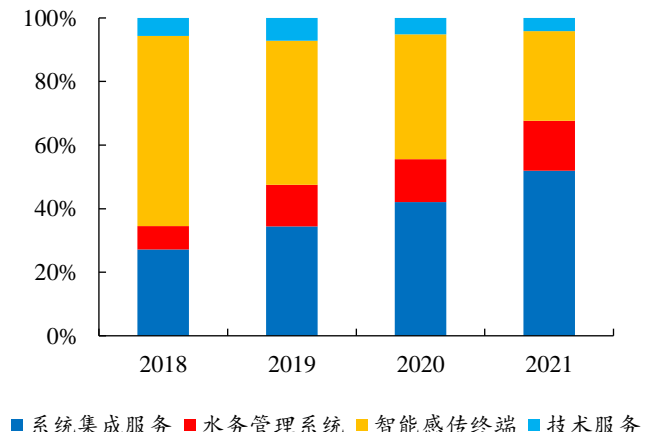
公司水务信息系统和系统集成服务收入高增长。2018-2021年，公司水务管理系统、系统集成服务收入持续高增长，年均复合增速分别为88.38%、81.26%。公司软件和集成业务收入高增，一方面系《国家节水行动方案》等节水政策法规催化水务公司对自动化和信息化技术的需求持续增长；一方面得益于伴随公司项目经验的积累和行业知名度的提升，公司承接了更多涉及水务信息化管理领域的大体量项目。

图5：2018年以来公司系统集成服务收入高增（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2018年以来公司系统集成服务收入占比提升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：政策加持，智慧水务建设提速

2.1、水务投资：稳增长政策持续发力，水务基建景气高位向上

2.1.1、短期：稳增长目标明确，水务基建投资加速发力

稳增长政策持续加码，水务基建投资有望提速。2021年底，中央经济工作会议提出2022年要坚持稳中求进、稳中求进，适度超前开展基础设施投资。2022年以来，稳增长政策不断加码，基建投资持续发力。3月，李克强总理在《2022年政府工作报告

告》中提出，拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。4 月，习近平总书记在中央财经委员会第十一次会议进一步强调，全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系，加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设。我们认为水务作为基础设施建设和民生工程的重要领域，水务建设有望乘稳增长政策东风迎来发展机遇。

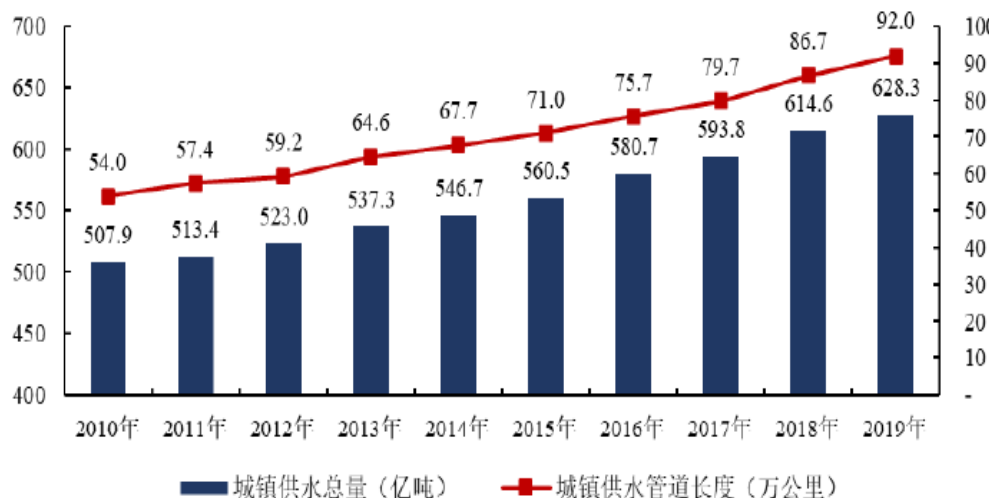
表2：稳增长政策持续加码，基建投资有望持续景气

时间	会议/文件	表述
2021.12	中央经济工作会议	2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。适度超前开展基础设施投资。
2021.12	水利部《关于实施国家水网重大工程的指导意见和实施方案》	到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，有序实施省市县水网建设，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智慧化等短板和薄弱环节，水安全保障能力进一步提升。
2022.1	国家发改委、水利部《“十四五”水安全保障规划》	是国家层面首次编制实施的水安全保障五年规划。《规划》指出，“十四五”期间要抓好 8 个方面重点任务。其中之一是加强智慧水利建设，提升数字化网络化智能化水平。
2022.2	国务院常务会议	推进制造业强链补链和产业基础再造，加快新型基础设施建设、重点领域节能降碳技术改造等，扩大有效投资。
2022.3	国务院常务会议	把稳增长放在更加突出的位置。今年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。这些工程加上其他水利项目，全年可完成投资约 8000 亿元。
2022.3	2022《政府工作报告》	要把稳增长放在更加突出的位置。拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元。开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给排水管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。
2022.4	中央财经委员会第十一次会议	全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系。会议指出，要加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设。加强城市基础设施建设，加强城市防洪排涝、污水和垃圾收集处理体系建设。要加强农业农村基础设施建设，完善农田水利设施，实施规模化供水工程，加强农村污水和垃圾收集处理设施建设。

资料来源：国务院、国家发改委、水利部、开源证券研究所

2.1.2、长期：城镇供水设施投资持续景气，乡村供水前景可期

城镇化推进带动城镇供水设施建设持续发展。据住建部，2010-2019 年，中国城镇化率由 49.95%提升至 60.60%，相应生活供水总量由 507.9 亿吨增长至 628.3 亿吨，供水管道长度由 54 万公里增加至 92 万公里，如果不考虑城镇供水普及率提升影响，平均城镇化率每提升 1 个百分点，供水管道长度需要增加 3.57 万公里。根据“十四五”规划目标，2035 年中国常住人口城镇化率将提高到 65%，有望驱动城镇供水基础设施建设保持高景气。

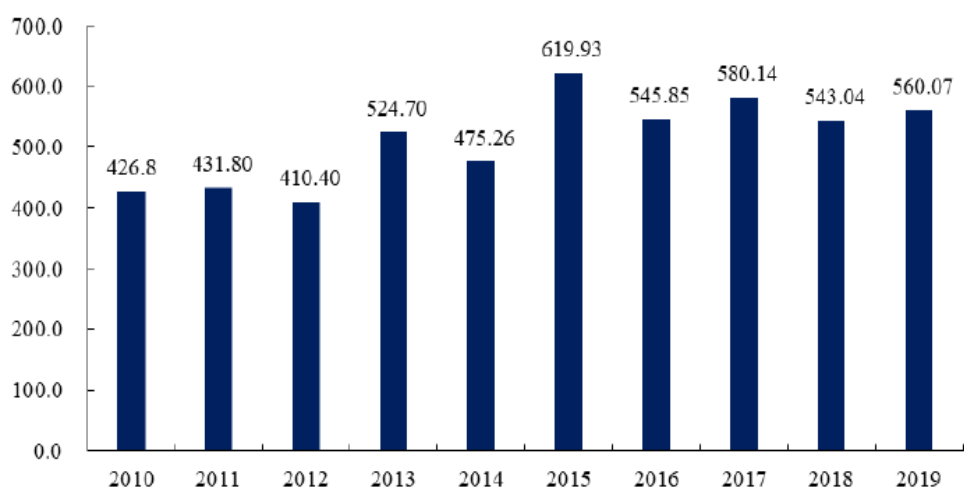
图7：2010年以来城镇化带动城市供水基础设施建设


资料来源：威派格招股书

城镇供水固定资产投资维持高位，驱动水务信息化建设。城镇人口和用水量的不断增加，促使中国城镇供水固定资产投资额不断增加。据住建部，近年来，中国城市供水基础设施固定资产投资额一直保持在 500-600 亿之间的高投入水平。供水管网的增加需要相应增加水务信息化智能终端的布置数量、扩大数据检测范围以及增强软件系统的数据承载量和分析能力，城镇供水固定资产投资维持高位，对水务信息化的发展有着重要的推动作用。

图8：2010年以来中国城市供水基础设施固定资产投资额维持高位（亿元）

2010-2019 年我国城市供水基础设施固定资产投资额（亿元）

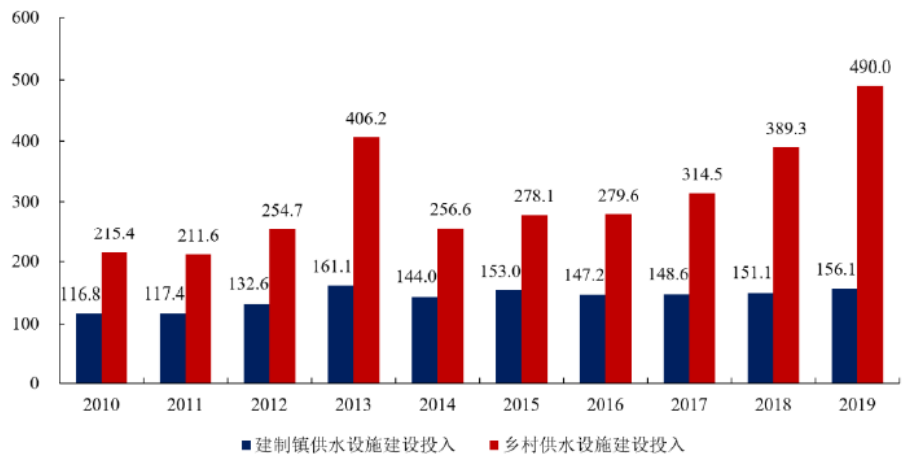


资料来源：威派格招股书

“乡村振兴”战略的落地打开乡镇供水市场空间。“乡村振兴”战略催化出较大的乡村固定资产建设增量。在此背景下，中国乡镇供水设施固定资产投资额呈现增长态势，据住建部，2019 年中国乡镇供水设施固定资产投资额首次突破 600 亿元，达 646.08 亿元，其中乡村供水设施固定资产投资额 489.98 亿元。我们认为，乡镇供水投资不断落地，有望进一步打开行业玩家成长空间。

图9：2010年以来中国乡镇供水设施固定资产投资额呈现增长态势（亿元）

2010-2019 年我国建制镇、乡村供水设施固定资产投资额（亿元）

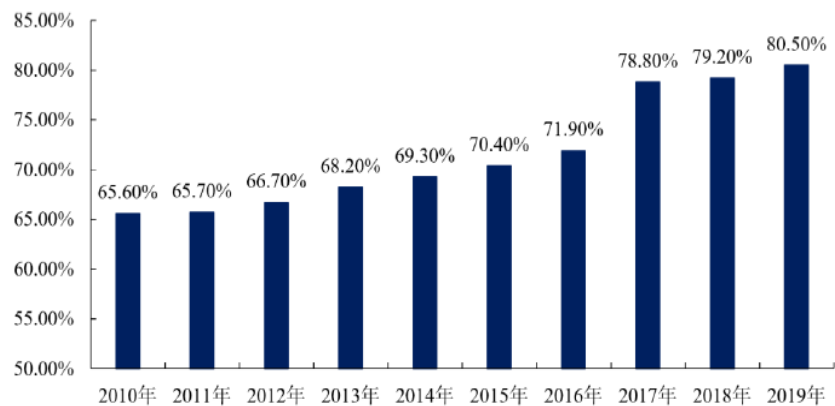


资料来源：威派格招股书

相较城镇供水，乡镇供水尚有较大的市场空间和发展潜力。据住建部，2019 年中国城市供水普及率已达到 98.78%。同期中国乡镇供水普及率仅为 80.50%，且各省份农村供水普及率差别较大，2019 年吉林、辽宁、江西、湖南省农村供水普及率仍然不足 70%。2021 年中央一号文件《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》中明确提出了“到 2025 年农村自来水普及率达到 88%”的目标，中国农村地区供水普及率仍有较大提升空间。

图10：中国乡镇供水普及率仍有提升空间（%）

2010-2019 年我国乡镇供水普及率（%）



资料来源：威派格招股书

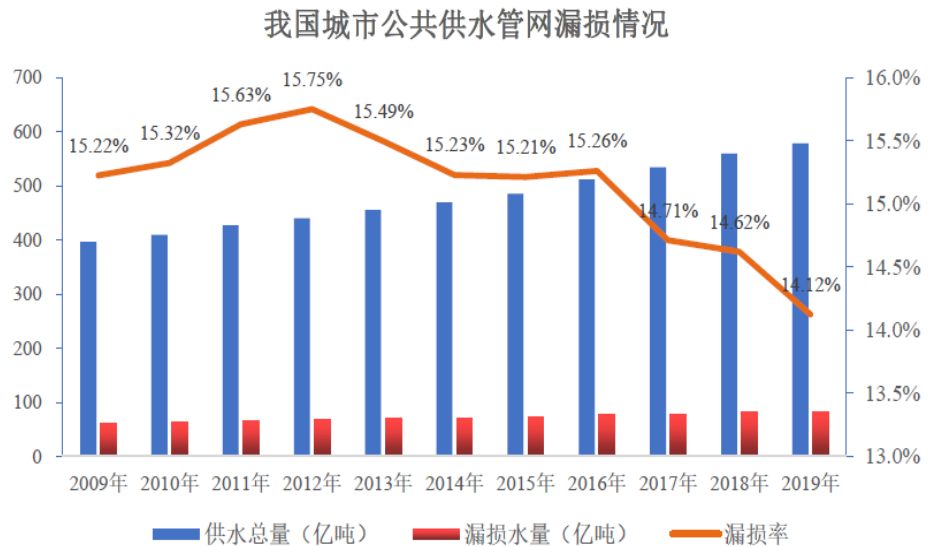
2.2、智慧水务：乘政策东风，迎发展契机

2.2.1、中国供水管网漏损严重，智慧水务大有可为

中国供水管网漏损严重。管网漏损不仅浪费水资源、增加供水企业成本，而且影响水质，给饮水安全带来隐患。住建部发布的《2019 年城市建设统计年鉴》显示，2019 年中国 600 多个主要城市公共供水管网的漏损水量为 81.64 亿立方米，平均漏损率为 14.12%，供水管网漏损情况严重。《“十四五”节水型社会建设规划》明确提

出，2025 年城市公共供水管网漏损率降至 9%，政策目标明确，有望提升行业景气。

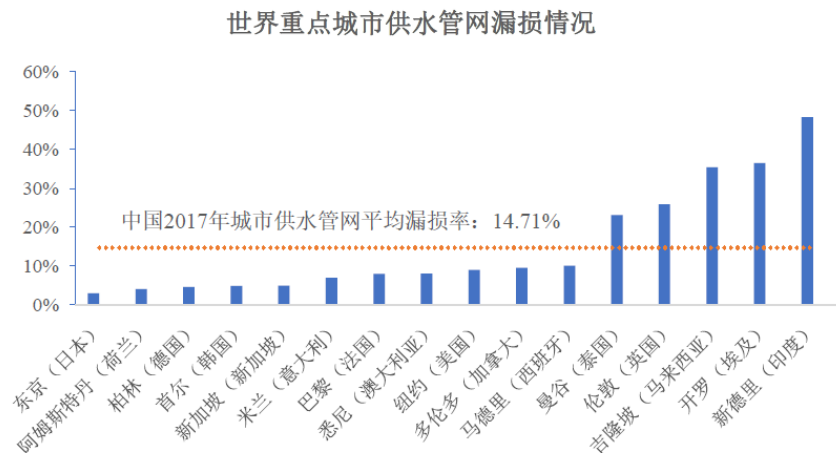
图11：中国供水管网漏损严重



资料来源：公司招股书

对标发达国家，中国供水管网能力亟待提高。与国际先进国家相比，中国公共供水管网的漏损率较高，管网治理能力仍有较大提升空间。我们认为，政策催化下，中国水务企业提高管网管理能力、降低漏损率的诉求较为迫切，有望催生智慧水务需求高景气，龙头成长可期。

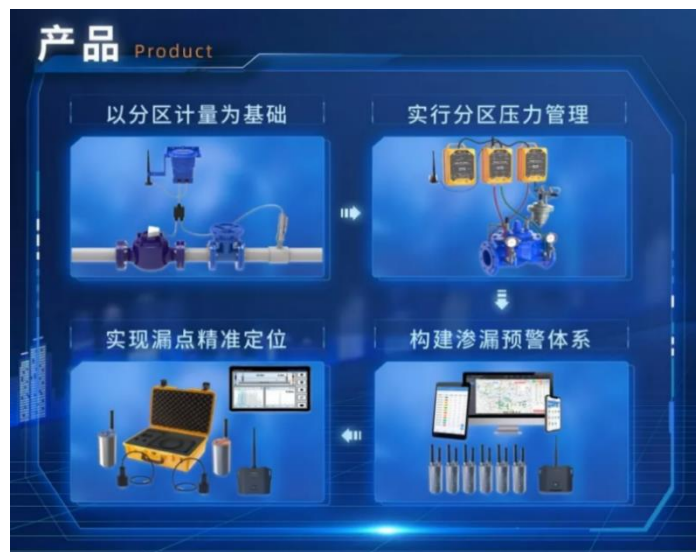
图12：与发达国家相比中国公共供水管网的漏损率较高



资料来源：公司招股书

智慧水务有效解决行业痛点问题。水务行业长期存在供水管网漏损严重、运营管理水平低等难题。水务企业亟需借助智能化检漏技术及工具助力，构建智慧化漏损管控体系，降低漏损率，提升运营管理水平。以公司自主研发漏损控制系列产品为例，噪声监测仪人机高效结合，大幅减小人工检漏压力，降低检漏难度；智能相关仪可精确定位渗漏点；智能压力管理阀，通过分区控压有效降漏。我们认为，中国供水管网漏损问题较为严重，智慧水务大有可为。

图13：智慧水务助力水务企业实现漏损控制精细化管理



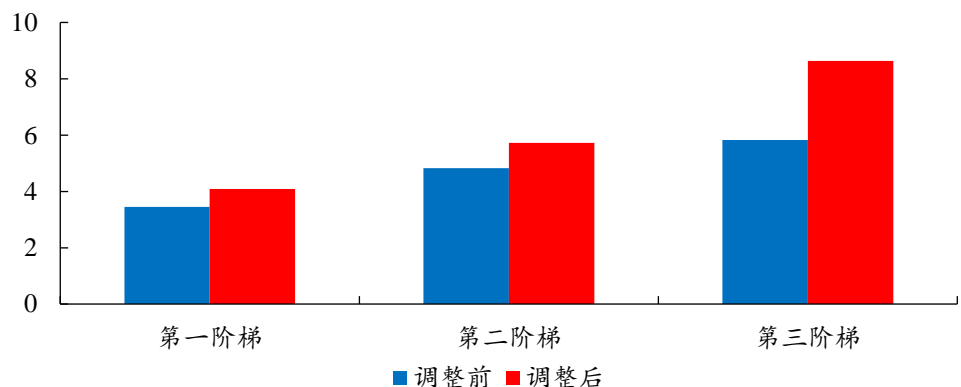
资料来源：公司公众号

2.2.2、政策频繁加码，智慧水务建设有望提速

新版《城镇供水价格管理办法》出台，智慧水务建设有望提速。2021年8月，国家发改委、住建部修订印发《城镇供水价格管理办法》、《城镇供水定价成本监审办法》。《办法》设定供水企业职工人数定员上限标准为日生产能力15人/万立方米，设定管网漏损率控制标准为10%，超出规定标准的部分不得计入供水定价成本，低于规定标准的按规定标准计算。我们认为，《办法》建立了促进供水企业降本增效的激励约束机制，对供水企业精简人员、降低管网漏损率要求明确，政策约束有望倒逼水务企业通过信息化手段降本增效，催化行业持续高景气。

水价上调有望增厚水务企业利润，为信息化建设提供资金。《办法》提出建立“准许成本加合理收益”为核心的定价机制，目前上海、河北等地已先后发布水价调整方案。上海市提出，第一阶梯综合水价从现行的每立方米3.45元调整为4.09元，第二阶梯综合水价从现行的每立方米4.83元调整为5.72元，第三阶梯综合水价从现行的每立方米5.83元调整为8.63元。我们认为水价上调有望合理补偿城市供水成本，为智慧水务建设提供资金支持。

图14：上海市发布水价上调方案（元/立方米）



数据来源：上海市发改委、开源证券研究所

2.3、竞争格局：行业集中度有望提升，平台型厂商更具优势

智慧水务风起云涌，行业格局有望优化。水务信息化从单一信息化到智慧水务是必然趋势，在产业升级过程中，仅具有单一信息化产品的厂商受制于技术、产品、人才、行业口碑和对其他子系统的不熟悉，很难实现单一信息化产品的大数据分析和智慧功能。我们认为，智慧水务建设有望优化竞争格局，产品线齐全、具备综合软件技术研发和应用能力的龙头更具优势，成长可期。

表3：水务信息化发展阶段：从单一信息化到智慧化

阶段	特点	用户
单一业务信息化	数据分散在各子系统中，未实现统一管理	主要为水务企业中层管理人员和基层操作人员提供服务
多项业务信息化和门户集成	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、统一展示和统一报警等，未实现各子系统间的数据融合分析、流程统一处理、人工智能算法和辅助决策等	主要为水务企业中层管理人员和基层操作人员提供服务，公司高层领导可快速浏览各个子系统的核心数据，提供嵌套分析功能
大数据分析 and 智慧化	将多个单一的业务信息化系统整合到统一的门户平台上（可统一规划设计实施单一的业务信息化系统，也可融合已应用的单一的业务信息化系统），实现统一权限管理、统一入口、统一展示和统一报警等，建立数据仓库或数据中台、统一业务流程或业务中台，部署 BI 系统，实现系统之间的数据和业务联动，实现智慧分析、智慧预警和辅助决策等	水务企业各级管理人员可在统一的平台上按权限获得相关的数据和执行相关的业务操作

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

3、公司：产品布局广泛，有望快速放量

3.1、具备全栈式解决方案，卡位优质客户资源

公司产品种类齐全，软件著作权数量居于行业前列。经过公司长期核心技术的积累与发展，公司产品线不断扩充，从最初的搭建基础的供水调度系统，逐步成为国内少数几家水务领域信息化建设的整体解决方案提供商。截至 2021 年 7 月，公司水务软件著作权数量高达 136 项，高于行业内多数水务信息化企业，领先的软件著作权数量彰显公司软件产品线丰富的优势。

表4：公司水务软件著作权数量居于行业前列

公司名称	主营业务收入（万元）	主要收入来源	软件著作权数（项）
威派格	100223.46（2020 年度）	无负压设备、变频设备、区域加压设备、其他	100
三高股份	19946.48（2020 年度）	商品销售、软件开发及服务、系统集成	115
武汉易维科技股份有限公司	11191.46（2017 年度）	软件收入、硬件收入、服务及其他	96
杭州领图信息科技有限公司	未披露	城市地下管网信息系统	43
水联网技术服务中心（北京）有限公司	未披露	供水管网漏损控制解决方案	16
武汉众智鸿图科技有限公司	未披露	时空智能解决方案	128

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司对水务行业具有深刻理解，核心技术达到国际先进水平。公司在数据的积累和治理、业务中台的建设、业务软件的全面性和融合分析能力、软件驱动的全产业链整合能力等多方面技术居于行业领先地位。公司与绍兴水务、清华大学合作开发的“基于数据与业务联动的供水管网漏损管理系统”实现了供水管网漏损的智能化、管理，被住建部评定为在爆漏实时预警与定位技术方面达到国际先进水平。公司技术支撑下，绍兴水务将城市供水漏损率从 20% 以上降低到低于 5%，达到国际先进水平。

公司卡位优质客户资源。根据公司招股书，国内规模排名前 12 的水务企业中，已有 9 家为公司水务软件客户。凭借丰富产品线 and 领先技术优势，公司在排名前列的大型水务企业中的水务系统软件安装服务市场占有率方面行业排名领先。水务企业的水务信息业务系统安装具有一定的排他性，公司卡位丰富的优质客户资源，为未来市场开拓奠定良好的基础。

表5：公司在头部水务企业中水务系统软件市占率领先

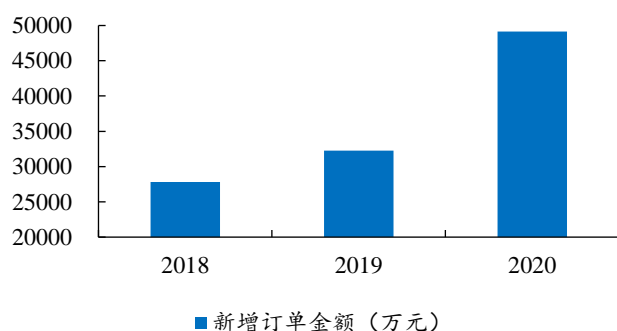
类型	代表企业	供水和污水产能（万吨/日）	覆盖区域
地方国企	北京首创股份有限公司	2965	覆盖安徽、江苏、河北等部分区县
地方国企	北控水务集团有限公司	2211	覆盖广东、湖南、福建等地，并涉及澳大利亚等地
地方国企	北控水务（中国）投资有限公司	1615	广东、湖南、山东等地
地方国企	深圳市水务（集团）有限公司	1227	深圳市为主，同时覆盖江苏、浙江等部分区域
地方国企	广州市水务投资集团有限公司	889	广州市范围内
地方国企	重庆市水务资产经营有限公司	790	重庆市范围内
央企	中国水务投资有限公司	801	山东、江苏、上海和浙江等地
地方国企	成都市兴蓉环境股份有限公司	605	以成都市范围内为主，向海南、江苏、甘肃等地
地方国企	北京城市排水集团有限责任公司	423	北京市范围内
地方国企	上海水务资产经营发展有限公司	752	上海市范围内
地方国企	武汉三镇实业控股股份有限公司	347	武汉市范围内
地方国企	西安水务（集团）有限责任公司	352	西安市范围内

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、在手订单快速增长，成长逻辑持续验证

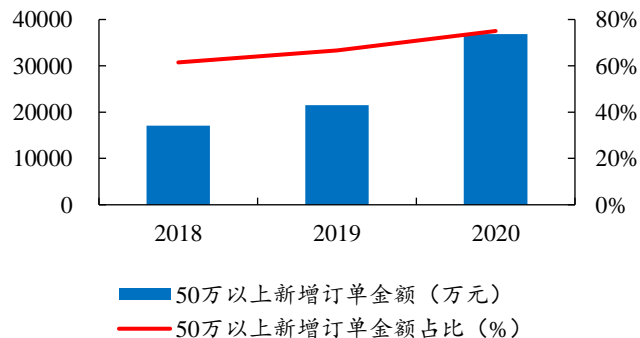
在手订单快速增长。在水务行业信息化需求上涨及有利政策的助推下，公司凭借先发优势，承接的大型水务系统集成项目大幅增加，新增订单金额从 2018 年的 2.78 亿元增至 2020 年的 4.91 亿元，成长逻辑持续验证。

图15：2018 年以来公司新增订单快速增长（亿元）



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

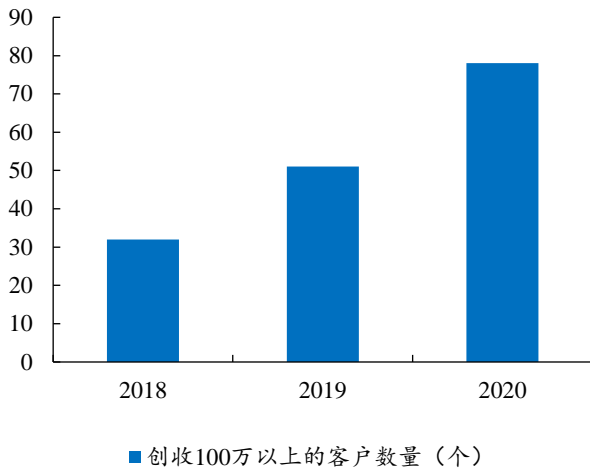
图16：2018 年以来公司 50 万以上订单占比提升（%）



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

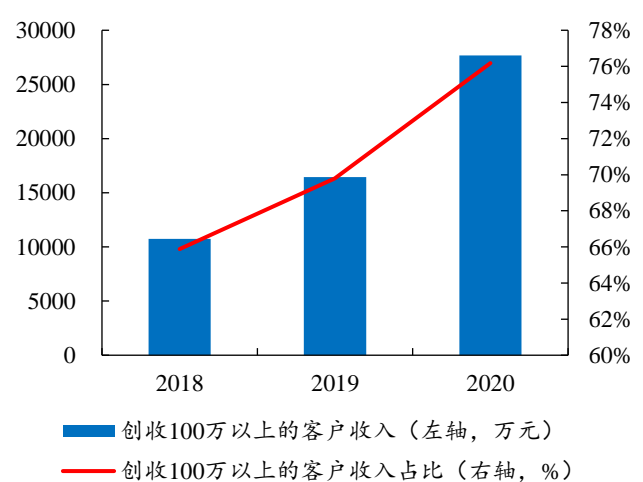
客户数量持续增长，客户结构总体优化。公司凭借自身技术优势及丰富的项目经验获得客户的广泛认可，客户覆盖范围显著增加，客户结构不断优化。公司创收客户数量逐年稳步上升，从2018年的500余家增至2020年的700余家。其中，创收100万以上的客户数量从2018年的32家增至2020年的78家，创收100万以上的客户收入占比从2018年的65.88%升至2020年的76.18%，客户结构显著优化。

图17：2018年以来公司创收100万以上的客户数量增长



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

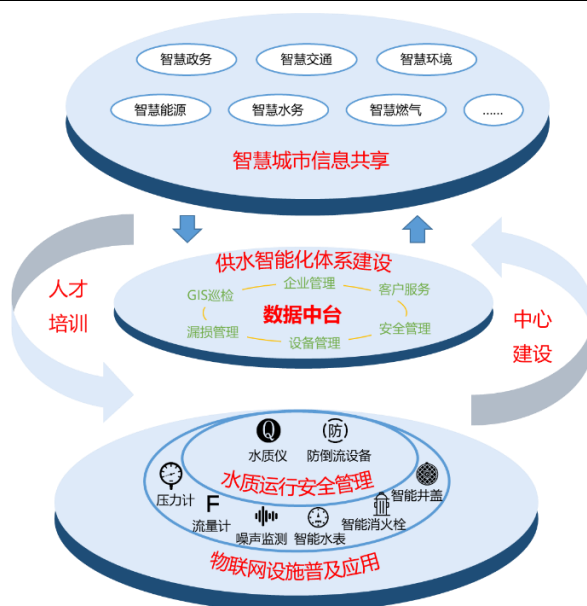
图18：2018年以来公司客户结构持续优化



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

公司中标大体量订单，看好长期成长空间。2021年9月，公司中标绍兴市区供水智能化建设试点项目——城市供水管网漏损控制专项，中标金额6382.22万元，占2020年公司收入的17.56%。2022年1月，公司中标“湖州市供水智能化建设项目-湖州市水务集团有限公司综合管理数字化平台项目”，中标金额3611.8万元。根据公司招股书，2020年公司最大合同金额约3000万。我们认为公司接连中标大体量订单，一方面彰显智慧水务行业加速落地，项目价值量显著提升；一方面验证公司综合实力得到下游客户认可，长期成长逻辑持续验证。

图19：绍兴市城市供水管网漏损控制专项架构



资料来源：绍兴市水务产业有限公司

3.3、布局二次供水领域，有望开辟第二成长曲线

成立合资公司，完善二次供水领域布局。2021 年 12 月，公司与嘉源环境合计出资 1000 万元，成立专注于二次供水领域的合资公司嘉源和达，公司股权占比 49%，嘉源环境占比 51%。我们认为，本次合资双方资源优势互补，将进一步完善公司业务布局、提升综合竞争能力。合资公司的顺利运营将提升公司的市场影响力和核心竞争力，对公司未来二次供水领域产品技术提升、智慧水务产品整体布局及业务拓展产生积极影响，有望打开公司成长天花板。

图20：公司发布二次供水综合管理平台



资料来源：公司公众号

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1：稳增长政策持续加码，催化智能水务建设不断发力。公司先发优势显著，产品力、技术力突出，市场份额居于行业领先地位，有望深度受益行业高景气，进入业绩高增长通道。其中，预计系统集成服务业务 2022-2024 年收入增速分别为 64%/58%/54%，预计水务管理系统业务 2022-2024 年收入增速分别为 58%/52%/45%，预计智能感传终端业务 2022-2024 年收入保持 10%的复合增速。

核心假设 2：收入较高增长有望带动毛利率稳中有升。

核心假设 3：收入高增长有望摊薄销售费用、管理费用；公司持续高研发投入，研发费用率预计保持稳定，保证核心竞争力。

4.2、盈利预测与估值分析

公司为国内智慧水务龙头企业，市场份额居于行业前列。我们认为公司有望受益政策加持下的智慧水务高景气，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.30、1.81、2.52 亿元，EPS 分别为 1.21、1.68、2.35 元/股。

我们选取数字政通、瑞纳智能、正元地信等基建 IT 和智慧城市领军企业作为可

比公司。公司对应当前股价 PE 分别为 19.3、13.9、10.0 倍，公司估值低于行业可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE	
		2022/5/25	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300075.SZ	数字政通	81.6	2.8	3.5	4.4	29.2	23.3	18.6
301129.SZ	瑞纳智能	41.8	2.5	3.3	4.2	16.7	12.7	10.0
688509.SH	正元地信	36.1	1.0	1.2		36.1	30.1	
	平均值	53.2	2.1	2.7	4.3	27.3	22.0	14.3
688296.SH	和达科技	25.1	1.3	1.8	2.5	19.3	13.9	10.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（瑞纳智能盈利预测来自开源证券研究所；数字政通、正元地信来自 Wind 一致预测）

5、风险提示

智慧水务落地不及预期；市场竞争加剧；公司研发不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	486	847	980	1245	1754
现金	229	462	457	472	680
应收票据及应收账款	149	254	332	516	704
其他应收款	9	11	18	24	36
预付账款	10	15	22	32	45
存货	64	85	131	181	267
其他流动资产	24	21	21	21	21
非流动资产	58	104	120	140	165
长期投资	1	4	6	8	10
固定资产	6	6	20	34	47
无形资产	14	13	15	18	19
其他非流动资产	37	82	78	80	88
资产总计	544	952	1100	1385	1918
流动负债	163	205	250	358	644
短期借款	0	0	0	27	209
应付票据及应付账款	74	114	158	235	330
其他流动负债	90	91	92	96	105
非流动负债	25	14	15	16	17
长期借款	16	0	1	2	3
其他非流动负债	9	14	14	14	14
负债合计	189	220	265	374	661
少数股东权益	8	9	12	15	19
股本	81	107	107	107	107
资本公积	132	380	380	380	380
留存收益	136	236	342	483	682
归属母公司股东权益	347	723	823	996	1239
负债和股东权益	544	952	1100	1385	1918

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	52	4	44	24	79
净利润	78	101	133	184	256
折旧摊销	5	5	3	7	11
财务费用	-3	-5	-3	3	11
投资损失	-1	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-33	-114	-89	-169	-198
其他经营现金流	7	17	0	0	0
投资活动现金流	13	-25	-18	-26	-34
资本支出	28	26	13	18	22
长期投资	0	-2	-2	-2	-2
其他投资现金流	40	-2	-7	-10	-14
筹资活动现金流	18	255	-30	-10	-19
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	16	-16	1	1	1
普通股增加	0	27	0	0	0
资本公积增加	2	249	0	0	0
其他筹资现金流	-0	-4	-31	-10	-20
现金净增加额	83	234	-5	-12	26

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	363	507	737	1067	1537
营业成本	189	280	405	585	841
营业税金及附加	3	5	8	11	15
营业费用	34	49	82	112	155
管理费用	28	29	44	62	87
研发费用	39	63	92	131	186
财务费用	-3	-5	-3	3	11
资产减值损失	-1	-1	-4	-3	-5
其他收益	17	37	30	33	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	1	1	1
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
营业利润	85	110	144	199	278
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	85	110	144	199	278
所得税	7	8	11	16	22
净利润	78	101	133	184	256
少数股东损益	3	1	2	3	4
归母净利润	76	100	130	181	252
EBITDA	84	101	134	193	279
EPS(元)	0.70	0.93	1.21	1.68	2.35

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	54.3	39.6	45.4	44.7	44.0
营业利润(%)	143.9	29.2	30.6	38.5	39.5
归属于母公司净利润(%)	141.0	32.4	29.8	39.0	39.3
获利能力					
毛利率(%)	48.0	44.8	45.0	45.1	45.2
净利率(%)	20.8	19.8	17.6	16.9	16.4
ROE(%)	22.0	13.8	15.9	18.2	20.4
ROIC(%)	19.8	12.0	14.4	16.6	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	34.7	23.1	24.1	27.0	34.4
净负债比率(%)	-58.5	-61.3	-53.5	-42.9	-36.4
流动比率	3.0	4.1	3.9	3.5	2.7
速动比率	2.4	3.5	3.2	2.8	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.9	0.9
应收账款周转率	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.93	1.21	1.68	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.04	0.41	0.22	0.74
每股净资产(最新摊薄)	3.23	6.73	7.66	9.28	11.53
估值比率					
P/E	33.2	25.1	19.3	13.9	10.0
P/B	7.2	3.5	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	27.5	20.6	15.6	10.8	7.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

17/19

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn