

威胜信息 (688100)

顺应电网产业发展趋势，能源物联网龙头厚积薄发

买入 (维持)

2022 年 11 月 03 日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 姚久花

执业证书: S0600522070002

yaojh@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,826	2,122	2,854	3,852
同比	26%	16%	35%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	341	401	572	794
同比	24%	18%	43%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.68	0.80	1.14	1.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	34.49	29.35	20.57	14.82

#大股东增持 #市占率上升 #稀缺资产 #业绩超预期

投资要点

■ **业务布局契合产业发展趋势和方向，新型电力系统建设下公司率先获益。** 1) 好公司、牛股的出现和发展离不开特定时代背景，2001-2020 年，国家电网先后经历了从传统电网建设到坚强智能电网建设的历程，在这个过程中以硬件为主，成就了电力设备行业龙头国电南瑞。2) “十四五”开始，新型电力系统加速建设，预计“十四五”期间电网计划投资额接近 3 万亿元，较“十三五”时期投资额增加 1000 亿元左右。我们分析认为，数字化、市场化、外部化是新型电力系统发展的必然趋势和方向。3) 公司业务布局完美契合产业发展方向：数字化方面，已形成包括通信模块、网关、电监测终端等在内的系统级产品和全产业链服务能力；市场化方面，公司在电网用电信息采集物资项目中中标率常年领先，截至 2022 年 9 月，公告的千万元以上金额订单合计 7.21 亿元、同比增长 57.91%；3) 外部化方面，两网之外的新客户、新场景不断出现，海外业务推进显著超预期，占比总收入已经超过 10%且仍在逐年提升。

■ **行业竞争格局较为稳固和集中，产品+研发+渠道+股东打造核心竞争力。** 1) 电网行业客户对供应商的资质要求高、准入门槛高，公司常年处于供应商第一梯队；公司持续加大研发投入效果明显，人均创收和人均创利逐年提升 (2019-2021 年，公司研发费用占比分别为 7.97%、8.95%、9.69%，研发人员数量占比分别为 48.67%、48.54%、49.39%，人均创收分别为 174.48、200.91、247.71 万元，人均创利分别为 30.49、38.18、46.33 万元，人效逐年提升)。2) 国内、国外渠道均以直销和招投标为主，海外市场主要布局在电力、水务及智慧城市领域 (2022 年 9 月非洲市场新增电力 AMI 产品订单 15 万台/套，3 季度持续收获订单超 50 万台/套)。3) 子公司威铭能源聚焦产品垂直应用，业绩实现稳定增长；珠海中慧专注于为客户提供各类通信芯片，2020、2021 年业绩实现高速增长 (收入增速分别为 71.57%、81.71%，净利润增速分别为 283.33%、239.13%)，高速增长的原因主要来自公司技术迭代升级以及产品市场份额增加。4) 共同实际控制人旗下资产丰富 (吉为、吉喆父子，其中吉为先生于 2007 年起担任湖南省政协委员，先后被授予“中国最具社会责任企业家”等多项荣誉称号)，雄厚股东背景为公司加持和导流资源。

■ **盈利预测与投资评级：**公司以不高于 30 元/股的价格回购公司股份，回购金额为 1.50-3.00 亿元，回购的股份拟全部用于股权激励，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.80、1.14、1.59 元，对应 PE 为 29、21、15 倍，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**电网投资规模不达预期、电网公司招投标节奏不达预期、公司订单执行不达预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.04
一年最低/最高价	16.10/38.48
市净率(倍)	4.36
流通 A 股市值(百万元)	4,013.55
总市值(百万元)	12,020.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.51
资产负债率(% LF)	29.88
总股本(百万股)	500.00
流通 A 股(百万股)	166.95

相关研究

《威胜信息(688100): 2022 年中报点评: 在手订单持续充盈, 引领电网数字化升级转型, 业绩符合预期》

2022-07-28

内容目录

1. 能源物联网龙头，大手笔回购夯实安全边际、饱满订单标志高增长在即	4
1.1. 盈利能力较为稳定，通信网关和模块是支柱业务、海外明显提速	4
1.2. 大股东增持+回购夯实安全边际，在手订单饱满、业绩高增长在即	6
2. 业务布局契合产业发展趋势和方向，新型电力系统建设下公司率先获益	7
2.1. 复盘国电南瑞，好公司、牛股的出现和发展离不开特定时代背景	7
2.2. 新型电力系统加速建设，数字化、市场化、外部化是发展必然趋势	9
2.3. 公司业务布局完美契合产业发展方向，网内+工商业+海外均有突破	12
3. 行业竞争格局较为稳固和集中，产品+研发+渠道+股东打造核心竞争力	15
3.1. 行业壁垒和资质要求较高，产品和研发确保公司市场地位较为稳固	15
3.2. 国内、外渠道均以直销为主，海外布局电力、水务及智慧城市领域	17
3.3. 子公司威铭能源聚焦产品垂直应用，珠海中慧专注芯片高速增长	18
3.4. 共同实际控制人旗下资产丰富，雄厚股东背景为公司加持和导流资源	18
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	公司的主营业务和产品矩阵.....	4
图 2:	2019-2021 年公司的营收和净利润 (亿元)	6
图 3:	2019-2021 年公司的毛利率、净利率和 ROE (%)	6
图 4:	2019-2021 年公司分业务的收入情况 (亿元)	6
图 5:	2019-2021 年公司分业务的毛利率情况 (%)	6
图 6:	2011-2020 年国家电网的营收和利润总额 (亿元)	8
图 7:	2011-2020 年国家电网的投资金额及增速 (亿元)	8
图 8:	2011-2021 年国电南瑞的营收和净利润 (亿元)	9
图 9:	2012-2020 年公司的新签订单和在手订单 (亿元)	9
图 10:	新型电力系统下的光储应用场景.....	9
图 11:	国家电网公司披露的配电网概述和基本情况.....	11
图 12:	国家电网公司披露的智能配电网顶层设计.....	11
图 13:	公司生产的分布式低压负荷智能调控系统.....	13
图 14:	公司提供新型电力系统下的智能台区解决方案.....	13
图 15:	2019-2022H1 公司海外业务的收入和增速 (亿元)	14
图 16:	2019-2021 年公司海外业务收入占比及毛利率	14
图 17:	公司设计提供的国际能源物联网 AMI 系统.....	18
图 18:	共同实际控制人旗下资产丰富.....	19
表 1:	公司的主营业务领域和主要产品矩阵.....	5
表 2:	国家电网三阶段智能电网各环节及投资比例 (亿元、%)	11
表 3:	2021、2022 年 1-9 月公司中标的订单情况 (万元)	13
表 4:	公司通信网关类核心产品与市场同类产品的对比.....	16
表 5:	2019-2021 年公司员工构成及人均创收、创利情况 (人、万元)	17
表 6:	公司分业务收入预测 (亿元)	20
表 7:	可比电网及能源信息化公司估值 (截至 2022/11/1 收盘价)	21

1. 能源物联网龙头，大手笔回购夯实安全边际、饱满订单标志高速增长在即

公司成立于 2004 年，主营业务为智能电网、智慧能源(水/气/热)、智慧路灯、智慧安防/人防等领域提供物联网综合应用解决方案，主要产品为电监测终端、水气热传感终端、通信网关、通信模块及智慧公用事业管理系统，是湖南省首家科创板上市企业。公司深耕行业十七年，国内连接数超过一亿用户，销售网络覆盖全国 30 多个省份;海外连接数超过一千万用户,销售网络覆盖非洲、亚洲、欧洲等全球主流市场;得到了国家电网、南方电网、中国联通、西门子等知名客户的广泛认可，在近三年的国网、南网、地方电力的招标中名列前茅，另据 2019 年电力物联网相关的终端产品招标信息，威胜信息在中标覆盖范围、中标产品种数以及中标包数三个维度均为行业第一。公司先后与海康威视、腾讯云等头部企业签署战略合作协议，致力于构建以技术创新为核心的特色物联网产业，服务于智慧市政、智慧园区、智慧安防、智慧水务等重点行业，共同打造城市级智慧大脑。

图1: 公司的主营业务和产品矩阵



数据来源：公司公开路演材料、东吴证券研究所

1.1. 盈利能力较为稳定，通信网关和模块是支柱业务、海外明显提速

2019-2021 年，公司营收分别为 12.44、14.49、18.26 亿元，增速分别为 19.78%、16.44%、26.03%，3 年 CAGR 为 20.68%；归母净利润分别为 2.17、2.75、3.41 亿元，增速分别为 22.77%、26.65%、24.02%，3 年 CAGR 为 24.43%；毛利率分别为 34.05%、36.03%、34.93%，净利率分别为 17.50%、19.05%、18.75%，ROE(平均)分别为 15.05%、14.07%、13.77%，总体来看盈利能力较为稳定。分业务来看：

表1: 公司的主营业务领域和主要产品矩阵

物联网层级	具体产品	产品功能	主要客户
感知层	电 监 测 终 端	针对配用电自动化和智能化建设需求, 监测配用电线路及网络的运行状态, 对状态异常和故障进行事件记录和上报, 实现配用电网络运行状态可视化	电网企业、工业园区、大型公建、商业综合体等
	水 气 热 传 感 终 端	传感水、气、热用量, 累计存发送用量信息, 并实现控制分析功能; 主要应用于供水、供气、供热管道上, 可通过无线、有线、IC 卡等方式和系统交换信息	自来水公司、燃气公司、热力公司等
网络层	通信模块	通信模块具备通信传输的功能, 其中 GPRS/3G/4G 模块内置于集中器、专变终端等通信网关设备内, 实现与云平台主站系统的远程通信; 载波模块、无线模块、双模模块内置于智能电表、采集器、路灯控制器等设备内, 实现这些设备与通信网关间的本地自组网免布线通信	电网企业、各地的路灯建设与管理等部门等
	通信网关	数据采集功能: 基于本地通信方式实现对感知设备进行数据采集和处理; 监控管理功能: 通过对所采集感知设备数据的统计、分析和判断, 实现对感知设备的监控管理功能; 远程通信功能: 通过 GPRS、CDMA、光纤、以太网等远程通信方式实现对所采集数据的上传	电网企业、公用事业单位、公共建筑、居民小区等
应用层	智慧公用事业管理系统	用能监测: 对客户电、水、气、热的用能进行数据采集和分析管理; 配电监测: 对配电网状态、电能质量进行监测管理; 消防监控: 对防火单位的消防设施状态和火灾隐患进行监测。	电网企业、工业园区、大型公建、智慧城市等

数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

网络层业务: 1) 通信网关, 2019-2021 年收入分别为 4.28、5.48、6.62 亿元, 增速分别为 -9.41%、28.13%、20.87%, 占比公司总收入分别为 34.37%、37.82%、36.27%, 是公司的第一大业务, 毛利率分别为 39.12%、40.96%、36.53%, 盈利能力较为稳定。2) 通信模块, 2019-2021 年收入分别为 2.99、4.44、4.68 亿元, 增速分别为 81.78%、48.79%、5.38%, 占比公司总收入分别为 24.01%、30.68%、25.66%, 毛利率分别为 19.85%、25.09%、35.50%, 近三年来盈利能力逐渐提升。

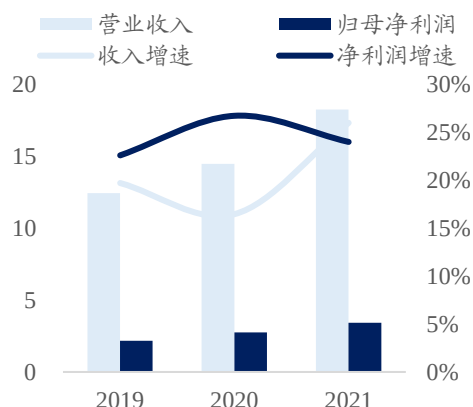
感知层业务: 1) 电监测终端, 2019-2021 年收入分别为 2.59、2.12、3.94 亿元, 增速分别为 38.76%、-18.23%、85.66%, 占比公司总收入分别为 20.85%、14.64%、21.57%, 毛利率分别为 41.33%、45.71%、34.60%, 是公司盈利能力最强的业务。2) 水、气、热传感终端, 2019-2021 年收入分别为 1.57、1.41、1.85 亿元, 增速分别为 22.75%、-10.10%、30.70%, 占比公司总收入分别为 12.64%、9.75%、10.12%, 毛利率分别为 37.47%、41.16%、34.10%。

应用层业务: 主要是智慧公用事业管理系统, 2019-2021 年收入分别为 0.94、0.96、1.09 亿元, 增速分别为 17.38%、1.76%、14.21%, 占比公司总收入分别为 7.57%、6.62%、

6.00%，近二年来占比有所下降，毛利率分别为 27.42%、26.84%、22.82%，盈利能力有所下降。

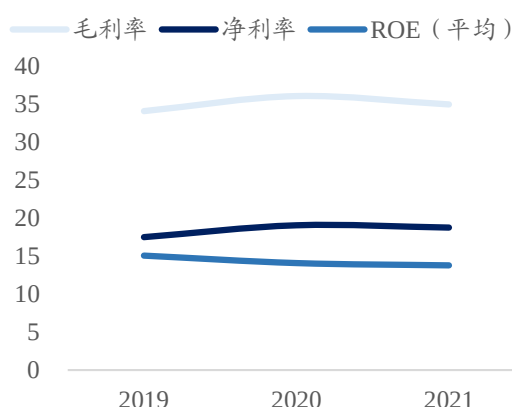
从区域上来看,2021 年以来海外业务显著提速:2019-2021 年海外收入分别为 1.05、0.62、2.23 亿元,增速分别为 97.24%、-40.69%、257.48%,占比公司总收入分别为 8.45%、4.30%、12.21%,2022 年以来海外收入增速仍在持续提升。

图2: 2019-2021 年公司的营收和净利润 (亿元)



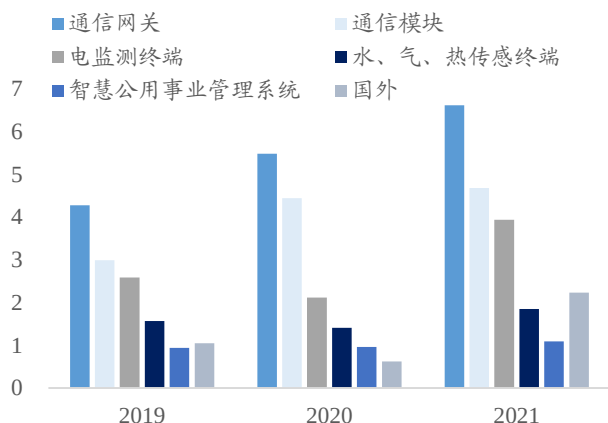
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 2019-2021 年公司的毛利率、净利率和 ROE (%)



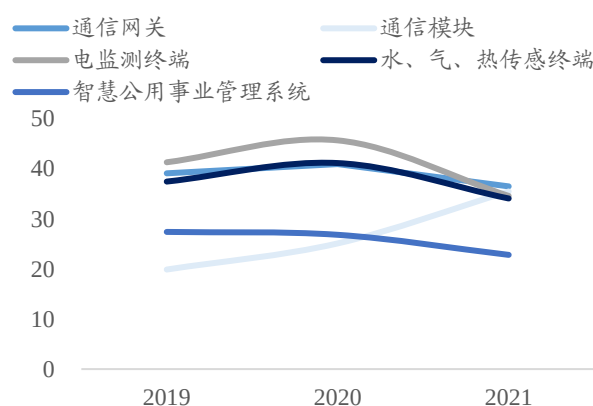
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图4: 2019-2021 年公司分业务的收入情况 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图5: 2019-2021 年公司分业务的毛利率情况 (%)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

1.2. 大股东增持+回购夯实安全边际，在手订单饱满、业绩高增长在即

1) **大股东增持**: 2022 年 4 月,公司公告,大股东威胜集团基于对公司未来发展的信心以及对公司长期投资价值的认可,拟增持 250-500 万股公司股份;截至 8 月底,威胜集团合计增持公司股份 500 万股、增持金额为 0.98 亿元,折合均价为 19.54 元/股。

2) **实控人提议回购**: 2022 年 10 月, 公司董事长、实际控制人吉喆提议公司以不高于 30 元/股的价格回购公司股份, 回购金额为 1.50-3.00 亿元, 回购的股份拟全部用于股权激励。截至 2022 年 10 月 25 日, 公司已回购股份 110.07 万股, 回购金额为 0.24 亿元, 折合回购均价为 22.26 元/股。3) **在手订单饱满**: 根据公司公告, 2022 年上半年, 公司新签合同额 15.98 亿元, 同比增长 37.57%; 截至 2022 年 6 月 30 日, 公司在手合同额为 22.41 亿元, 相比 2021 年年末 (17.70 亿元) 进一步加速, 公司在手订单饱满、业绩加速在即。

2. 业务布局契合产业发展趋势和方向, 新型电力系统建设下公司率先获益

1) 好公司、牛股票的出现和发展离不开特定时代背景, 2001-2020 年, 国家电网先后经历了从传统电网建设到坚强智能电网建设的历程, 在这个过程中以硬件为主, 成就了电力设备行业龙头国电南瑞。2) “十四五”开始, 新型电力系统加速建设, 预计“十四五”期间, 电网计划投资额将接近 3 万亿元, 较“十三五”时期实际投资额增加 1000 亿元左右。我们分析认为, 数字化、市场化、外部化是新型电力系统发展的必然趋势和方向。3) 公司业务布局完美契合产业发展方向: 数字化方面, 已形成包括通信模块、网关、电监测终端等在内的系统级产品和全产业链服务能力; 市场化方面, 公司在电网用电信息采集物资项目中中标率常年领先, 截至 2022 年 9 月, 公告的千万元以上金额订单合计 7.21 亿元、同比增长 57.91%; 3) 外部化方面, 两网之外的新客户、新场景不断出现, 海外业务推进显著超预期, 占比总收入已经超过 10%, 仍在逐年提升。

2.1. 复盘国电南瑞, 好公司、牛股票的出现和发展离不开特定时代背景

2001-2020 年, 国家电网先后经历了从传统电网建设到坚强智能电网建设的历程:

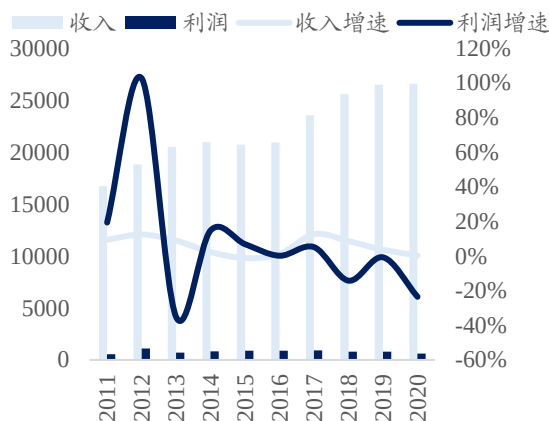
1) 传统电网建设周期 (2001-2008 年): 根据黑鹰光伏的统计, 2002-2008 年, 国家电网公司营收从 4103 亿元增长至 11407 亿元, CAGR 为 18.58%; 总资产从 9907 亿元增长至 16435 亿元, CAGR 为 8.80%; 电网投资从 1362 亿元增长至 3067 亿元, CAGR 为 14.49%; 资产负债率从 61.61% 提升至 63.06%。

2) 坚强智能电网建设周期 (2009-2020 年): 2009 年 5 月, 国家电网公司在“2009 特高压输电技术国际会议”上提出了名为“坚强智能电网”的发展规划, 规划提出, 将分三个阶段推进“坚强智能电网”的建设: 2009 年至 2010 年为规划试点阶段, 重点开展规划、制定技术和管理标准、开展关键技术研发和设备研制, 及各环节试点工作; 2011 年至 2015 年为全面建设阶段, 加快特高压电网和城乡配电网建设; 2016 年至 2020 年建成统一的“坚强智能电网”。2009-2020 年, 国家电网公司营收从 12603 亿元增长至 26600

亿元，CAGR 为 7.03%；总资产从 18419 亿元增长至 43541 亿元，CAGR 为 8.14%；电网投资从 3151 亿元增长至 4605 亿元，CAGR 为 3.51%；资产负债率从 65.07%下降至 56.30%。

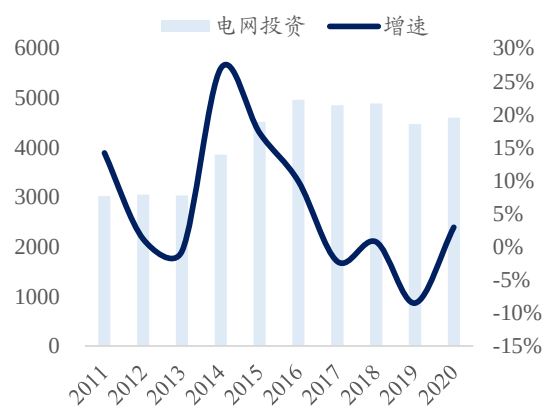
3) 此外，还有贯穿整个传统+坚强智能电网建设周期的特高压。特高压从 2005 年开始在国家电网公司内部启动可行性研究，截至 2020 年底，中国已建成“14 交 16 直”、在建“2 交 3 直”共 35 个特高压工程，在运在建特高压线路总长度 4.8 万公里。根据 2018 年 9 月份能源局发布的《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，预计“十四五”期间仍有 10-13 条特高压线路建设需求，投资额约 2000 亿元以上。

图6：2011-2020 年国家电网的营收和利润总额（亿元）



数据来源：国家电网社会责任报告、东吴证券研究所

图7：2011-2020 年国家电网的投资金额及增速（亿元）



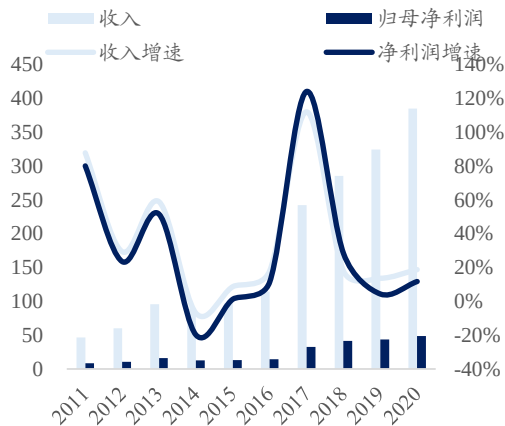
数据来源：国家电网社会责任报告、东吴证券研究所

在国家电网公司的两轮资本开支过程中，涌现出一批杰出的电力设备公司，其中行业龙头国电南瑞的表现尤其突出，我们复盘其经营业绩和股价表现：

1) 传统电网建设周期：2001-2008 年，公司营收从 2.85 亿元增长至 11.07 亿元，CAGR 为 21.39%；归母净利润从 0.30 亿元增长至 1.25 亿元，CAGR 为 22.61%；该阶段由于电网基本建设投资完成额始终保持两位数以上增长，因此公司收入、净利润均保持快速增长，公司 PE 在 2007 年下半年达到阶段最高峰 73 倍。

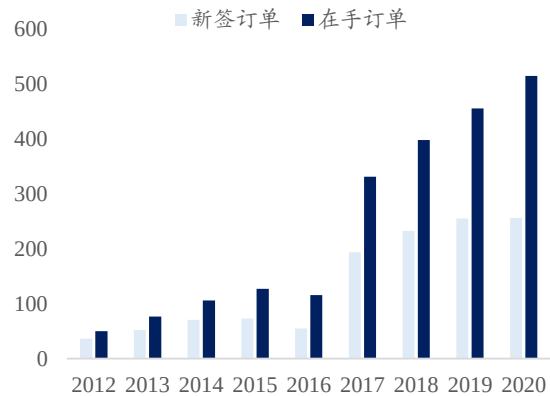
2) 坚强智能电网建设周期：2009-2020 年，公司营收从 17.79 亿元增长至 385.02 亿元，CAGR 为 32.25%；归母净利润从 2.50 亿元增长至 48.52 亿元，CAGR 为 30.95%；在坚强智能电网建设的过程中，虽然总投资完成额增速从两位数降至一位数，但是智能电网投资的力度显著增强，国电南瑞的订单仍然实现两位数以上的高速增长，2012-2020 年，公司新签订单从 36.38 亿元增长至 256.58 亿元，CAGR 为 27.66%；在手订单从 50.19 亿元增长至 515.08 亿元，CAGR 为 33.78%；公司股价（前复权）从 2.20 元/股最高增长至 23.48 元/股，市值接近 1600 亿，实现十倍增长。

图8：2011-2021 年国电南瑞的营收和净利润（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图9：2012-2020 年公司的新签订单和在手订单（亿元）

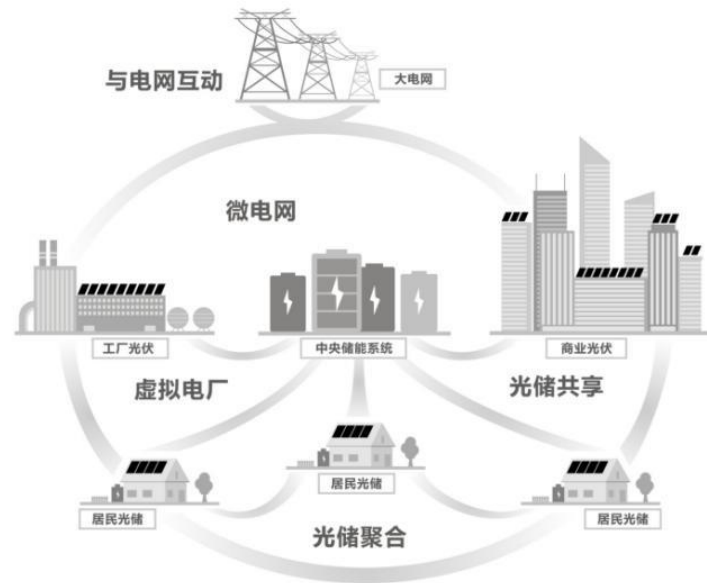


数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.2. 新型电力系统加速建设，数字化、市场化、外部化是发展必然趋势

概念提出：2021 年 3 月 15 日，中央财经委员会第九次会议上提出，要构建清洁低碳安全高效的能源体系，控制化石能源总量，着力提高利用效能，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。根据国家电网发布的《构建以新能源为主体的新型电力系统行动方案（2021-2030 年）》，相比传统电力系统，新型电力系统的特点为：1) **电源结构：**由可控连续出力的煤电装机占主导，向强不确定性、弱可控出力的新能源发电装机占主导转变。2) **负荷特性：**由传统的刚性、纯消费型，向柔性、生产与消费兼具型转变。3) **电网形态：**由单向逐级输电为主的传统电网，向包括交直流混联大电网、微电网、局部直流电网和可调节负荷的能源互联网转变。4) **技术基础：**由同步发电机为主导的机械电磁系统，向由电力电子设备和同步机共同主导的混合系统转变。5) **运行特性：**由源随荷动的实时平衡模式、大电网一体化控制模式，向源网荷储协同互动的非完全实时平衡模式、大电网与微电网协同控制模式转变。

图10：新型电力系统下的光储应用场景



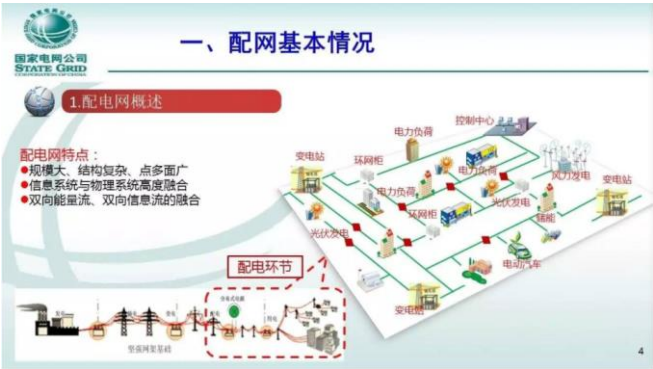
数据来源：国家发改委能源研究所、东吴证券研究所

投资总额方面：1) 根据国家电网董事长辛保安的发言，未来 5 年，国家电网将年均投入超过 700 亿美元（约合 2.24 万亿元人民币），助力实现“碳达峰、碳中和”目标。2022 年 1 月，国家电网召开了年度工作会议，计划 2022 年电网投资达 5012 亿元。这是国网公司年度电网投资计划首次突破 5000 亿元，创历史新高，同比增长 8.84%。2) 根据《南方电网“十四五”电网发展规划》，“十四五”期间，南方电网建设将规划投资约 6700 亿元，以加快数字电网建设和现代化电网进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建，较“十三五”期间实际完成值增加 52% 左右（较计划投资额增加 33%）。整体来看，“十四五”期间我国电网计划投资额将接近 3 万亿元，较“十三五”时期实际投资额增加 1000 亿元左右。

新型电力系统发展的必然趋势和方向之一：数字化。“十四五”期间数字电网周期开启，电力信息化建设成为下一阶段的核心抓手，一方面，电力系统中配用电侧投资占比持续上升；另一方面，数字电网/电力物联网投资力度加大，相关智能化、信息化领域投资占比预计将大幅上升。电网作为将电力从发电侧传输至用户侧的基础设施，根据电压等级以及作用一般分为输电网和配电网。一般情况下，输电网包括 220KV 及以上电压等级部分，主要作用为将电力从发电侧进行传输，高电压能够减少损耗；配电网包括 110KV 及以下电压等级部分，主要作用为将电力逐级分配给各个电压等级的用户。根据电压等级不同，配网分为高压配电网（110KV、35KV 为主，指 220KV/500KV 城市送电网的枢纽变电站到区域变电所的电网）、中压配电网（指区域变电所到公用/专用变电所的电网）以及低压配电网（指公用/专用变电所到低压用户侧电表的电网，是直接连接与居民、工商业用户直接连接的配电网）。“十四五”期间，配网投资将大幅提升，主要原因在于未来分布式清洁能源将加速发展，对于配网将带来较多冲击，配网需要加强

自身的适应、调节能力去消纳更多的分布式清洁能源，达到可观、可测、可控。据南方电网的十四五规划中提到“十四五期间配电网规划投资达到 3200 亿元，约占全部投资的一半”。配电网建设主要包括：1）持续加强城镇配电网建设，使高可靠性示范区和高品质供电引领区客户年平均停电时间都不超过 5 分钟，达到国际领先水平，配电自愈率达到 100%；2）巩固提升农村电网，加强配网智能化建设，以区县为单位开展规模化改造升级。到 2025 年，全网客户年均停电时间降至 5 小时/户以内，其中中心城区降至 0.5 小时/户，城镇地区降至 2 小时/户，乡村地区降至 7.5 小时/户，保持国内领先水平。国网和南网所管理的配电网（公变台区）接近 800 万个，这个领域的通信芯片、数据感知、智能网关、服务软件等是提升电网可观、可测、可调、可控能力的重要基础设施，这是未来的投资重点。

图11：国家电网公司披露的配电网概述和基本情况



数据来源：《电网技术》、东吴证券研究所

图12：国家电网公司披露的智能配电网顶层设计



数据来源：《电网技术》、东吴证券研究所

表2：国家电网三阶段智能电网各环节及投资比例（亿元、%）

	第一阶段 2009-2010		第二阶段 2011-2015		第三阶段 2016-2020	
	投资额	比例	投资额	比例	投资额	比例
发电	6.4	1.9	28.1	1.6	25.5	1.5
输电	22.4	6.6	91.2	5.2	125.2	7.2
变电	17.2	5.0	364.9	20.9	366.0	20.9
配电	56.0	16.4	380.4	21.7	455.7	26.0
用电	100.8	29.5	579.0	33.1	504.9	28.9
调度	32.8	9.6	62.0	3.5	51.6	2.9
通信信息	105.6	31.0	244.4	14.0	221.2	12.6
合计	341.2	100.0	1750.0	100.0	1750.1	100.0

数据来源：映翰通招股说明书、东吴证券研究所

新型电力系统发展的必然趋势和方向之二：市场化。一方面，“十四五”期间合计 3500 亿美元的投资力度，意味着国家电网的投资力度与“十三五”期间相比基本持平（国家电网“十三五”累计投资 2.38 万亿元）；另一方面，国家电网本身盈利能力提升空间有限，持续扩大电网投资难堪重负，2011-2020 年，国网的营业收入从 16754 亿元增长至 26600 亿元，CAGR 为 5.27%；利润总额从 538 亿元增长至 591 亿元，CAGR 为 1.05%；其中 2016-2020 年利润总额增速分别仅为 0.12%、5.08%、-14.29%、-0.79%、-23.63%。因此，我们预计“十四五”期间伴随着电网改革进程持续推进，引入更多社会资本、提高市场化程度、帮助国家电网缓解投资压力是大势所趋。

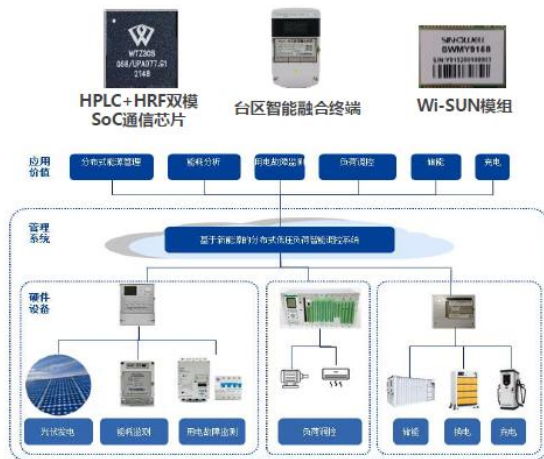
新型电力系统发展的必然趋势和方向之三：外部化。全球智能电网建设分为三个典型建设阶段：一为美国、中国、欧盟国家及部分发达国家处于建设成熟期，在智能电网投资处于领先阶段；二为东欧、亚洲及拉美部分国家处于智能电网改造大规模投资建设期；三为拉美及非洲处于智能电网建设初期，多个国家均发布以智能计量为核心的智能电网建设规划，其智能配用电解决方案和产品采购量将显著增加。截至 2022 年 4 月底，中国已经同 149 个国家和 30 个国际组织签署 200 份共建“一带一路”合作文件，沿线国家基础设施投资需求大，本地产业基础薄弱，是中国海外电力电网投资承建项目的主要方向，在全球已经开展项目的 140 多个国家中，亚非项目金额占比高达 89.2%。

2.3. 公司业务布局完美契合产业发展方向，网内+工商业+海外均有突破

数字化：已形成包括通信模块、网关、电监测终端等在内的系统级产品和全产业链服务能力。公司专注于数字电网领域相关技术的研究和应用，经过十几年的深耕发展，目前已经形成“平台+产品+服务”的创新模式和基于用户需求的全产业链服务能力。1) **在网络层通信模块方面**，公司以物联网混合路由技术、无线通信（RF）技术以及电力线载波通信技术为核心，推出 HPLC-HRF 双模通信模块，双模通信技术的发展是充分发挥两种通信技术各自的优点，实现优势互补，从而提高整个通信网络的通信效率和通信性能，同时提高通信接入网的覆盖范围，为智能电网新业务，多表合一信息采集，电动车充电桩远程监控计费，分布式可再生能源接入及监控，楼宇控制系统，工业配电及远程监控的发展提供通信支撑能力。2) **在网络层通信网关方面**，公司以嵌入式软件实时操作系统、边缘计算技术、大数据故障分析诊断技术及综合能源管理终端设计技术为核心，构建带边缘计算能力的新一代网关，产品符合电力物联网的发展趋势，可实现客户侧和配变侧计量与感知设备的灵活接入，具有智能费控、精准计量、有序充电、负荷管理、回路状态巡检、拓扑自动识别、停电事件上报、台区智能监测等功能。面向新型电力系统业务领域开展用电信息采集管理业务和智能台区配用电综合管理业务。3) **在感知层电监测终端方面**，公司以故障监测及定位技术、电气安全监测技术、电弧识别技术、漏电及安全监测技术和直流电能积分算法为核心，构建低压用电监测终端、配网故障监测终端、故障指示器和智能配电终端（DTU/FTU）等电监测终端设备及能效监测、电气安

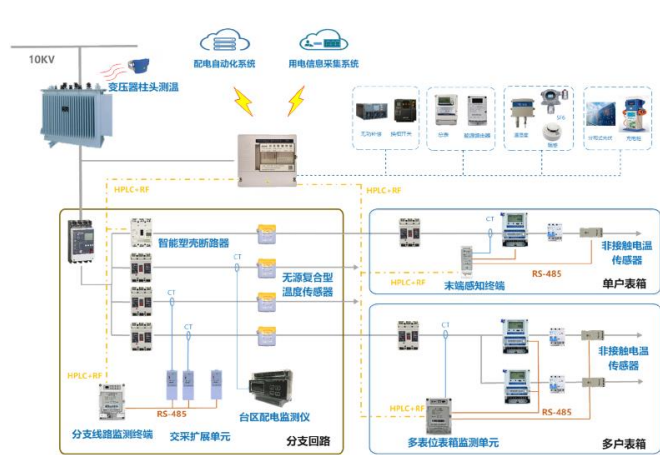
全监测和中低压智能配电网监测管理等业务，面向电网低压用电安全监控及中低压配网安全监控市场。

图13: 公司生产的分布式低压负荷智能调控系统



数据来源：公司公开路演材料、东吴证券研究所

图14: 公司提供新型电力系统下的智能台区解决方案



数据来源：公司公开路演材料、东吴证券研究所

市场化：公司在电网用电信息采集物资项目中中标率常年领先。公司在电网用电信息采集物资项目集中采购招标中，行业综合排名多年名列前茅，近两年在国家电网及南方电网各标段招标中全部中标，处于行业第一梯队，产品和技术充分得到了市场的认可；同时公司 HPLC 2021 年入围 23 个省级电力公司，在各省采购招标合计中标金额近 3.3 亿元，市场份额排名第二。公司也作为唯一一家网外企业参与南网数研院的“数字电网关键技术”国家重点研发计划项目，目前重点研发专项取得阶段性成果。根据公司公开交流信息：1) 2022 年上半年，公司在国网、南网总部集采的招标中，**中标金额同比去年的国网、南网的第一批招标分别有 63%和 71%的增长**。2) 2022 年 1-9 月，1000 万以上的订单信息中（公司仅公告 1000 万金额以上订单），**来自于国网的订单合计 5.15 亿元、同比增长 93.76%**；来自于南网的订单合计 1.02 亿元、同比增长 155.59%；**全部加总后（包括两网客户和两网之外客户）订单金额合计 7.21 亿元、同比增长 57.91%**。

表3: 2021、2022 年 1-9 月公司中标的订单情况 (万元)

	国 网		南 网	
	2021	2022	2021	2022
1 月		1933.48		4514.63
2 月		4215.45		
3 月	1335.63			
4 月	1096.50	1036.08		
5 月	8643.59	8622.62		

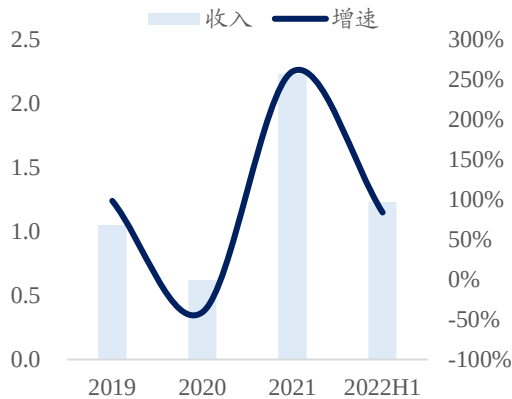
6 月	14476.46	31586.98		5718.56
7 月		2046.16	2170.80	
8 月	1002.70		1832.99	
9 月		2012.68		
合计	26554.88	51453.45	4003.79	10233.19
增速		93.76%		155.59%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

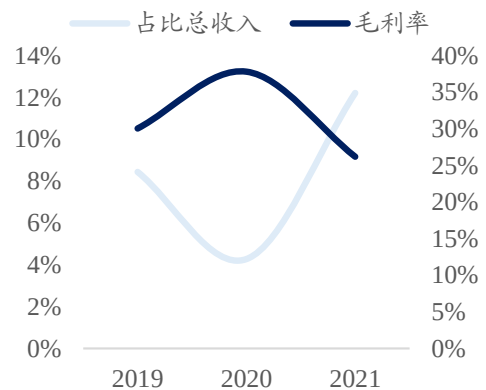
外部化：电网之外的应用场景不断出现，海外业务推进持续超预期。1) **国内，两网之外的新客户、新场景不断出现。**公司的产品广泛运用于智慧水务、智慧燃气、智慧消防、综合能源等领域，根据 IoT Analytics 的估计，2025 年全球物联网设备（包括蜂窝及非蜂窝）联网数量将超过 300 亿，其中中国智慧水务投资规模在 2023 年将达到 251 亿元，年复合增长率高达 25.83%；在民用智慧消防市场，火灾自动报警产品市场规模约为 79 亿元，自动灭火产品市场规模约为 197 亿元，智能疏散产品市场规模约为 236 亿元。2021 年 1 月，公司与腾讯签订战略合作伙伴协议，双方在智慧消防、智慧能源、智慧充电、智慧水务、智慧配电房等领域推出了首批五套联合解决方案，推进产业物联网落地推广。2) **国外，业务推进显著超预期，占比总收入已经超过 10%。**公司积极布局海外市场，2019-2021 年，海外业务收入分别为 1.05、0.62、2.23 亿元，增速分别为 97.24%、-40.69%、257.48%，占比总收入分别为 8.45%、4.30%、12.21%，除了 2020 年海外业务受到疫情影响有所下滑之外，在总收入中占比逐年提升。2022 年上半年，海外业务收入为 1.23 亿元、同比增长 83.63%，占比总收入为 12.96%，进一步提升。公司海外业务增速较快的原因是：一方面，智慧电力系统是全球电力基础设施建设的主要方向，各个国家陆续启动了改造计划，产业升级进入建设的高峰期。另一方面，公司现在面向的主要是一带一路国家，这些国家在产业升级方面，在政策、资金、技术等层面都有所不足，本地产业基础也相对薄弱，开展建设需要有一家企业能够提供从设计到设备到通讯方案再到系统集成甚至到运维的一个整体的解决方案，这与公司多年所积累的技术和产品优势相吻合，给公司海外业务快速增长创造了很好的机遇。

图15：2019-2022H1 公司海外业务的收入和增速(亿元)

图16：2019-2021 年公司海外业务收入占比及毛利率



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

3. 行业竞争格局较为稳固和集中，产品+研发+渠道+股东打造核心竞争力

1) 电网行业客户对供应商的资质要求高、准入门槛高，公司常年处于供应商第一梯队；公司持续加大研发投入效果明显，人均创收和人均创利逐年提升（2019-2021年，公司研发费用占比分别为 7.97%、8.95%、9.69%，研发人员数量占比分别为 48.67%、48.54%、49.39%，人均创收分别为 174.48、200.91、247.71 万元，人均创利分别为 30.49、38.18、46.33 万元，人效逐年提升。）。2) 国内、国外渠道均以直销和招投标为主，海外市场主要布局在电力、水务及智慧城市领域（2022 年 9 月非洲市场新增电力 AMI 产品订单 15 万台/套，3 季度持续收获订单超 50 万台/套）。3) 子公司威铭能源聚焦产品垂直应用，业绩实现稳定增长；珠海中慧专注于为客户提供各类通信芯片，2020、2021 年业绩实现高速增长（收入增速分别为 71.57%、81.71%，净利润增速分别为 283.33%、239.13%），高增长的原因主要来自公司技术迭代升级以及产品市场份额增加。4) 共同实际控制人旗下资产丰富（吉为、吉喆父子，其中吉为先生于 2007 年起担任湖南省政协委员，先后被授予“中国最具社会责任企业家”等多项荣誉称号），雄厚股东背景为公司加持和导流资源。

3.1. 行业壁垒和资质要求较高，产品和研发确保公司市场地位较为稳固

电网行业资质要求高、准入门槛高，公司常年处于供应商第一梯队。电力系统是各行各业其他基础设施安全运行的基础，是国家经济安全的重要保障，因而国家电网和南方电网在供应商要求及管理上十分严格，《国家电网有限公司供应商不良行为处理管理细则》对供应商资质、产品质量、合同履行、日常服务及道德行为做了严格的规定。公司凭借自主研发能力、高品质的生产能力、稳定的供应体系、优异的产品品质，与国家

电网、南方电网及地方电力公司长期保持深度合作，根据国家电网和南方电网的历年中标情况统计，公司产品名列前茅，在行业内位于第一梯队。

表4: 公司通信网关类核心产品与市场同类产品的对比

产品	技术参数	国家电网招标技术要求	公司产品	光一科技	友讯达
集中器	长期工作温度范围	-40℃~+70℃	-45℃~+75℃	-40℃~+70℃	-40℃~+70℃
	无功功率、功率因数精度	±2%	±0.5%	±2%	/
	与主站对时误差	≤5s	≤2s	/	/
	正常工作电压允许偏差	正常工作电压允许偏差-20%~+20%	正常工作电压允许偏差-30%~+30%	正常工作电压允许偏差-20%~+20%	正常工作电压允许偏差-30%~+30%
	终端电源能够耐受的长期过压能力	相线和零线能承受 420V 过压不小于 4 小时	相线和零线能承受 480V 过压不小于 12 小时	/	/
	工作电源功耗	非通信状态，三相：有功 ≤10W，视在 ≤15VA	非通信状态，三相：有功 ≤4.05W，视在 ≤8.49VA	非通信状态下 ≤15VA	有功功耗 ≤6W；视在功率 ≤10VA
采集器	与主站对时误差	≤5s	≤3s	/	/
	连接数量	32 块	64 块	45 块	/
	产品正常长期工作的温度范围	-40℃~+70℃	-45℃~+75℃	-40℃~+70℃	-40℃~+70℃
	正常工作电压允许偏差	正常工作电压允许偏差-20%~+20%	正常工作电压允许偏差-30%~+30%	正常工作电压允许偏差-20%~+20%	正常工作电压允许偏差-20%~+20%
	终端电源能够耐受的长期过压能力	相线和零线能承受 420V 过压不小于 4 小时	相线和零线能承受 480V 过压不小于 12 小时	/	/
	存储器擦写次数	可擦写次数 10 万次	可擦写次数大于 100 万次	/	/

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

持续加大研发投入效果明显，人均创收和人均创利逐年提升。公司研发实力雄厚，以行业发展趋势及下游客户需求为导向开展研发：一方面，公司根据行业技术的发展趋势，开展主导性的先发研究，重点进行物联网核心技术的研发；另一方面，公司在与客户的合作过程中，与客户技术部门同步沟通，深入了解客户特点，快速响应市场需求，开发贴合客户实际且符合行业趋势的新产品；此外，公司与各大高校合作，实现产学研

一体化。根据公司公告，2019-2021 年，公司研发费用分别为 0.99、1.30、1.77 亿元，占比总收入分别为 7.97%、8.95%、9.69%，占比逐年提升；研发人员数量分别为 347、350、364 人，占比总人数分别为 48.67%、48.54%、49.39%，研发人员平均薪酬分别为 18.93、20.45、24.20 万元，薪酬水平逐年提升。从全公司的人员构成来看，2019-2021 年，硕士+本科员工数量分别为 455、465、497 人，占比总人数分别为 63.81%、64.49%、67.44%，公司人均创收分别为 174.48、200.91、247.71 万元，人均创利分别为 30.49、38.18、46.33 万元，人效逐年提升。

表5：2019-2021 年公司员工构成及人均创收、创利情况（人、万元）

	2019	2020	2021
硕士	122	125	137
本科	333	340	360
合计	455	465	497
占比总人数	63.81%	64.49%	67.44%
人均创收	174.48	200.91	247.71
人均创利	30.49	38.18	46.33

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

3.2. 国内、外渠道均以直销为主，海外布局电力、水务及智慧城市领域

公司在国内市场采用直销的销售模式，具体包括招标方式销售以及客户直接下单向公司进行采购。公司在国内设有华东、江浙、华中、华南、西南、西北、华北、山东、东北九大大区域销售中心，销售网络覆盖三十余个省份和 2800 座城市，服务近 10 万家企业，物联网国内连接数过亿。

公司在海外市场主要布局在电力、水务及智慧城市领域：1）海外电网方面，海外市场平均每年将投入建设 6000 万台智能计量架构，带来配套通信、采集终端及数据管理系统需求，预计每年海外电力 AMI 建设规模达到 40 亿美元，公司积极参与国家“一带一路”沿线经济发展和能源互联网建设，持续加大对海外市场的研发与销售投入，把握拉美、非洲等新兴市场能源基础建设发展机遇，以 AMI 整体解决方案为基础深度参与海外地区电力物联网建设。根据官网信息，公司 2022 年 9 月非洲市场新增电力 AMI 产品订单 15 万台/套，3 季度持续收获订单超 50 万台/套。2）智慧水务方面，预计海外智慧水务将保持高速增长，年均复合增长率约为 14.39%，2024 年将达到 6850 万只/年的规模，公司积极布局，在埃及市场成功获得国有水司智慧水务项目订单。3）智慧城市方面，多个国家启动智慧城市计划，包括但不限于埃及、印尼、缅甸、孟加拉等，凭借公司的领先技术和性价比的优势，海外智慧能源及智慧城市业务将为公司未来业绩增长奠定强有力的基础。

图17: 公司设计提供的国际能源物联网 AMI 系统



数据来源: 公司公开路演材料、东吴证券研究所

3.3. 子公司威铭能源聚焦产品垂直应用，珠海中慧专注芯片高速增长

1) 公司控股子公司之一威铭能源 (公司控股 100%) 是一家主要从事水气热传感终端及配套产品的研发、生产和销售的高新技术企业，相关产品均系其自主研发、自行生产，主要客户包括供水、供热及燃气公司等，威铭能源主要通过设在各省区的办事处营销网络向客户提供产品技术与服务，相关业务主要以招投标方式取得。**2020、2021 年，威铭能源的收入分别为 1.94、2.21 亿元，增速分别为 10.23%、13.92%；净利润分别为 0.28、0.30 亿元，增速分别为 12.00%、7.14%，业绩实现稳定增长。**

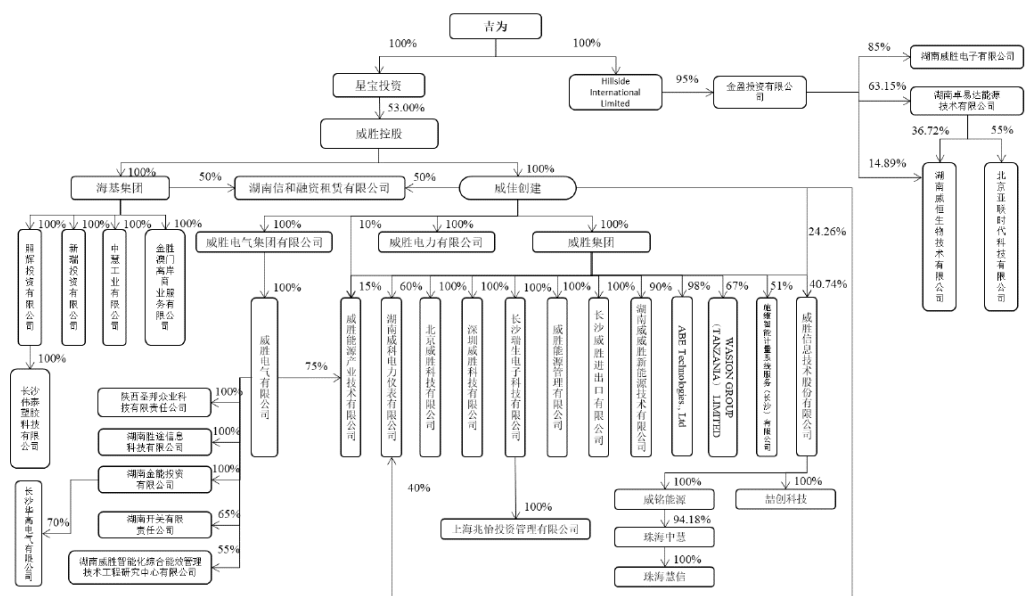
2) 公司另一家控股子公司珠海中慧 (公司控股 100%) 是一家专注于集成电路、信息、通信技术及配套软件的研发并向客户提供专业的通信解决方案的高新技术企业，珠海中慧着眼于市场需求和行业技术标准，主要以自主研发方式为客户提供各类通信芯片、模块及解决方案，其通信模块类产品生产主要采用外协加工方式。**2020、2021 年，珠海中慧的收入分别为 1.75、3.18 亿元，增速分别为 71.57%、81.71%；净利润分别为 0.23、0.78 亿元，增速分别为 283.33%、239.13%，业绩实现高速增长，高增长的原因主要来自公司技术迭代升级以及产品市场份额增加。**

3.4. 共同实际控制人旗下资产丰富，雄厚股东背景为公司加持和导流资源

根据公司招股说明书，吉为、吉喆是由父子关系构成的一致行动人，是公司的共同实际控制人。1) 吉为先生是威胜控股 (港股上市公司 3393.HK) 的执行董事兼主席，曾任湖南省五金矿产进出口公司业务经理、湖南省国际经济开发 (集团) 公司进出口经理、

金群发展有限公司董事、威胜集团董事长、金盈投资有限公司董事兼总经理、锐顶国际电力技术有限公司董事。吉为先生于 2007 年起担任湖南省政协委员，先后被授予“中国最具社会责任企业家”、“第六届中国十大教导型企业家”、“长沙高新区优秀企业家”等荣誉称号。2) 吉喆先生历任麦格理大中华区股票资本市场部经理、湖南经典投资有限公司董事、湖南建和房地产开发有限公司副总经理、董事兼总经理、威胜有限董事长，并兼任威胜控股非执行董事、锐顶国际电力技术有限公司董事、锐顶音响有限公司董事、锐顶全媒体科技有限公司董事、锐顶微电子有限公司董事、深圳锐顶全媒体动力科技有限公司董事、力升投资有限公司董事。共同实际控制人旗下资产丰富，雄厚股东背景有望为公司加持和导流资源。

图18: 共同实际控制人旗下资产丰富



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所（备注：图中最下方的威铭能源是威胜信息控股 93.90%、腾讯创投持股 6.10%）

4. 盈利预测与估值

核心假设:

一、网络层业务:

1)通信网关:2022-2024 年收入分别为 8.28、11.17、15.08 亿元,增速分别为 25.00%、35.00%、35.00%,毛利率分别为 39.53%、38.53%、38.53%;

2)通信模块: 2022-2024 年收入分别为 5.38、7.53、10.55 亿元, 增速分别为 15.00%、40.00%、40.00%, 毛利率分别为 31.00%、31.00%、31.00%;

二、感知层业务:

1) 电监测终端: 2022-2024 年收入分别为 4.33、6.07、8.49 亿元, 增速分别为 10.00%、40.00%、40.00%, 毛利率分别为 35.60%、35.60%、35.60%;

2) 水、气、热传感终端: 2022-2024 年收入分别为 1.85、2.13、2.45 亿元, 增速分别为 0.00%、15.00%、15.00%, 毛利率分别为 34.10%、34.10%、34.10%;

三、应用层业务:

智慧公用事业管理系统: 2022-2024 年收入分别为 1.31、1.57、1.88 亿元, 增速分别为 20.00%、20.00%、20.00%, 毛利率分别为 73.73%、73.73%、73.73%。

盈利预测: 2022-2024 年公司营收分别为 21.22、28.54、38.52 亿元, 增速分别为 16.23%、34.51%、34.98%; 归母净利润分别为 4.01、5.72、7.94 亿元, 增速分别为 17.52%、42.68%、38.77%, EPS 分别为 0.80、1.14、1.59 元。

表6: 公司分业务收入预测 (亿元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
网络层 (网关+模块)	11.31	13.66	18.71	25.63
yoy	13.93%	20.75%	36.97%	37.01%
毛利率	36.10%	36.17%	35.50%	35.43%
感知层 (电监测终端+水、气、热传感终端)	5.78	6.18	8.20	10.94
yoy	63.68%	6.99%	32.52%	33.51%
毛利率	34.44%	35.15%	35.21%	35.26%
应用层 (智慧公用事业管理系统)	1.09	1.31	1.57	1.88
yoy	14.21%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	22.82%	34.82%	29.82%	29.82%
总营业收入	18.26	21.22	28.54	38.52
yoy	26.03%	16.23%	34.51%	34.98%
毛利率	34.93%	35.91%	35.20%	35.18%

数据来源: Wind、东吴证券研究所

估值及投资建议: 我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.80、1.14、1.59 元, 对应 PE 为 29、21、15 倍, 我们选取同样以电网作为主要客户或者主要从事能源信息化的思源电气、朗新科技作为可比公司, 虽然公司估值高于可比公司平均估值, 但是考虑到: 1) 需求和景气度方面: 公司业务布局契合产业发展趋势和方向, 新型电力系统建设下公司率先获益; 2) 供给和竞争格局方面: 行业竞争格局较为稳固和集中, 产品+研发+渠道+股东打造核心竞争力, 因此, 我们维持公司“买入”评级。

表7: 可比电网及能源信息化公司估值 (截至 2022/11/1 收盘价)

股票 代码	公司	市值	股价	归母净利润 (亿元)			PE		
		(亿元)	(元)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002028.SZ	思源电气	275	35.80	12.69	16.66	20.69	20	15	12
300682.SZ	朗新科技	292	27.50	10.64	13.76	17.76	26	20	15
	平均						23	18	14
688100.SH	威胜信息	118	23.55	4.01	5.72	7.94	29	21	15

数据来源: 思源电气、朗新科技盈利预测来自于 Wind 一致预期、东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 电网投资规模不达预期、电网公司招投标节奏不达预期、公司订单执行不达预期;
- 2) 海外业务推进进度不达预期、海外业务毛利率下降的风险、海外订单执行受到疫情或其他因素影响的风险;
- 3) 子公司威铭能源业务推进不达预期、子公司珠海中慧产品推广和销售不达预期。

威胜信息三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,244	3,668	4,661	5,598	营业总收入	1,826	2,122	2,854	3,852
货币资金及交易性金融资产	1,713	2,177	2,518	3,083	营业成本(含金融类)	1,188	1,360	1,850	2,497
经营性应收款项	1,086	1,112	1,497	1,812	税金及附加	17	20	27	36
存货	237	176	386	373	销售费用	87	101	123	162
合同资产	116	135	182	246	管理费用	34	37	48	62
其他流动资产	92	66	78	84	研发费用	177	206	257	327
非流动资产	467	471	475	478	财务费用	-27	-31	-42	-57
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	58	67	91	122
固定资产及使用权资产	246	253	259	265	投资净收益	3	3	5	6
在建工程	6	6	6	6	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	69	66	64	61	减值损失	-21	-36	-25	-34
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	396	465	663	920
其他非流动资产	138	138	138	138	营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	3,711	4,139	5,136	6,076	利润总额	395	465	663	920
流动负债	1,066	1,178	1,724	2,039	减:所得税	53	62	89	123
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	342	402	574	797
经营性应付款项	904	996	1,486	1,726	减:少数股东损益	1	1	2	2
合同负债	37	43	58	78	归属母公司净利润	341	401	572	794
其他流动负债	123	138	178	233	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.80	1.14	1.59
非流动负债	10	10	10	10	EBIT	360	502	666	924
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	385	520	682	938
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.93	35.91	35.20	35.18
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	18.70	18.91	20.06	20.62
其他非流动负债	10	10	10	10	收入增长率(%)	26.03	16.23	34.51	34.98
负债合计	1,077	1,189	1,735	2,050	归母净利润增长率(%)	24.02	17.52	42.68	38.77
归属母公司股东权益	2,603	2,917	3,366	3,989					
少数股东权益	32	33	35	37					
所有者权益合计	2,635	2,951	3,401	4,027					
负债和股东权益	3,711	4,139	5,136	6,076					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	246	569	479	748	每股净资产(元)	5.21	5.83	6.73	7.98
投资活动现金流	-36	-18	-15	-11	最新发行在外股份(百万股)	500	500	500	500
筹资活动现金流	-64	-87	-124	-171	ROIC(%)	12.47	15.55	18.15	21.54
现金净增加额	143	464	341	565	ROE-摊薄(%)	13.12	13.75	17.01	19.91
折旧和摊销	25	18	16	14	资产负债率(%)	29.01	28.72	33.78	33.73
资本开支	-38	-22	-20	-18	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.49	29.35	20.57	14.82
营运资本变动	-136	116	-132	-91	P/B(现价)	4.52	4.04	3.50	2.95

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

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

