

威胜信息（688100）

关于公司核心竞争力的探讨以及竞争格局比较

买入（维持）

2022 年 12 月 11 日

证券分析师 刘博

执业证书：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

证券分析师 姚久花

执业证书：S0600522070002

yaojh@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）	32.67	27.80	19.49	14.04

关键词：#市占率上升 #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **我们从表观的数据和深层次内核两个方面出发，选取公司在主要业务条线的竞争对手，尝试对公司的核心竞争力进行阐述：**虽然公司的表观毛利率水平较高，2019-2021 年分别为 34.05%、36.03%、34.93%，2022 年前三季度（累计）毛利率进一步提升至 37.00%，但是由于公司产品往往是以标准化的产品形态出现，大家难以理解公司核心竞争力的来源。

■ **一、样本选取。**公司营业收入主要来自于三大板块：网络层、感知层、应用层，对应 5 大产品和业务体系，分别为：通信网关、通信模块、电监测终端、水气热传感终端、智慧公用事业管理系统。考虑到通信网关、通信模块、电监测终端这三块业务是公司最核心的业务，2018-2021 年，这三块业务加总占比总收入分别为 79.21%、79.26%、83.09%、83.46%，且是公司未来的主要增长点，因此我们分别选取这三块业务条线的主要竞争对手，即：通信网关领域的新联电子、光一科技；通信模块领域的东软载波、力合微；电监测终端领域的安科瑞。

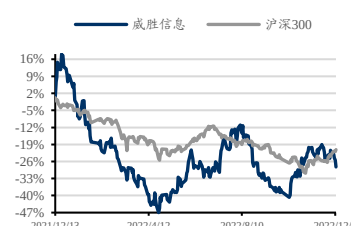
■ **二、表观数据：规模、研发、渠道、毛利率。**1) 通信网关领域，公司一骑绝尘且优势仍在扩大，收入、研发、销售费用规模最大、增速最快，且毛利率水平行业领先；2) 通信模块领域，公司后发先至，收入增速最快、规模即将成为行业第一，研发、销售费用规模最大、增速最快，毛利率逐步向正常水平回归；3) 电监测终端领域，研发、渠道投入和龙头安科瑞差距微乎其微，但是收入规模、毛利率水平仍存在一定差距，公司后发追赶者的特点仍较为明显。

■ **三、对于公司深层次内核竞争力的探讨：供应商资质壁垒和定制化研发运维服务。**1) 近十年来，国网和南网的供应商体系名单有进有出，公司占有的市场份额一直领先，且毛利率始终维持在 35% 左右，这本身就是一种壁垒。2) 更加重要的是，随着对客户的需求和痛点理解的更加深刻，客户新场景的出现、对新产品的需求不断涌现，也引领着公司研发的方向。虽然公司最终产品更多是以标品的形式出现，但是背后的研发、设计、生产、运营、维护越来越多地体现为定制化的模式，实际上在我们走访公司管理层的过程中，也发现在公司的研发团队中，偏软件、偏系统的人员占比在不断提升，这也是公司核心竞争力的源泉。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.80、1.14、1.59 元，PE 分别为 28、20、14 倍，维持“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等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.31
一年最低/最高价	16.10/38.48
市净率(倍)	4.05
流通 A 股市值(百万元)	3,724.72
总市值(百万元)	11,155.00

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)：顺应电网产业发展趋势，能源物联网龙头厚积薄发》

2022-11-03

《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

我们将从表观的数据和深层次内核两个方面出发,选取公司在主要业务条线的竞争对手,尝试对公司的核心竞争力进行阐述:虽然公司的表观毛利率水平较高,2019-2021年分别为34.05%、36.03%、34.93%,2022年前三季度(累计)毛利率进一步提升至37.00%,但是由于公司的产品往往是以标准化的产品形态出现,大家难以理解公司核心竞争力的来源。

1. 样本选取

公司营业收入主要来自于三大板块:网络层、感知层、应用层,对应5大产品和业务体系,分别为:通信网关、通信模块、电监测终端、水气热传感终端、智慧公用事业管理系统。考虑到通信网关、通信模块、电监测终端这三块业务是公司最核心的业务,2018-2021年,这三块业务加总占比总收入分别为79.21%、79.26%、83.09%、83.46%,且是公司未来的主要增长点,因此我们分别选取这三块业务条线的主要竞争对手,即:通信网关领域的新联电子、光一科技;通信模块领域的东软载波、力合微;电监测终端领域的安科瑞。

2. 表观数据:规模、研发、渠道、毛利率

1) 通信网关领域

收入:2016-2021年,新联电子收入规模从2.95亿元增长至2.61亿元,CAGR为-2.42%;光一科技收入规模从5.29亿元增长至2.80亿元,CAGR为-11.95%;威胜信息收入规模从3.13亿元增长至6.62亿元,CAGR为16.16%,威胜信息不但是收入规模最大的,也是唯一一家5年复合增速超过10%的。

研发:2018-2021年,新联电子研发费用从0.55亿元增长至0.43亿元,CAGR为-7.88%;光一科技研发费用从0.40亿元增长至0.29亿元,CAGR为-10.16%;威胜信息研发费用从0.74亿元增长至1.77亿元,CAGR为33.74%,占比营收分别为7.13%、7.97%、8.95%、9.69%,可以看出,威胜信息在研发费用的规模、增速、占比上均已体现出明显优势,且差距仍在进一步拉大。

渠道:2016-2021年,新联电子销售费用从0.39亿元增长至0.22亿元,CAGR为-10.82%;光一科技销售费用从0.44亿元增长至0.49亿元,CAGR为2.18%;威胜信息销售费用从0.44亿元增长至0.87亿元,CAGR为14.61%,威胜信息不但是销售费用规模最大的,也是唯一一家5年复合增速超过10%的。

毛利率:2018-2021年,新联电子的毛利率分别为35.58%、37.35%、36.61%;光一科技的毛利率分别为30.87%、24.43%、26.07%;威胜信息的毛利率分别为39.12%、40.96%、

36.53%，在收入规模持续扩张的同时，毛利率保持行业领先。

图1：通信网关领域，公司与竞争对手的对比（亿元、%）

一、收入								二、毛利率							
网关	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR	网关	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
新联电子	2.95	3.29	4.41	4.67	3.85	2.61		新联电子	40.99	40.29	32.60	35.58	37.35	36.61	
yoy		11.53%	34.04%	5.90%	-17.56%	-32.21%	-2.42%								
光一科技	5.29	3.42	3.04	2.30	1.76	2.80		光一科技	26.84	26.02	34.21	30.87	24.43	26.07	
yoy		-35.35%	-11.11%	-24.34%	-23.48%	59.09%	-11.95%								
威胜信息	3.13	4.97	4.72	4.28	5.48	6.62		威胜信息	28.26	33.82	31.58	39.12	40.96	36.53	
yoy		58.79%	-5.03%	-9.32%	28.04%	20.80%	16.16%								
三、研发费用								四、销售费用							
网关	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR	网关	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
新联电子			0.55	0.51	0.44	0.43		新联电子	0.39	0.34	0.34	0.37	0.22	0.22	
占比			7.83	7.08	7.66	9.21	-7.88%	占比	6.73	5.52	4.84	5.17	3.76	4.66	-10.82%
光一科技			0.40	0.33	0.26	0.29		光一科技	0.44	0.46	0.41	0.43	0.44	0.49	
占比			9.17	8.04	6.60	7.44	-10.16%	占比	5.40	8.44	9.42	10.52	11.12	12.63	2.18%
威胜信息	0.52	0.82	0.74	0.99	1.30	1.77		威胜信息	0.44	0.65	0.62	0.64	0.76	0.87	
占比	7.67	8.21	7.13	7.97	8.95	9.69	33.74%	占比	6.54	6.52	5.97	5.14	5.27	4.75	14.61%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

2）通信模块领域

收入：2016-2021 年，东软载波收入规模从 8.79 亿元增长至 5.42 亿元，CAGR 为 -9.22%；力合微收入规模从 1.02 亿元增长至 3.39 亿元，CAGR 为 27.15%；威胜信息收入规模从 0.51 亿元增长至 4.68 亿元，CAGR 为 55.79%，威胜信息是三家公司中复合增速最快的，虽然目前收入规模不是第一，但是差距微乎其微，预计很快规模就要成为第二。

研发：2018-2021 年，东软载波研发费用从 1.91 亿元增长至 1.57 亿元，CAGR 为 -6.33%；力合微研发费用从 0.36 亿元增长至 0.56 亿元，CAGR 为 15.87%；威胜信息研发费用从 0.74 亿元增长至 1.77 亿元，CAGR 为 33.74%，威胜信息不但是研发费用规模最大的，也是复合增速最快的。

渠道：2016-2021 年，东软载波销售费用从 0.84 亿元增长至 0.54 亿元，CAGR 为 -8.46%；力合微销售费用从 0.20 亿元增长至 0.33 亿元，CAGR 为 10.53%；威胜信息销售费用从 0.44 亿元增长至 0.87 亿元，CAGR 为 14.61%，威胜信息不但是销售费用规模最大的，也是复合增速最快的。

毛利率：2018-2021 年，东软载波的毛利率分别为 57.76%、56.68%、45.46%；力合微的毛利率分别为 48.83%、52.51%、41.01%；威胜信息的毛利率分别为 19.85%、25.09%、35.50%，我们可以发现，相比两家竞争对手，威胜信息模块业务的毛利率是明显偏低的，而且在逐年提升，我们判断该现象背后反映的是公司作为一个后发的追赶者，开始是凭借着价格优势切入，然后伴随着市场份额的提升和产品力的增强，毛利率开始逐步向正常水平回归。

图2：通信模块领域，公司与竞争对手的对比（亿元、%）

一、收入								二、毛利率							
模块	2016	2017	2018	2019	2020	2021		模块	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
东软载波	8.79	7.53	7.60	5.73	6.03	5.42		东软载波	65.37	60.92	54.34	57.76	56.68	45.46	
yoy		-14.33%	0.93%	-24.61%	5.24%	-10.12%	-9.22%								
力合微	1.02	1.22	1.58	2.57	1.88	3.39		力合微	57.87	57.51	44.39	48.83	52.51	41.01	
yoy		19.61%	29.51%	62.66%	-26.85%	80.32%	27.15%								
威胜信息	0.51	1.77	1.64	2.99	4.44	4.68		威胜信息	36.47	37.66	28.84	19.85	25.09	35.50	
yoy		247.06%	-7.34%	82.32%	48.49%	5.41%	55.79%								
三、研发费用								四、销售费用							
模块	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR	模块	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
东软载波			1.91	1.59	1.47	1.57		东软载波	0.84	1.03	1.05	0.79	0.56	0.54	
占比			18.80	19.22	16.78	17.34	-6.33%	占比	8.57	11.24	10.34	9.54	6.43	6.00	-8.46%
力合微	0.30	0.34	0.36	0.43	0.46	0.56		力合微	0.20	0.20	0.22	0.25	0.25	0.33	
占比	27.00	25.24	18.99	15.44	21.32	15.65	15.87%	占比	17.37	14.72	11.82	9.14	11.71	9.11	10.53%
威胜信息	0.52	0.82	0.74	0.99	1.30	1.77		威胜信息	0.44	0.65	0.62	0.64	0.76	0.87	
占比	7.67	8.21	7.13	7.97	8.95	9.69	33.74%	占比	6.54	6.52	5.97	5.14	5.27	4.75	14.61%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

3）电监测终端领域

收入：2016-2021 年，安科瑞收入规模从 3.29 亿元增长至 10.17 亿元，CAGR 为 25.32%；威胜信息收入规模从 0.54 亿元增长至 3.94 亿元，CAGR 为 48.81%，虽然威胜信息的收入增速更快，但是基数更低，目前收入规模相比安科瑞仍存在明显差距。

研发：2018-2021 年，安科瑞研发费用从 0.42 亿元增长至 1.12 亿元，CAGR 为 38.67%；威胜信息研发费用从 0.74 亿元增长至 1.77 亿元，CAGR 为 33.74%，威胜信息研发费用规模更大、安科瑞研发费用复合增速更快。

渠道：2016-2021 年，安科瑞销售费用从 0.58 亿元增长至 1.21 亿元，CAGR 为 15.84%；威胜信息销售费用从 0.44 亿元增长至 0.87 亿元，CAGR 为 14.61%，安科瑞的销售费用无论是规模还是增速，都要略胜威胜信息一筹。

毛利率：2018-2021 年，安科瑞的毛利率分别为 47.07%、46.70%、45.72%；威胜信息的毛利率分别为 41.33%、45.71%、34.60%，相比安科瑞，威胜信息的毛利率偏低、且波动较大，考虑到两家公司业务规模的差距较为明显，威胜信息在电监测终端领域，后发者的特点仍较为明显。

图3：电监测终端领域，公司与竞争对手的对比（亿元、%）

一、收入								二、毛利率							
电监测终端	2016	2017	2018	2019	2020	2021		电监测终端	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
安科瑞	3.29	4.05	4.56	5.98	7.18	10.17		安科瑞	57.21	53.70	49.96	47.07	46.70	45.72	
yoy		23.10%	12.59%	31.14%	20.07%	41.64%	25.32%								
威胜信息	0.54	2.24	1.87	2.59	2.12	3.94		威胜信息	21.47	38.08	39.08	41.33	45.71	34.60	
yoy		314.81%	-16.52%	38.50%	-18.15%	85.85%	48.81%								
三、研发费用								四、销售费用							
电监测终端	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR	电监测终端	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
安科瑞			0.42	0.53	0.76	1.12		安科瑞	0.58	0.59	0.67	0.87	0.97	1.21	
占比			9.14	8.77	10.52	11.06	38.67%	占比	17.48	14.56	14.64	14.43	13.50	11.94	15.84%
威胜信息	0.52	0.82	0.74	0.99	1.30	1.77		威胜信息	0.44	0.65	0.62	0.64	0.76	0.87	
占比	7.67	8.21	7.13	7.97	8.95	9.69	33.74%	占比	6.54	6.52	5.97	5.14	5.27	4.75	14.61%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

总结结论：1) 通信网关领域，公司一骑绝尘且优势仍在扩大，收入、研发、销售费用规模最大、增速最快，且毛利率水平行业领先；2) 通信模块领域，公司后发先至，收入增速最快、规模即将成为行业第一，研发、销售费用规模最大、增速最快，毛利率逐步向正常水平回归；3) 电监测终端领域，研发、渠道投入和龙头安科瑞差距微乎其微，但是收入规模、毛利率水平仍存在一定差距，公司后发追赶者的特点仍较为明显。

3. 对于公司深层次内核竞争力的探讨：供应商资质壁垒和定制化研发运维服务

我们在前文中从表观财务数据出发，花费大量篇幅阐述公司核心竞争力（毛利率维持在较高水平且较为稳定）的来源包括研发、渠道、规模等等，数据之外更深层次的探讨，我们拜访公司的管理层后，将核心原因总结如下：

1) 国网供应商体系的壁垒：众所周知，国家电网公司和南方电网公司作为整个电力系统中最具话语权的央企，具有极其严格的供应商资质审查制度，根据威胜信息招股说明书和《中国智能电表与用电信息采集市场分析报告》，自 2011 年国家电网开始统一招标以来，威胜信息就一直在国网公司的供应商体系中，且始终名列前茅。根据《中国智能电表与用电信息采集市场分析报告》统计，自国家电网统一招标以来共有 62 家企业中标，该报告以企业历史累计中标的市场份额作为排序的标准，将历史累计中标金额前五名的企业定义为行业的第一梯队，将历史累计中标金额第六名至第二十名的企业定义为行业的第二梯队，将历史累计中标金额第二十一名至第四十名的企业定义为行业的第三梯队。第一梯队企业分别为新联电子、威胜信息、三星医疗、林洋能源和华立科技，威胜信息名列第二。近十年来，国网和南网的供应商体系名单有进有出，公司占有的市场份额一直领先，且毛利率始终维持在 35% 左右，这本身就是一种壁垒。

2) 来自于新场景、新产品更多定制化的需求和服务：公司的研发模式分为两种，一种是自主研发，采用“技术委员会+技术中台+事业部产品研发部门”的三层级研发组织架构，支撑公司的核心技术和拳头产品。另一种是合作研发，即结合客户实际应用场景和需求，依托自身研发能力积极与客户技术部门开展科技研发项目合作，与客户共建行业产品技术体系。公司自进入国网和南网的供应商体系以来，在十余年的发展过程中，一方面不断打磨自身的 product 和技术，使之与国网和南网客户的需求更加匹配；另一方面，更加重要的是，随着对客户的需求和痛点理解的更加深刻，客户新场景的出现、对新产品的需求不断涌现，也引领着公司研发的方向。虽然公司最终产品更多是以标品的形式出现，但是背后的研发、设计、生产、运营、维护越来越多地体现为定制化的模式，实际上在我们走访公司管理层的过程中，也发现在公司的研发团队中，偏软件、偏系统的人员占比在不断提升，这也是公司核心竞争力的源泉。

4. 盈利预测

我们维持预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.01、5.72、7.94 亿元，EPS 分别为 0.80、1.14、1.59 元，PE 分别为 28、20、14 倍，维持“买入”评级。

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)	32.67	27.80	19.49	14.04
营运资本变动	-136	116	-132	-91	P/B(现价)	4.29	3.82	3.31	2.80

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>

