

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

电力设备出海先锋，业务不断延展

——海兴电力 (603556) 深度报告

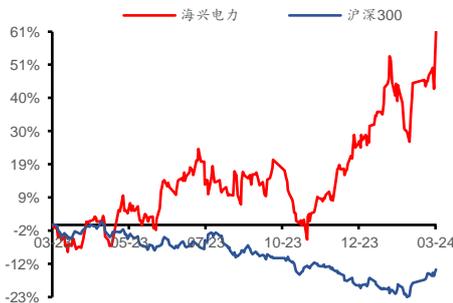
买入 (首次)

行业： 电力设备
日期： 2024年03月04日分析师： 丁亚
Tel: 021-53686149
E-mail: dingya@shzq.com
SAC 编号: S0870521110002

基本数据

最新收盘价 (元) 35.60
12mth A 股价格区间 (元) 20.79-35.60
总股本 (百万股) 488.68
无限售 A 股/总股本 100.00%
流通市值 (亿元) 173.97

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

领先的智能电表出海企业，向综合解决方案服务商进军

海兴电力成立于1992年，是目前国内最大的自主品牌电表出口企业，目前业务涵盖用电设备、配电设备、新能源三大方向的产品及解决方案。公司自成立之初便开始深耕国际市场，产品销往全球90多个国家和地区。除用电产品外，公司积极拓展配电和新能源业务，从单一用电产品供应商向综合解决方案服务商进军。

配用电业务快速增长，新能源有望成为新增长极

能源转型背景下，新能源渗透率的快速提升，以及电网智能化的发展和升级换代，持续带动电力设备投资需求。当前全球电网投资仍滞后于电源侧投资，未来电网投资建设有望进一步加速。公司以用电设备业务起家，凭借在系统软件、AIoT、通信等技术方面的领先布局，形成了较强的整体解决方案提供能力。公司凭借在配用电业务积累的技术优势与全球市场渠道，积极布局工商业储能、光储充虚拟电厂业务，未来有望成为公司新的增长曲线。

出海+软件，构建公司核心竞争力

公司持续深耕全球市场，在全球范围内拥有多个工厂、子公司、办事处，具备丰富的全球化管理和运营经验，短期内竞争对手难以复制。公司重视软件业务能力，子公司海兴泽科已获得国家重点软件企业认定，获得全球最高等级CMMI 5级认证，是行业内极少数可面向全球市场提供高质量软件集成服务的企业。2023H1海兴泽科贡献利润0.88亿元，占公司当期归母净利润20.21%。

公司价值：轻资产、高现金、高分红

公司整体业务属于属于重研发设计、轻资产商业模式。公司近年来收现比、净现比基本维持在100%以上，收入与利润质量较高。公司自2016年上市开始每年现金分红，截至2022年度累计分红14.3亿元，上市以来现金分红率35.38%，近年来现金分红率保持在50%左右。

■ 投资建议

我们看好公司配用电业务发展，以及新能源业务第二曲线的增长。预计公司2023-2025年分别实现归母净利润8.23、10.67、13.78亿元，同比分别+23.94%、+29.56%、+29.18%；当前股价对应2023-2025年PE分别为21x、16x、13x。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

海外市场经营风险，新能源业务拓展不及预期，汇率风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3310	4079	5134	6282
年增长率	23.0%	23.2%	25.9%	22.4%
归母净利润	664	823	1067	1378
年增长率	111.7%	23.9%	29.6%	29.2%
每股收益 (元)	1.36	1.68	2.18	2.82
市盈率 (X)	12.94	21.13	16.31	12.63
市净率 (X)	1.44	2.56	2.21	1.88

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2024年03月01日收盘价)

目 录

1 领先的智能电表出海企业，向综合解决方案服务商进军	4
1.1 公司概况.....	4
1.2 公司财务.....	5
1.3 全球化布局领先.....	8
2 配用电业务快速增长，新能源业务有望成为新增长极	10
2.1 全球配用电市场快速增长.....	10
2.2 用电业务：公司起家业务，较强整体解决方案能力.....	10
2.3 配电业务有望持续发展.....	12
2.4 新能源业务：渠道+解决方案能力赋能.....	13
3 出海+软件，构建公司核心竞争力	14
3.1 完善的全球化布局和管理经验.....	14
3.2 从单一硬件到整体解决方案.....	15
3.3 加入 Wi-SUN 联盟，参与全球规则制定.....	16
4 公司价值：轻资产、高现金、高分红	17
4.1 轻资产模式，固定资产占比低.....	17
4.2 公司现金流状况较好，收入与利润质量高.....	18
4.3 公司连续多年高分红.....	18
5 投资建议	19
6 风险提示	20

图

图 1：海兴电力营业收入及增长情况.....	6
图 2：海兴电力归母净利润及增长情况.....	6
图 3：公司 2022 年主营业务收入构成（单位：亿元）.....	6
图 4：海外收入占基本维持在 60%以上.....	7
图 5：公司毛利率&净利率.....	8
图 6：公司近年来费用率下降明显.....	8
图 7：公司全球化布局.....	8
图 8：境内境外收入对比（单位：亿元）.....	9
图 9：境内境外毛利率对比.....	9
图 10：公司的智能计量 AMI 系统.....	11
图 11：海兴电力全球化生产布局.....	14
图 12：公司海外员工占比基本在 40%以上.....	15
图 13：海兴泽科获得 CMMI 5 级认证.....	15
图 14：软件业务利润贡献较大.....	16
图 15：无线网络技术对比.....	16
图 16：Wi-SUN 联盟成员.....	16
图 17：智能电表生产流程.....	17
图 18：公司现金与固定资产对比.....	18
图 19：公司固定资产结构（2023 年中）.....	18
图 20：公司近年来收现比维持在 100%以上.....	18
图 21：公司近年来净现比维持在 100%以上.....	18

图 22: 公司近年来分红率保持在 50%左右	19
-------------------------------	----

表

表 1: 公司发展历程	4
表 2: 公司主要产品分类及目标客群.....	4
表 3: 公司近年来主营业务收入及增长情况.....	6
表 4: 公司用电业务主要产品 (海外市场)	11
表 5: 多个海外市场有本地化生产要求.....	14
表 6: 公司收入与毛利率分项预测 (单位: 亿元)	19

1 领先的智能电表出海企业，向综合解决方案服务商进军

1.1 公司概况

公司始创于 1992 年，成立之初主要从事电力计量仪表的研发、生产与销售，经过 30 多年的发展，目前是国内最大的自主品牌电表出口企业，产品销往 90 个多个国家和地区。

除用电产品外，公司积极拓展配电和新能源业务，从单一用电产品供应商向综合解决方案服务商进军。

表 1：公司发展历程

年份	事件
1992	公司创立，开始生产机械表
1995	机械表出口到厄瓜多尔、英国、伊拉克、巴基斯坦、埃及等地
1999	第一次为海外客户(埃及)建厂
2000	研发制造 ANSI（美国标准）机械表
2002	为墨西哥客户建立美标电表厂，电能表及生产设备进入美洲及南亚市场
2004	巴基斯坦合资公司成立
2006	国内首家开发成功基于 STS 的预付费表和售电系统
2008	电能表测试设备出口美国和加拿大
2009	成立印尼工厂，全面布局印尼市场
2010	巴西子公司 ELETTRA 成立 秘鲁区域总部成立
2011	自主品牌进入欧洲智能电表市场
2013	南非开始运营服务，孟加拉子公司成立
2015	成立南京子公司，拓展智能配网业务；尼日利亚、肯尼亚、塞内加尔公司成立
2016	上海主板上市
2019	M2C 解决方案首次有加纳部署成功
2020	加入 Wi-SUN 联盟董事会，成为首家进入 Wi-SUN 联盟董事会的中国企业
2022	与通威签署南非市场战略合作协议

资料来源：公司官网，公司公告，公司公众号，上海证券研究所

公司业务聚焦智能用电、配电、新能源三大板块。公司目前主要业务分为三大类，涵盖用电设备、配电设备、新能源三大方向的产品及解决方案，其中用电和配电业务面向全球电力客户，新能源业务面向全球居民和工商业用户。

表 2：公司主要产品分类及目标客群

类别	产品	目标客群
智能用电产品及系统	智能电能表、智能用电终端、智能网关、智能集中计量表箱、通信产品、系统软件及服务	全球电力客户
智能配电产品及系统	一二次融合成套设备、智能配电终端、环网柜、柱上开关、重合器、互感器及系统软件等	全球电力客户
新能源产品及系统集成	充电桩、逆变器、工商业储能、Solar kits 等系列产品以及分布式微电网、光储充、综合能源管理等系统集成解决方案	全球居民和工商业用户

资料来源：公司公告，上海证券研究所

(1) 智能用电业务

公司 1992 年成立，早期主要从事机械电表生产，随后向智能电表迭代。公司自成立之初便进军国际市场，业务遍布东南亚、南美、非洲和欧洲等地区。2009 年国家电网启动集中招投标业务后，公司开始逐步参与国内市场业务，公司同步发力国内市场。

(2) 智能配电业务

公司 2014 年为巴基斯坦实施了巴基斯坦第一个配电网智能化改造工程，积累了丰富的配网经验。公司在 2015 年设立了配网事业部，正式确立进军配网业务的决心，业务从智能用电延伸至智能配电。

(3) 新能源业务

凭借配用电领域积累的丰富经验，公司业务向新能源延伸。

公司在 2020 年投资杭州利沃得电源有限公司，目前持有 20% 股份，为公司提供光伏逆变器、储能逆变器、充电桩等产品。

另外，渠道业务方面，公司利用完善的海外渠道，2022 年与通威签订南非市场战略合作协议，共同拓展南非市场。2023 年进一步与通威签订 500MW 框架协议。未来渠道业务有望在其他优势市场复制。

1.2 公司财务

营业收入重回增长。公司营收整体持续增长，2020-2021 年有所下滑，主要为公司业务重心偏海外，疫情期间公司业务受影响较大。随着疫情好转，公司业务加速恢复。

2020、2021 年营业收入分别为 28.06、26.91 亿元，同比分别-5.02%、-4.09%；归母净利润分别为 4.81、3.14 亿元，同比分别-3.85%、-34.79%。

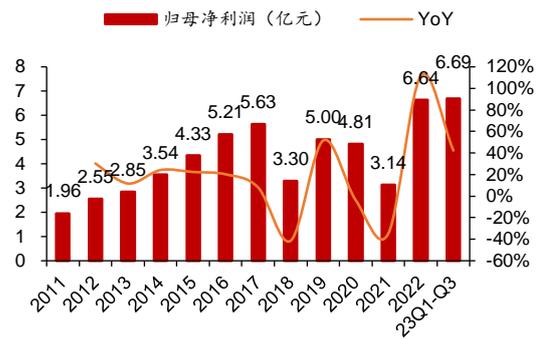
2022、2023Q1-Q3 收入分别为 33.1、28.73 亿元，同比分别+22.99%、+20.36%；归母净利润分别为 6.64、6.69 亿元，同比分别+111.71%、+42.40%。

图 1：海兴电力营业收入及增长情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2：海兴电力归母净利润及增长情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

从收入结构看，智能用电业务是重要基本盘，智能配电业务快速发展。公司 2021 年开始调整收入分类，将主营业务正式划分为智能用电产品及系统、智能配电产品及系统、新能源产品三类。

智能用电是基本盘业务，2022 年收入 29.01 亿元，占比 87.64%；智能配电产品经过多年耕耘，已有一定的收入体量，2022 年收入 3.27 亿元，占比 9.87%。

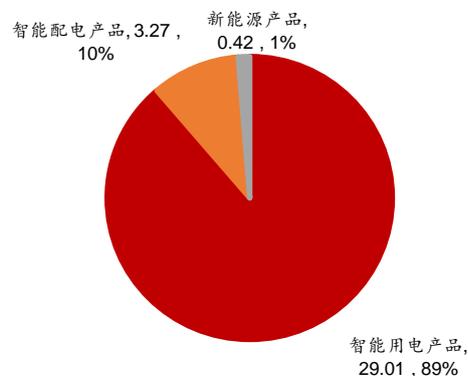
新能源产品布局时间较短，但增长较快，2022 年收入 0.42 亿元，同比+37.13%。

表 3：公司近年来主营业务收入及增长情况

单位：亿元	2020	2021	2022
智能用电产品及系统	25.44	23.12	29.01
YOY		-9.11%	25.46%
智能配电产品及系统	2.31	3.15	3.27
YOY		36.21%	3.70%
新能源产品	0.06	0.31	0.42
YOY		387.89%	37.13%

资料来源：Wind，上海证券研究所

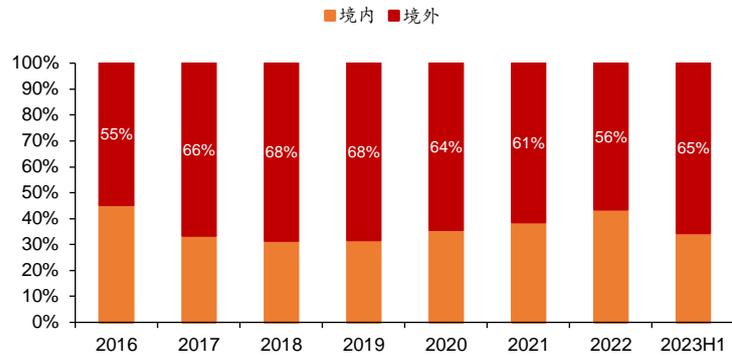
图 3：公司 2022 年主营业务收入构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

海外市场贡献突出，近年来占比基本在 60% 以上。公司自成立之初便进军国际市场，因此收入结构中海外市场贡献较大。近年来海外市场收入占比基本在 60% 以上。2023H1 公司海外收入 12.12 亿元，占比 65.44%，境内收入 6.4 亿元，占比 34.56%。

图 4：海外收入占比基本维持在 60% 以上



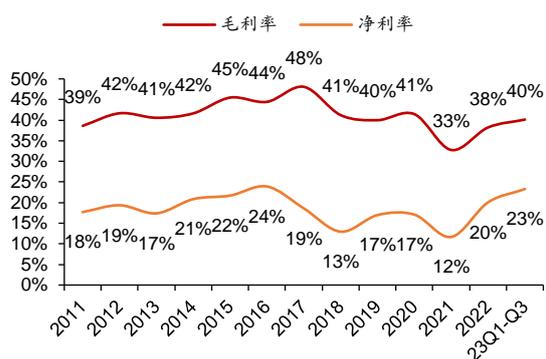
资料来源：Wind，上海证券研究所

从盈利能力看，公司整体毛利率较高，大部分时间保持在 40% 以上。2021 年毛利率下滑至 32.76%。从成本角度，主要受疫情和半导体器件紧张影响，原材料成本及物流成本上升；从市场结构角度，2021、2022 年海外收入占比下滑，分别占比 61%、56%，同比分别 -3 pct、-5 pct。2022 年毛利率开始恢复至 38.23%，到 2023Q1-Q3 毛利率重新恢复至 40% 以上。

展望未来，随着欧洲优质市场的开拓、解决方案占比提升，看好公司毛利率水平进一步提升。

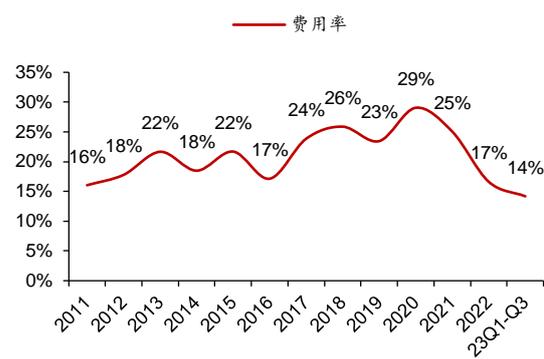
公司属于重设计、轻资产模式，且实现全球化运营，整体费用率偏高。但随着收入基数的提高、以及渠道、系统带来的规模效应的体现，公司近年来费用率下降明显，我们认为未来这一趋势有望持续。

图 5：公司毛利率&净利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：公司近年来费用率下降明显



资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 全球化布局领先

公司依托拉美、非洲、亚洲、中东、欧洲五大海外区域总部构建全球营销网络，产品销往全球 90 多个国家和地区，其中一带一路国家 46 个。

公司在海外市场已布局 6 大生产基地，其中巴西、印尼、南非生产基地为公司全资工厂，巴基斯坦、孟加拉、肯尼亚为公司的海外合资工厂。

图 7：公司全球化布局



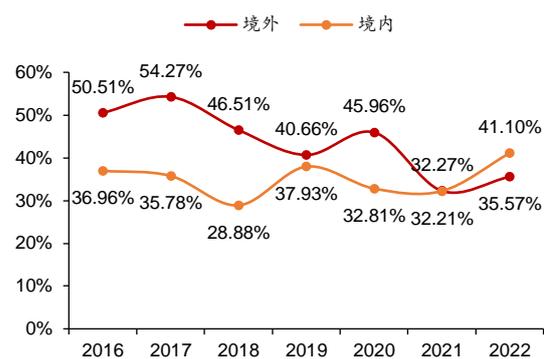
资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 8：境内境外收入对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：境内境外毛利率对比



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 配用电业务快速增长，新能源业务有望成为新增长极

2.1 全球配用电市场快速增长

能源转型背景下，发电侧以风电、光伏为首的新能源装机快速增长，用电侧新能源汽车渗透率快速提升，对电网带来更大的挑战。同时，电网智能化的发展以及升级换代，进一步催生电力设备投资需求。我们认为电网投资景气度有望持续向上。

根据 Markets and Markets 数据，2021 年全球智能电网规模约 431 亿美元，预计到 2026 年增长至 1034 亿美元，CAGR 19.13%。当前全球电网投资仍滞后于电源侧投资，未来电网投资建设有望进一步加速。

2.2 用电业务：公司起家业务，较强整体解决方案能力

用电业务是公司的起家业务，随后不断向智能化与集成化方向发展。公司拥有符合不同国际及国家标准的完整电能计量系列产品及相应系统，包括单相电能表、三相电能表、高精度表、预付费表等产品，覆盖不同应用领域，满足各个国家不同电力客户需求。

公司凭借在系统软件、AIoT、通信等技术方面的领先布局，形成了以 AMI 智能计量系统为核心的整体解决方案提供能力。

AMI (Advanced Metering Infrastructure) 指高级计量基础架构，是 AMR (自动抄表系统) 的升级，核心在于满足了电力系统与负荷、用户之间的双向通信，对用户侧的电压、电流、用电量、需求量等数据进行测量，实现远程监测、分时电价和需求侧管理等功能。

AMI 是完整的计量解决方案，涉及整个系统的搭建，包括表计、终端、通信到数据采集、处理、分析控制的全面计量和互联互通。方案由设备层、通信层、采集层、应用层、接口层构成。

- 设备层 (电表、智能通讯终端)
- 通信层 (RF\PLC\RS485,GPRS\3G\4G\Ethernet)
- 采集层 (HES)、应用层 (MDM)
- 接口层 (CIM, Adapter)

表 4: 公司用电业务主要产品 (海外市场)

产品大类	产品系列	细分产品名称
表计产品	普通电能表	单相两线/三线低成本普通表 (HXE12R) 单相两线/三线普通表 (HXE12K) 单相 ANSI 圆表 (HXS100-A) 三相三线/四线普通电子表 (HXE34K)
	高精度电能表	0.5S 三相三线/四线高精度表 (HXF300) CA0.2 ANSI 三相高精度表 (HXS300) 0.2S 级关口高精度电能表 (HXT300)
智能用电系统产品	AMI 智能计量系统	单相智能电能表 (HXE110) 三相智能电能表 (HXE310) Gateway HXET200 HexAMI 系统
	智能预付费系统	单相智能预付费表 (HXE110-KP) 三相智能预付费表 (HXE310-KP) 用户显示单元 (CIU EV-KP) Smart Pay G3
	智能计量集中控制系统	单相插拔表 (HXP200) CIU CIU (EV400) 采集器 (HXEC100) 表箱及控制器 HexUMS 集中计量系统

资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

图 10: 公司的智能计量 AMI 系统



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

市场结构: 亚非拉市场地位稳固, 欧洲市场发力。

公司在亚非拉等新兴市场地位稳固, 巴西、印尼等均为公司传统优势市场, 2022 年巴西、印尼市占率第一。根据新华丝路。公司在巴西市场市占率高达 60%。

欧洲市场是重点发力区域。近年来, 在巩固发展中国家市场的同时, 公司积极储备和发力欧洲市场, 与兰吉尔

(Landis+Gyr)、埃创 (Itron) 等全球智能电表龙头同台竞争。2022 年在欧洲市场中标金额创历史新高。公司罗马尼亚工厂正在建设中, 未来产品和服务将辐射整个欧洲地区, 进一步强化公司在欧洲市场的竞争优势。

产品结构：从单一产品提供商成功转型智能用电解决方案供应商。此前国内电表企业出海基本以单一产品为主，壁垒更高的解决方案领域一直为欧美厂商垄断。公司凭借市场与技术优势实现突破，在巴西市场，公司 2022 年共中标 5 个 AMI 系统解决方案项目，从单一产品提供商转型智能用电解决方案供应商。

从单一产品制造向解决方案进军，带来更高的收入规模以及更高的毛利率。根据财联社，从订单规模看，单一表计类订单规模在千万级，而 M2C 和 AMI 类解决方案项目单一订单规模可达 2-3 亿元。而解决方案技术复杂度更高，因而毛利率也高于表计产品。

2.3 配电业务有望持续发展

公司配电业务是用电业务的自然延伸。在海外市场尤其是新兴市场，通过配电网的改造和新建增加对用电人群的覆盖是智能电网建设的重要一环。公司凭借用电领域的经验积累以及对海外市场的深刻理解，将业务从用电延伸至配电。

公司 2014 年为巴基斯坦 KESC 电力公司实施了巴基斯坦第一个配用电智能化改造工程，积累了丰富的配网经验，随后在 2015 年正式成立配网事业部。

海外市场：公司在海外市场的重点突破产品为配网自动化设备重合器以及以该设备为核心的馈线自动化系统。重合器是一种用于配电网自动化的智能化开关设备，能够检测故障电流、在给定时间内断开故障电流并能进行给定次数重合的一种有“自具”能力的控制开关。

公司成功研发拥有独立知识产权的智能单/三相重合器，并已获得英国 ASTA 国际认证。公司的重合器产品成功通过了巴西、哥伦比亚等市场的产品认证，已实现客户端挂网运行。

2023H1 公司海外配用电业务收入 11.26 亿元，同比 +22.22%。随着重合器产品的突破，未来公司海外配用电业务有望进一步放量，进而通过重合器打开海外电力公司配网市场，挖掘更多需求。

国内市场：公司配用电产品已覆盖全国 30 个省、自治区和直辖市。从市场分布看，两网市场及网外市场均在积极拓展。

在国家电网，环保型气体环网柜、物联网表、能源控制器等产品持续中标。在南方电网，配电设备在 2023 年实现首次中标。公司积极拓展网外市场，开发了面向轨道交通领域的供配电、10kV 降压站和低压解决方案。

2.4 新能源业务：渠道+解决方案能力赋能

全球新能源市场蓬勃发展。国际可再生能源署（IRENA）《2023年可再生能源装机容量统计》报告显示，到2022年底，全球可再生能源发电装机总容量达到3372GW，2022年可再生能源新增装机也达到创纪录的295GW，提升了近一成。2022年全球新增电力装机容量中，可再生能源占比达到83%。

技术优势与全球渠道赋能，新能源业务有望成为新增长曲线。公司凭借在配用电业务积累的技术优势与全球市场渠道，积极布局工商业储能、光储充虚拟电厂业务，未来有望成为公司新的增长曲线。

公司利用完善的海外渠道，2022年与通威签订南非市场战略合作协议，共同拓展南非市场。2023年进一步与通威签订500MW框架协议。未来渠道业务有望在其他优势市场复制。

公司2020年投资杭州利沃得电源有限公司，目前持有20%股权，为公司光储充项目提供光伏逆变器、储能逆变器、充电桩等产品。

3 出海+软件，构建公司核心竞争力

3.1 完善的全球化布局和管理经验

公司全球化布局。公司依托亚洲、非洲、拉美、欧洲、中东五大区域总部，构建了面向全球的营销网络，持续深耕全球市场。

完善的本土化制造。我们认为，未来出海的关键在于本土化制造，特别是对于电表这类产业链环节较短、重设计、轻制造的电力设备而言。从贸易壁垒的设置来看，各地有很强的倾向鼓励本地化生产，如巴西和印尼直接要求本地化生产，南非市场电力公司招标中对本土企业有鼓励加分、政府招标中有本地化要求。

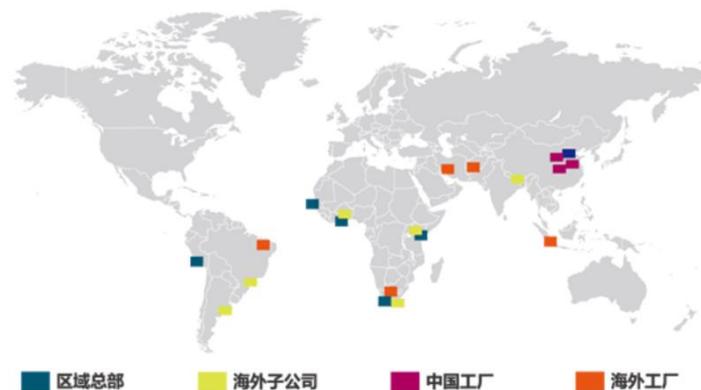
全球化公司的管理和运营经验积累。公司在海外市场深耕多年，在全球范围内拥有多个工厂、子公司、办事处，具备丰富的全球化管理和运营经验，短期内竞争对手难以复制。

表 5: 多个海外市场有本地化生产要求

国家	本地化要求
巴西	INMETRO 认证制度，制定了严格的审查制度，要求电表产品本地化生产。 巴西电力公司招标一般要求：1) 参与投标的产品需要通过 INMETRO 认证，2) 只有本国生产企业才能参加投标，3) 生产企业需要通过 INMETRO 和电力公司的现场检查方可获得投标资格。
印尼	印尼电力局招标一般要求：1) 产品需要通过印尼本地 LMK 认证及 SPM 质量认证；本地化生产 TKDN 认证；3) 中标后需要通过 SPM 现场审核。
南非	在南非电力公司招标中，对于本土企业有鼓励加分。在政府采购招标中，参与投标的供应商需要符合 B-BBEE 政策以及本地化要求，进口产品需要得到当地检测机构 SABS 的测试，出具测试报告后方可在南非国内销售。

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

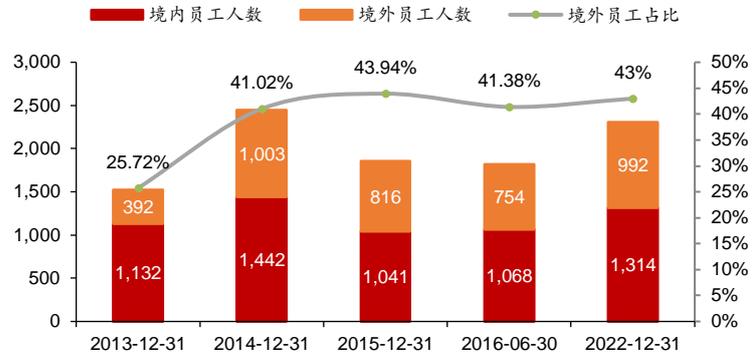
图 11: 海兴电力全球化生产布局



资料来源：公司官网，上海证券研究所

从员工构成看，公司是典型跨国企业。公司坚持海外本地化布局，海外员工占比较高。截至 2022 年底，公司拥有全球员工 2300 余人，其中外籍员工占比超过 43%。

图 12: 公司海外员工占比基本在 40%以上



资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.2 从单一硬件到整体解决方案

公司软件业务实力较强。公司全资子公司海兴泽科信息技术有限公司，已获得国家重点软件企业认定，获得全球最高等级 CMMI 5 级认证，是行业内极少数可面向全球市场提供高质量软件集成服务的企业。

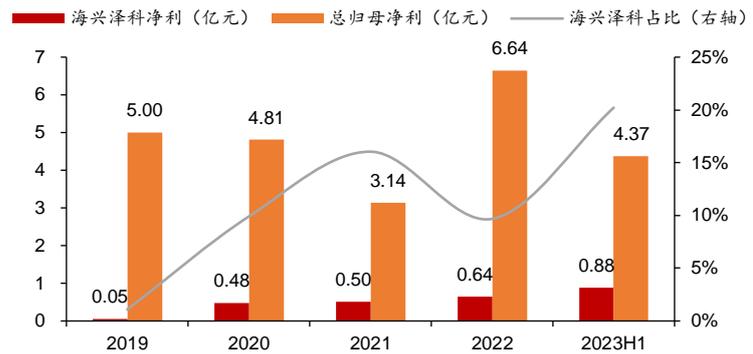
从利润端看，软件业务成长较快，目前利润贡献较大。海兴泽科成立于 2017 年，2019 年开始实现盈利，净利润 541 万元。2022 年，海兴泽科净利润 0.64 亿元，占当期公司归母净利润 9.68%；2023H1，海兴泽科净利润 0.88 亿元，占当期公司归母净利润 20.21%。

图 13: 海兴泽科获得 CMMI 5 级认证



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 14: 软件业务利润贡献较大



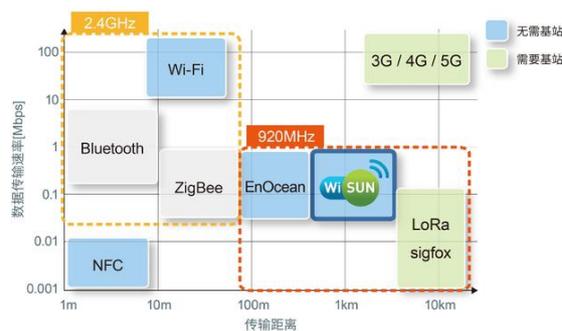
资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.3 加入 Wi-SUN 联盟，参与全球规则制定

海兴电力 2020 年成功申请成为 Wi-SUN promoter 成员，是首家进入 Wi-SUN 联盟董事会的中国企业。

Wi-SUN，全称为 Wireless Utility Networks，是一项日益普及的工业网状网络标准。与 Wi-Fi 等相比，Wi-SUN 通信速度较慢，但具备成本低、功耗低、通信距离长、可绕过障碍物且易接通等优点，目前广泛应用于北美、拉美、东南亚等区域的公共能源领域。Wi-SUN 联盟成立于 2012 年，全球会员 240 家以上，包括 CISCO、ARM、Itron 等。

图 15: 无线网络技术对比



资料来源: 亿佰特物联网应用, 上海证券研究所

图 16: Wi-SUN 联盟成员



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

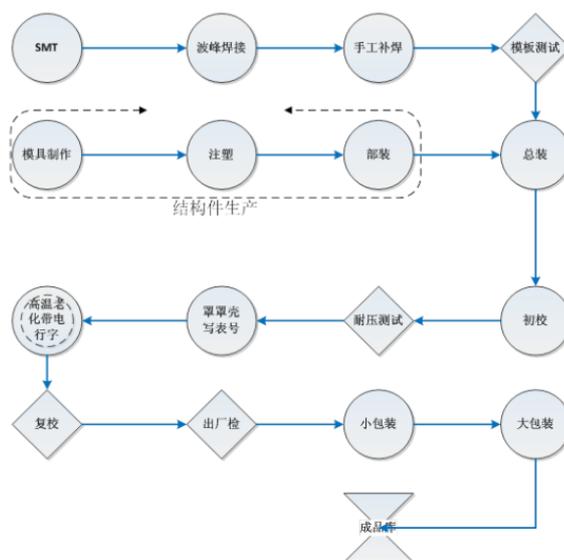
公司持续拓展基于 Wi-SUN 网络的水、电、气、路灯等一体化通信解决方案，形成涵盖智能用电、智慧水务、智慧燃气以及智慧路灯等典型应用场景的一张网络。

4 公司价值：轻资产、高现金、高分红

4.1 轻资产模式，固定资产占比低

公司整体业务属于属于重研发设计、轻资产商业模式。以智能电表为例，生产流程包括模具制作、注塑、部装、SMT、波峰焊、手工补焊、总装等环节，生产工艺相对简单。从公司资产结构看，固定资产特别是设备类占比较低。

图 17：智能电表生产流程

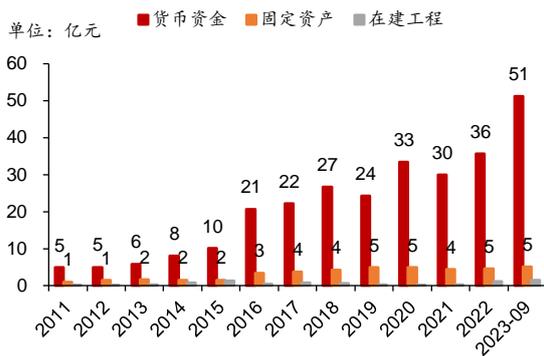


资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司固定资产占比较低，且以房屋及建筑物为主。2023 年三季度末，公司货币资金 51.24 亿元，固定资产 5.07 亿元，在建工程 1.51 亿元，固定资产+在建工程合计相当于现金规模的 12.83%。

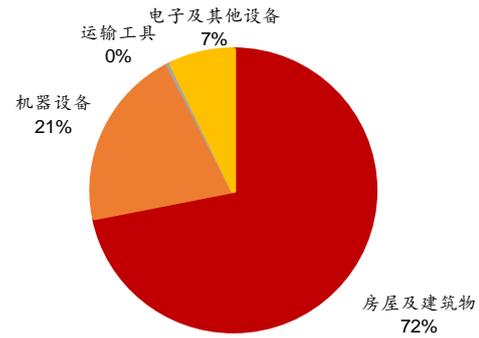
固定资产结构以房屋及建筑物为主，机器设备占比较低。2023 年中，公司固定资产价值 5.16 亿元，其中房屋及建筑物占比 71.9%，机器设备占比仅 20.56%。

图 18: 公司现金与固定资产对比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 19: 公司固定资产结构 (2023 年中)

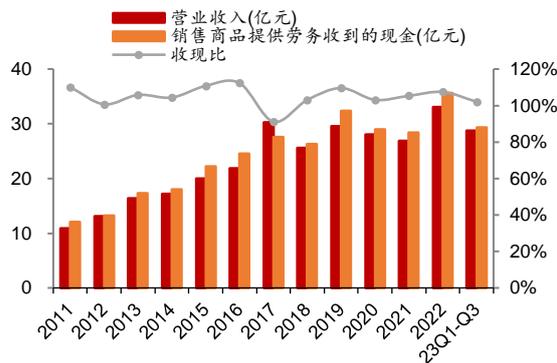


资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 公司现金流状况较好, 收入与利润质量高

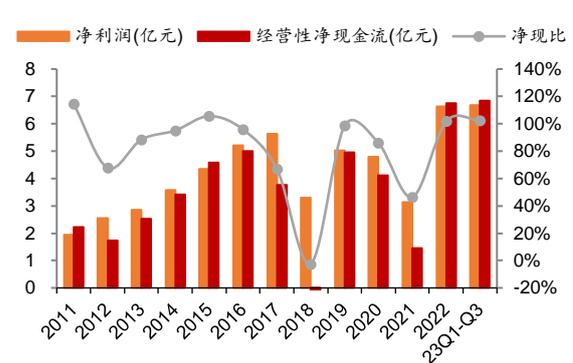
公司现金流状况较好, 在手现金充足。公司近年来收现比、净现比基本维持在 100% 以上, 收入与利润质量较高。2023Q3 末在手现金 51.24 亿元, 占总资产比例 58%。

图 20: 公司近年来收现比维持在 100% 以上



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 21: 公司近年来净现比维持在 100% 以上



资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.3 公司连续多年高分红

公司上市以来连续多年分红, 保持较高分红率。公司自 2016 年上市开始保持每年现金分红, 截至 2022 年度累计分红 14.3 亿元, 上市以来现金分红率 35.38%, 近年来现金分红率保持在 50% 左右。

图 22: 公司近年来分红率保持在 50%左右



资料来源: Wind, 上海证券研究所

5 投资建议

智能用电产品: 预计 2023-2025 年收入分别为 34.81、41.77、50.12 亿元, 随着公司解决方案占比提升, 毛利率预计稳定提升, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 40%、41%、42%。

智能配电产品: 看好公司海外重合器产品的放量及国内市场的增长, 预计 2023-2025 年收入分别为 4、5、6 亿元, 毛利率稳定在 35% 水平。

新能源产品: 看好公司海外渠道业务放量带动新能源业务成长, 预计 2023-2025 年收入分别为 1.5、4、6 亿元。

表 6: 公司收入与毛利率分项预测 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入					
智能用电产品	23.12	29.01	34.81	41.77	50.12
智能配电产品	3.15	3.27	4.00	5.00	6.00
新能源产品	0.31	0.42	1.50	4.00	6.00
其他	0.33	0.40	0.48	0.57	0.70
收入合计	26.91	33.10	40.79	51.34	62.82
毛利率					
智能用电产品	32.71%	38.70%	40.00%	41.00%	42.00%
智能配电产品	30.42%	34.89%	35.00%	35.00%	35.00%
新能源产品	16.45%	12.19%	12.00%	12.00%	12.00%
综合毛利率	32.76%	38.23%	38.48%	38.15%	38.44%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.23、10.67、13.78 亿元, 同比分别+23.24%、+25.87%、+22.37%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 21x、16x、13x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6 风险提示

海外市场经营风险：公司海外市场收入占比较大，且海外基地众多，若海外市场环境发生变化，公司海外业务可能受到影响。

新能源业务拓展不及预期：新能源业务是公司在海外实施的新商业模式，存在渠道开拓、项目获取不及预期的风险。

汇率风险：公司产业覆盖多个国家和地区，外币结算涉及多个币种，汇率波动可能会对公司业绩带来一定的影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3569	3549	3541	4087
应收票据及应收账款	1021	2048	2738	3367
存货	891	1144	1454	1776
其他流动资产	1353	1648	1817	1973
流动资产合计	6834	8389	9550	11203
长期股权投资	18	18	18	18
投资性房地产	15	15	15	15
固定资产	452	841	1148	1372
在建工程	108	158	208	258
无形资产	191	191	191	191
其他非流动资产	428	472	507	573
非流动资产合计	1212	1695	2087	2426
资产总计	8046	10083	11637	13630
短期借款	53	200	100	100
应付票据及应付账款	805	1712	2114	2531
合同负债	130	502	635	773
其他流动负债	601	389	441	501
流动负债合计	1589	2804	3291	3905
长期借款	435	435	435	435
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	46	46	46	46
非流动负债合计	481	481	481	481
负债合计	2071	3285	3772	4387
股本	489	489	489	489
资本公积	2378	2378	2378	2378
留存收益	3217	4040	5107	6485
归属母公司股东权益	5971	6795	7861	9239
少数股东权益	4	4	4	4
股东权益合计	5975	6798	7865	9243
负债和股东权益合计	8046	10083	11637	13630

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	675	430	657	1075
净利润	664	823	1067	1378
折旧摊销	70	161	243	326
营运资金变动	-5	-543	-607	-539
其他	-54	-11	-46	-90
投资活动现金流量	-246	-566	-532	-501
资本支出	-150	-600	-600	-600
投资变动	-248	-64	-75	-54
其他	152	98	143	153
筹资活动现金流量	-186	116	-132	-29
债权融资	28	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-214	116	-132	-29
现金净流量	253	-20	-7	546

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3310	4079	5134	6282
营业成本	2044	2509	3176	3867
营业税金及附加	28	33	41	50
销售费用	290	163	205	251
管理费用	142	326	411	503
研发费用	239	92	70	34
财务费用	-121	31	32	29
资产减值损失	-50	-25	-25	-25
投资收益	42	142	178	218
公允价值变动损益	17	0	0	0
营业利润	750	925	1199	1548
营业外收支净额	4	0	0	0
利润总额	754	925	1199	1548
所得税	90	102	132	170
净利润	664	823	1067	1378
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	664	823	1067	1378

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	38.2%	38.5%	38.1%	38.4%
净利率	20.1%	20.2%	20.8%	21.9%
净资产收益率	11.1%	12.1%	13.6%	14.9%
资产回报率	8.3%	8.2%	9.2%	10.1%
投资回报率	7.7%	11.4%	13.0%	14.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	23.0%	23.2%	25.9%	22.4%
EBIT 增长率	210.8%	67.9%	28.8%	28.1%
归母净利润增长率	111.7%	23.9%	29.6%	29.2%
每股指标 (元)				
每股收益	1.36	1.68	2.18	2.82
每股净资产	12.22	13.90	16.09	18.91
每股经营现金流	1.38	0.88	1.34	2.20
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.41	0.40	0.44	0.46
应收账款周转率	3.47	3.91	3.86	3.82
存货周转率	2.29	2.19	2.18	2.18
偿债能力指标				
资产负债率	25.7%	32.6%	32.4%	32.2%
流动比率	4.30	2.99	2.90	2.87
速动比率	3.71	2.54	2.41	2.36
估值指标				
P/E	12.94	21.13	16.31	12.63
P/B	1.44	2.56	2.21	1.88
EV/EBITDA	8.68	12.99	9.78	7.29

资料来源: Wind, 上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。