

# 威胜控股 (03393)

证券研究报告

2024年10月30日

## 三架马车拉动，出海志存高远

计量和能效管理产品的国内龙头，2022年起收入和利润进入加速成长期

威胜控股是国内计量设备和能效管理设备领域龙头企业。公司核心在于“威胜集团+威胜信息+威胜能源”三个子版块。创始人持有威胜控股53.66%股份，股权相对集中。2020年起，受益于墨西哥（2021年）、巴西（2018年）、坦桑尼亚（2019年）等海外工厂落地后，海外配用电中标规模大幅提升，公司海外收入从2020年前的不到4亿元，提升至2023年的15.99亿元，CAGR达66%，海外业务进入加速期。

### 海外“三扩”发力

出海加速是基于“扩区域、扩份额、扩品类”的持续发力。

**1) 扩区域：**24年前，公司出海收入50%+依靠拉美，集中度较高。24年公司加大在欧洲、亚太、非洲的取单力度，我们预计24年亚太、非洲区收入均有望实现大幅增长，欧洲区的产品交付集中在25年及以后。海外区域趋于多元化。

**2) 扩份额：**24年前，公司除在墨西哥外，在其他区域的出货份额不高。近两年公司持续加强海外工厂建设，公司在印尼、南非等新工厂有望逐步投产，海外工厂数有望持续提升。深度本土化助力公司在印尼等地持续提升供货份额。

**3) 扩品类：**24年前，公司出海约80%收入依靠电AMI，产品集中。公司近两年加大威胜信息&威胜能源的出海力度（23年初新组建海外事务部），大力挖掘现有客户的电AMI以外的配网、电网智能化等需求。我们预计24年海外收入中电AMI占比有望下降，威胜信息&威胜能源占比有望持续提升，海外多业务发力，拉动整体成长。

### 威胜出海业务发展的底层逻辑

- 1、公司管理层将出海放至重要位置。公司海外投入力度加强，海外收入占比有望持续提升。
- 2、产品上公司严控产品品质，并针对海外客户需求快速响应。我们预计公司有望在海外实现配用电订单的大幅突破。
- 3、渠道上多路径发力，包括1)自身团队直接参与、2)与海外本土经销商合作、3)与海外配用电龙头合作。

### 投资建议

海外市场空间广阔，我们预计公司出海业务近几年有望保持复合高增，毛利率有望随海外收入占比提升而稳步提升。我们预计公司24-26年归母净利润为7.55、9.13、11.59亿，PE分别为7/6/5X。给予威胜控股25年10X PE，目标价10.14港币，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**海外市场开拓不及预期、海外政策风险、市场竞争加剧风险、跨市场选取可比公司风险

### 投资评级

行业	工业/工业工程
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.79 港元
目标价格	10.14 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	995.88
港股总市值(百万港元)	5,835.85
每股净资产(港元)	5.73
资产负债率(%)	52.21
一年内最高/最低(港元)	7.77/2.63

### 作者

孙潇雅 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 国内智能计量、配用电与能效管理解决方案的领先供应商</b>	<b>4</b>
1.1. 二十余年艰苦奋斗，行业龙头优势尽显	4
1.2. 股权结构集中，子公司布局多元领域	4
1.3. 优化产品结构，业绩快速增长	5
<b>2. 智能电表：电表领先供应商，电 AMI 业绩维持高景气</b>	<b>6</b>
2.1. 业务总览：电表业绩持续向好，海内外市场拓展有序推进	6
2.1.1. 行业地位：国内招标稳健位居行业一流，技术创新蓄势国家重点项目	6
2.1.2. 营收情况：电表业务为基，盈利能力持续提升	7
2.2. 行业逻辑：国内轮换&升级需求释放红利，海外电网建设利好电表需求	8
2.2.1. 国内市场：存量电表更换产生放量效应，电表迭代升级催生新需求	8
2.2.2. 海外市场：智能电表优势突出驱动海外需求，欧美市场存量替换&亚非拉渗透率提高，市场前景广阔	9
2.3. 公司逻辑：拓区域与拓份额并行，加快打造海外竞争新优势	9
2.3.1. 发挥重要市场优势，加快海外市场开拓	9
2.3.2. 加快市场份额渗透，系多个国家主要供应商	9
<b>3. 威胜信息：能源物联独角兽，智慧电网赋能者</b>	<b>10</b>
3.1. 公司总览：能源物联网综合方案供应商，盈利能力持续提升	10
3.1.1. 深耕能源物联网领域，产品矩阵丰富，实现全产业链覆盖	10
3.1.2. 内部激励&技术储才：激励机制日趋完善，技术研发人才储备丰富	10
3.1.3. 业务概述：营收业绩快速增长，智慧配网业务表现突出	11
3.2. 行业逻辑：智慧电网建设加快，配电网升级前景广阔	12
3.2.1. 分布式新能源接入，驱动配电网加速升级	12
3.2.2. 新一轮投资建设倾斜配网端，配电网升级前景广阔	13
3.3. 公司逻辑：通信业务为基，打造海外市场新增长点	13
3.3.1. 国内逻辑：与大客户建立稳定合作关系，提升通信模组行业竞争力	13
3.3.2. 海外逻辑：加快能源物联网出海，打造海外业务新亮点	13
<b>4. ADO：国内市场地位持续提升，出海打开成长空间</b>	<b>14</b>
4.1. 业务总览：产品布局全面，在配电侧竞争力持续提升	14
4.1.1. 2024 年 H1 受区域多方向拓展，订单量不断增长	14
4.1.2. 产品端覆盖配电网、新能源、储能三大板块	14
4.2. 行业逻辑：配电网发展空间增大，ADO 业务增量可期	15
4.2.1. 国内：配电网投资增长可能性较高，新能源配电网建设将成为重点	15
4.2.2. 海外：海外需求量大，配电产品出海基数低、潜力大	16
4.3. 出海起量拉动 ADO 业务中远期成长	16
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>16</b>
5.1. 盈利预测	16
5.2. 估值	17
<b>6. 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

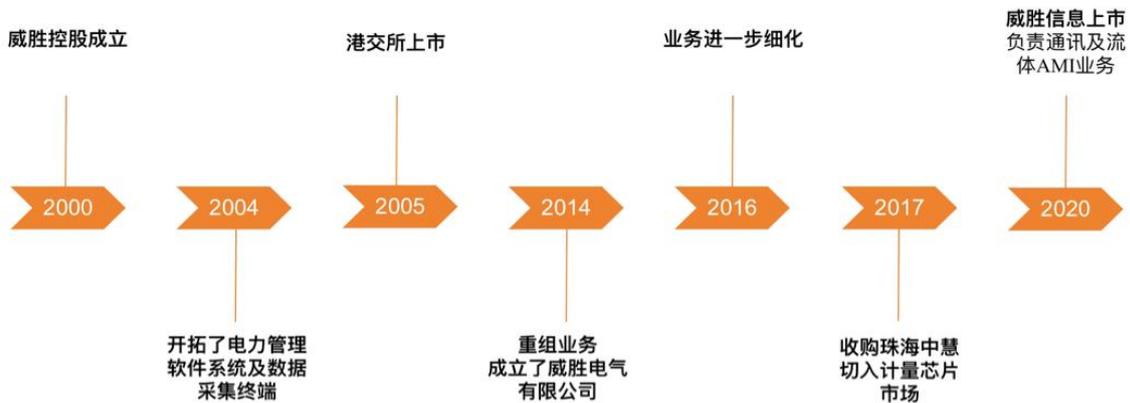
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构较为集中 (截止 2024 年 H1) .....	4
图 3: 受益海外业务发力, 2022 年收入增速提至 20%+ (亿元) .....	5
图 4: 2021 年起海外业务发力 (亿元) .....	5
图 5: 2022 年起公司进入利润释放期 (单位: 亿元) .....	5
图 6: 2018-2024 (中期) 管理费用率处于高位 .....	5
图 7: 资产负债率呈上升趋势 (单位: 亿元) .....	6
图 8: 经营活动现金流总体平稳增长 (单位: 亿元) .....	6
图 9: 20-24 年 H1, 公司中标国家电网和南方电网订单增速较快, 23 年有所波动 .....	6
图 10: 公司中标国家电网订单位于行业前列.....	6
图 11: 23、24 年公司重点技术研发项目 .....	7
图 12: 19-24 年 H1, 公司智能电表业务成长迅速 .....	7
图 13: 电 AMI 毛利率总体上升, 盈利能力提高 .....	7
图 14: 21-24 年 H1, 公司海外电表收入保持 30%以上增速.....	8
图 15: 21-24 年 H1, 公司海外订单成长迅速 .....	8
图 16: 国内电表招标量呈现一定的波动属性, 24 年第一批次增速超 80% .....	8
图 18: 24 年国网前两批次招标放量明显, 高端智能电表招标 1.45 万只 .....	8
图 19: 公司海外市场拓展逻辑.....	9
图 20: 公司连续拿下海外大订单, 保持多国主要供应商地位.....	10
图 21: 公司布局能源物联网全产业链, 提供综合解决方案.....	10
图 22: 研发费用总额和研发费用率逐年小幅攀升 .....	11
图 23: 研发人员数量绝对值和占比呈增长趋势 .....	11
图 24: 19-24H1 公司营业收入稳健增长 .....	11
图 25: 2019-2024H1, 除 22 年同比+17%以外, 其余年份归母净利润保持 20%以上增速 .....	11
图 26: 通信网关、通信模块与电监测终端贡献公司 80%左右收入.....	12
图 27: 电监测终端&通信模块毛利率保持在较高水平 .....	12
图 28: 中国分布式光伏并网容量迅速提高, 分布式接口加速接入.....	13
图 29: 中国新能源充电桩保有量快速增长, 驱动配网环节升级 .....	13
图 30: 2021 年三季度 Quectel、Fibocom 和 China Mobile 为通信模组行业出货量前三企业, 累计占据市场份额 47%左右 .....	13
图 31: 与出货量较高的竞争对手相比, 公司通信模组业务增长较快, 毛利率保持较高水平 .....	13
图 32: 公司网内&网外出海逻辑 .....	14
图 33: 2022-2024 年公司在“一带一路”沿线的布局 .....	14
图 34: 产品主要由配电网、新能源、储能三大板块构成.....	15
图 35: 威胜控股盈利预测 .....	17
表 1: 可比公司估值 (估值为 Wind 一致预期, 截至时间是 10 月 30 日) .....	17

## 1. 国内智能计量、配用电与能效管理解决方案的领先供应商

### 1.1. 二十余年艰苦奋斗，行业龙头优势尽显

威胜控股有限公司作为国家计量高端产品的龙头企业，从计量设备到能效管理设备均处于国内领先水平。2004 年拓展电力管理系统及数据采集终端，2014 年则重组业务，由“电表+数据采集终端+能效解决方案”重组为“智能电表+智能计量解决方案（AMI）+智能配用电解决方案（ADO）”，2016 年，公司业务得到进一步细化，保留了原配用电的系统及解决方案，智能电表和智能电计量业务合并为电智能计量解决方案，将现有的 AMI 板块的数据采集终端业务和水、燃气及热计量业务合并为通讯及流体计量解决方案业务分部。

图 1：公司发展历程

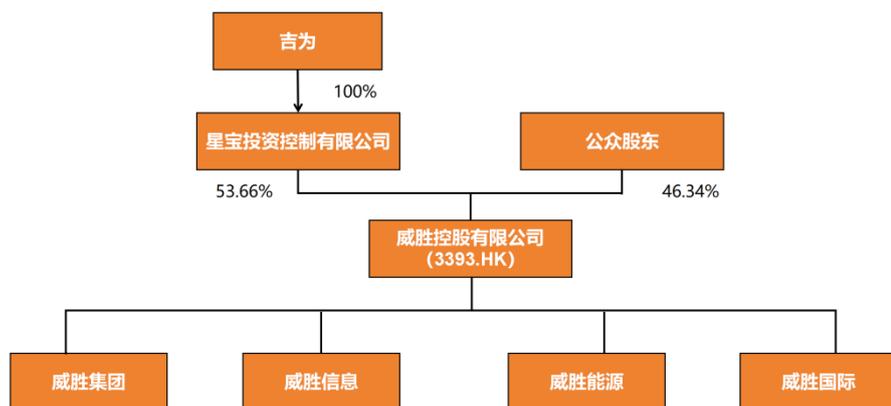


资料来源：公司年报、天风证券研究所

### 1.2. 股权结构集中，子公司布局多元领域

威胜控股有限公司的股权结构较为集中。由创始人吉为通过其全资持有的星宝投资控股有限公司控股 53.66%，其余 46.34% 的股份由其他公众股东共同持有。威胜控股有限公司旗下拥有多家子公司，包括威胜能源、威胜国际贸易、威胜信息、威胜集团有限公司等。这些子公司分别在能源管理、国际贸易、信息技术、电力仪表等多个领域开展业务，形成了威胜控股的多元化业务布局。

图 2：公司股权结构较为集中（截止 2024 年 H1）



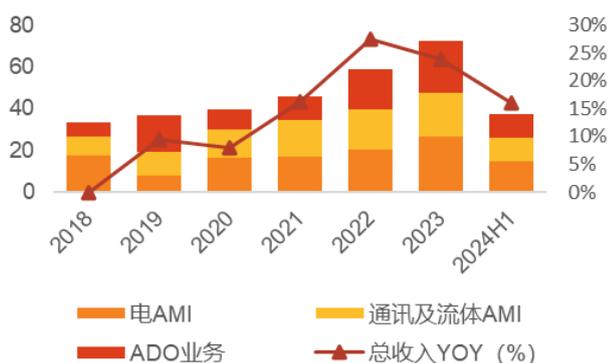
资料来源：公司公告、威胜集团官网、威胜能源官网等、天风证券研究所

子公司布局不同领域，构成多位一体的格局。1) 威胜集团有限公司是一家专业的能源计量设备，系统及服务供应商，是技术先进的能源计量及能效管理产品研发基地之一。2) 威胜能源 2023 年 2 月，威胜电气正式更名为威胜能源。威胜能源有限公司主要是面向新能源及智能配电网，主要提供新能源、储能、智能配电等应用所需的核心设备、解决方案及各类综合能源服务。3) 威胜信息致力于能源数字化技术与服务，主要提供能源物联网等解决方案。

### 1.3. 优化产品结构，业绩快速增长

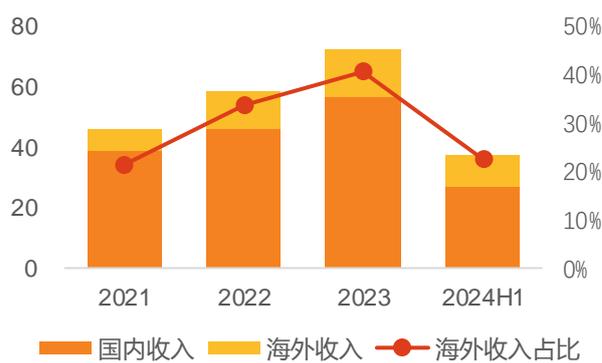
营业收入持续增长，自 2018 年开始，营业收入一直持续增长，其增长的主要原因是 ADO 业务与海外业务发力，海外收入占比逐年提高。

图 3：受益海外业务发力，2022 年收入增速提至 20%+ (亿元)



资料来源：ifind，天风证券研究所

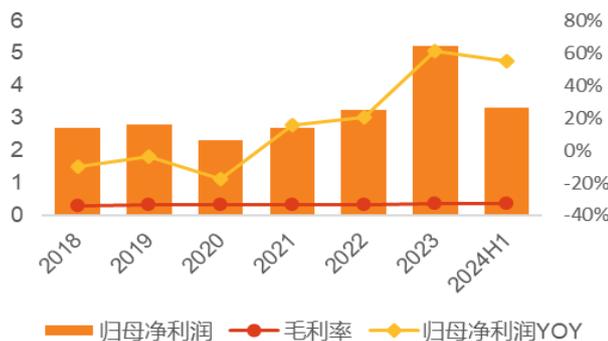
图 4：2021 年起海外业务发力 (亿元)



资料来源：ifind，天风证券研究所

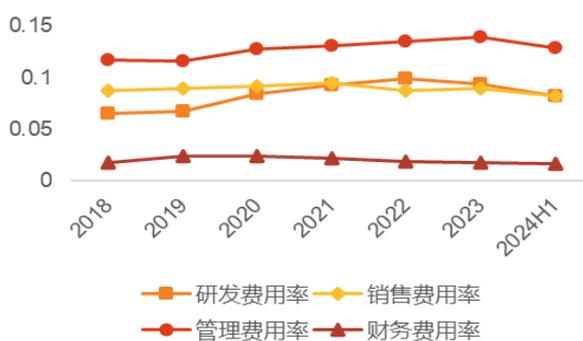
归母净利润在波动中呈现增长趋势。过去十年间，归母净利润经历了起伏变化，从 2020 年 2.31 亿元上涨至 2023 年 5.21 亿元，2023 年同比增长 60.98%，2024 年中期为 3.31 亿元，显示出良好的增长势头，其受益于 1) 海外业务高增长，2023 年海外业务营业额为 15.99 亿元，同比增长 30%。2) 电 AMI 业务持续增长，2023 年威胜控股在南方电网和国家电网中标金额约为 7.95 亿元。

图 5：2022 年起公司进入利润释放期 (单位：亿元)



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 6：2018-2024 (中期) 管理费用率处于高位



资料来源：ifind，天风证券研究所

毛利率平稳增长。2020 年的毛利率为 31.57%，2023 年上涨到 35.59%，其受益于采取新技术，与新一代人工智能合作。

资产负债率处于上升态势，但仍处于合理范围。从 2019 年开始，资产负债率总体不断增长，2019-2023 年的资产负债率分别是 52%，49.63%，52.02%，52.95%，51.18%。

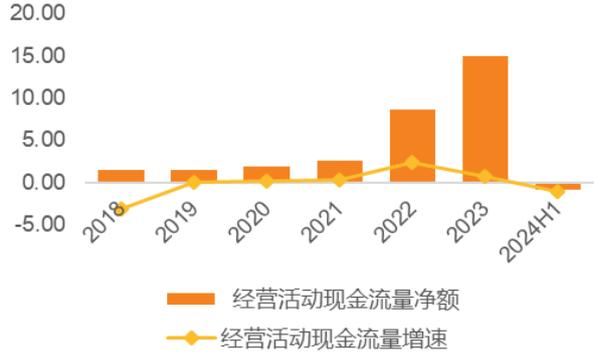
经营净现金流在波动中保持相对充足。从 2019 到 2023 年，经营净现金流不断增长，分别是 +1.53/+1.87/+2.52/+8.63/+14.97 亿元，回顾 2021/2022/2023 年中报经营净现金流数值 -3.04/-1.59/+2.06 亿元，在 2024 年中报则为 -0.85 亿元。

图 7：资产负债率呈上升趋势（单位：亿元）



资料来源：ifind, 天风证券研究所

图 8：经营活动现金流总体平稳增长（单位：亿元）



资料来源：ifind, 天风证券研究所

## 2. 智能电表：电计量领先供应商，电 AMI 业绩维持高景气

### 2.1. 业务总览：电表业绩持续向好，海内外市场拓展有序推进

#### 2.1.1. 行业地位：国内招标稳健位居行业一流，技术创新蓄势国家重点项目

大客户订单稳定增长，行业竞争优势明显。19-23 年，公司中标国家电网和南方电网保持快速增长，23 年中标量有所波动，主要系：1) 国家电网市场规则变化，公司中标量下滑；2) 22 年国网招标需求剧增，同期基数较大。

图 9：20-24 年 H1，公司中标国家电网和南方电网订单增速较快，23 年有所波动



资料来源：公司公告, 天风证券研究所

公司深耕智能电表领域，与国南网大客户合作紧密，中标位于行业前列。24 年 H1 期间下属子公司威胜集团中标国网订单 3.06 亿，中标南网订单 1.99 亿，占有率位居行业前列。

图 10：公司中标国家电网订单位于行业前列

国南网批次	公司排名
23年国网第一批次	5
23年国网第二批次	3
24年国网第一批次	1
24年国网第二批次	2

资料来源：中国仪器仪表行业协会，中国仪器仪表行业协会公众号，天风证券研究所

**深耕电 AMI 技术业务，连续突破国家重点项目：**24 年开展“全时态电力碳排放计量及互动减碳关键技术”、“电鸿 OS 系统在量测设备中的应用及推广研究”、“E 级高精度动态计量口电能表”等国家重点研发项目，在电力碳排放计量技术、高端关口计量产品、工控平台等方面也取得重大成果。同时，公司还入围“2024 年度全国民营企业绿色低碳发展典型案例”名单。

图 11：23、24 年公司重点技术研发项目

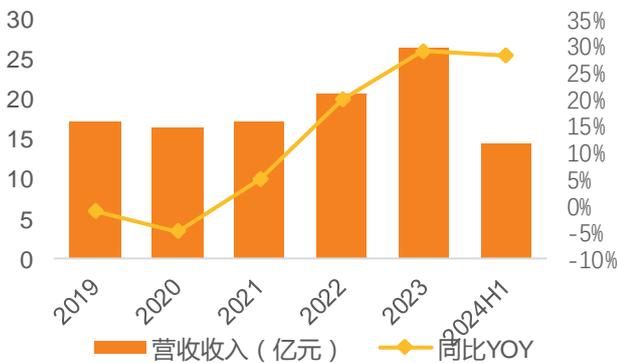
项目名称	合作单位	取得成就/所获荣誉
复杂电网的可靠运行与协同优化关键技术	/	第48届日内瓦国际发明展金奖
基于国产自主电力专用芯片的电力系统终端安全防护关键技术	南方电网项目	中国电力科技创新一等奖
‘智慧用电关键技术研究与工程应用’	广东电网计量中心	南方电网科技进步奖二等奖
‘电能计量与能源管理国家高新技术产业标准化试点’		入选国家高新技术产业标准化试点示范项目名单
新能源物流车辆智慧充电关键技术及示范应用	中南大学、南京航空航天大学合作	被交通运输部列入到‘交通运输重大科技成果库’
‘全时态电力碳排放计量及互动减碳关键技术’项目	南方电网广东电网计量中心、中国计量科学研究院	通过了中国仪器仪表学会组织的相关科技项目成果鉴定
电鸿OS系统在量测设备中的应用及推广研究	南方电网	实现了该系统在电表上的应用，已推出多款电鸿产品
E级高精度动态计量关口电能表	国家电网	推出带以太网关口电能表等优势产品，研发了基于全新工控平台，配备WEB端监测系统的电压电流互感器误差特性在线监测设备

资料来源：公司年报、半年报，天风证券研究所

### 2.1.2. 营收情况：电表业务为基，盈利能力持续提升

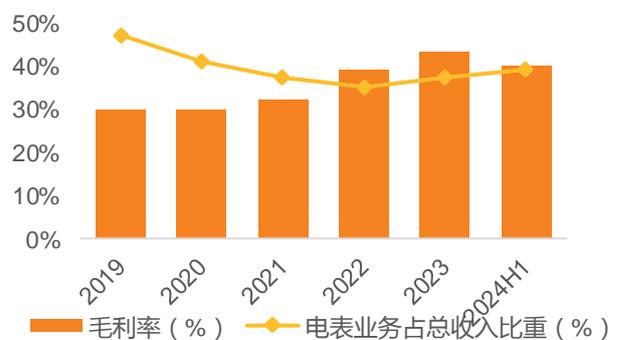
**智能电表保持公司业务关键地位，盈利预期持续向好：**19-23 年，公司智能电表业务成长迅速，营收能力持续提高；电 AMI 系公司主营业务，为公司贡献 40%左右的收入；近年来电 AMI 毛利率保持上行趋势；24 年 H1 延续高景气趋势，电 AMI 贡献营收 14.51 亿，同比+28%，占集团总收入的 39%，同比+4pct；毛利率为 40%，同比-5pct。我们认为，有所回落的原因可能是：大宗原材料铜价上升。

图 12：19-24 年 H1，公司智能电表业务成长迅速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：电 AMI 毛利率总体上升，盈利能力提高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**海外业绩成为新亮点，在手订单保持充盈：**20-23 年，公司海外电表收入保持迅速增长，成长为新亮点，年均增速保持在 30%以上。24 年 H1 海外板块延续高景气，营收 10.44 亿，同比+35%，覆盖 23 年全年海外营收的 65%。19-23 年公司海外订单保持迅速增长，其中 24 年上半年新增订单 1.73 亿，同比+52%，后续公司海外板块或将持续增长。

图 14：21-24 年 H1，公司海外电表收入保持 30%以上增速



资料来源：公司年报、半年报，天风证券研究所

图 15：21-24 年 H1，公司海外订单成长迅速



资料来源：公司年报、半年报，天风证券研究所

## 2.2. 行业逻辑：国内轮换 & 升级需求释放红利，海外电网建设利好电表需求

### 2.2.1. 国内市场：存量电表更换产生放量效应，电表迭代升级催生新需求

**智能电表面临轮换周期，国网招标稳步提升：**2009 年国网实施《统一坚强智能电网第一阶段重点项目实施方案》，于 2010-2014 年国家电网进入智能电表集中采购周期，并从 2015 年开始招标回落。智能电表检定周期一般是 8 年，国内或迎来智能电表存量更新周期。

图 16：国内电表招标量呈现一定的波动属性，24 年第一批次增速超 80%



资料来源：中研网，中国仪器仪表行业协会，仪表网公众号，天风证券研究所

**24 年国网前两批次招标放量明显，累计招标 6292.99 万只。**24 前两批次，A/B/C/D 智能电表总计招标 5970.05 万只，高端智能电能表招标 1.45 万只。高端电表将释放新需求。

图 17：24 年国网前两批次招标放量明显，高端智能电表招标 1.45 万只

【天风电新】2024 年国网前两批智能电表招标需求 (万只)			
招标批次	24 年第 1 批次	24 年第 2 批次	总计
A 级单相智能电能表	3827.77	1174.17	5001.94
B 级三相智能电能表	543.05	334.78	877.83
C 级三相智能电能表	42.94	44.29	87.24
D 级三相智能电能表	0.77	1.86	2.62
高端智能电能表	1.03	0.42	1.45
A/B/C/D 智能电表合计 (万只)	4414.53	1555.10	5969.63
集中器及采集器	109.02	33.89	142.91
专变采集终端	128.88	50.11	179.00
终端产品合计 (万只)	237.91	84.00	321.91
招标总量合计 (万只)	4653.47	1639.52	6292.99

资料来源：中国仪器仪表行业协会，天风证券研究所

### 2.2.2. 海外市场：智能电表优势突出驱动海外需求，欧美市场存量替换&亚非拉渗透率提高，市场前景广阔

**相较于传统电表，智能电表优势突出，驱动海外需求：**1) 智能电表可以解决偷电窃电的问题，减少电力公司损失，提高电力公司盈利能力；2) 智能电表能够实现预付费功能，保证电力公司收入，提高收益；3) 智能电表能够实现自主电计量功能，改变传统表人工计费的弊端，降低电力公司的成本。

发达国家的主要需求来自于更新换代，周期为 7-10 年，市场需求稳定。发达国家电表市场目前处于智能电表改造阶段，存在第二次换表需求。

亚非拉未来市场需求量大，智能电表前景广阔。非洲电力覆盖率较低，基础设施条件不足，市场以增量的普通表为主；拉美及加勒比地区处于智能电表换装早期；东南亚电子表覆盖率较高，但是智能电表换装率偏低，其中新加坡换装率低于 30%，泰国在 10%左右。因此亚非拉智能电表渗透率提升或将是长期趋势。

根据 Berg Insight 的相关数据，预计 2028 年全球电表规模增长至 168 亿美元。2023-2028 年复合增长率在 6%左右，预计 2022~2028 年北美/欧洲/亚太/拉美/中东及非洲，智能电表市场规模的 CAGR 分别为：4.5%/4.82%/5.55%/7.46% /8.63%。

### 2.3. 公司逻辑：拓区域与拓份额并行，加快打造海外竞争新优势

#### 2.3.1. 发挥重要市场优势，加快海外市场开拓

**公司巩固优势市场地位，拓展周边国家业务。**1) 美洲市场：巩固墨西哥市场领先电表品牌供货商地位，拓展巴西、阿根廷和厄瓜多尔等市场业务；2) 欧洲市场：在匈牙利投资建厂，把握欧洲市场机遇，重点开拓新能源领域。3) 非洲市场：维持公司在坦桑尼亚、埃及、南非和科特迪瓦的市场地位，构建多个国家、多个领域的能源计量和服务网络；4) 亚洲市场：维持公司在孟加拉国、印度尼西亚、马来西亚和新加坡的市场地位，加快拓展中东市场。

图 18：公司海外市场拓展逻辑



资料来源：公司年报、半年报，天风证券研究所

#### 2.3.2. 加快市场份额渗透，系多个国家主要供应商

**公司深耕现有市场，持续录得大规模订单。**1) 美洲市场：连续中标阿根廷、哥伦比亚和智利电表订单；2) 欧洲市场：24 年 H1 匈牙利子公司中标 2.48 亿大订单，取得重大突破。3) 非洲市场：维持在科特迪瓦和埃及主要供应商地位；4) 亚洲市场：上半年新加坡和

来西亚新增订单近 1.1 亿，维持孟加拉国、印尼、马来西亚和新加坡的主要供应商地位，与沙特等中东国家与重点客户和合作伙伴陆续达成战略合作关系。

图 19：公司连续拿下海外大订单，保持多国主要供应商地位

中标日期	智能电表订单价值(百万元)	海外市场	客户
2022.07	320.80	墨西哥(北美)	CFE(墨西哥联邦电力委员会)
2022.06	50.00	巴西(南美)	Neoenergia(巴西电力公司)
2022.07	110.00	巴西(南美)	Celesc(巴西电力公司)
2022.07	40.00	坦桑尼亚(非洲)	Tanesco(坦桑尼亚唯一国有电力公司)
2022.11	350.00	墨西哥(北美)	CFE(墨西哥联邦电力委员会)
2022.11	20.00	巴西(南美)	Celesc(巴西电力公司)
2022.11	30.00	坦桑尼亚(非洲)	Tanesco(坦桑尼亚唯一国有电力公司)
2023.07	397.00	墨西哥(北美)	CFE(墨西哥联邦电力委员会)
2024.05	248.00	匈牙利(欧洲)	匈牙利主要配电公司
2024.07	68.11	新加坡(亚洲)	世界智能电网领军企业
2024.07	41.50	马来西亚(亚洲)	世界智能电网领军企业
合计	1675.41	墨西哥、巴西、坦桑尼亚、匈牙利、新加坡、马来西亚	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 威胜信息：能源物联独角兽，智慧电网赋能者

#### 3.1. 公司总览：能源物联网综合方案供应商，盈利能力持续提升

##### 3.1.1. 深耕能源物联网领域，产品矩阵丰富，实现全产业链覆盖

公司作为能源物联网领域专家，覆盖能源物联网产业链各层级，产品种类完善。公司感知层的产品包括配电传感终端、消防传感终端、水、气、热传感终端；网络层产品主要包含通信网关；应用层拥有 SaaS 管理系统，为客户提供综合能源服务方案。

图 20：公司布局能源物联网全产业链，提供综合解决方案



资料来源：公司半年报，天风证券研究所

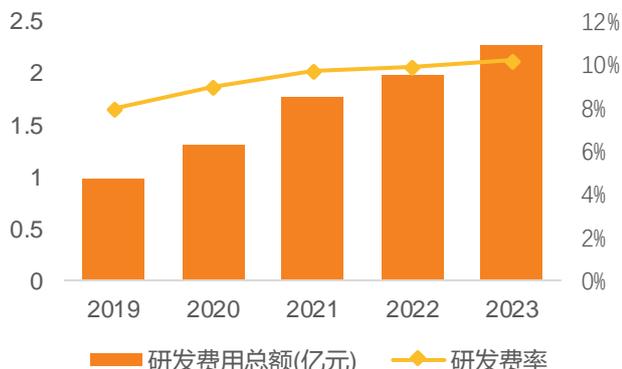
##### 3.1.2. 内部激励&技术储才：激励机制日趋完善，技术研发人才储备丰富

**提质增效重回报，回购分红聚人心：**公司 2024 年实施“提质增效重回报”方案，推出激励措施调动积极性。核心措施包括两方面：1) 回购激励：2024 年 2 月发布第一期员工持股计划（草案）。2) 分红激励：2024 年拟定现金分红派息率 40%，提振员工积极性。

**持续加码研发投入，蓄力打造“技术型”团队：**2024 年上半年，公司研发费用达 1.00 亿元，同比+5.08%，研发支出占营收比例为 8.15%。截至 2024 年 6 月 30 日，公司研发人员达 422 名，较上年同期新增 29 名；研发人员占公司总员工的 50.78%，学历在本科以上的

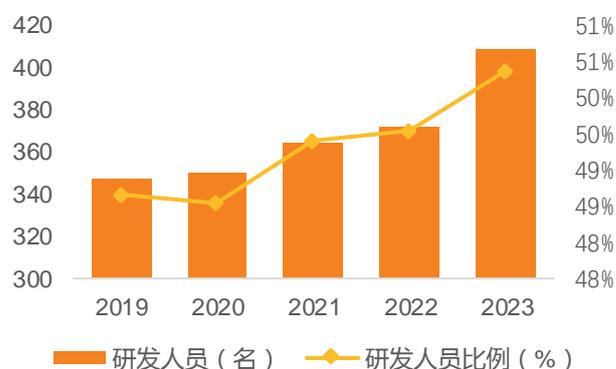
比率达 86.73%，“技术型”团队逐渐形成，积蓄公司创新能力。研发至 24 年中期，公司共获得有效专利 713 项（其中发明专利 159 项）、软件著作权 969 项、集成电路布图设计专有权 8 项。

图 21：研发费用总额和研发费用率逐年小幅攀升



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 22：研发人员数量绝对值和占比呈增长趋势



资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 3.1.3. 业务概述：营收业绩快速增长，智慧配网业务表现突出

**收入业绩双丰收，归母净利润增速明显：**19-23 年公司营收稳健增长，24 年 H1 延续高景气，收入同比+20%；2019-2024H1，除 22 年同比+17%以外，其余年份归母净利润均保持 20%以上增长，公司盈利持续向好。上半年营收与利润表现突出，同比增长均超 20%，主要原因为：公司抓住“双碳”目标、新型电力系统、全球能源变革等发展机遇，积极开拓和持续发展国内国际市场。

图 23：19-24H1 公司营业收入稳健增长



资料来源：ifind，天风证券研究所

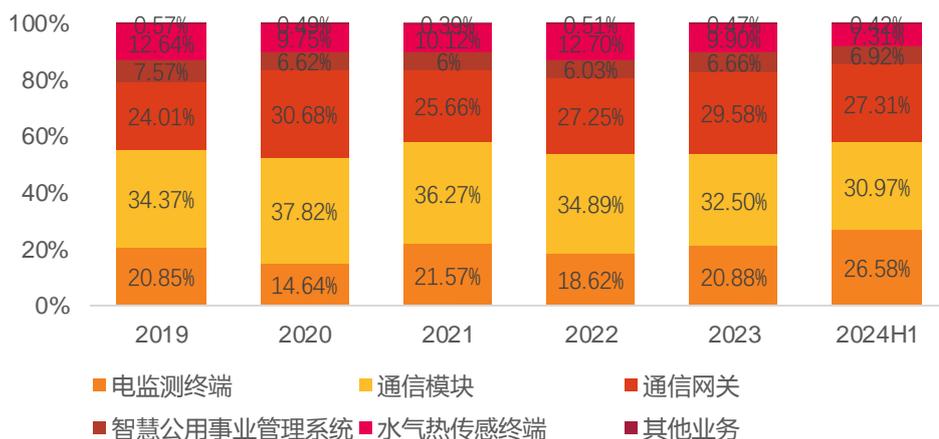
图 24：2019-2024H1，除 22 年同比+17%以外，其余年份归母净利润保持 20%以上增速



资料来源：ifind，天风证券研究所

**通信网关、通信模块和电监测终端业务贡献公司主要收入来源。**19-24H1，通信网关、通信模块与电监测终端贡献公司 80%左右收入，系公司主要收入来源。

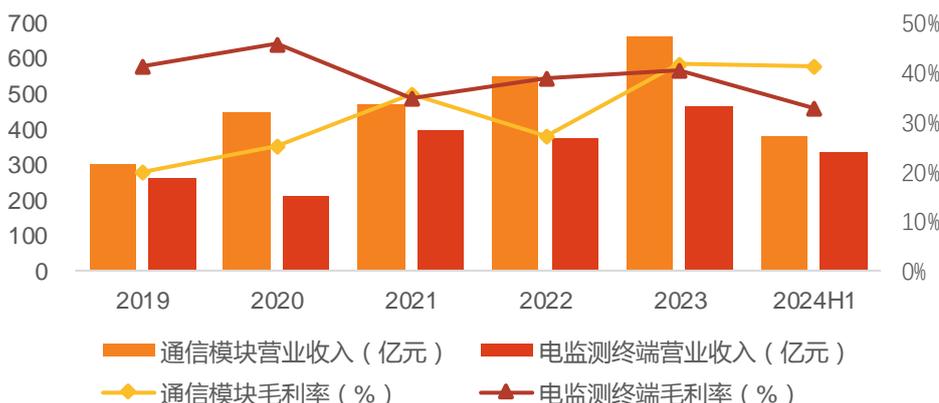
图 25：通信网关、通信模块与电监测终端贡献公司 80%左右收入



资料来源：ifind，天风证券研究所

**电监测终端&通信模块保持高增长。**24 年 H1 电监测终端与通信模块分别实现营收 3.34/3.79 亿，同比+42.58%/+37.33%；毛利为 1.09/1.56 亿，同比+10.83%/+42.01%，是解释公司 24 年 H1 业绩高增长的主要原因；电监测终端毛利率为 32.72%，同比有所下滑。

图 26：电监测终端&通信模块毛利率保持在较高水平



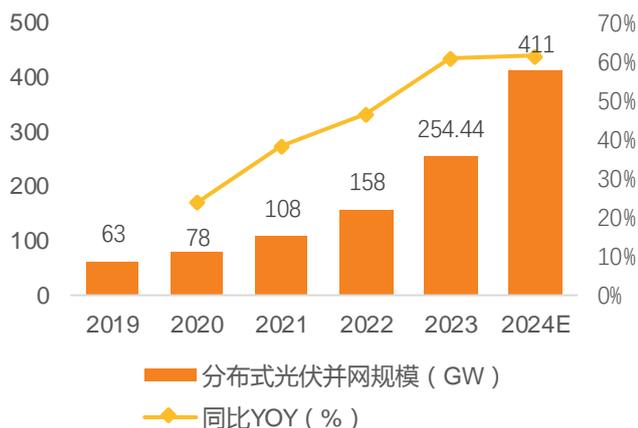
资料来源：ifind，天风证券研究所

### 3.2. 行业逻辑：智慧电网建设加快，配电网升级前景广阔

#### 3.2.1. 分布式新能源接入，驱动配电网加速升级

近年来，分布式能源（尤其是分布式光伏）和新能源等新型配网元件快速接入，截止 23 年末，我国分布式光伏并网容量达到 254GW，同比+61%。根据中商产业研究院预测，预计 24 年将增至 411GW；22 年充电桩数量为 521 万座，同比+99%，分布式趋势明显加强。新型配网元件接入将从电压水平、短路电流水平、电能质量（闪变、谐波）、规划方法等发面对配电网提出更高的要求，未来配电网侧的升级改造前景广阔。

图 27：中国分布式光伏并网容量迅速提高，分布式接口加速接入



资料来源：中商产业研究院公众号，天风证券研究所

图 28：中国新能源充电桩保有量快速增长，驱动配网环节升级



资料来源：中商情报网公众号，天风证券研究所

### 3.2.2. 新一轮投资建设倾斜配网端，配电网升级前景广阔

“十四五”期间，我国配电网投资占比将大幅提升。根据《南方电网“十四五”电网发展规划》，“十四五”期间，南方电网规划电网投资约 6700 亿元，以实现电网智能化和数字化，其中配电网建设被列入工作重点，规划投资达到 3200 亿元，约占总投资的 50%。“十四五”前四年间，国网累计电网投资已超 2 万亿，平均每年保持约 5000 亿，2020 年配网侧投资占电网总投资的 57.4%，预计未来配网投资将保持高景气。

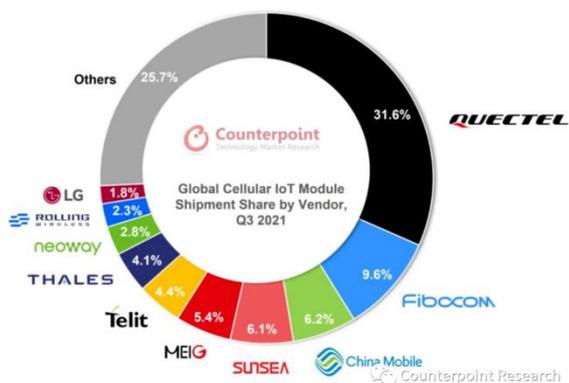
### 3.3. 公司逻辑：通信业务为基，打造海外市场新增长点

#### 3.3.1. 国内逻辑：与大客户建立稳定合作关系，提升通信模组行业竞争力

依托自主研发创新能力、高品质的制造实力、稳定可靠的供应链、先进的质量保证体系和优异的产品品质，公司持续深耕同大客户之间的合作关系，现已与国家电网、南方电网等央企和西门子等世界五百强企业建立了长期持续合作关系。

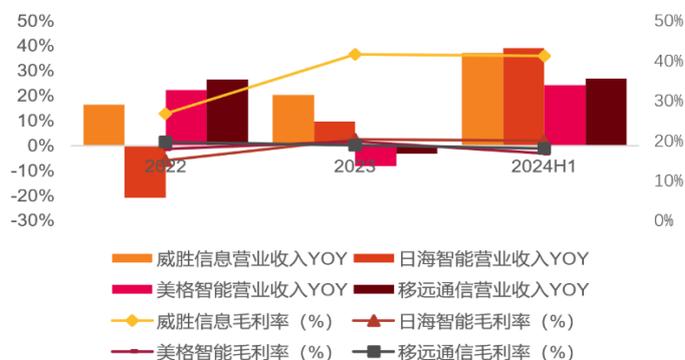
公司通信业务营收与盈利能力快速成长，发展速度较快。2021 年三季度，Quectel、Fibocom 和 China Mobile 三家公司为通信模组行业出货量前三企业，约占市场份额 47%。但 22-24 年，公司本地组网优势凸显，业务成长迅速，相较于出货量较高的移远通信、美格智能，公司在营业收入和毛利率方面都表现出增长优势。

图 29：2021 年三季度 Quectel、Fibocom 和 China Mobile 为通信模组行业出货量前三企业，累计占据市场份额 47%左右



资料来源：Counterpoint Research 公众号，天风证券研究所

图 30：与出货量较高的竞争对手相比，公司通信模组业务增长较快，毛利率保持较高水平



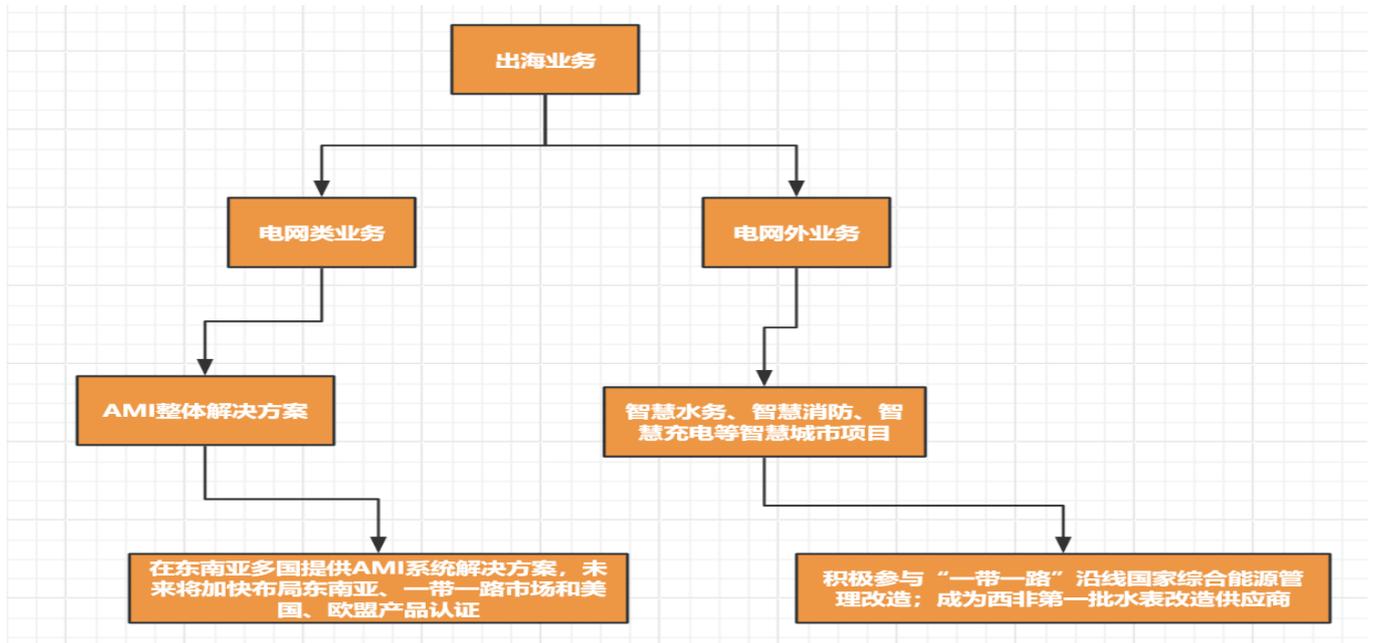
资料来源：ifind，天风证券研究所

### 3.3.2. 海外逻辑：加快能源物联网出海，打造海外业务新亮点

24 年 H1，公司加快海外业务拓展，海外业绩表现突出。上半年实现海外收入 2.25 亿，同比+93.22%。

目前公司在境外电力、水务领域均有布局。1) 以电网数字化升级为核心, 为海外客户提供 AMI 整体解决方案, 目前公司在东南亚多国有所开辟, 未来将加强“一带一路”的市场开拓与欧美产品认证; 2) 加强与“一带一路”国家智慧水务合作, 积极参与“一带一路”的综合能源改造, 成为西非第一批水表改造供应商。

图 31: 公司网内&网外出海逻辑



资料来源: 公司年报、半年报, 天风证券研究所

**国际认证加持, 境外产能规划提供有效支撑。**1) 产品国际认证: 公司已取得亚洲、欧盟、北美等多项产品认证, 2024 年新获美国 FCC 认证报告、CE-RED 欧盟无线电设备指令认证、MID/OIML 计量认证等, 为国际化发展战略奠定基础。2) 海外产能规划: 24 年 H1, 在设立香港、沙特子公司的基础上, 新增墨西哥、印尼两家子公司。同时, 启动实施沙特、印尼、墨西哥建厂规划, 并拟向香港子公司增资至 8 亿港元, 用于国际市场拓展, 进一步推进公司国际化战略。

图 32: 2022-2024 年公司在“一带一路”沿线的布局

时间	合作对象	合作事项
2022.12	沙特丝路公司	签署智能仪表生产项目合作备忘录
2023.6	沙特NTCC集团	与沙特集团签订合作备忘录
2023.8	西非国家	获4.2万台超声波水表, 成为西非国家第一批产品供应商
2023.8	老挝国家电力公司	THE SMAMETERING ROJECT项目
2023.12	孟加拉电力工程公司	自动化系统的供应合同(超5000万元)
2023.12	沙特AIC集团	长期供货协议

资料来源: 公司公告、威胜信息技术股份有限公司公众号、天风证券研究所

## 4. ADO: 国内市场地位持续提升, 出海打开成长空间

### 4.1. 业务总览: 产品布局全面, 在配电侧竞争力持续提升

#### 4.1.1. 2024 年 H1 受区域多方向拓展, 订单量不断增长

**市场占用率提高导致订单量上升。**2024 年上半年 ADO 业务所获得的订单金额为 18.75 亿元, 较去年同期增长了 10%, 其中来自电网市场中标金额为 7.51 亿元, 较去年同期增长 2%。订单增长主要得益于南方电网多方向发展, 零售合同持续增长, 市占率不断提高; 同时集团加强电网核心市场建设, 深入特定居民配电市场, 期间成功布局国内西北地区市场。

#### 4.1.2. 产品端覆盖配电网、新能源、储能三大板块

**ADO 业务主要产品构成为配电网、新能源、储能三大板块。**1) 配电网主要产品有智能化台区装置、预付费装置、智能柱上断路器、智能环网柜、高压开关柜等; 2) 新能源的主

要产品则有光伏逆变器、储能变流器等；3) 储能的主要产品则有工商业储能液冷系列、源网侧储能液冷系列。

图 33：产品主要由配电网、新能源、储能三大板块构成



资料来源：公司官网、天风证券研究所

## 4.2. 行业逻辑：配电网发展空间增大，ADO 业务增量可期

### 4.2.1. 国内：配电网投资增长可能性较高，新能源配电网建设将成为重点

**国家投资配电网数额较高。**2024 年，国家电网公司计划全年电网投资超过 6000 亿元，首次超过 6000 亿元，同比增长 711 亿元，重点投向特高压交直流工程建设和电网的数字化、智能化升级。

**社会用电量不断增加，推动配电网需求增大。**2024 年 1-8 月份，全社会用电量累计 65619 亿千瓦时，同比增长 7.9%。用电量不断增加对配电网的承载能力提出更高要求。

**配电网投资主体不断加大投资力度，推动配电网向智能化发展。从政府政策上看：**2024 年 7 月，国务院国资委表示，未来五年内中央企业预计将在设备更新和改造方面安排总投资超过 3 万亿元。这一政策表明，国家电网将在配电网相关设备及产品上投入大量资金，我们认为该领域前景广阔，未来或将成为国家能源基础设施升级的重要组成部分。

**新能源配电网建设是未来焦点。**根据 IEA 发布的数据，未来 20 年风能和太阳能光伏发电将占全球新增发电装机容量 80% 以上，其配电网的需求或将进一步加大。回顾能源数字化发展历程，从 1999 年的电网自动化到 2020 年的电网数字化，配电网建设持续推进。电网智能化建设作为新能源配电网建设重要的一环，可分为三个阶段：第一阶段（2009-2010 年）智能化投资 341 亿元；第二阶段（2011-2015 年）投资 1749 亿元；第三阶段（2016-2020 年）投资 1750 亿元。智能化投资呈现逐步增长趋势。三个阶段配电网环节的投资额分别为 56 亿元、380 亿元和 456 亿元，占电网智能化投资的比例分别为 16.4%、21.7% 和 26.1%，显示出配电网建设度不断提升。

**分布式能源不断发展，驱动配电网未来改造。**风电和光伏发电具有间歇性和不稳定性特点，因此配电系统需要实现智能化监控和调度，确保电力的稳定供应和高效利用。随着新型电力系统建设的推进，配电网正逐渐由单纯接受、分配电能给用户的电力网络转变为源网荷储融合互动、与上级电网灵活耦合的电力网络，有效促进分布式能源就近消纳、承载新型负荷。**1) 光伏行业：**2021 年 6 月，国家能源局发布《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，正式启动全国分布式光伏“整县推进”。截止 2024 年 6 月底，我国分布式光伏累计装机容量达到 3.1 亿千瓦。其中，山东、江苏、河南等 7 省分布式光伏累计装机突破 2000 万千瓦。**2) 风电行业：**2024 年 3 月，国家发改委、能源局、农业农村部联合印发《关于组织开展“千乡万村驭风行动”的通知》，提出“十四五”期间在具备条件的地区建成一批风电项目，原则上每个行政村不超过 20MW，构建推动“村里有风电、集体增收益、村民得实惠”的风电开发利用新格局。此外，随着风电技术的持续进步，中低风速区可开发空间持续提升，根据 CWEA 数据，我国中东南部低风

速区可开发风资源潜力超过 30 亿千瓦。目前全国约有 59 万个行政村，保守假设选择其中具备条件的 1000 个村庄，按每村装机 2 万千瓦计算，年可新增风电装机 2000 万千瓦，新增投资约 1000 亿元。（23 年底我国分散式风电累计装机容量约为 25443.8 万千瓦）。

**配电网线路占比提升，刺激需求提升。**21 年中国配电网线路占比为 83%，低于大部分国家及地区且低于 93% 的全球占比水平。IEA 预计 2030 年及 2050 年中国电网线路总长度分别增长至 0.15/0.31 亿公里，其中配电网线路长度分别为 0.12/0.28 亿公里，配电网占比将分别提升至 83.1%/87.9%。

#### 4.2.2. 海外：海外需求量大，配电产品出海基数低、潜力大

**海外电网建设需要优化，到达更换周期。**美国有超过 70% 的电网已运行超过 25 年，欧洲则有超过 40% 的配电网使用年限超过 40 年。亚非拉的电力基础设施较弱，对输电和配电产品的需求存在增长空间，根据彭博新能源财经预计，到 2030 年，撒哈拉以南非洲、亚洲、拉丁美洲及部分岛屿国家仍将有约 2.38 亿个家庭需要解决电力稳定供应问题，微电网技术可解决其中一半左右家庭的电力需求。

**海外政策支持配电网发展，刺激需求增加。**2022 年，欧盟正式提出“能源系统数字化”计划，预计在 2020-2030 年间，欧盟电网投资需求将达约 5840 亿欧元，特别投放于配电网数字化建设。2023 年 11 月，欧盟委员会颁布了“电网行动计划”（Grids Action Plan）细则，提出了 14 项具体行动计划，旨在确保欧盟电网能够更高效地运行，通过对欧盟市场的全面整合推动电网基础设施现代化，使公民和企业获得更便宜、清洁的电力。

#### 4.3. 出海起量拉动 ADO 业务中长期成长

**国内客户结构多样。**2024H1 国内非电网客户收入占 ADO 总营收的 66%，主要客户是华润电力，中国电力，中国电信，中国移动，国家能源集团，国家电力投资集团、粤水电、港华新能源、中核集团；2024H1 电网客户则占比 34%，主要客户是国家电网以及南方电网。

**威胜近半年稳定中标。**在网内，随着南网以及国网投资加大，2023 年南方电网中标份额排名行业第二，整体份额稳居行列第一梯队；2024 年公司在国网公开招标中稳定中标，低压开关柜首次中标上海市场、一二次融合产品首次覆盖吉林省；在网外，威胜控股中标中国铁塔总部采购 2023-2025 智能换电柜的项目，同时也中标中国河南和内蒙古中国移动的集中采购项目。

**海外客户遍布多个地区。**主要国外客户是北美洲、南美洲、澳洲、欧洲等地区国家的用户。2019 年，集团获得西门子中压 NX AirS 柜、ABB 低压 Mmax 及配电箱 MNS-E 产品的授权；同时在 2023 年，关于储能风冷和液冷的 1,500 伏特型号，已获得美国 Underwriter Laboratories Inc. 和欧洲 Conformité Européenne 的认证，有效提升集团在高端市场应用覆盖度及品牌知名度。

**威胜海外布局广泛，配套设施齐全。**集团在匈牙利设立的第六个全球生产与研发中心于 2024 年 7 月正式投入运营，这是继墨西哥、巴西和坦桑尼亚之后的第四个本地工厂。同时，在 2023 年，集团在美洲国家和地区成功实施了工商业储能、电网侧储能、户储逆变器、中压重合器和列头柜等多个重点示范项目，在未来，集团将继续聚焦北美洲、南美洲、澳洲、欧洲及东南亚等重点地区和国家，发挥多元市场渠道和产品优势，快速占领当地市场份额，实现海外业务突破盈利预测。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

我们预计公司 24-26 年实现营收 88.9、106、125.8 亿元，实现归母净利润 7.55、9.13、11.59 亿元。核心假设如下：

**1、国内收入：**24 年国内配电侧收入增速放缓，带动国内整体增速回落，伴随 25 年国内电表业务交付量提升，拉动 25 年国内收入增速有望回升至 19% 左右；

2、海外收入：24 年海外配电实现突破，且威胜信息加快海外交付节奏，预计海外收入有望达 25 亿+，实现 50%增长，26 年起海外业务有望重拾 30%+增速；

3、毛利率：预计公司毛利率整体稳定在 34-35%。

图 34：威胜控股盈利预测

威胜控股	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总收入（亿元）</b>	<b>46.0</b>	<b>58.7</b>	<b>72.5</b>	<b>88.9</b>	<b>106.0</b>	<b>125.8</b>
YOY (%)	16%	28%	24%	23%	19%	19%
营业收入按产品拆分						
<b>电智能计量解决方案</b>	<b>17.2</b>	<b>20.6</b>	<b>26.5</b>	<b>34.7</b>	<b>40.0</b>	<b>49.5</b>
YOY	5%	20%	29%	31%	15%	24%
毛利率	32%	39%	44%	41%	40%	40%
<b>通信及流体智能计量解决方案</b>	<b>17.2</b>	<b>19.1</b>	<b>21.2</b>	<b>26.2</b>	<b>31.4</b>	<b>37.0</b>
YOY	26%	11%	11%	24%	20%	18%
毛利率	36%	38%	38%	37%	36%	36%
<b>智能配用电系统及解决方案</b>	<b>11.6</b>	<b>19.0</b>	<b>24.9</b>	<b>28.0</b>	<b>34.6</b>	<b>39.3</b>
YOY	22%	64%	31%	13%	24%	14%
毛利率	28%	22%	25%	26%	26%	26%
营业收入按区域拆分						
<b>国内收入</b>	<b>38.8</b>	<b>46.2</b>	<b>55.8</b>	<b>63.0</b>	<b>75.0</b>	<b>85.0</b>
YOY	9%	19%	21%	13%	19%	13%
<b>海外收入</b>	<b>7.2</b>	<b>12.5</b>	<b>16.8</b>	<b>25.9</b>	<b>31.0</b>	<b>40.8</b>
YOY	87%	74%	35%	54%	20%	32%
<b>毛利率</b>	<b>33%</b>	<b>33%</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>	<b>34%</b>
<b>归母净利润</b>	<b>2.68</b>	<b>3.24</b>	<b>5.21</b>	<b>7.55</b>	<b>9.13</b>	<b>11.59</b>
YOY	16%	21%	61%	45%	21%	27%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5.2. 估值

我们选取三星医疗、海兴电力作为可比公司，是基于三星海兴威胜均为国内电表的龙头，在做强电表业务的同时，均大力发展配电业务，且大力开拓海外市场，因此是最直接对标的可比公司。考虑公司出海的成长性，同时考虑公司在港股一定的折价（据统计，港股较 A 股平均有 65%左右的折价），我们按照 25 年可比公司平均 14X 的 70%对应约 10X，给予威胜控股 25 年 10X PE，目标价 10.14 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值（估值为 Wind 一致预期，截至时间是 10 月 30 日）

股票代码	公司简称	2024E	2025E	2026E
601567.SH	三星医疗	19	15	12
603556.SH	海兴电力	16	13	11

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) **海外市场拓展不及预期。**公司目前海外加速布局，业务规模快速扩张。公司海外主要客户为当地电力公司，若不能持续拓展业务，或将对相关业务的发展产生不利影响。
- 2) **海外政策的风险。**公司智能配用电业务受各国电网投资政策影响较大，若海外各国电网公司招标缩减，可能对公司业务产生不利影响。
- 3) **市场竞争加剧的风险。**公司深耕行业多年，形成了较强的竞争优势，若未来不能持续在技术创新、产品种类、市场服务等方面保持竞争优势，将可能面临市场份额下降，发展速度放缓的风险。
- 4) **跨市场选取可比公司风险。**选取两家可比公司均属于 A 股主板，与威胜控股所在的港股投资条件有一定区别，在估值水平上有所波动。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com