

开发科技 (920029)

欧洲市场先发布局筑品牌壁垒，受益能源数字化转型存量与新增双重红利

投资评级 (暂无)

2025年03月19日

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2550	2933	3378	3801	4212
同比 (%)	42.39	15.02	15.19	12.53	10.80
归母净利润 (百万元)	486.32	589.00	729.24	856.56	976.27
同比 (%)	165.67	21.11	23.81	17.46	13.98
EPS-最新摊薄 (元/股)	4.84	5.87	7.26	8.53	9.72
P/E (现价&最新摊薄)	6.27	5.18	4.18	3.56	3.12

证券分析师 朱洁羽
 执业证书: S0600520090004
 zhujiayu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
 执业证书: S0600522100003
 yishsh@dwzq.com.cn
证券分析师 余慧勇
 执业证书: S0600524080003
 yuhy@dwzq.com.cn
研究助理 武阿兰
 执业证书: S0600124070018
 wual@dwzq.com.cn
研究助理 薛路熹
 执业证书: S0600123070027
 xuelx@dwzq.com.cn

投资要点

- 开发科技: 深耕境外智能计量市场二十余年, 国内领先实现欧洲发达国家市场规模出货。**公司前身为深科技计量系统事业部, 是较早成功开拓欧洲市场且具备一定出货规模的中国智能计量企业之一, 主要产品为智能计量终端和 AMI 系统软件, 参与过意大利、英国、荷兰、挪威、瑞典、奥地利以及葡萄牙等多个欧洲大规模智能电表部署项目, 累计向欧洲出口逾 5,000 万套智能计量终端。全球智能电表市场需求平稳释放, 驱动公司业绩体量持续增长, 2020-2024 年实现归母净利润 3.26/2.08/1.83/4.86/5.89 亿元, 年均复合增速 15.92%。
- 全球能源数字化转型浪潮下, 智能计量行业规模稳步增长。**全球智能计量市场规模有望以 9.5% 的年均复合增速从 2023 年的 231.71 亿美元增至 2028 年的 363.87 亿美元。其中, 1) **欧洲:** 用户基础广, 已率先进入新一代智能电表换代周期, 预计 2027 年市场规模有望达到 55.06 亿美元。2) **中国:** 2020 年新版智能电表定型后招标量逐渐增长, 2024 年 1-11 月电表类产品招标数量已超过 8,900 万台。3) **其他亚洲市场:** 人口基数大, 新兴需求爆发, 2027 年东南亚和中东主要国家的市场规模预计将分别达到 12.07 和 7.36 亿美元。4) **南美与非洲:** 基础设施补短板, 长期潜力巨大, 智能计量系统的优势主要体现在减少窃电行为、提高供电稳定性和满足社会用电需求等方面。
- 欧洲市场先发布局筑品牌壁垒, 受益能源数字化转型存量与新增双重红利。**1) **技术与产品:** 公司自研多项核心技术, 在可靠性、稳定性、安全性等指标优于相关标准, 平台化设计方案储备丰富, 能够实现快速高效的设计、生产及交付。2) **欧洲市场:** 公司在欧洲部署的第一代智能电表经历了完整的产品生命周期验证, 是唯一打入英国市场的中国自主品牌企业。2021-2023 年公司智能电表在欧洲市场的占有率分别为 9.46%/10.41%/12.14%, 市场地位稳步提升。3) **其他市场:** 凭借多年成熟市场积累的经验、口碑、资质及本地化服务等优势, 成功参与沙特阿拉伯、乌拉圭、乌兹别克斯坦等地的智能电表部署; 对于境内市场, 国家电网 2020 版智能电表定型后, 公司总中标金额超 6 亿元。4) **在手订单:** 截至 2024 年 9 月 30 日, 公司所有已经签署的约定具体金额的合同及订单中, 尚未实现收入的金额超过 52 亿元, 充足的在手订单和稳定的市场需求为公司发展奠定坚实基础, 业绩可持续性较强。
- 盈利预测与投资评级:** 口碑、技术、资质及本地化服务等优势显著, 境外市场中标率较高, 同时积极拓展境内市场, 伴随募投项目打破产能瓶颈、夯实技术优势、扩展营销网络, 公司业绩有望获得良好支撑。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.29/8.57/9.76 亿元, 对应发行市值的 PE 估值为 4.18/3.56/3.12 倍, 新股报告暂无投资评级。
- 风险提示:** 1) 境外市场经营; 2) 客户可持续性。3) 研发不及预期。

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.07
资产负债率(%LF)	35.78
总股本(百万股)	100.40

内容目录

1. 开发科技：深耕智能计量技术，产品集成实力享誉全球	4
1.1. 二十余年行业积累沉淀，助力全球智慧能源体系建设	4
1.2. 专注前沿智能计量技术，累计出口突破 9000 万套终端产品	6
1.3. 业绩体量保持稳步增长，经营波动主要受汇率与运费影响	7
2. 全球能源数字化转型浪潮下，智能计量行业规模稳步增长	11
2.1. 智能计量：从自动抄表到能源管理中枢的技术跃迁	11
2.2. 政策与需求共振，2028 年全球智能计量市场空间有望达到 360 亿美元	12
3. 自主技术与欧洲市场先发优势筑护城河，充分受益存量替换与新增部署双重红利	17
3.1. 自主技术与产品迭代能力优秀，深度受益全球智能电网升级浪潮	17
3.2. 全球化先发布局构筑竞争壁垒，海外市场高渗透率支撑业绩增长	19
3.3. 政策驱动与行业 β 共振，充分受益于存量替换与新增部署双重红利	21
4. 盈利预测与投资建议	24
5. 风险提示	26

图表目录

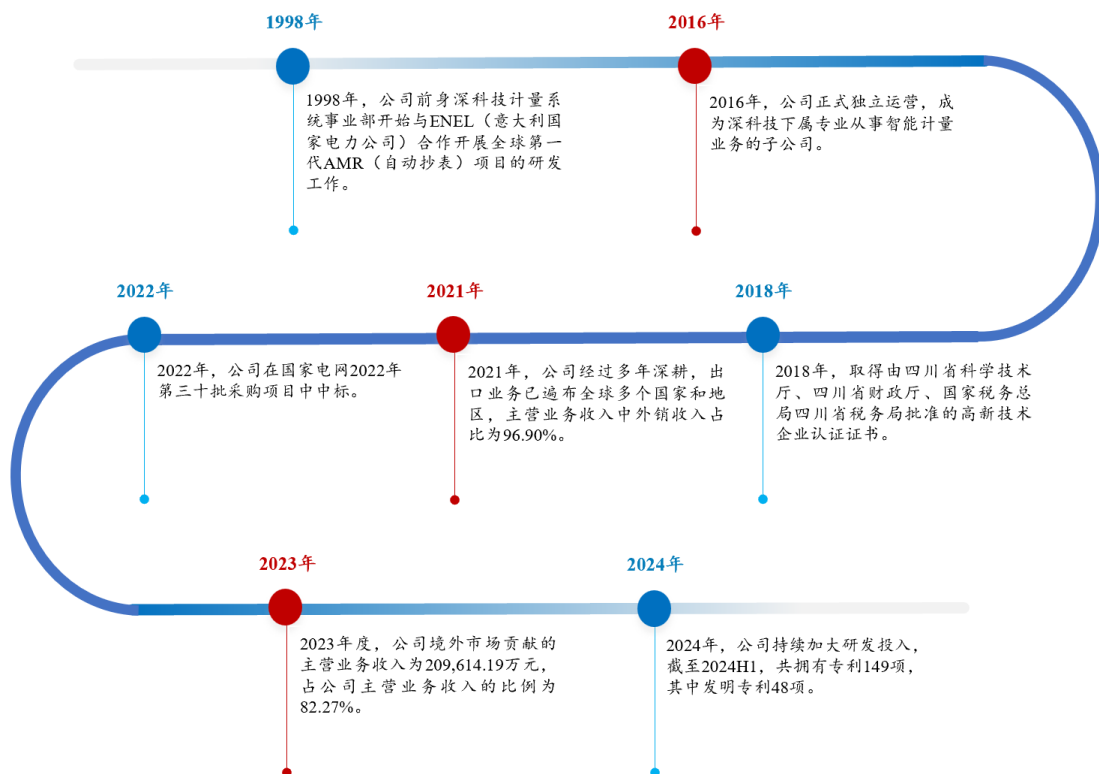
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	开发科技发行前股权结构图（截至 2025 年 3 月 14 日）.....	5
图 3:	公司主要产品情况.....	7
图 4:	公司智能计量表分类.....	7
图 5:	2020-2024 年营业收入及同比增速.....	8
图 6:	2020-2024 年归母净利润及同比增速.....	8
图 7:	2020-2024 年公司境内外收入占比.....	8
图 8:	2022-2024 年公司境内外收入毛利率.....	8
图 9:	2020-2024 年公司分产品营业收入.....	9
图 10:	2020-2024 年公司分产品毛利率情况.....	9
图 11:	2020-2024H1 智能电/气/水表收入（万元）.....	9
图 12:	2020-2024H1 智能表核心单元收入（万元）.....	9
图 13:	2020-2024 年公司毛利率与净利率情况.....	10
图 14:	2020-2024 年公司期间费用率情况.....	10
图 15:	2021-2023 年毛利率变动及其主要影响因素的总体量化分析.....	10
图 16:	智慧能源管理系统解决方案.....	11
图 17:	全球计量表的发展历程.....	12
图 18:	智能电表产业链.....	12
图 19:	智能水表产业链.....	12
图 20:	2021-2028E 全球智能计量市场规模.....	13
图 21:	2020-2027E 全球智能电表市场规模.....	13
图 22:	2021-2028E 欧洲国家智能电表用户基数.....	14
图 23:	2020-2023E 欧洲智能电表市场规模.....	14
图 24:	IR46 标准与 IEC 标准对比.....	15
图 25:	国家电网 2020-2024 年 11 月智能电表招采数量.....	15
图 26:	公司产品相关指标与行业标准对比情况.....	17
图 27:	截至 2024H1 公司产品在全球范围内拥有各类认证逾 600 项.....	18
图 28:	公司产品相关指标与行业标准对比情况.....	19
图 29:	公司于 2018 年 3 月首次进入英国“Central Products List”.....	20
图 30:	2021-2023 年公司在欧洲市场占有率测算.....	20
图 31:	2024H1 公司收入大幅增长的客户及其经营情况（单位：万元）.....	21
图 32:	公司产品潜在的境外市场容量.....	22
图 33:	公司在境外主要销售区域的各阶段相关产品的研发及销售具体情况.....	23
图 34:	公司主要最终部署国家或地区中标率情况.....	24
图 35:	公司募投项目情况简介.....	24
图 36:	分业务盈利预测.....	25
表 1:	公司管理层介绍.....	5
表 2:	可比公司估值（截至 2025 年 3 月 17 日）.....	26

1. 开发科技：深耕智能计量技术，产品集成实力享誉全球

1.1. 二十余年行业积累沉淀，助力全球智慧能源体系建设

深耕境外智能计量市场二十余年，国内领先实现欧洲发达国家市场大规模出货。开发科技（证券代码：873879.BJ）前身为深科技计量系统事业部，1998年起便与意大利国家电力公司 ENEL 合作开展了具备自动抄表功能的全球第一代智能电表项目的研发及大规模部署。2016年，公司正式独立运营，成为深科技下属专业从事智能计量业务的子公司。公司是较早成功开拓欧洲市场且具备一定出货规模的中国智能计量企业之一，参与过意大利、英国、荷兰、挪威、瑞典、奥地利以及葡萄牙等多个欧洲大规模智能电表部署项目，累计向欧洲出口逾5,000万套智能计量终端。截至2024H1，公司拥有专利149项，其中发明专利48项。在能源体系对运行稳定性、数据隐私性高要求的背景下，公司以突出的产品可靠性、安全性保障各国能源计量体系数据底座的坚实稳定，为客户提供全场景适配的产品通讯解决方案及能源管理系统。

图1：公司发展历程

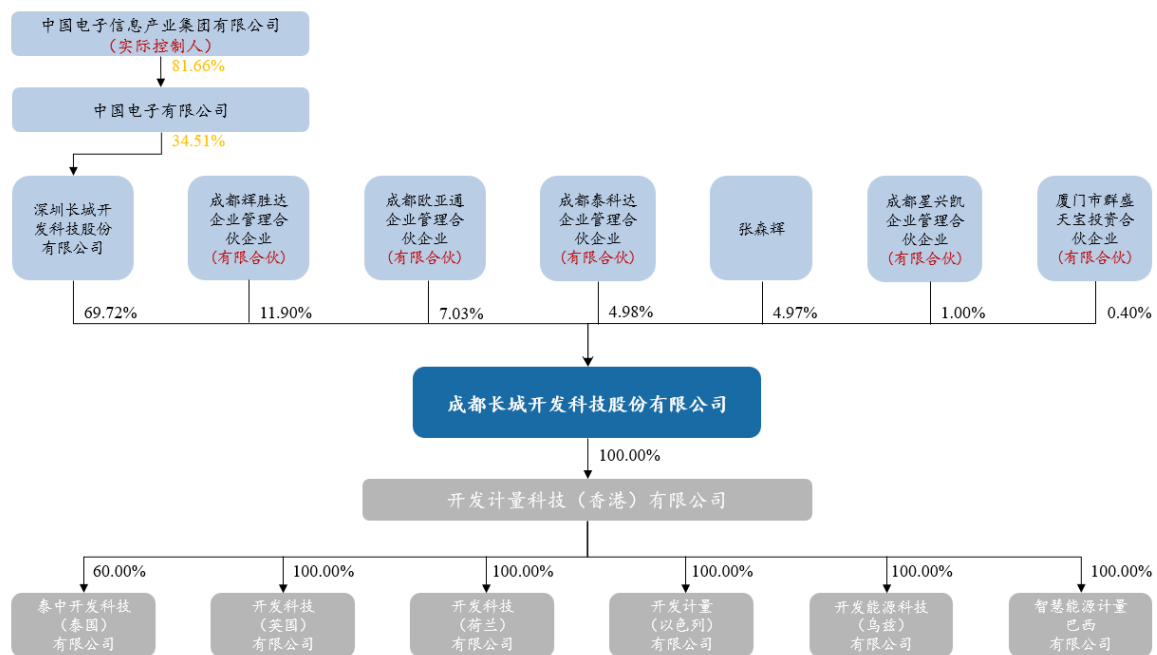


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构较为集中，中国电子信息产业集团为实际控制人。截至2025年3月14日，公司的实际控制人为中国电子信息产业集团有限公司，其通过深圳长城开发科技股份有限公司

限公司间接控制公司 69.72%股份。深圳长城开发科技股份有限公司直接持有公司 69.72% 的股份，能够对公司经营决策产生重大影响，系公司控股股东。除控股股东深科技外，持有公司 5%以上股份的其他主要股东为成都辉胜达企业管理合伙企业（有限合伙）和成都欧亚通企业管理合伙企业（有限合伙）。在子公司方面，公司共有开发计量科技（香港）有限公司、泰中开发科技（泰国）有限公司、开发科技（英国）有限公司、开发科技（荷兰）有限公司、开发计量（以色列）有限公司、开发能源科技（乌兹）有限公司和智慧能源计量巴西有限公司 7 家控股子公司，负责智能计量终端产品在全球不同地区的销售、营销和服务支持。

图2: 开发科技发行前股权结构图（截至 2025 年 3 月 14 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

开发科技组织架构完善，管理者行业经验丰富。公司董事长莫尚云先生于 2004 年 10 月起担任深圳长城开发科技股份有限公司财务负责人，2014 年 1 月起担任深圳长城开发科技股份有限公司副总裁，具备丰富行业实践和管理经验。公司董事、总经理张森辉先生于 2002 年 1 月起在深科技担任管理层职务，熟悉行业技术与市场发展。公司副总经理凌吉荣曾就职于马来西亚美企 READRITE 公司任产品工程师，对海外市场有一定了解。公司其他高管亦从业多年，行业经验较为丰富。

表1: 公司管理层介绍

姓名	职务	履历
莫尚云	董事长	男，1966 年出生，毕业于财政部财政科学研究所财政专业企业财务方向，获经济学硕士学位，高级会计师，注册会计师。任深圳长城开发科技股份有限公司副总裁、财务负责人，兼任昂纳科技（深圳）集团股份有限公司董事、沛顿科技（深圳）有限公司董事、深圳开发微电子有限公司董事长、深圳长城开发实业发展有限公司董事长、成都长城开发科技股份有限公司董事长。

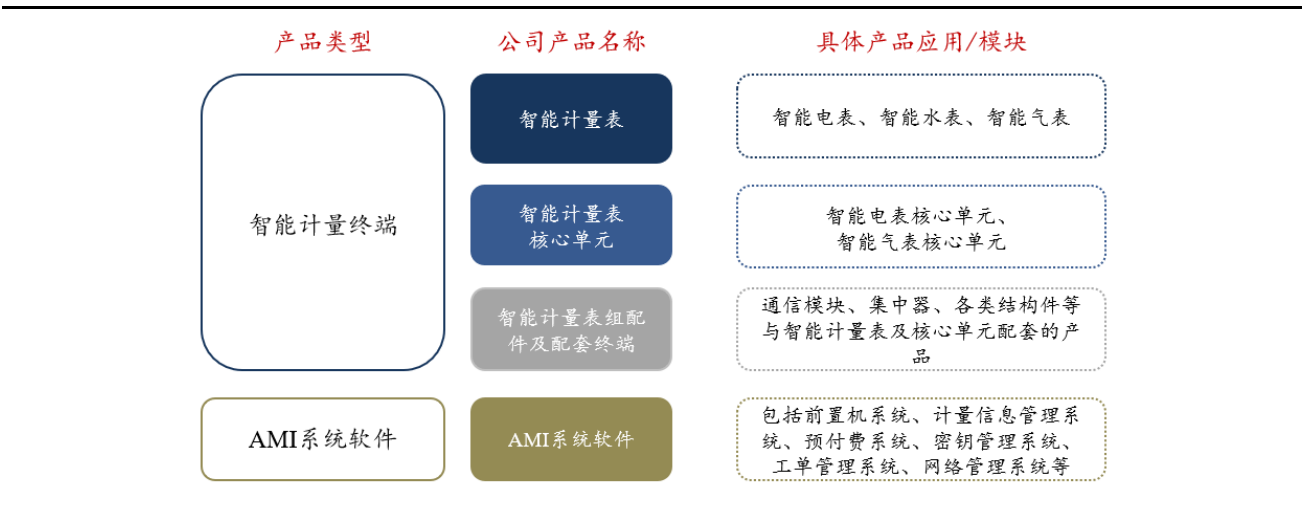
周庚申	董事	男，1967 年出生，深圳长城开发科技股份有限公司董事、副总裁，毕业于清华大学精密仪器系、清华大学经济管理学院，获工学学士和工商管理硕士学位，教授级高级工程师，工业和信息化部电子科技委委员。现任深圳长城开发科技股份有限公司董事、副总裁，兼任合肥沛顿存储科技有限公司董事长、成都长城开发科技股份有限公司董事、沛顿科技（深圳）有限公司董事长。
张森辉	董事、总经理	男，1969 年 7 月出生，硕士研究生学历。1991 年 7 月至 1998 年 6 月，历任东莞新科电子厂工程师、经理；1998 年 7 月至 2001 年 12 月，就职于 IBM 科技产品有限公司任总监；2002 年 1 月至 2005 年 10 月，担任深科技市场部总监、微电子公司总经理；2005 年 11 月至 2016 年 3 月，担任深科技计量系统事业部总经理；2016 年 4 月至 2022 年 7 月，任有限公司董事、总经理；2022 年 7 月至今，担任成都长城开发科技股份有限公司董事、总经理。
彭秧	董事	男，1982 年 3 月出生，硕士研究生学历。2005 年 7 月至今，就职于深科技；2021 年至 2022 年 8 月，任中国电子财务部管理会计处处长。现兼任合肥沛顿存储科技有限公司董事、财务负责人、东莞长城开发科技有限公司监事、惠州长城开发科技有限公司董事、合肥沛顿存储科技有限公司董事、财务负责人、成都长城开发科技股份有限公司董事。
颜杰	董事、副总经理	女，1973 年 10 月出生，硕士研究生学历。1997 年 10 月至 2016 年 7 月，就职于深科技，历任办公室主任、计量事业部营销经理。2016 年 4 月至 2022 年 7 月，任有限公司董事、营销中心总监、副总经理；2022 年 7 月至今，担任成都长城开发科技股份有限公司董事、副总经理。
何乐涛	副总经理	男，1973 年 9 月出生，本科学历。1995 年 7 月至 1999 年 4 月，就职于深科技，任研发部工程师；1999 年 4 月至 2003 年 4 月，任深科技研发部高级工程师；2003 年 4 月至 2012 年 4 月，任深科技研发部经理；2012 年 4 月至 2016 年 7 月，任深科技副总监。2016 年 7 月至 2022 年 7 月，任有限公司副总经理；2022 年 7 月至今，担任成都长城开发科技股份有限公司副总经理。
凌吉荣	副总经理	男，1971 年 6 月出生，马来西亚国籍，有境外居留权，硕士研究生学历。1996 年 5 月至 1997 年 2 月，就职于马来西亚美企 READRITE 公司任产品工程师；1997 年 2 月至 1998 年 4 月，就职于马来西亚美企 SEAGATE 公司任供应商质量工程师；1998 年 4 月至 2004 年 5 月，就职于深科技任项目经理；2009 年 11 月至 2013 年 7 月，就职于深科技任高级项目经理。2017 年 3 月至 2022 年 7 月，任有限公司副总经理；2022 年 7 月，担任成都长城开发科技股份有限公司副总经理。
莫锦峰	财务负责人	女，1976 年 1 月出生，本科学历。2002 年 4 月至 2009 年 12 月，就职于深圳易拓科技有限公司任会计、成本主管；2010 年 1 月至 2012 年 4 月，就职于兆兆半导体（上海）有限公司深圳分公司任应收账款主管；2012 年 4 月至 2016 年 8 月，就职于深科技，任高级主管。2016 年 8 月至 2022 年 7 月，任有限公司财务经理；2022 年 7 月至今，担任成都长城开发科技股份有限公司财务负责人。

数据来源：iFind，东吴证券研究所

1.2. 专注前沿智能计量技术，累计出口突破 9000 万套终端产品

以核心产品智能电表为起点，打造完整智慧能源管理系统。公司主要产品为智能计量终端，包括智能计量表、智能计量表核心单元、智能计量表组配件及配套终端，以及 AMI 系统软件。AMI 系统软件与智能计量终端等硬件设备相结合构成了完整的 AMI 高级计量架构，能够实现千万级计量表的通讯接入、分钟级数据采集处理、远程用户控制等功能，并覆盖计量信息管理、工单管理、预付费管理、密钥管理、网络管理等主要业务功能。公司产品能够与全球 30 余家主流厂商的电水气表、AMI 系统软件等产品适配，可收集传输电、水、气等各种能源数据，产品集成能力深厚，成功将“中国制造”的超过 9,000 万套智能计量终端推向以欧洲发达国家为主的全球 40 多个国家，其中，主站系统已在超过 10 个国家部署，能够容纳超 1500 万只智能表计设备。

图3: 公司主要产品情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司智能计量表分类



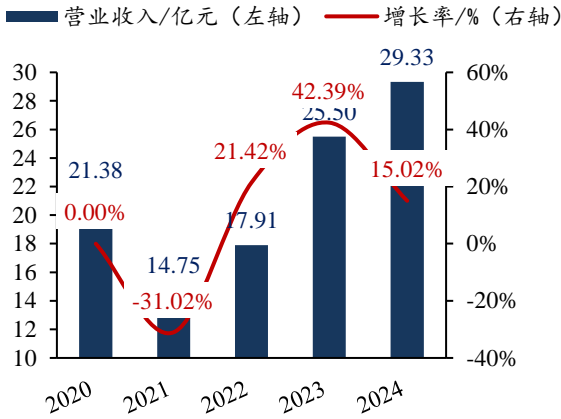
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 业绩体量保持稳步增长, 经营波动主要受汇率与运费影响

智能电表市场需求平稳释放, 驱动公司业绩体量持续增长, 经营波动主要受汇率与运费影响。2020-2024 年, 公司实现营业收入 21.38/14.75/17.91/25.50/29.33 亿元, 年均复合增长率 8.22%; 实现归母净利润 3.26/2.08/1.83/4.86/5.89 亿元, 年均复合增速 15.92%。公司境外业务收入占比较高, 结算币种以欧元、美元为主, 汇率波动对公司经营业绩产生明显影响。2022 年, 公司营业收入同比增长但归母净利润同比下滑, 主要系人民币整体升值导致毛利率下降, 同时远期外汇合约导致公允价值变动损益及投资收益之和亦同

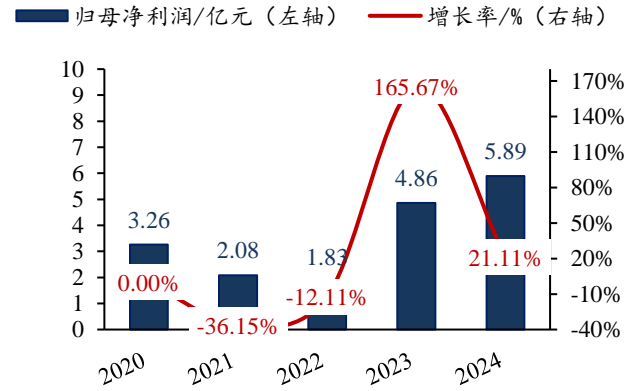
比下滑。2023年，公司营收与归母净利润同比大幅增长，主要受人民币贬值及国际运费回落等因素影响。智能电表行业需求整体处于平稳释放及增长的状态，2024年公司持续开拓境外市场，对 Israel Electric Corporation Ltd. 和 KT Corporation 等客户收入增加，实现营业收入 29.33 亿元，同比增长 15.02%；实现归母净利润 5.89 亿元，同比增长 21.11%。

图5：2020-2024年营业收入及同比增速



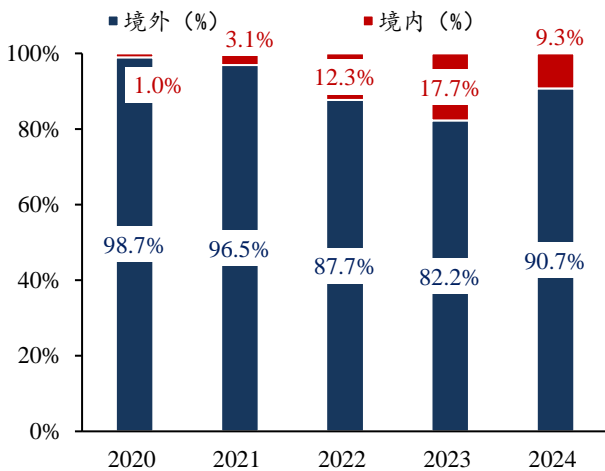
数据来源：iFind, 东吴证券研究所

图6：2020-2024年归母净利润及同比增速



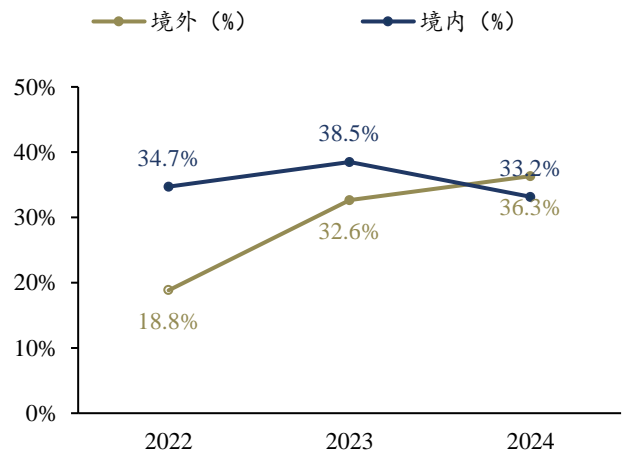
数据来源：iFind, 东吴证券研究所

图7：2020-2024年公司境内外收入占比



数据来源：iFind, 东吴证券研究所

图8：2022-2024年公司境内外收入毛利率

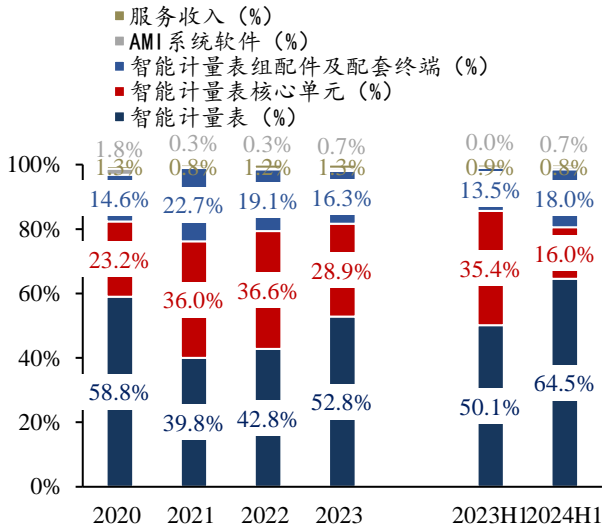


数据来源：iFind, 东吴证券研究所

以智能计量表及核心单元为主，收入来源稳定。分产品来看，2024H1 智能计量表/智能计量表核心单元/智能计量表组配件及配套终/AMI 系统软件及服务收入占比分别为 64.52%/15.99%/17.95%/0.70%，毛利率分别为 41.70%/31.27%/27.14%/75.30%。公司主营业务收入主要来源于智能计量表及其核心单元，二者收入合计占当期主营业务收入比例均超过 75%，其中以电表及其核心单元为主。2020-2024H1，公司智能计量表销售收入呈现先下降后上升趋势，主要原因系 2020 年度公司完成沙特智能电表项目大规模交付，如不考虑该客户的影响，公司智能计量表报告期内销售收入及数量整体呈增长趋势，单价基本保持稳定。毛利率方面，受到汇率、国际运费、产品原币销售价格波动、客户结

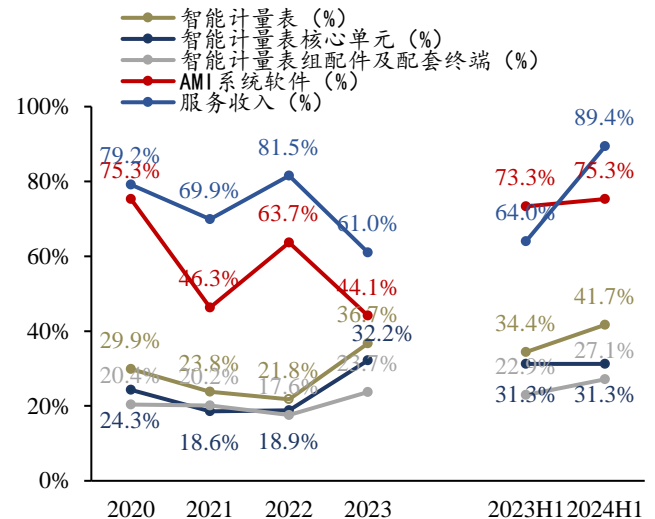
构变动等因素影响，公司分产品毛利率变动趋势与公司整体毛利率变动趋势基本一致。

图9：2020-2024 年公司分产品营业收入



数据来源：iFind，公司公告，东吴证券研究所

图10：2020-2024 年公司分产品毛利率情况



数据来源：iFind，公司公告，东吴证券研究所

图11：2020-2024H1 智能电/气/水表收入（万元）

项目	2024年1-6月		2023年度		2022年度		2021年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
智能电表	85052.61	64.54	134382.95	52.74	73775.63	41.22	56002.68	38.14
智能气表	0.20	0.00	137.28	0.05	2118.49	1.18	2593.77	1.77
智能水表	21.90	0.02	26.37	0.01	663.63	0.37	121.33	0.08
智能计量表合计	85074.70	64.56	134546.60	52.81	76557.65	42.77	58717.77	39.99

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图12：2020-2024H1 智能表核心单元收入（万元）

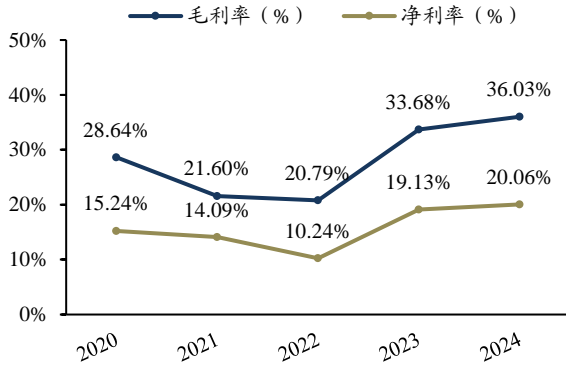
项目	2024年1-6月		2023年度		2022年度		2021年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
智能电表核心单元	21064.28	15.98	73222.05	28.74	64713.28	36.15	52017.78	35.43
智能气表核心单元	19.29	0.01	369.13	0.14	831.51	0.46	1041.88	0.71
智能水表核心单元	-	-	3.51	0.00	-	-	-	-

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

剔除汇率等外部因素影响后，公司整体毛利率稳定，期间费率稳步优化。公司毛利率由2020年的28.64%稳步上升至2024年的36.03%，公司营业收入中外销收入占比较高，而外销合同以欧元及美元计价合同为主，欧元及美元在2021年度至2023年度相对于人民币的汇率变动是公司毛利率变动的主要影响因素之一。除上述汇率影响外，公司在2023年度部分产品原币价格上涨也对毛利率有较大提升作用。剔除上述影响因素后，公司整体毛利率水平较为稳定。期间费用率方面，公司拥有成熟稳健的管理能力，积极控制各项费用支出，2020-2024年期间费用占总收入比重分别为11.8%/16.6%/11.5%/10.2%/11.4%，近三年稳步优化在11%左右。其中，2021-2024年，

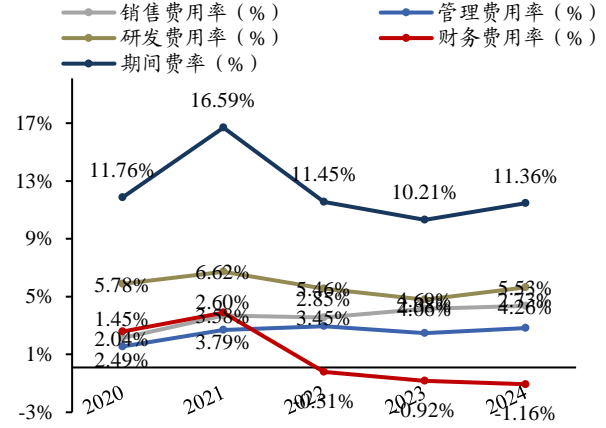
公司财务费用率从 3.8% 逐渐下降至 -1.2%，主要系受到汇兑损益的影响。研发方面，公司建立了结合项目导向及技术预研的产品开发和技术研究机制，针对每个研发项目搭建专业的研发团队，公司近三年研发费用率稳定保持在 5.5% 的水平。

图13: 2020-2024 年公司毛利率与净利率情况



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图14: 2020-2024 年公司期间费用率情况



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图15: 2021-2023 年毛利率变动及其主要影响因素的总体量化分析

项目	2023年度	2022年度	2021年度
毛利率	33.68%	20.79%	21.60%
毛利串变动	12.89%	-0.80%	-7.04%
汇率影响	4.64%	-3.45%	-3.23%
部分产品原币单价变动影响	5.98%	总体影响较小	总体影响较小
运费影响	2.20%	0.98%	-2.72%
制造费用及委托加工费用影响	-0.82%	1.20%	-1.46%
影响因素合计	12.00%	-1.27%	-7.41%
剔除影响因素后的毛利率变动	0.89%	0.47%	0.37%

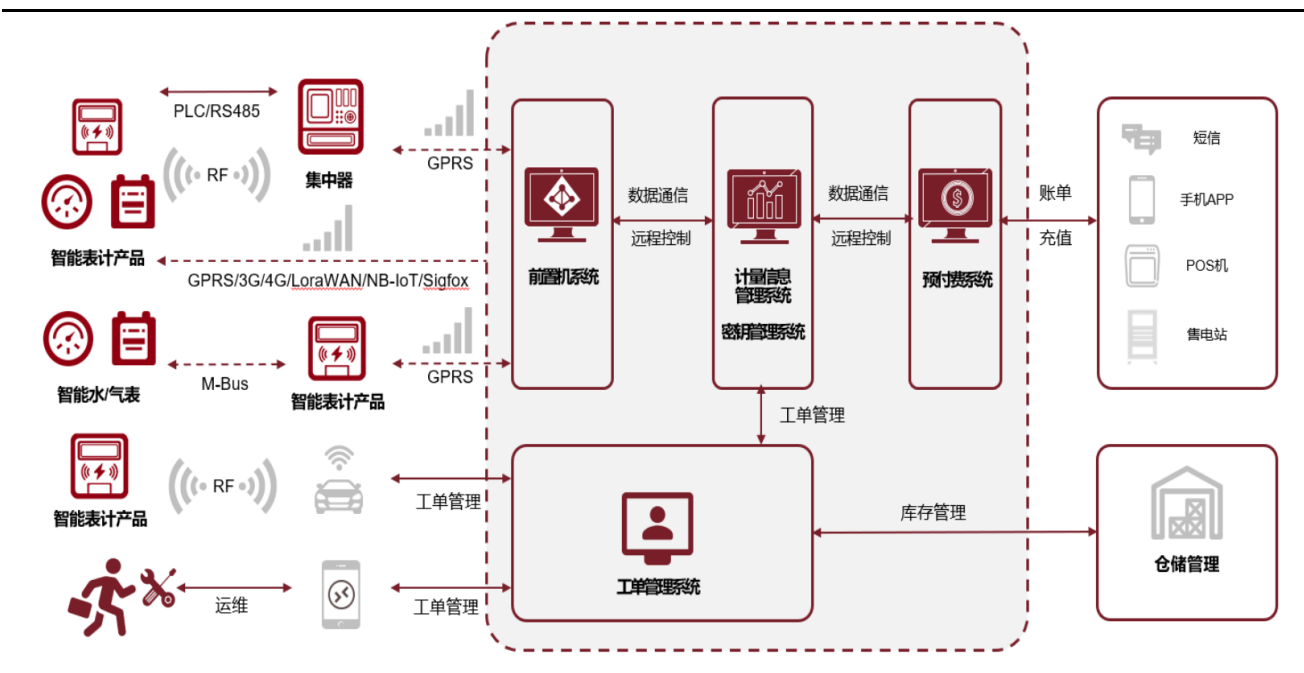
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所。注 1: 公司 2021-2022 年度的产品原币单价变动对毛利率影响较小, 因此未做进一步分析。注 2: 毛利率变动 = 本年(期)毛利率 - 上年(期)毛利率。

2. 全球能源数字化转型浪潮下，智能计量行业规模稳步增长

2.1. 智能计量：从自动抄表到能源管理中枢的技术跃迁

智慧能源体系下智能电网建设中，AMI 升级为重要组成部分。AMI（Advanced Metering Infrastructure，高级计量架构）是智能电网的关键组成部分，用于采集、测量、储存、分析和运用用户信息的完整网络系统，由计量数据管理、远程通信信道、本地通信信道、采集终端、智能电能表构成，AMI 将传统自动抄表系统（AMR）升级为具备负荷控制、故障预警、需求响应等能力的能源管理中枢，推动电力系统从“单向传输”转向“双向互动”，实现高效的智慧能源管理。

图16: 智慧能源管理系统解决方案



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

智能电表是 AMI 高级计量架构升级的核心和重要发力点。智能电表除具备原始电能数据采集、计量和传输等基本功能以外，还具有双向多种费率计量、用户端控制、多种数据传输模式的双向数据通信以及防窃电等功能，呈现高可靠性、高安全等级以及大存储量等特点。在境外市场 IEC 标准下，智能电表可分为 AMR 智能电表和 AMI 智能电表阶段。AMR 智能电表即第一代智能电表，能够实现远程自动抄表，但数据传输量相对较小无法实现分钟级的实时传输。AMI 智能电表即第二代智能电表，其数据传输量更大，能够自动完成分钟级的实时数据采集，具备实时通讯、远程控制、数据处理、分时分段费率等多种智能化功能。随着能源变革深入推进以及碳减排目标下各国的智慧能源体系、新型电力系统持续发展，智能电表对提高新型电力系统下用户侧用能信息实时采集、负荷管理、双向互动服务的精准性和可靠性起到愈发关键的作用，进一步向智能化、系统化、模块化和多元化方向进化，是 AMI 升级的核心和重要发力点。

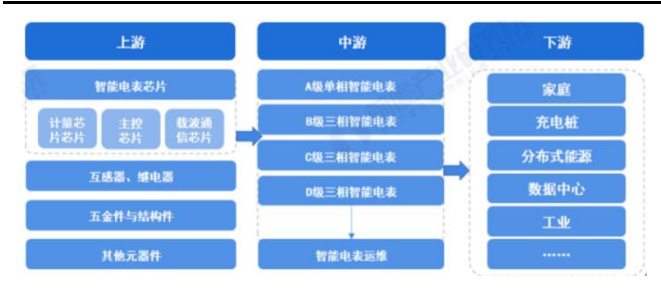
图17: 全球计量表的发展历程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

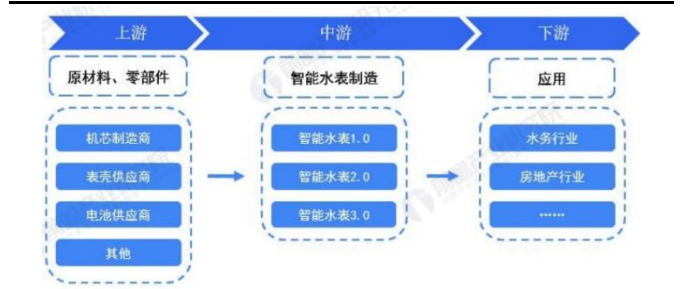
智能计量产业呈现“技术驱动+客户集中”的特征。1)上游: 上游厂商(如芯片制造、传感器生产商)通过不断的技术迭代, 提升产品的精度、稳定性和智能化水平, 该类核心零部件的性能直接决定仪表的整体表现, 是产业链高质量发展的基石。2)中游: 作为智能计量仪表产业链的核心, 位于中游的智能表计制造商需要凭借技术实力与市场洞察力, 紧跟市场需求变化并不断创新, 推出符合行业标准与用户需求的高质量、高可靠性的智能计量仪表解决方案, 壁垒集中于通信协议适配、网络安全认证及长周期可靠性验证。3)下游: 主要包括电力公司、水务公司、燃气公司等能源供应企业以及智慧城市、节能减排等领域用户, 采购决策高度集中且依赖长期合作关系。随着智能电网、智慧水务、智慧燃气等概念的深入实施, 下游用户对智能计量仪表的需求日益增长, 不仅要求产品具备高精度、高稳定性, 还需具备远程监控、数据分析等智能化功能, 这种需求变化进一步推动了中游企业的技术创新与产品升级。

图18: 智能电表产业链



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图19: 智能水表产业链



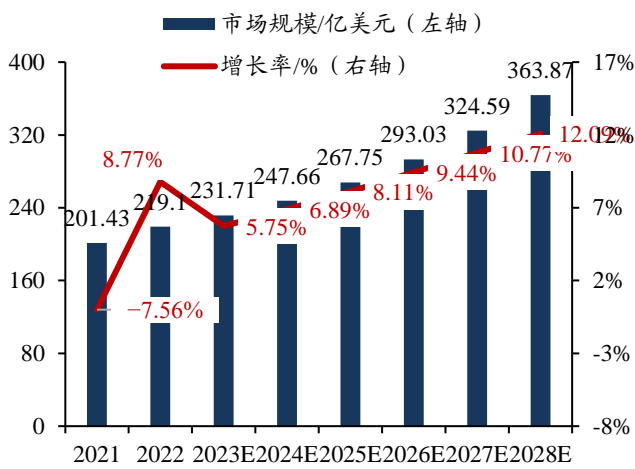
数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

2.2. 政策与需求共振, 2028 年全球智能计量市场空间有望达到 360 亿美元

随着能源变革深入推进以及碳减排目标下各国的智慧能源体系建设, 智能计量表作为其中数据收集、监测及交互的基础设施, 市场规模随之稳步增长。Markets and Markets 发布的《Smart Meter Market Global Forecast》预测全球智能计量市场规模将从 2023 年的 231.71 亿美元增至 2028 年的 363.87 亿美元, 复合增长率为 9.5%。具体到智能电表, 在全球电力需求稳定增长的背景下, 各国能源体系变革加快, 全球智能配用电解决方案和产品采购量随之显著增加, 电力系统结构变化带来的新特性以及充电桩等应用场景的扩展也进一步带动了智能电网市场规模加速扩大。Frost & Sullivan 发布的《Global Smart Electricity Metering Growth Opportunities》预测全球智能电表市场规模将从 2022

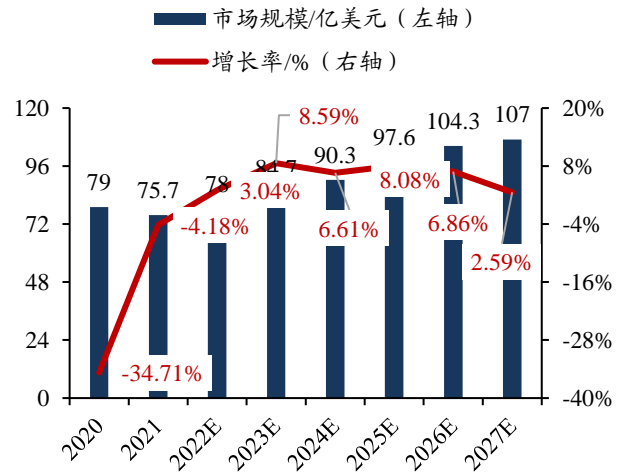
年的 78.00 亿美元增长至 2027 年的 107.00 亿美元，复合增长率为 6.5%。

图20: 2021-2028E 全球智能计量市场规模



数据来源: Markets and Markets, 东吴证券研究所

图21: 2020-2027E 全球智能电表市场规模



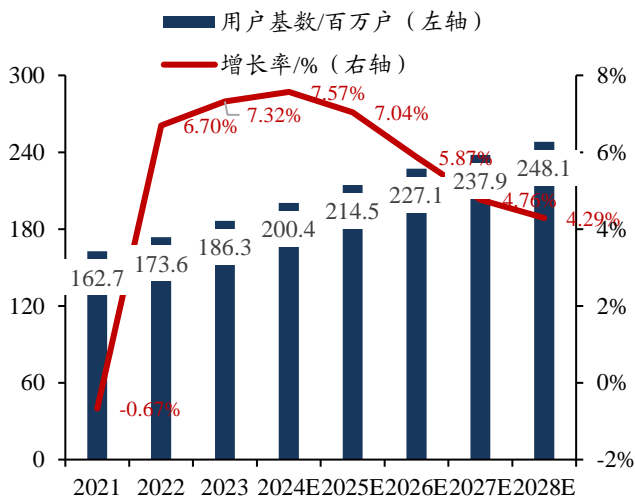
数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

从地区及部署进度来看,全球智能电网建设可以分为三个典型建设阶段。一为美国、欧盟、中国及部分发达国家或地区,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,现处于智能电网改造和大规模投资建设期;三为拉美及非洲,现处于智能电网建设初期。其中,中东、南美等其他地区在智能电表发展进程上具备一定的后发优势,根据沙特阿拉伯、乌拉圭等国家对智能电表的招标情况,在 2016 年后,AMI 智能电表技术已相对成熟,因此该等地区跳过了 AMR 智能电表阶段,直接开始 AMI 智能电表的采购及部署。各主要国家或地区具体市场规模情况如下:

1、欧洲市场: 智能电表用户基础广,已率先进入新一代智能电表换代周期

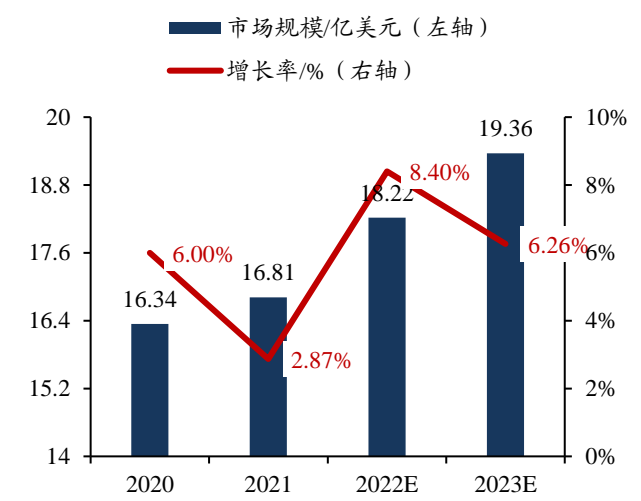
欧洲是全球智能计量技术的先驱以及全球智能电网发展最先进的地区之一,智能电表用户基础较广。欧洲市场于 21 世纪初便开始部署第一代智能电表,2016 年起部分国家已开始部署第二代智能电表。根据 Berg Insight 数据,欧洲国家智能电表用户基数将于 2028 年达到 2.48 亿户,渗透率达到 78%。同时,欧盟对于数据传输及时性、隐私安全性的要求愈发严格,欧洲市场已率先进入新一代智能电表换代周期,增量用户规模及原有设备的升级换代驱动欧洲智能计量市场规模持续增长。根据 Markets and Markets 数据,2022 年欧洲智能计量市场规模为 38.71 亿美元,占全球智能计量市场的比例为 17.67%,预计将于 2027 年达到 55.06 亿美元,复合增长率为 7.3%。

图22: 2021-2028E 欧洲国家智能电表用户基数



数据来源: Berg Insight, 东吴证券研究所

图23: 2020-2023E 欧洲智能电表市场规模



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

2、中国市场: 新型电力系统建设进程中, IR46 标准驱动升级

中国境内市场智能电表发展阶段与境外市场有所不同,其更新换代进程主要与国家标准及规范修订相关。在行业标准上,国家电网 2009 智能电表规范定义了第一款具备远程费控等功能的智能电表,于 2013 年修订规范提高了数据通讯率及通讯数据量,于 2020 年规范中进行较大修订,进一步精简表型,定型了具备多功能、多芯多模组设计的智能电表,在设计原则上向 IR46 标准靠拢与适应,将会实现对 IEC 标准的逐步替代,预计 2020-2026 年间为新版电表的主要换装期,在此期间新版 AMI 智能电表将稳健上量,构建起我国新型电力系统及智能电网的用户端数据交互体系。

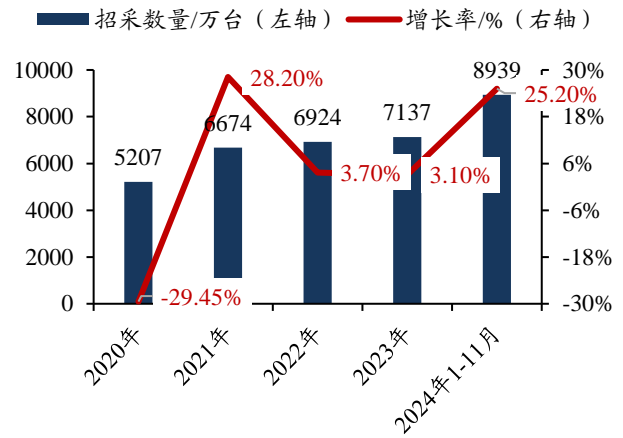
随着新型电力系统建设的加速,国家电网及南方电网均加快新一代智能电表部署。为进一步催化新型电力系统在“源、网、荷、储”等不同环节的建设、升级需求,南方电网提出 2025 年前初步具备新型电力系统基本特征,2030 年前基本建成新型电力系统,2060 年前全面建成新型电力系统并不断发展;国家电网提出 2035 年基本建成新型电力系统,2050 年全面建成新型电力系统。电表的智能化升级是电网升级的重要一环,从国家电网智能电表招标量看,2020 年新版智能电表定型后招标量逐渐增长,2023 年招标量已超过 7,100 万台,2024 年 1-11 月电表类产品招标数量已超过 8,900 万台。

图24: IR46 标准与 IEC 标准对比

行业标准	整体设计	定位	使用寿命	各自优点
IEC 标准	整机一体化设计	配电网与用户之间的网桥、计量功能	8-10年	让远程采集的数据更客观、准确 通过电采系统可以让用电故障发生时得到更快的响应 防止人工抄表带来的人为差错
IR46 标准	采用计量芯与管理芯分离, 扩展功能采用模块化设计	扩展到用户侧能源路由器, 泛在连接、全信息感知功能	15年	在机构上, 采用多芯模块化设计理念, 包含计量、管理、时钟、存储等多个芯片; 由多个模组以插拔方式构成, 可根据不同应用场景在基表上配置不同模块 在功能上, 满足泛在电力物联网人机交互的发展需求, 具备多元化高效通信、软件可升级、分布式大容量存储、负荷监测与分析等最新应用成果

数据来源: 中国现代电网量测技术, 中国能源报, 东吴证券研究所

图25: 国家电网 2020-2024 年 11 月智能电表招采数量



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

3、亚洲市场 (除中国外): 人口基数大, 新兴需求爆发, 东南亚/中东成新增长极

亚洲人口基数较大, 同时受智能电网建设需求拉动, 智能电表用户基数增长明显, 根据 Berg Insight 预测, 2021-2027 亚洲智能电表的 用户基数将从约 7.6 亿户增长到约 11.0 亿户, 复合增长率为 6.2%。具体而言:

1) 东南亚 (印尼、菲律宾、泰国和马来西亚等): 依据各国的新能源发电资源优势制定了具体的可再生能源系统发展规划, 智能计量市场潜力较大, 根据 Markets and Markets 数据, 2022 年东南亚主要国家智能计量市场规模为 9.04 亿美元, 预计将以 6.0% 的复合增长率增长至 2027 年的 12.07 亿美元。

2) 中亚: 具有丰富的清洁能源储量, 地区内能源系统整体发展水平较低, 各国资源禀赋差异较大。受地理位置和经济发展水平等因素影响, 人均用电量较高, 对于清洁、高效的智慧能源体系有较高需求。在国外投资以及全球能源变革的推动下, 哈萨克斯坦等中亚国家陆续推出可再生能源发展规划, 作为新型电力系统的重要基础设施, 以智能计量终端为代表的智慧能源解决方案在中亚具有较强的潜在市场。

3) 中东: 由于地理位置和经济发展水平等因素, 人均用电量较高, 对于清洁、高效的智慧能源体系有极高需求, 在沙特阿拉伯等国能源体系改革部署陆续推进的背景下, 预计中东地区智慧能源解决方案市场将进入快速发展期。根据 Markets and Markets 数据, 2022 年中东主要国家智能计量市场规模为 5.34 亿美元, 将以 6.6% 的复合增长率增长至 2027 年的 7.36 亿美元。

4、南美洲及非洲: 基础设施补短板, 长期潜力巨大

对南美洲及非洲等地区的发展中国家市场来说, 智能计量系统的优势主要体现在减

少窃电行为，提高供电稳定性，满足社会用电需求等方面。

1) 南美洲：以巴西、哥伦比亚为代表的南美洲国家具备丰富的水能资源，且南美洲区域内存在旺盛的能源贸易和互济需求，因此南美洲的新型电力系统发展方向主要集中在高效利用新能源发电资源方面。随着水电站建设推进以及巴西等南美洲国家电网建设时间表出台，预计南美洲将会进入新型电力系统建设快速发展期。智能电表的渗透率及装机数量亦将在新型电力系统建设的带动下大幅增长，Berg Insight 数据显示，南美洲智能电表现有渗透率较低，2022 年仅为 6.2%，未来存在较大的替代市场空间，年出货量将从 2022 年的约 190 万台增长到 2028 年的 610 多万台。

2) 非洲：与中国合作的加深以及世界银行的帮助对非洲智慧能源体系的起步发展起到了极大作用，推动了埃塞俄比亚、埃及、加纳等国加快智能电网相关项目规划以及落地。

3. 自主技术与欧洲市场先发优势筑护城河，充分受益存量替换与新增部署双重红利

3.1. 自主技术与产品迭代能力优秀，深度受益全球智能电网升级浪潮

1、核心技术自主可控，性能指标优于相关指标

公司通过自主研发形成了涵盖先进通讯技术、模块化技术等领域的多项核心技术，在可靠性、稳定性、安全性等指标方面优于相关标准。经过多年的技术经验沉淀，公司储备了丰富的设计方案储备及强大的平台化开发能力，拥有 PLC/RF/3G/4G/NB-IoT/Cat-M 等各类通讯技术能力并能够针对不同地区的差异化需求快速迭代，能够快速响应全球绝大多数地区客户对智能计量解决方案的需求。凭借扎实的可靠性验证技术经验，公司参与了现行核心可靠性国际标准 IEC 62059-31-1 的修订，是少数参与国际电表可靠性标准修订工作的中国团队之一。此外，公司联合主导了《静止式电能表可靠性验证试验》国家标准的起草，对现行电表可靠性试验国家标准进行理论与技术补充。

图26：公司产品相关指标与行业标准对比情况

性能	详细指标	国家标准/国家电网标准	国际标准	公司技术能力	指标说明
可靠性	年失效率	≤0.27% (国家电网)	≤0.3%	≤0.1%	年失效率指出货产品每年的失效数量占总出货数量的比例，是衡量产品可靠性的重要指标，年失效率越低，产品可靠性越强
	功率消耗	≤2W (国家标准)； ≤0.7W (国家标准)；	≤2W	≤0.4W	功率消耗指产品在非通讯情况下，正常工作的功率消耗，功率消耗越小，越有利于节省整机温度，降低整机耗电，避免线路损耗，产品可靠性越强
稳定性	电信OTA性能	无要求	TIS: ≤-92.3dBm TRP: ≥21dBm	TIS: ≤-101dBm TRP: ≥23dBm	电信OTA性能用于评价电信信号传播的性能，包含自由空间总全向灵敏度TIS和自由空间总辐射功率TRP两个指标，自由空间总全向灵敏度TIS绝对值越
	无线辐射噪声性能测试	无要求	<7dBm@400~500M	<1dBm@400~501M	无线辐射噪声会影响远期通讯功能，无线辐射噪声越小，通讯稳定性越强
	PLC接收灵敏度指标	无要求	<60dbμV	≤35dbμV	PLC接收灵敏度指载波电表能接收到的最低幅值的载波信号，接收灵敏度越小，产品通信距离和通信稳定性越强
安全性	MISRA C符合率	无要求	符合率 100%	符合率 100%	MISRA C是由汽车产业软件可靠性协会提出的C语言开发标准，用于增进嵌入式系统的安全性和可移植性，符合该标准代表更高的信息安全性

数据来源：公司第一轮问询回复公告，东吴证券研究所

2、产品集成功力深厚，覆盖全球主流需求

全球各国家或地区需求存在差异，智能计量产品需要进行相应的研发设计。经过公司在欧洲市场多年的技术积累，公司储备了大量成熟、完善、适用于各类应用场景的先进智能计量产品平台化设计方案，在面对中东、中亚、东南亚、南美等国家及地区市场的差异化产品需求时能够基于丰富的平台化设计方案储备进行修改，大幅缩减方案设计周期，实现快速高效的设计、生产、交付，快速响应全球客户需求。截至 2024H1，公司

产品与超过 30 余家全球主流厂商的电水气表、采集设备、AMI 系统软件等产品适配，产品集成能力深厚。

此外，智能计量行业对产品资质要求较为严格，公司持续完善产品认证测试矩阵，合计取得计量、安全、环保、通讯等领域的各类认证逾 600 项，其中包括欧盟 MID、CE，英国 CPA 等多项要求极为严格的认证；在产品通信领域已取得了超过 200 项全球适用的认证，能够满足全球绝大多数国家及地区对于智能计量产品通信方式的需求。得益于公司持续创新形成的充足产品技术储备及快速研发迭代能力，在意大利、荷兰、沙特阿拉伯、乌拉圭、乌兹别克斯坦等主要销售国家及地区，公司均在其启动 AMI 智能电表换代周期之初，便迅速推出了适配其区域化需求的产品并批量出货。

图27：截至 2024H1 公司产品在全球范围内拥有各类认证逾 600 项

序号	认证名	颁发机关/认证机构	认证数量（项）
1	MID B EC Type-examination 证书	NMI 荷兰国家计量院	172
2	继电器、寿命、时钟等型式测试或认可	VDE 德国电气工程师协会测试认证、BACL 倍科认证等	79
3	CE 认证	BACL 倍科检测认证、Phoenix 菲尼克斯检测认证等	77
4	DLMS 认证	DLMS 用户协会	67
5	IEC 型式试验或认可	KEMA 实验室	44
6	WEEE 认证	BACL 倍科检测认证、SGS 通标标准等	36
7	ROHS 认证	SGC 通标标准、EMTEK 信测检测认证等	17
8	G3-PLC 认证	G3-PLC 协会	15
9	UKCA 认证	NMI 荷兰国家计量院	17
10	英国 CPA 认证	NCSC 英国国家网络安全中心	16
	其他		118
	总计		658

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3、持续加大研发投入，多个在研项目稳步推进

2021-2024H1，公司研发投入金额分别为 9,764.52 万元、9,775.96 万元、11,950.50 万元以及 6,790.03 万元，核心技术产品收入占营业收入的比例分别为 84.03%、83.84%、86.86%以及 86.90%。截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有专利 149 项，其中发明专利 48 项，为公司技术及产品的持续创新提供了有力的技术支撑。

图28: 公司产品相关指标与行业标准对比情况

序号	项目名称	项目概要及拟达成的目标	进展	投入人员(人)	经费预算(万元)
1	基于SaaS技术多时区支持的AMI平台建设项目	支持同时接入不同时区的租户及设备, 根据租户所在的时区, 将0时区数据转换为相应地租户地区进行显示, 更好地满足用户的需求, 提高服务质量, 增加客户的满意度	测试验证阶段	65	3000
2	欧洲下一代高级智能电表研发项目	实现通过 POE 接口和网关交互数据, 采集电能, 进行电网质量分析的三相智能电能产品的研发; 实现集成 5G/4G 通信单元、无线 MBUS 通信单元、以太网通信单元, 和主站以及外部路由器和其它以太网设备连接的智能网关的研发	测试验证阶段	58	2300
3	全户外防护等级可插拔模块智能电表技术研发项目	实现在满足户外安装防护等级的同时, 电表的智能属性不能受到任何影响, 比如按键功能、液晶显示、可插拔模块等	小批量试产阶段	52	2130
4	基于 SMETS2 5.0 版本要求的 DIN 电表研发项目	针对英国市场的用电需求, 设计一款用于充电桩计费的单相两线 DIN 电表产品, 在硬件上提供标准的 HUB 接口设计, 带 ZigBee 通信功能, 带 RS485 通信功能, 满足电表与充电桩进行实时的数据交互; 在阶段软件上实现英国最新的 SMETS2 5.0 电能表标准, 通过自研的 ModBus 通信控制帧对充电桩进行工作模式和工作负荷的管理	小批量试产阶段	66	2100
5	电力大数据应用平台建设项目	电力大数据应用平台以数据源层作为分析框架的基础; 在数据分析层和数据支撑层则实现电力数据统一公共模型 (IEC-CIM) 扩展的数据管理、电力数据提取-转换-装载、指标分析和计算、人工智能的应用等; 在数据显示层直观、形象地展示数据分析的结果; 在数据应用层实现智能大数据在电源侧、电网侧和用电侧等领域的具体应用	详细优化设计阶段	43	2050
6	超声波燃气表研发项目	实现继皮膜表后的下一代燃气计量技术-超声波燃气表的研发	小批量试产阶段	42	1000
7	智能电表软件平台研发项目	智能电表软件平台在应用层支持结算、负荷曲线、费率、显示、负荷控制、窃电检测、需量、升级、时钟、计量等功能标准化、模块化的实现; 在协议栈层支持 DLMS/COSEM 标准协议 (blue book, green book)、支持 dlms suite 0/1/2 安全套件可选、能通过 dlms CTT 认证测试; 在通信层支持多种通信方式, 包括红外、RS485、PLC、Wisun、GPRS、LoRaWAN 等; 在驱动层支持多种计量芯片以及 MCU	详细优化设计阶段	43	700
8	兼容支持 PRIME1.3.6 和 PRIME1.4 集成式 PLC 智能电表技术研发项目	实现兼容支持 PRIME1.3.6 和 PRIME1.4 集成式 PLC 智能电表单相表基表的研发; 通过电表与 PLC 模块一体化设计, 大大节省阶段组装运输成本	小批量试产阶段	44	620
9	基于 Wi-SUN 通信技术的端到端系统解决方案研发项目	实现基于 Wi-SUN 无线智能传感器和网状网络通信技术的包含智能电表、通信模块、Wi-SUN 边缘终端、Wi-SUN 无线中继、轻量级 GW 等一系列产品的系统解决方案的研发	测试验证阶段	44	600
10	边缘终端研发项目	边缘终端用于采集和处理数据, 并将数据传输到主站系统进行进一步的处理和分析; 其中台区智能融合终端将传统的电力测试验证阶段设备与信息通信技术相结合, 实现对配电台区的监测、控制和管理; 用于电力系统中的配电台区管理	测试验证阶段	41	600
11	基于超声波技术的智能水务解决方案研发	基于 SigFox, zigbee、LoRaWAN、NB-IOT、GPRS 等通信技术研发超声波水表技术方案, 基于超声波采样技术实现数据远传, 远程阀控以及后付费及预付费模式切换等功能	测试验证阶段	34	340

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

3.2. 全球化先发布局构筑竞争壁垒, 海外市场高渗透率支撑业绩增长

1、欧洲市场为公司最主要的境外市场, 市场认可度较高

深耕欧洲市场二十余年, 拥有良好的市场口碑。公司是全球最早参与智能电表研发及部署的企业之一, 1998 年起便与意大利国家电力公司 ENEL 合作开展了具备自动抄表功能的全球第一代智能电表项目的研发及大规模部署。二十多年来, 公司以欧洲市场为起点持续深耕全球智能计量市场, 参与过意大利、英国、荷兰、挪威、瑞典、奥地利以及葡萄牙等多个欧洲大规模智能电表部署项目, 累计向欧洲出口逾 5,000 万套智能计量终端。公司在欧洲部署的第一代智能电表经历了完整的产品生命周期验证, 是目前唯一一家将自主品牌智能电表打入英国市场的境内企业, 成为少数能在境外高端市场与埃创集团 (Itron)、兰吉尔 (Landis+Gyr) 等国际顶尖厂商同台竞技的中国智能计量企业,

被知名物联网咨询机构 Berg Insight 评价为欧洲市场最成功的中国智能电表供应商。

图29: 公司于2018年3月首次进入英国“Central Products List”

序号	制造商	基本情况	首次进入清单时间
1	兰吉尔 (Landis+Gyr)	兰吉尔(Landis+Gyr)1896年成立, 总部位于瑞士, 是全球主要的电表供应商之一。兰吉尔(Landis+Gyr)主要在北美、欧洲、中东、非洲及亚太地区销售, 2022财年实现营收约17亿美元	2017年4月
2	亿缔迈 (EDMI)	亿缔迈(EDMI)1978年成立, 总部位于新加坡, 是全球领先的智慧能源解决方案提供商之一, 电表业务遍布澳大利亚、英国、新西兰、马来西亚和新加坡等全球多个国家或地区	2017年8月
3	Aclara	Aclara Technologies LLC于1972年成立, 总部位于美国, 为全球水、天然气和电力公司提供智能基础设施解决方案, 为美国哈勃集团(Hubbell)下属企业, 2022财年哈勃集团收入约49亿美元	2017年8月
4	埃创集团 (Itron)	埃创集团(Itron)1977年成立, 总部位于美国, 是全球仪表计量、AMR(自动抄表)/AMI(高级计量架构)和软件解决方案的主要供应商之一, 2022财年实现营收约18亿美元	2017年11月
5	埃尔斯特 (Elster)	埃尔斯特(Elster GmbH)1865年成立, 总部位于德国是计量测量领域的全球市场主要参与者, 为世界各地的燃气公司和其他用户提供业界领先的控制、测量和分析设备, 为美国霍尼韦尔集团(Honeywell)下属企业, 2022财年霍尼韦尔集团收入约355亿美元	2018年1月
6	开发科技	开发科技成立于2016年, 是一家深耕能源计量, 聚焦智能化、数字化能源管理的系统解决方案提供商, 为深科技的控股子公司, 主营业务为智能电、水、气表等智能计量终端以及AMI系统软件的研发、生产及销售。2024年前三季度, 公司实现营收21.20亿元	2018年3月

数据来源: 公司第一轮问询的回复文件, 东吴证券研究所。注: 上表中公司欧洲市场智能电表收入指最终部署于欧洲的智能电表及其核心单元等电表相关产品对应的销售收入。

根据 Frost & Sullivan 发布的《Global Smart Electricity Metering Growth Opportunities》中测算的欧洲智能电表市场规模, 估算 2021-2023 年公司智能电表在欧洲市场的占有率分别为 9.46%、10.41%以及 12.14%, 市场地位稳步提升。

图30: 2021-2023 年公司在欧洲市场占有率测算

项目	计算过程	2023年	2022年	2021年
欧洲智能电表市场规模(万美元)	2	193,630	182,220	168,140
公司欧洲市场智能电表(万元人民币)	1	165,688	127,641	102,625
年平均汇率: 美元兑人民币	1	7.05	6.73	6.45
公司欧洲市场智能电表收入(万元人民币)	(4)=(2)/(3)	23,513	18,977	15,907
公司智能电表欧洲市场占有率	(5)=(4)/(1)	12.14%	10.41%	9.46%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所。注: 上表中公司欧洲市场智能电表收入指最终部署于欧洲的智能电表及其核心单元等电表相关产品对应的销售收入。

2、借助成熟市场经验与“一带一路”合作框架, 实现新兴市场快速突破

欧洲市场的大规模成功部署经验及生命周期验证为公司在全球范围内树立了良好的市场口碑。对于中东、中亚、南美、东南亚、非洲等新兴市场, 公司充分利用“一带一路”合作框架带来的项目资源优势, 为沙特阿拉伯、乌兹别克斯坦、乌拉圭、孟加拉国、塞内加尔等多个国家供应智能计量终端及AMI系统软件产品, 并持续中标多个国家的

大型智能电表部署项目，包括巴基斯坦大规模智能电表改造项目等。总体而言，作为以发达国家市场为起点并深耕境外市场多年的智能计量企业，公司在境外市场已具备较强的市场基础及口碑，影响力稳步上升。截至 2024 年上半年，公司及公司前身已向全球 40 多个国家的逾 80 家能源公司供应智能计量终端，为超过 10 个国家客户提供了软硬件一体的智慧能源管理系统解决方案。

图31: 2024H1 公司收入大幅增长的客户及其经营情况 (单位: 万元)

序号	客户名称	客户区域	客户性质	2024H1收入	同比收入增长金额	历史合作情况
1	ISRAEL ELECTRIC CORPORATION LTD.	中东	以色列国家电力公司，负责以色列发电和输配电以及电力设施供应。为以色列提供超过50%的电力	16387.38	8927.82	公司2017年开始与其进行业务接触，于2019年中标该客户约1万台智能电表订单，于2022年及2023年陆续中标该客户约18万台及3万台智能电表订单，随着上述订单逐步发货，公司对其收入快速增长。
2	KT CORPORATION	亚洲	韩国国有企业，为韩国最大的电信公司	8336.29	8336.29	公司2017年开始与其合作。报告期内，公司与该公司合作产生的收入来自于乌兹别克斯坦及巴基斯坦2个终端地区。从2023年开始，该公司开始批量向开发科技下达巴基斯坦终端地区相关订单，公司对其销售相应大幅增长。
3	香港怀鸿	亚洲	该公司主营业务为研发销售智能电表的结构件以及电子配件以及相关产品贸易	7251.94	7241.77	该公司子公司深圳怀鸿电子电器有限公司为公司合作多年的结构件及其他原材料配件供应商。由于交易架构调整原因，公司对其销售金额从2023年底开始快速增长。
4	国家电网	境内	国有电力公司	8631.12	6480.34	公司于2022年在国家电网智能电表集采项目中标0.3亿元订单，于2023年及2024年连续多次在国家电网智能电表集采项目中标，总中标金额超过5亿元。随着上述订单逐步发货，公司对其收入快速增长
5	E.ON UK	欧洲	该公司为英国前六大电力公司 (BIG SIX)，德国最大的公用事业公司德国意昂集团旗下公司	8015.25	5694.83	公司2016年开始与其合作。公司在2021年8月中标该客户数量超过100万台电表的订单，随着上述中标结果的具体订单执行，公司对其销售相应大幅增长。
合计				48621.98	36681.04	-

数据来源：公司第二轮问询的回复文件，东吴证券研究所

3.3. 政策驱动与行业β共振，充分受益于存量替换与新增部署双重红利

1、智能电网建设加速叠加“双碳”政策催化，全球市场容量广阔

一方面，全球市场各国家及地区之间智能电表更新周期存在一定的差异，不同市场不同轮次交错的更新周期能够确保存量市场维持稳定的增长。另一方面，南美、东南亚等经济欠发达地区市场相对于欧洲市场存在一定滞后，部分地区目前仍以普通电表为主，随着各国能源体系的建设，智能电表渗透率将逐步提高，带来广阔的增量市场空间。总体而言，全球范围内智能电表行业需求整体处于平稳释放、稳定增长的状态。公司作为全球化销售的智能计量厂商，面向数十个国家及地区销售，能够充分消除某一个国家及地区部署周期带来的影响，公司产品在全球范围内的潜在市场容量较为广阔。

图32: 公司产品潜在的境外市场容量

序号	终端国家及地区	大规模升级订单的形成周期	市场总容量	目前更新换代的阶段
1	意大利	2015年起招标或采购, 约2016年起大规模部署, 招标或采购后约1年起大规模部署	约 3,720万	至 2023 年末总部部署量约3,000 万台, 目前处于更新换代后期
2	奥地利	2013 年起招标或采购, 约 2015 年起大规模部署, 招标或采购后约 2 年起大规模部署	约 630万台	至 2023 年末总部部署量约500 万台, 目前处于更新换代后期
3	英国	2016 年起招标或采购, 约 2018 年起大规模部署 AMI 智能电表, 招标或采购后约 2 年起大规模部署	约 3,240万台	至 2023 年末总部部署量约2,200 万台, 目前处于更新换代中期
4	葡萄牙	2009 年起招标或采购, 约 2010 年起大规模部署 AMI 智能电表(工商业用户), 约 2014 年起大规模部署 AMI 智能电表(居民用户), 招标或采购后约 1 年起大规模部署	约 660万台	至 2023 年末总部部署量约500 万台, 目前处于更新换代后期
5	荷兰	2016 年起开始招标或采购, 约 2017 年起大规模部署, 招标或采购后约 1 年起大规模部署	约 870万台	至 2023 年末总部部署量约190 万台, 目前处于更新换代前期
6	沙特阿拉伯	2019 年起招标或采购, 约 2020 年起大规模部署, 招标或采购后约 1 年起大规模部署	约 1,250万台	至 2023 年末总部部署量约1,000 万台, 目前处于更新换代后期
7	乌拉圭	2016 年起招标或采购, 约 2018 年起大规模部署, 招标或采购后约 1 年起大规模部署	约 160万台	至 2023 年末总部部署量约130 万台, 目前处于更新换代后期
8	乌兹别克斯坦	2014 年起开始招标或采购, 约 2018 年起大规模部署, 招标或采购后约 4 年起大规模部署	约 1,000万台	至 2023 年末总部部署量约860 万台, 目前处于更新换代后期
9	西班牙	2023 年开始招标, 至2023 年末尚未启动部署	约 2,980 万台	公司已中标并签署合作合同, 目前正推进产品研发测试中
10	巴西	2022 年已开始部署, 目前处于更新换代初期	约 9,000 万台	公司 2022 年已开始大批量出货
11	巴基斯坦	2019 年开始招标, 2024 年已启动部署	约 3,200 万台	公司已中标并签署合作合同, 2024 年已开始大批量出货
12	印度尼西亚	2023 年已开始部署, 目前处于更新换代初期	约 8,400 万台	公司 2023 年已开始大批量出货
13	约旦	2023 年开始招标, 2024 年已启动部署	约 240 万台	公司已中标并签署合作合同, 2024 年初已完成小批量出货

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

2、进展验证: 主要市场中标率可观, 在手订单体量充足

公司于 1998 年开始参与意大利具备远程抄表功能的 AMR 第一代智能电表研发, 于 2001 年正式中标并参与了后续的大规模部署, 且占据了较高的出货量份额。凭借该项目所积累的成熟可靠的技术方案及完整生命周期验证背书, 公司以意大利市场为起点, 在与埃创集团、兰吉尔等全球代表性智能电表企业的竞争中, 成功开拓了奥地利、英国、葡萄牙、荷兰等欧洲市场。欧洲市场以外, 公司参与了沙特阿拉伯、乌拉圭、乌兹别克斯坦等国家及地区的 AMI 智能电表部署。对于境内市场, 国家电网 2020 版智能电表定型后, 公司已多次中标国家电网智能电表集采项目, 总中标金额超 6 亿元。

图33: 公司在境外主要销售区域的各阶段相关产品的研发及销售具体情况

序号	终端国家及地区	电表更新换代情况	公司参与情况	市场主要其他厂家	公司出货情况(截至2023年12月31日)
1	意大利	AMR 智能电表: 1997年起规划或布局, 2000年起招标或采购, 约2002年起大规模部署	公司于1998年起开始参与意大利AMR智能电表的研发, 于2001年中标, 并于2002年开始向意大利批量出货	Flextronics 等全球性厂商	总部署量约 3,200万台, 公司对出货量约 2,000万台
		AMI 智能电表: 2014年起规划或布局, 2015年起招标或采购, 约2016年起大规模部署	公司于2015年起开始参与意大利AMI智能电表的研发, 于2015年中标, 并于2016年开始向意大利批量出货AMI智能电表		总部署量约 3,000万台, 公司对出货量约 1,400万台
2	奥地利	AMI 智能电表: 2012年起规划布局, 2013年起招标采购, 约2015年起大规模部署AMI智能电表	公司于2013年开始研发, 于2015年中标, 并于2015年开始向奥地利批量出货AMI智能电表	Honeywell、Sagemcom、等全球性厂商	总部署量约 500万台, 公司对出货量约 160万台
3	英国	AMI 智能电表: 2014年起规划布局, 2016年起招标采购, 约2018年起大规模部署AMI智能电表	公司于2014年开始研发, 于2019年中标, 并于2020年开始向英国批量出货AMI智能电表	Itron、Landis+Gyr、EDMI等全球性厂商	总部署量约 2,200万台, 公司对出货量约 140万台
4	葡萄牙	AMI 智能电表: 2007年起规划布局, 2009年起招标采购, 约2010年起大规模部署AMI智能电表	公司于2014年开始研发, 于2015年中标, 并于2016年开始向葡萄牙批量出货AMI智能电表	Landis+Gyr等全球性厂商	总部署量约 500万台, 公司对出货量约 130万台
5	荷兰	GPRS-AMI 智能电表: 2010年起规划或布局, 2011年起招标或采购, 约2012年起大规模部署	公司于2011年开始研发, 于2012年中标, 并于2013年开始向荷兰批量出货GPRS-AMI智能电表	Landis+Gyr、Sagemcom等全球性厂商	总部署量约 330万台, 公司对出货量约 120万台
		CDMA-AMI 智能电表: 2013年起规划或布局, 2014年起开始招标或采购, 约2015年起大规模部署	公司于2013年开始研发, 于2014年中标, 并于2015年开始向荷兰批量出货CDMA-AMI智能电表		总部署量约 20万台, 公司对出货量约 20万台
		LTE-AMI 智能电表: 2014年起规划或布局, 2016年起开始招标或采购, 约2017年起大规模部署	公司于2021年开始研发, 于2021年中标, 并于2022年开始向荷兰批量出货LTE-AMI智能电表		总部署量约 190万台, 公司对出货量余约 30万台
6	沙特阿拉伯	AMI 智能电表: 2016年起规划或布局, 2019年起招标或采购, 约2020年起大规模部署	公司于2019年开始研发, 于2019年中标, 并于2020年开始向沙特阿拉伯批量出货AMI智能电表	林洋能源、三星医疗等境内厂商	总部署量约 1,000万台, 公司对出货量约 300万台
7	乌拉圭	AMI 智能电表: 2015年起规划或布局, 2016年起招标或采购, 约2018年起大规模部署	公司于2017年中标后开始研发, 并于2018年开始向乌拉圭批量出货AMI智能电表	少量当地厂商	总部署量约 130万台, 公司对出货量约 130万台
8	乌兹别克斯坦	AMI 智能电表: 2011年起规划或布局, 2014年起开始招标或采购, 约2018年起大规模部署	公司于2014年开始研发, 于2015年中标, 并于2018年开始向乌兹别克斯坦批量出货AMI智能电表	部分当地厂商	总部署量约 860万台, 公司对出货量约 200万台
9	中国境内	2009年推出远程费控功能的智能电表标准; 2020年定型多芯多模组新版智能电表并开始部署	公司于2021年开始研发, 于2022年首次中标国家电网智能电表集采项目, 于2023年起批量出货	许继仪表、炬华科技等境内厂商	2023年国家电网招标量超过7,100万台, 公司中标数量超过130万台

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图34: 公司主要最终部署国家或地区中标率情况

最终部署国家或地区	2024年1-6月			2023年度			2022年度			2021年度		
	投标数	中标数	中标率	投标数	中标数	中标率	投标数	中标数	中标率	投标数	中标数	中标率
意大利	3	3	100.00%	4	4	100.00%	5	4	80.00%	2	2	100.00%
奥地利	1	1	100.00%	2	1	50.00%	-	-	-	-	-	-
英国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	100.00%
葡萄牙	1	1	100.00%	1	1	100.00%	2	1	50.00%	1	1	100.00%
荷兰	1	0	0.00%	1	1	100.00%	1	1	100.00%	1	1	100.00%
沙特阿拉伯	2	2	100.00%	6	4	66.70%	2	1	50.00%	2	1	50.00%
乌拉圭	-	-	-	2	2	100.00%	1	1	100.00%	1	0	0.00%
中国境内	10	1	10.00%	18	6	33.33%	8	2	25.00%	5	1	20.00%

数据来源: 公司第一轮问询的回复文件, 东吴证券研究所。注 1: 上表中投标数仅包含各期投标并已确定结果的项目数, 未包含撤标、尚未确定结果等情况的项目数。注 2: 中标率=中标数/(中标数+出局数)。注 3: 英国地区客户主要以商业谈判形式获取订单, 仅 E.ON UK 等少数客户以招投标形式获取订单; 统计期间巴基斯坦、乌兹别克斯坦地区未新增招投标。

公司通过多年市场深耕所积累的经验及口碑、技术、资质及本地化服务等优势, 在境外市场保持较高的中标率, 产品能够满足终端客户的采购需求。截至 2024 年 9 月 30 日, 公司所有已经签署的约定具体金额的合同及订单中, 尚未实现收入的金额超过 52 亿元, 充足的在手订单为公司未来业绩增长奠定了坚实基础, 业绩可持续性较强。未来, 公司将通过募投项目的开展, 扩充产能、确保充足的生产能力, 加大研发、维持产品技术优势, 扩展营销网络、进一步巩固本地化服务优势, 为公司产品持续满足终端客户的采购需求提供良好的支撑。根据初步估算, “智能计量终端自动化生产线建设项目”达产后可实现营业收入 18.75 亿元, 税后利润 2.77 亿元, 内部收益率 25.65%(税后), 静态投资回收期为 6.78 年(税后, 含建设期), 具有较强的盈利能力。

图35: 公司募投项目情况简介

序号	项目名称	拟投资总额(万元)	拟募集资金投资金额(万元)	占比	项目实施的必要性	项目实施的可行性
1	成都长城开发智能计量终端自动化生产线建设项目	34,224.02	34,224.02	33.66%	(1) 顺应智慧能源发展趋势, 把握行业发展机遇 (2) 提高智能制造水平, 实现降本增效 (3) 扩大公司产品规模, 完善产业布局	(1) 全球碳减排相关政策背景下, 智能电网加速应用落地为项目的实施提供保证 (2) 公司深厚的技术积累、全面的质量管理体系为本项目的实施提供重要支持
2	成都长城开发智能计量产品研发中心改扩建项目	28,638.90	28,638.90	28.16%	(1) 紧跟行业技术发展趋势, 提升创新研发实力 (2) 改善科研环境, 扩充人才队伍	(1) 丰富的技术储备为项目实施提供了良好的技术基础 (2) 健全的人才体系为项目提供了软实力基础
3	全球销服运营中心建设项目	8,824.98	8,824.98	8.68%	(1) 提升营销服务能力, 完善营销服务网络体系 (2) 提升公司产品市场口碑, 增强竞争力	(1) 大量的营销服务经验为项目实施提供了重要参考 (2) 丰富的客户资源积累为项目实施提供了有力支持
4	补充流动资金	30,000.00	30,000.00	29.50%	(1) 公司规模不断扩大, 运营资金需求增加	(1) 公司利用募集资金补充流动资金在经营规模不断扩大的前提下满足运营资金需求
合计		101,687.90	101,687.90	100.00%		

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所。

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为智能计量终端、大数据基础软件系统、服务收入和其他业务。

1) 智能计量终端: 包括智能计量表(电/水/气)、智能计量表核心单元(电/气)和

智能计量表组配件及配套终端（通信模块、集中器、各类结构件等）。在智慧能源体系及“双碳”目标的驱动下，全球多个国家及地区均出台政策提出智能电网及新型电力系统的建设目标，并明确加强建设以智能电表为载体的智能计量体系，公司通过多年市场深耕所积累的经验及口碑、技术、资质及本地化服务等优势，在境外市场保持较高的中标率，同时积极拓展国内市场，智能计量终端业务有望实现稳步增长，由此预计 2025-2027 年公司智能计量终端业务实现营收 32.58/35.82/38.05 亿元，毛利率分别为 35.53%/36.17%/36.43%。

2) 大数据基础软件系统：公司较早地在智慧能源系统软件领域重点布局用电端管理系统，率先从传统硬件业务转向智慧能源管理平台架构，支持客户实现传统的月结账单向小时级、分钟级的接近实时的数据采集和用电结算转型。公司已向乌兹别克斯坦、沙特阿拉伯、巴基斯坦、孟加拉国、菲律宾、乌拉圭、塞内加尔、加纳等十余个国家提供 AMI 系统。在拓展市场过程中，公司根据客户所处国家或地区的市场需求情况、竞争对手情况等对产品定价和毛利率进行调整，由此预计 2025-2027 年公司大数据基础软件系统业务实现营收 0.62/1.40/2.80 亿元，毛利率分别为 78.34%/72.55%/65.30%。

3) 服务收入：公司服务收入主要包括技术培训、售后维护、支持等类型收入，销售金额占比较小，随客户实际需求出现一定波动，我们预计 2025-2027 年公司服务费收入实现营收 0.42/0.57/1.05 亿元，毛利率分别为 72.34%/65.34%/60.00%。

图36：分业务盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	1,790.66	2,549.78	2,932.73	3,378.23	3,801.45	4,212.12
营收增速/%	21.42%	42.39%	15.02%	15.19%	12.53%	10.80%
毛利率/%	20.79%	33.68%	36.03%	36.89%	38.09%	39.06%
其中：智能计量产品						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	1,763.15	2,497.07	2,889.04	3,257.63	3,582.11	3,805.23
营收增速/%	21.38%	41.63%	15.70%	12.76%	9.96%	6.23%
毛利率/%	19.89%	33.20%	35.26%	35.53%	36.17%	36.43%
其中：大数据基础软件系统						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	4.83	18.31	24.44	61.82	139.51	280.11
营收增速/%	19.69%	278.87%	33.51%	152.90%	125.67%	100.77%
毛利率/%	63.67%	44.14%	88.41%	78.34%	72.55%	65.30%
其中：服务收入						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	21.94	32.48	17.44	42.23	57.02	105.30
营收增速/%	89.70%	48.01%	-46.29%	142.11%	35.03%	84.67%
毛利率/%	81.51%	61.04%	85.11%	72.34%	65.34%	60.00%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

基于以上收入拆分，我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 33.78/38.01/42.12 亿元，同比增速为 15.19%/12.53%/10.80%；实现归母净利润 7.29/8.57/9.76 亿元，同比增速为 23.81%/17.46%/13.98%；毛利率水平分别为 36.89%/38.09%/39.06%。

可比公司：我们选取主营业务以及主要产品等与开发科技较为类似的海兴电力、林洋能源以及炬华科技作为可比公司。其中，1)海兴电力产品包括智能用电产品及系统、智能配电产品及系统、新能源产品及解决方案，为电力客户提供数字化配用电产品和解决方案，为居民和工商业用户提供绿色能源产品和解决方案；2)林洋能源主要从事智能、节能、新能源三个板块业务，智能板块产品覆盖智能电表、用电信息采集终端、智能用电信息管理系统解决方案、电力运维服务、微电网及储能系统解决方案、智能配用电产品解决方案、多表合一采集系统等；3)炬华科技主要业务涵盖智慧计量与采集系统、智能电力终端及系统、智能流量仪表及系统、智能配用电产品及系统、物联网传感器及配件等物联网产品及解决方案。

盈利预测与投资建议：公司通过多年市场深耕所积累的经验及口碑、技术、资质及本地化服务等优势，在境外市场保持较高的中标率，同时积极拓展境内市场，伴随募投项目打破产能瓶颈、夯实产品技术优势、扩展营销网络，公司业绩有望获得良好支撑。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.29/8.57/9.76 亿元，对应发行市值的 PE 估值分别为 4.18/3.56/3.12 倍。可比公司估值如下表，新股报告暂无投资评级。

表2: 可比公司估值 (截至 2025 年 3 月 17 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 (P/B)		
					2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E
603556.SH	海兴电力	31.75	4.86	154.39	14.41	17.37	-	10.71	8.89	-
601222.SH	林洋能源	6.81	20.60	140.30	13.59	15.66	-	10.32	8.96	-
300360.SZ	炬华科技	18.20	5.14	93.58	7.65	9.03	-	12.23	10.37	-
平均值								11.09	9.41	-

代码	公司	发行价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			对应发行价的市盈率 (P/B)		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
920029.BJ	开发科技	30.38	1.00	30.50	7.29	8.57	9.76	4.18	3.56	3.12

数据来源：可比公司估值来自 wind，开发科技发行估值来自公司公告，东吴证券研究所

5. 风险提示

1) 境外市场经营风险。公司境外业务收入占比较高，境外业务受各地经济环境、政府投资计划、汇率、地缘政治等因素影响较大，尽管公司采取了远期合约对冲等手段降低汇率变动风险，汇率波动仍将对公司的经营业绩产生一定影响。若公司主要境外市场环境 (包括但不限于地缘政治、经济、贸易政策等) 发生较大变化，或我国出口政策产生较大变化，或我国与这些国家或地区之间发生较大贸易争端，或地缘政治冲突影响公司客户经营行为等，相应情形可能对公司的境外业务产生重大影响。

2) 客户集中度较高及与客户业务合作可持续性的风险。公司的客户集中度相对较高，主要系下游电力行业的特殊性。随着智慧能源体系建设的不断推进，电力信息化行业面临着良好的发展机遇，行业内的市场竞争将日趋激烈。如果公司不能持续保持核心竞争力、维护好客户关系，或者公司主要客户的经营状况和财务状况发生重大不利变化，

主要客户减少、停止与公司的业务合作，导致公司与主要客户不能稳定可持续合作，则公司的经营业绩将受到不利影响。

3) 技术和产品研发不足的风险。智慧能源产品的研发设计包含了微电子技术、计算机技术、通信技术、自动控制技术、新材料技术等多项技术的综合应用，这些技术的不断更新发展引领着相关产品的不断升级和更新换代，要求企业具备较强的技术和产品研发能力以适应行业技术的发展创新。同时，相关产品的研发周期长，若不能及时跟踪新技术进行产品升级，并投入资金进行新产品和新技术的研发，公司有可能无法及时跟上技术升级换代的步伐，将对公司的生产经营产生不利的影响。

开发科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,894	3,771	4,753	5,865	营业总收入	2,933	3,378	3,801	4,212
货币资金及交易性金融资产	1,306	1,977	2,744	3,646	营业成本(含金融类)	1,876	2,132	2,354	2,567
经营性应收款项	1,026	1,151	1,295	1,434	税金及附加	20	24	27	30
存货	523	592	654	713	销售费用	125	140	161	179
合同资产	0	0	0	0	管理费用	80	90	103	116
其他流动资产	39	50	61	72	研发费用	162	189	217	244
非流动资产	402	546	712	888	财务费用	(34)	(20)	(30)	(41)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	12	12	0
固定资产及使用权资产	368	359	349	338	投资净收益	(7)	1	2	0
在建工程	0	150	325	510	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	7	9	10	12	减值损失	(32)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	676	837	984	1,117
其他非流动资产	27	27	27	27	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3,296	4,316	5,466	6,753	利润总额	675	837	984	1,117
流动负债	1,158	1,433	1,724	2,033	减:所得税	87	106	126	139
短期借款及一年内到期的非流动负债	178	318	468	628	净利润	588	731	858	978
经营性应付款项	611	681	752	820	减:少数股东损益	(1)	1	2	2
合同负债	131	152	179	202	归属母公司净利润	589	729	857	976
其他流动负债	237	282	325	383	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.87	7.26	8.53	9.72
非流动负债	21	21	21	21	EBIT	641	817	954	1,076
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	671	846	985	1,108
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.03	36.89	38.09	39.06
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	20.08	21.59	22.53	23.18
其他非流动负债	21	21	21	21	收入增长率(%)	15.02	15.19	12.53	10.80
负债合计	1,179	1,454	1,745	2,054	归母净利润增长率(%)	21.11	23.81	17.46	13.98
归属母公司股东权益	2,115	2,859	3,716	4,692					
少数股东权益	2	3	5	7					
所有者权益合计	2,117	2,862	3,720	4,699					
负债和股东权益	3,296	4,316	5,466	6,753					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	475	684	808	946	每股净资产(元)	21.07	28.48	37.01	46.73
投资活动现金流	(45)	(172)	(197)	(208)	最新发行在外股份(百万股)	100	100	100	100
筹资活动现金流	174	145	155	165	ROIC(%)	29.34	26.07	22.59	19.80
现金净增加额	618	671	767	902	ROE-摊薄(%)	27.84	25.51	23.05	20.81
折旧和摊销	30	29	31	32	资产负债率(%)	35.78	33.69	31.93	30.42
资本开支	(37)	(172)	(198)	(207)	P/E(现价&最新股本摊薄)	5.18	4.18	3.56	3.12
营运资本变动	(159)	(74)	(79)	(64)	P/B(现价)	1.44	1.07	0.82	0.65

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>