

# 全球智能配用电专家，多业务布局行业领先

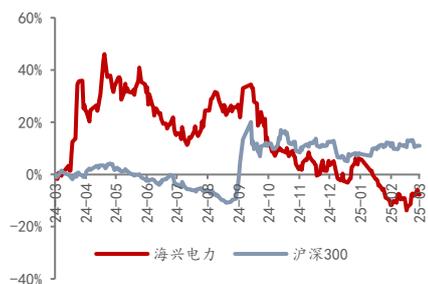
投资评级：买入

首次覆盖

报告日期：2025-03-30

收盘价 (元)	34.09
近 12 个月最高/最低 (元)	55.39/30.63
总股本 (百万股)	486
流通股本 (百万股)	486
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	165.8
流通市值 (亿元)	165.8

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：郑洋

执业证书号：S0010524110003

邮箱：zhengyang@hazq.com

## 主要观点：

### ● 全球智能配用电和新能源整体解决方案提供商，新能源开启新征程

公司深耕电表行业三十余年，电表业务起家，智能用电业务布局海内外。公司拥有全球化的营销和生产网络，业务覆盖全球 90 多个国家，是一家全球领先的绿色电能产品和能源解决方案的提供商。

### ● 全球智能电网建设与升级，带动智能电表发展。

国内电表招标金额稳定增长，公司中标份额稳定。海外拉美、非洲及东南亚地区电网基础设施落后，增量空间广阔。公司坚持推陈出新，产品符合国内国外电网标准。

### ● 配网、新能源双管齐下，贡献新增量。

公司推出一二次融合设备产品，未来计划开拓南网与网外市场。公司布局户储和工商业储能产品，充当一级总代-三级分销的角色。

### ● 投资建议

公司作为全球配用电领先公司，多业务协同布局，有望受益于海内外用电市场的需求增长、提升市场份额。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.96/13.95/16.31 亿元，对应 2024-2026 年 PE 倍数分别为 15.1/11.9/10.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 风险提示

原材料价格上涨风险；公司订单交付不及预期；公司海外业务推进不及预期；公司新业务扩张不及预期；行业竞争加剧风险。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4200	5187	6352	7718
收入同比 (%)	26.9%	23.5%	22.5%	21.5%
归属母公司净利润	982	1096	1395	1631
净利润同比 (%)	47.9%	11.6%	27.2%	16.9%
毛利率 (%)	41.9%	42.3%	42.0%	41.5%
ROE (%)	14.8%	14.2%	15.3%	15.1%
每股收益 (元)	2.02	2.25	2.87	3.35
P/E	14.37	15.12	11.88	10.17
P/B	2.14	2.14	1.81	1.54
EV/EBITDA	9.86	10.39	7.34	5.58

资料来源：ifind，华安证券研究所

## 正文目录

1 全球智能配用电和新能源整体解决方案提供商.....	4
1.1 智能配用电业务蓬勃发展，新能源开启新征程.....	4
1.2 公司股权结构与管理层安排合理，利于长远发展.....	5
1.3 智能配用电业务提供稳定现金流，新能源赋予业务新动力.....	6
2 智能用电业务：全球智能电网建设与升级，带动智能电表发展.....	10
2.1 国内市场：电表更换周期来临+新标准实行.....	10
2.2 海外市场：拉美、非洲及东南亚地区电网基础设施落后，增量空间广阔.....	11
2.3 公司产品认证齐全，国内国外齐头并进.....	12
3 配网、新能源双管齐下，贡献新增量.....	14
3.1 配网：国内一二次设备融合成行业趋势，海外三相重合器产品出海正当时.....	14
3.2 新能源：拉美、非洲地区光储需求旺盛、欧洲户储市场前景良好.....	14
4 投资建议.....	16
4.1 营收分析.....	16
4.2 相对估值和投资建议.....	16
风险提示：.....	17
财务报表与盈利预测.....	18

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	4
图表 2 公司主要业务产品	5
图表 3 公司股权结构图	6
图表 4 公司高管简介	6
图表 5 公司 2017-2024 年营业收入及同比增速	7
图表 6 2017-2024 年归母净利润及同比增速	7
图表 7 公司分产品营业收入 (亿元)	7
图表 8 公司历年毛利率和净利率水平	8
图表 9 公司分业务毛利率水平	8
图表 10 公司各项费用率	8
图表 11 公司分地区对外交易收入 (百万元)	9
图表 12 智能电网与传统电网对比	10
图表 13 智能电网结构图	10
图表 14 用电信息采集系统构成示意图	11
图表 15 2021-2024 年国网计量设备中标金额	11
图表 16 2021-2024 年海兴电力中标金额与份额	11
图表 17 国内电表出口金额 (单位: 亿美元)	12
图表 18 2024 年国内电表出口地区占比	12
图表 19 海兴全球分公司示意图	13
图表 20 公司分业务盈利情况	16
图表 21 可比公司估值表 (截至 2025 年 3 月 30 日)	17

# 1 全球智能配用电和新能源整体解决方案提供商

## 1.1 智能配用电业务蓬勃发展，新能源开启新征程

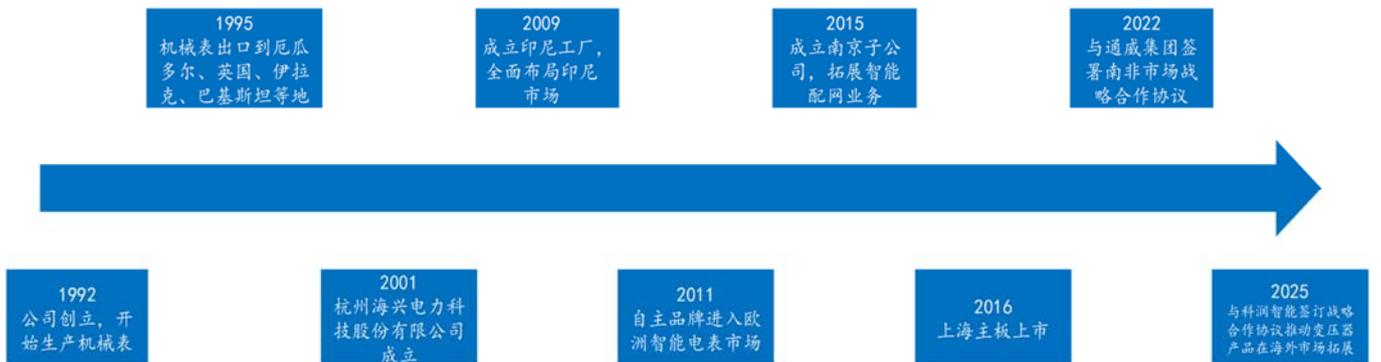
公司深耕电表行业三十余年，开拓新能源新业务。公司成立于 1992 年，与杭州仪表合作生产机械表。1997 年，公司董事长周良璋先生作为主要发起人和控股股东设立和兴电器与通达厂。1998 年，和兴电器、通达厂与 CMCC 共同出资建立海兴电器。2001 年，海兴电力科技有限公司正式在杭州成立。2016 年，公司在上交所主板挂牌上市。公司围绕新型电力系统发展，融合智能物联网、智能配用电、新能源等领域技术，从传统配用电产品提供商向数字能源产品和解决方案提供商、服务商转型。目前公司拥有全球化的营销和生产网络，业务覆盖全球 90 多个国家，是一家全球领先的绿色电能产品和能源解决方案的提供商。

**(1) 电表业务起家，智能用电业务布局海内外：**公司 1992 年创立伊始便生产机械电表，陆续出口到厄瓜多尔、英国、伊拉克、巴基斯坦、埃及等地，1999 年第一次为海外客户建厂。2009 年公司成立印尼工厂，全面布局印尼市场，同时借助中标国网智能电表集采招标切入国内用电市场。2011 年，公司自主品牌进入欧洲智能电表市场。发展至今，公司具备丰富的智能电表研发生产经验和深远海内外影响力。

**(2) 智能配电业务储备深厚，积极发展：**2014 年公司参与实施巴基斯坦第一个配电网智能化改造工程，2015 年公司成立配网事业部，对标欧美企业，自主研发重合器设备及以该设备为核心的馈线自动化系统。

**(3) 新能源业务方兴未艾：**2016 年公司上市募集资金运用于分布式能源项目，2020 年公司参股杭州利沃德，利沃德负责进行储能系统、逆变器等产品的研发生产和销售。目前公司形成了完善的新能源产品及系统集成解决方案，2022 年底与通威集团签署南非市场战略合作协议，2024 年 3 月与通威集团签署了 550MW 组件框架合作协议，为公司新能源业务拓展注入新活力。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司产品覆盖智能用电、智能配电和新能源三大领域。(1) 智能用电产品及系统：公司针对不同国家标准开发用电侧产品和系统，现可提供符合 IEC 标准的全系列智能计量、智能预付费表，以及符合 ANSI 标准的面向美标市场的圆表系列产品；(2) 智能配电产品及系统：公司不断推动配网自动化产品研发，环保性气体绝缘环网柜、智能测量保护装置、新能源并网用能源管理器等一批新产品在国网批量供货，提供智能配电管理

解决方案：(3) 新能源产品及系统集成：公司以光储充整体解决方案和综合能源管理解决方案为新能源业务的切入点，形成充电桩、逆变器、工商业储能等在内的完善产品矩阵。

**图表 2 公司主要业务产品**

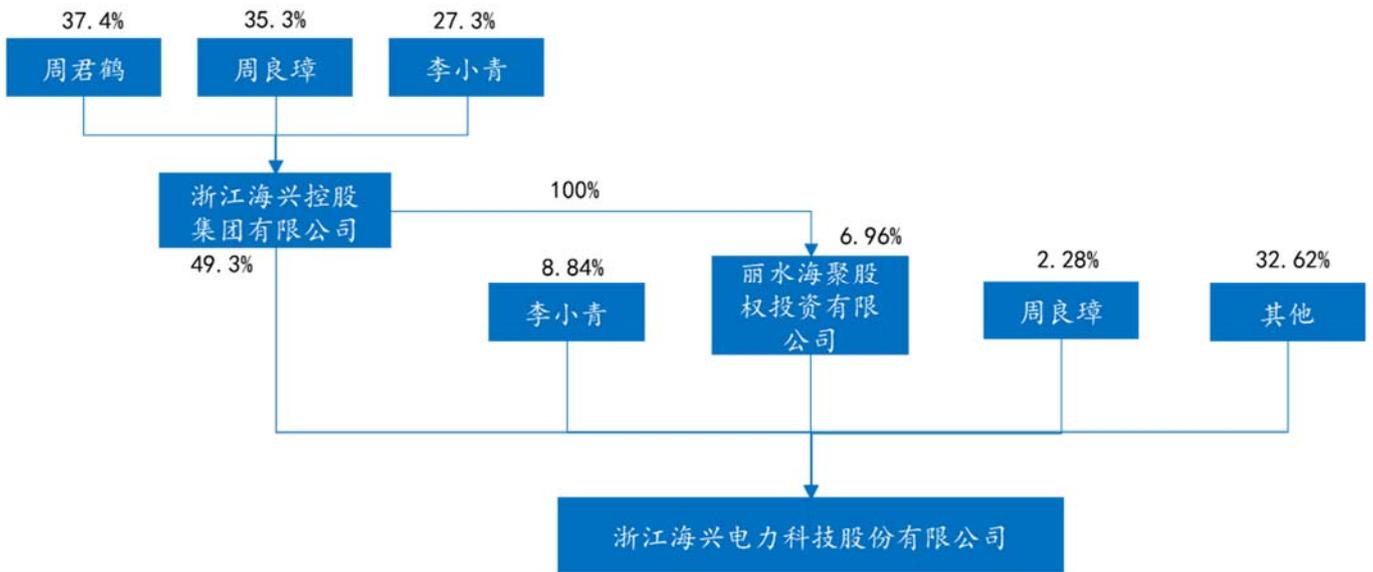
业务类别	主要功能	主要产品	相关图片
智能用电产品及系统	准确计量用电信息，实时监测电能质量参数，帮助终端用户实时查看到详尽的用电信息	智能电能表、智能用电终端、智能网关、智能集中计量表箱、通信产品、系统软件及服务	
智能配电产品及系统	实现对配电网的实时运行监控，实现网络运行状态的可视化，助力供电公司数字化转型	一二次融合成套设备、智能配电终端、环网柜、柱上开关、重合器、互感器及系统软件等	
新能源产品及系统集成	提供离网及并网型的微电网整体解决方案、提供全系统智能化分布式储能光伏解决方案	充电桩、逆变器、工商业储能、Solar kits 等系列产品以及分布式微电网、光储充、综合能源管理等系统集成解决方案	

资料来源：公司 2024 年半年报，公司官网，华安证券研究所

## 1.2 公司股权结构与管理层安排合理，利于长远发展

**公司股权结构稳定，管理层行业经验丰富。**截至 2024 年半年报，公司实际控制人为董事长周良璋先生，直接持有公司 2.28% 股份，通过海兴控股和丽水海聚间接持有公司 19.86% 股份，最终受益股份 22.14%。公司第一大股东海兴控股集团的股东是周良璋及其家族，股权结构稳定利于公司发展。此外，公司董事和高管都曾有杭州仪表厂、电气工程公司等任职经历，行业经验丰富，熟悉产业布局和发展，可为公司决策提供专业意见。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：公司 2024 年半年报，Wind，华安证券研究所

图表 4 公司高管简介

姓名	职位	简介
周良璋	董事长、董事	1963 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。曾任杭州仪表厂外经处副处长，杭州意达工业仪表制造公司总经理；1998 年起先后创办杭州海兴电器有限公司、杭州海兴电力科技股份有限公司等，现任本公司董事长。
李小青	副董事长、财务负责人	1963 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，工程师，硕士学历。曾任杭州仪表厂工程师、杭州市总工会副主任干事，2003 年，加入公司担任副总经理，现任本公司党委书记、副董事长、财务负责人。
张仕权	董事、总经理	1971 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。曾任宁波市镇海职业中学教师、宁波市消防工程公司办公室主任，2000 年，加入公司担任副总经理，现任公司总经理。
程锐	董事、副总经理	1982 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，注册会计师，高级会计师，硕士学历。2009 年加入公司担任工程师，现任本公司董事、副总经理。

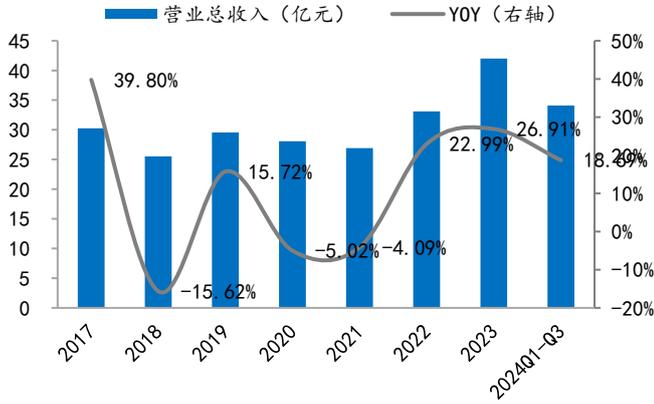
资料来源：东方财富网，华安证券研究所

### 1.3 智能用电业务提供稳定现金流，新能源赋予业务新动力

公司盈利能力走出困境，营收和归母净利润创较疫情前新高。受新冠疫情、国际环境变化、成本大幅上升等影响，2018-2021 年公司业绩进入低谷时期，营收和归母净利润均出现多次负增长。但在 2022 年之后公司抓住海外疫情常态化市场需求回暖，同时积极推进企业数字化转型，提升成本控制能力，公司的盈利能力开始

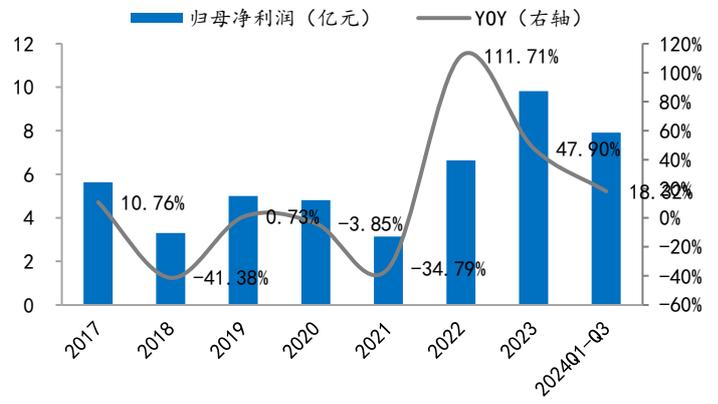
强势反弹。2023 年公司营业总收入为 42.0 亿元，同比增长 26.9%；公司归母净利润为 9.82 亿元，同比增长 47.9%。2024 前三季度公司业绩稳步增长，营业总收入与归母净利润分别为 34.1/7.9 亿元。

图表 5 公司 2017-2024 年营业收入及同比增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

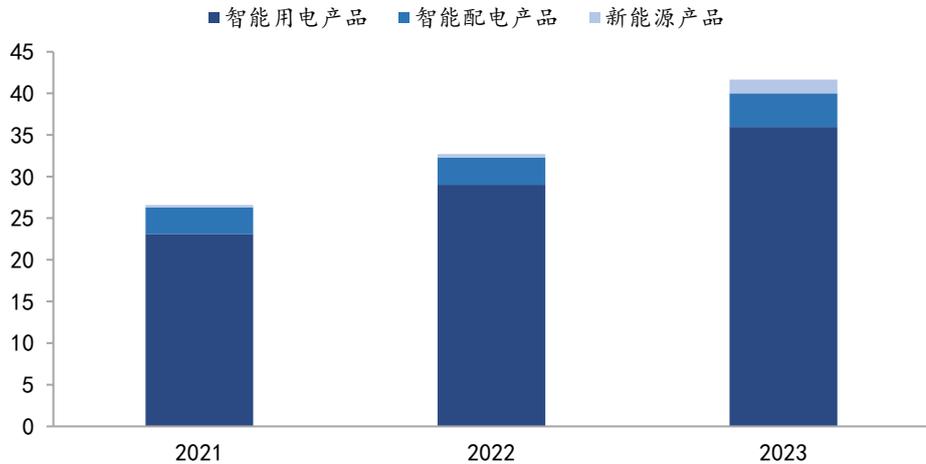
图表 6 2017-2024 年归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

智能用电业务为公司提供稳定现金流，智能配电、新能源业务未来可期。智能用电产品是公司业务收入的主要来源，2021-2023 年占比均在 85% 以上。其中，2023 年营收高达 35.95 亿元，占比 85.58%。伴随着国内两网招标推进、海外智能电网的建设与改造，智能用电业务稳步发展，为智能配电业务和新能源业务提供坚实支持。智能配电业务为公司第二大业务，2021-2023 年收入占比稳定在 10% 左右。公司新能源业务发展迅速，2020 年开始布局新能源产品，2021 年首次单独披露业务营收为 0.31 亿元，同比增长 387.89%，2023 年营收及增速分别为 1.63 亿元/283.50%。目前公司新能源业务的盈利模式为渠道商，随着公司并网、离网、Hybrid 全系列智慧能源解决方案的开发，未来公司新能源业务将以 EPC 模式为主，解决方案的占比有望提升。

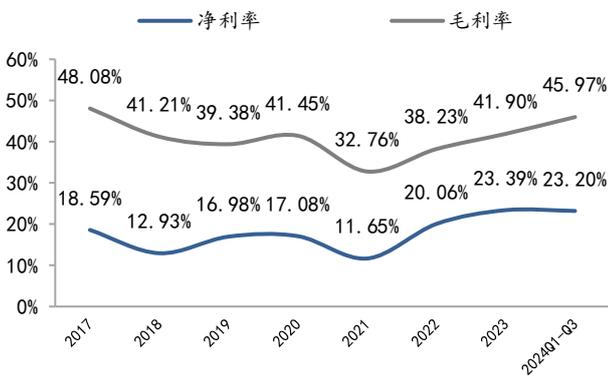
图表 7 公司分产品营业收入 (亿元)



资料来源: 公司 2023 年年报, Wind, 华安证券研究所

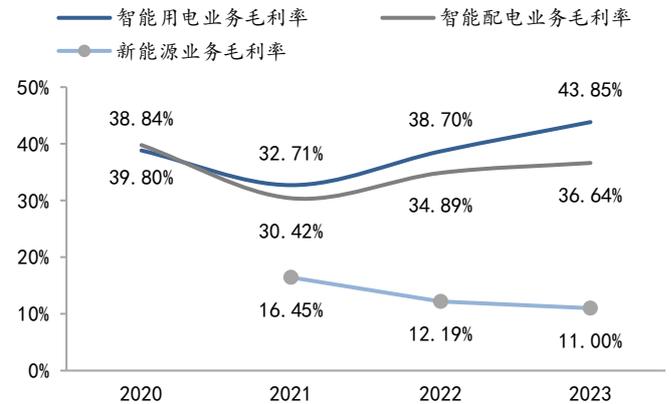
**毛利率与净利率同趋势变化，2022 年盈利能力修复显著。**2021 年受解决方案占比减少（国内技术人员因为疫情难以在海外市场进行操作）、原材料涨价（芯片等核心部件断供导致成本提升）、汇率波动（公司收入币种含欧元、巴西币、印尼币等外币）等因素影响，公司毛利率和净利率出现明显下滑。在诸多挑战下，公司持续推进数字化转型、调整海外布局，毛利率和净利率回升明显，2022/2023/2024Q1-Q3 毛利率分别为 38.23%/41.90%/45.97%，净利率分别为 20.06%/23.39%/23.20%。分业务看，2023 年公司智能用电业务、智能配电业务、新能源业务毛利率水平分别为 43.85%、36.64%、11.00%。

图表 8 公司历年毛利率和净利率水平



资料来源：wind，华安证券研究所

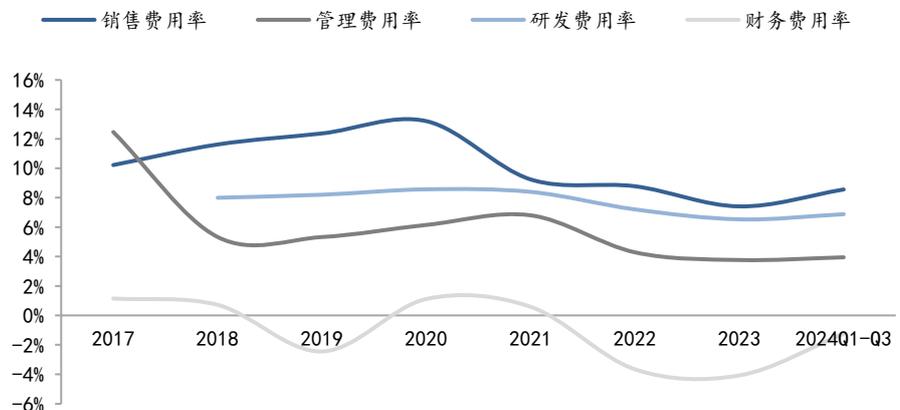
图表 9 公司分业务毛利率水平



资料来源：wind，华安证券研究所

**公司费用率控制取得成效，稳步推进研发投入。**近年来公司通过推广数字化营销工具、增加本土化人员形成规模效应、产品平台化等方式，在费用控制方面取得成效。2021 年以来公司的销售费用率、管理费用率、财务费用率下降明显，未来随着公司数字化转型和全链条集成降本逐渐深入，仍有望进一步降本增效。2018 年至 2024 年前三季度，公司研发费用率水平保持稳定，持续推动技术进步和创新。

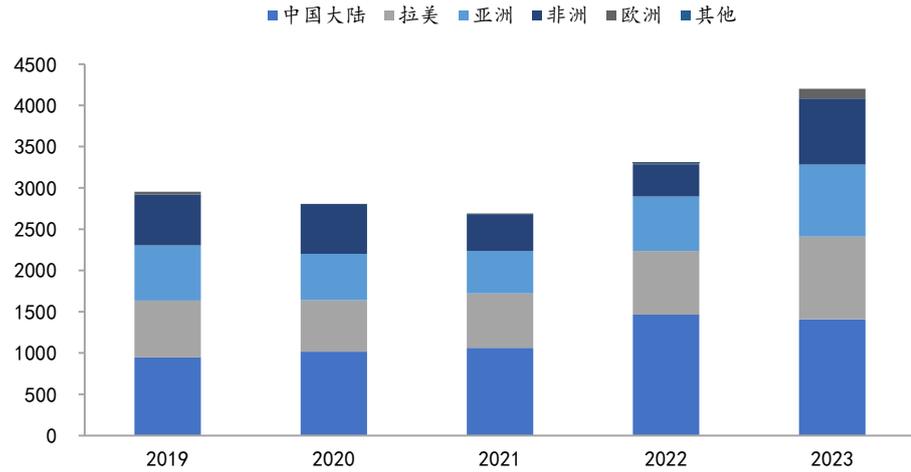
图表 10 公司各项费用率



资料来源：wind，华安证券研究所

公司海外业务处于行业领先地位，主要市场为欧亚、拉美、非洲。海外市场为公司第一大市场，营收占比超半数及以上，远高于同行业可比公司。公司成立之初便为海外客户建厂，三十年来积累了丰富的海外市场竞争优势，树立公司品牌与影响力。公司海外市场可分为欧亚大区、拉美大区及非洲大区，2023年三大区交易收入占比分别为 29.91%/30.30%/24.15%。

图表 11 公司分地区对外交易收入（百万元）



资料来源：公司历年年报，Wind，华安证券研究所

## 2 智能用电业务：全球智能电网建设与升级，带动智能电表发展

### 2.1 国内市场：电表更换周期来临+新标准实行

我国智能电网建设加速，两网投资额为其提供充足动力。为构建以新能源为主体的新型电力系统，电网的功能与形态也需要进行变革与升级。智能电网在传统电网基础上融合现代传感测量、通信、计算机等技术，实现对电力系统的全方位监控和电能智能化统一管理，由发电、输电、变电、配电、用电、调度六大环节构成。我国智能电网建设可分为四阶段，规划试点阶段（2009-2010）、全面建设阶段（2011-2015）、引领提升阶段（2016、2020）、新能源转型阶段（2021-2026）。当前我国智能电网建设正处于新能源转型阶段，提高接纳与适应新能源的灵活性和稳定性，两网投资额总体呈增长态势，提升电网智能化水平。

图表 12 智能电网与传统电网对比

	智能电网	传统电网
自愈性	对电网进行监控，降低故障发生几率；在故障发生后短时间内定位故障发生地点并自动隔离，避免大规模停电	不能及时定位故障发生地点，供电恢复依赖人工
可靠性	对电网运行状态的实时监控和评估，提高了电网抵御自然灾害和网络攻击的能力	可靠性差，倾向于大面积停电
兼容性	兼容大量小型发电设备和储能设备的接入	大规模集中发电，不能适应小型分布式电源的接入
高效性	利用数字信息技术，可以动态优化电力资源配置，提高电网运行效率	电网运行效率受人工、制度等多方面因素的影响
交互性	用户可以实时了解电价以及用电信息从而合理安排用电，并且从单一的消费者转变成电力交易的参与者	终端用户只是单一的消费者，用户与电力公司的信息互动很少

资料来源：中国仪器仪表行业协会，华安证券研究所

图表 13 智能电网结构图

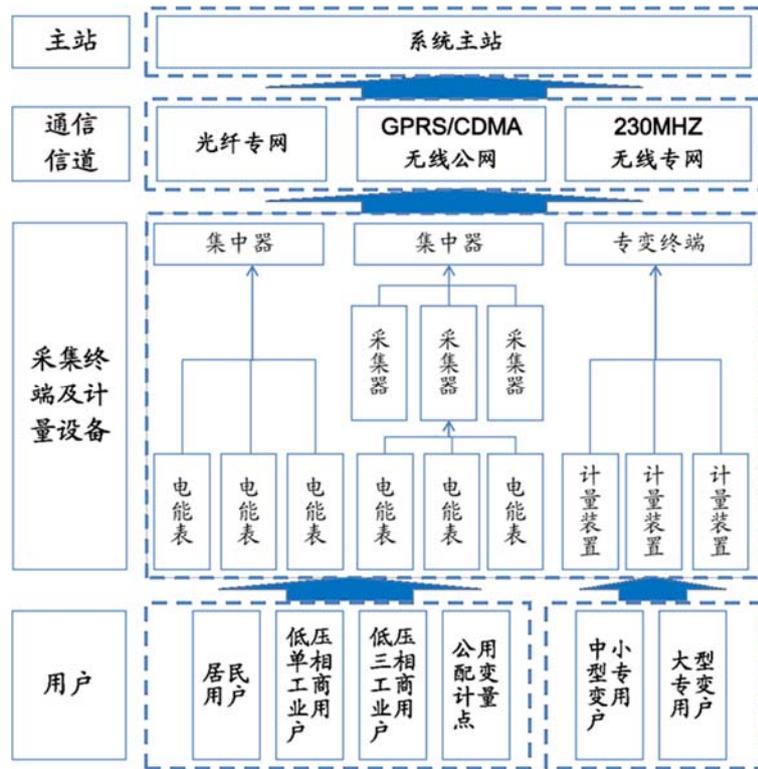


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

智能用电属于智能电网的用电环节，依托用电信息采集系统实现。智能用电旨在构建电网与客户电力流、信息流、业务流实时互动的新型供用电关系，主要通过用电信息采集系统实现对电力用户用电信息采集、监控和管理。其中，电力信息采集系统分为三层，由主站系统、通信信道和采集设备层构成。

智能电表与专变终端/采集器和集采器共同构成用电信息采集系统的采集设备层。(1) 智能电表：在传统电表的基础计量功能外，智能电表还具有用户端控制、多种数据传输、通信等功能，是智能电网的智能终端。根据用户类型的不同，智能电表可分为用于居民用户的单相智能表、用于工商业用户的三相智能表；根据精度等级，智能电表可进一步划分为 A 级单相、B 级三相、C 级三相和 D 级三相，准确度由 A 级向 D 级递增。(2) 专变终端/采集器和集采器：专变终端/采集器和集采器负责收集智能电表的信息，处理和冻结有关数据，实现与上层系统主站的交互，与智能电表属于配套关系。专变终端用于用电容量较大的专变用户，集中器和采集器一般用于居民及一般工商业低压用户。

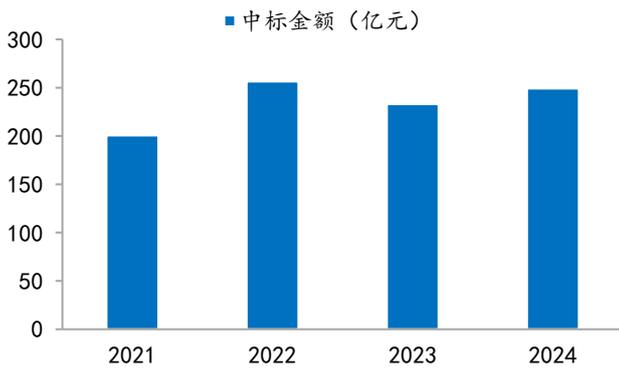
图表 14 用电信息采集系统构成示意图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

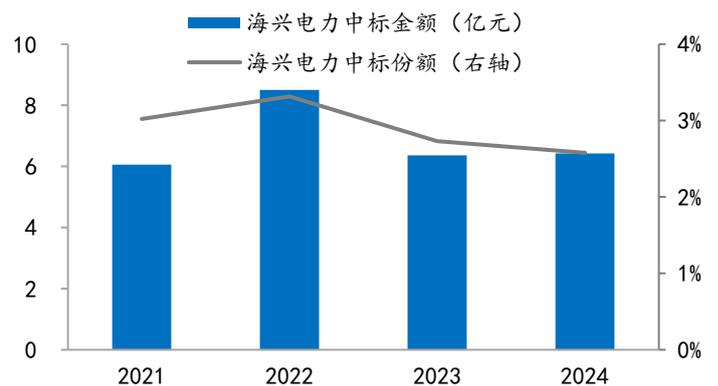
公司中标份额稳定，2024 年全年计量设备中标 6.42 亿元。国网计量设备招标整体金额近年表现较为稳定，2021-2024 年中标金额分别为 200.59/256.39/232.87/249.17 亿元，海兴电力中标金额分别为 6.06/8.50/6.36/6.42 亿元，中标份额分别为 3.02%/3.32%/2.73%/2.58%。

图表 15 2021-2024 年国网计量设备中标金额



资料来源：千里马，国家电网电子商务平台，华安证券研究所

图表 16 2021-2024 年海兴电力中标金额与份额



资料来源：千里马，国家电网电子商务平台，华安证券研究所

## 2.2 海外市场：拉美、非洲及东南亚地区电网基础设施落后，增量空间广阔

全球的智能电表需求保持稳定增长，不同地区对电表需求不同。从地区上来看，

中美欧等地区的电网基础设施建设比较完善，主要需求是以替换传统电表为主，相比之下，拉美、非洲及东南亚等地区的人口基数较大、电网建设相对落后，主要以新增需求为主。

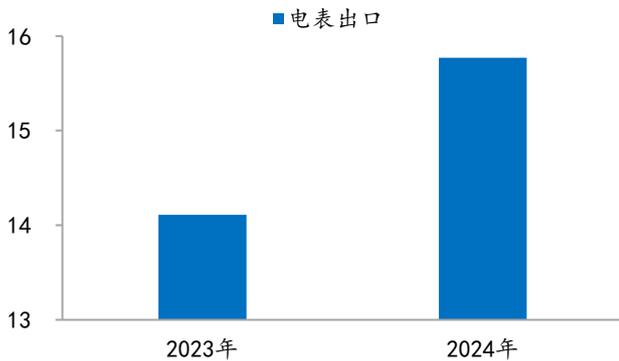
**以巴西为首的拉美国家已开始大规模安装智能电表。**目前拉丁美洲的智能电表需求主要集中在巴西，因为巴西人口数量在世界前列，但现行的电力基础设施相对需求比较落后。巴西政府重视用电能力及相关设备水平的提高，提出计划到 2022 年智能电网方面的投资预计将达到 366 亿美元，同时 AES Eletropaulo、Celpa、Eletrobras、Light 等多家电力公司也将计划投入 152 亿美元用于 6300 万台智能电表。

**南非在内的非洲国家面临缺电危机，预付费电表为主流需求。**非洲地区因为电网建设覆盖度低、发电厂数量不足等原因，一直遭受供电不足的问题，尤其南非已宣布进入能源危机和灾难状态。为应对危机，南非政府发布多道政策鼓励电网建设，有望吸引非洲公共事业部分和大型电力企业进行电网投资建设，同时预付费电表将会是电网建设的主流需求。因为预付电表功能是“先缴费，后用电”，可以帮助电力公司减少坏账，确保资金回笼，适用于非洲国家。

**印度尼西亚对进口智能电表有较大依赖性，中国是最大的进口市场。**印度尼西亚作为一个发展中的新兴市场经济体，一直面临着严重的电力传输和分配问题，包括间歇性停电、电损和盗电现象。受地理环境复杂、基础设施老化等因素影响，印尼急需与国外智能电表企业合作，对其电网进行现代化改造以提高效率、安全性和可靠性。此外，印尼智能电表市场仍处于初级发展阶段，国产产品在数量上和质量上均不能满足日常的消费需求。2022 年 12 月国家电网公司和印尼国家电力公司关于印尼高级智能计量系统项目正式签约合作，我们认为未来中国出口印尼的智能电表数量仍有着较大的增长空间。

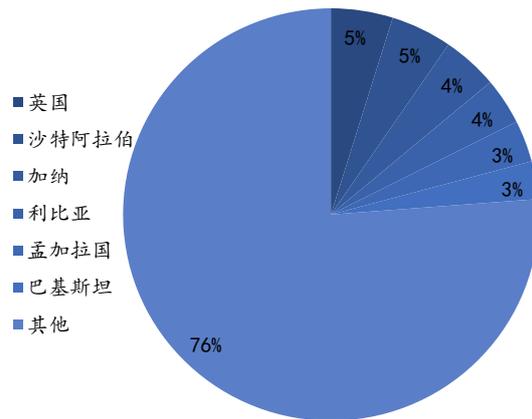
**电力设备海外市场表现依然强劲，电表出口保持快速增长。**根据海关总署的最新数据，2024 年全年，电表出口总额达到 15.77 亿美元，同比增长 11.8%。在具体国家和地区的出口分布上，英国市场表现尤为突出，2023/2024 年出口额达到 5913/7582 亿美元，占总出口额 4.19%/4.81%。

图表 17 国内电表出口金额 (单位: 亿美元)



资料来源: 海关总署, 华安证券研究所

图表 18 2024 年国内电表出口地区占比



资料来源: 海关总署, 华安证券研究所

### 2.3 公司产品认证齐全，国内国外齐头并进

公司坚持推陈出新，产品符合国内国外电网标准。在国内智能电表领域，公司是国网物联网表（“双芯表”）招标首次中标的四个厂家之一，也是最早与南网共同研发

符合 IR46 标准的双芯表的企业之一；在国际智能电表领域，公司针对美标市场开发了符合 ANSI 标准的系列电表，是国内最早研制成功 ANSI 美国标准系列产品的企业之一，也是国内最早获得 IEC 国际预付费标准电表及售电系统软件认证的企业之一。

**公司在国内电能表招标中份额稳定。**公司中标金额和市占率保持稳定。2022 年国网电能表招标中，公司中标 6.54 亿元，市占率为 3.30%。与 2021 年相比，中标金额增加了 1.47 亿元，市占率提高了 0.31%。

**公司海外市场开拓多年，已建立多个海外生产基地。**公司电表的海外业务由来已久，并且营收一直占主要比例。2009 年成立印尼工厂、2010 年成立巴西子公司 ELETRA、2013 年成立孟加拉子公司，实现全面布局拉丁美洲、非洲、东南亚市场。目前公司共有 6 个海外基地从事电力预付费新系统和电能表的产品生产和销售，其中巴西、南非、印尼是独资工厂，巴基斯坦、孟加拉、肯尼亚是合资工厂。

图表 19 海兴全球分公司示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 3 配网、新能源双管齐下，贡献新增量

#### 3.1 配网：国内一二次设备融合成行业趋势，海外三相重合器产品出海正当时

**公司推出一二次融合设备产品，未来计划开拓南网与网外市场。**公司针对一二次融合设备发展趋势，研发推出了一二次全绝缘全密封 SF6 气体绝缘环网柜，一二次深度融合支柱式断路器及一二次深度融合共箱式断路器产品。其中一二次全绝缘环网柜已通过了 IP67 测试并取得了第三方型式实验报告，可以保障汛期内的电网可靠运行。同时公司基于一二次深度融合支柱式断路器产品在国内首创提出了内置隔离刀闸的直动式隔离开关方案，将有效支撑智能电网的建设。凭借一二次深度融合产品和方案的推出，公司在国家电网多省市连续中标，产品份额持续提升。此外公司目前也在努力推进与南网及地市市场的合作关系。

**三相重合器已获到拉美市场资质，有望成为配网业务增量。**与国内电网标准不同，海外市场由 ABB、施耐德、西门子等控制配网技术标准与产品供应。针对海外标准要求，2019 年，公司与上海固缘电力科技有限公司签署 5 年独家战略合作协议，围绕三相重合器开关产品，共同开拓拉美市场。经过近五年的持续投入，公司目前成功研发出拥有独立知识产权的智能单/三相重合器，并已获得英国 ASTA 国际认证和拉美市场资质。

#### 3.2 新能源：拉美、非洲地区光储需求旺盛、欧洲户储市场前景良好

**拉美地区光伏装机增长迅猛，巴西成为全球光伏市场新星。**根据欧洲光伏产业协会发布的“2022~2026 年全球光伏市场展望”报告，拉美地区 2021 年安装的光伏系统装机容量增长了 44%，共计 9.6GW，累计安装的光伏系统装机容量达到 30GW 以上。巴西作为拉美光伏市场领导者，将在未来五年内名列全球光伏市场前五位。根据巴西咨询机构 Greener 公司统计，2022 年巴西进口了 17.8GW 的光伏组件，采购金额超过 640 亿巴西雷亚尔(123 亿美元)，全年光伏新增装机量达 12GW 以上。根据 2022 年 1 月巴西政府发布的《第 14,300 号法案》，该法案规定现有分布式电站及 2023 年底前建成的分布式电站将继续实施税收优惠政策直至 2045 年。我们认为为了延续分布式电站的税收红利，预计未来几年巴西分布式光伏装机量仍将保持快速发展的趋势。

**南非遭遇严重停电危机，政策催生光储需求。**2022 年以来南非遭遇了严重的电力供给危机，并在 2023 年 2 月 9 日南非总统宣布全国进入灾难状态。南非财政部长伊诺克·戈东瓦纳在他的预算演讲中宣布，从 2023 年 3 月 1 日起，南非人可以获得高达 15,000 兰特的太阳能电池板退税——这让许多人考虑将太阳能作为他们实现不间断供电的途径。在连续供电的需求和针对于分布式光伏税收抵免政策的双重催化下，我们认为南非地区的户用光储+工商业光储微电网需求有望持续释放。

**公司具备微电网、分布式光伏的解决方案能力，未来业务占比将会提升。**公司早在 2020 年收购了利沃得电源和宁波泽联的部分股权，开始布局新能源业务。近几年公司通过资源整合、自主开发等手段，具备了逆变器、储能电池、微网控制系统等分布式能源核心设备的自主可控能力。在此基础上依托公司在智能配用电领域多年的系统技术积累，开发出微电网和分布式光伏的解决方案。因为拉美、非洲地区的电力基础设施落后，一体化的解决方案相比单个设备销售更契合地区的发展需求。目前公司已在非洲乌干达、巴西等地完成相关示范项目，同时 2022 年 12 月 31 日公司与通威集

团签署南非市场战略合作协议，携手为当地提供安全可靠、清洁高效的新能源整体解决方案。因此我们认为公司未来在海外的解决方案业务占比有望提升。

**公司布局户储和工商业储能产品，充当一级总代-三级分销的角色。**在储能方面，公司通过参股子公司杭州利沃得布局户用储能产品。目前利沃得已研发推出储能一体机产品、交流充电桩、并网逆变器等储能产品并在欧洲德国能源展参展。其中储能一体机是基于先进功率转换与储能技术，可为顾客提供智能便捷的一体化光储解决方案、集成并网储能逆变器、低压电池及家庭能源管理系统，未来有望进入欧洲户储市场。此外，公司深耕海外业务三十余年，在对海外市场有深入理解，并积累了丰富的渠道建设经验。凭借海外的多个分公司和生产基地建立，公司打通了中间多层级渠道关系，形成本土化销售和一站式服务。

## 4 投资建议

### 4.1 营收分析

#### 1) 公司营业收入增长主要来自于用配电产品

**智能用电产品：**公司智能用电产品主要为电表类产品，公司海外产品布局多个国家和地区，国内主要以国网南网产品为主，综合考虑公司产品结构变化，近年的毛利率有提升趋势。我们预计公司智能用电产品营收 2024-2026 年增速为 22.4%、20.9% 和 19.4%，营收分别为 44.0/53.2/63.5 亿元，毛利率保持在 44.7%。

**智能配电产品：**公司近年来在海内外市场均有建树。公司后续增长确定性较强，公司海外配电以重合器为核心，增速预计维持在 24.2% 左右，2024-2026 年营收分别为 5.04/6.26/7.77 亿元，毛利率保持在 36.6% 左右。

**新能源产品：**预计 2024-2026 年营收增速有望维持在 50% 左右，对应营收分别为 2.44/3.66/5.49 亿元，毛利率保持在 11% 左右。

**其他：**我们预计 2024-2026 年该业务营收增速保持在 5%，对应营收分别为 0.39/0.41/0.43 亿元，毛利率预计维持在 46.5%。

**2) 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 51.87/63.52/77.18 亿元，归母净利润分别为 10.96/13.95/16.31 亿元。**

图表 20 公司分业务盈利情况

业务分类	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入 (亿元)	26.91	33.10	42.00	51.87	63.52	77.18
	YoY	-4.09%	22.99%	26.91%	23.5%	22.5%	21.5%
	毛利 (亿元)	8.82	12.65	17.60	21.96	26.66	32.03
	毛利率	32.76%	38.23%	41.90%	42.3%	42.0%	41.5%
智能用电产品	营业收入 (亿元)	23.12	29.00	35.95	44.00	53.19	63.49
	YoY	39.4%	25.5%	23.9%	22.4%	20.9%	19.4%
	毛利 (亿元)	7.56	11.23	15.76	19.67	23.78	28.38
	毛利率	32.7%	38.7%	43.8%	44.7%	44.7%	44.7%
智能配电产品	营业收入 (亿元)	3.15	3.27	4.06	5.04	6.26	7.77
	YoY	-56.4%	3.7%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
	毛利 (亿元)	0.96	1.14	1.49	1.85	2.29	2.85
	毛利率	30.4%	34.9%	36.6%	36.6%	36.6%	36.6%
新能源产品	营业收入 (亿元)	0.33	0.42	1.63	2.44	3.66	5.49
	YoY	-87.9%	28.5%	283.5%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利 (亿元)	0.25	0.05	0.18	0.27	0.40	0.60
	毛利率	74.2%	12.2%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
其他业务	营业收入 (亿元)	0.31	0.40	0.37	0.39	0.41	0.43
	YoY	-71.8%	28.8%	-7.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利 (亿元)	0.05	0.23	0.17	0.18	0.19	0.20
	毛利率	16.4%	58.9%	46.5%	46.5%	46.5%	46.5%

资料来源：ifind，公司公告，华安证券研究所

### 4.2 相对估值和投资建议

我们选取与公司业务类型相似的公司作为可比公司，分别为炬华科技、三星医疗、威胜信息和东方电子，采用 PE 估值法进行估值，截至 2025 年 3 月 30 日，2024-2026 年行业平均市盈率分别为 18.9/15.5/12.8 倍。公司截至 2025 年 3 月 30 日股价为 34.09 元/股，对应 2024-2026 年 PE 倍数分别为 15.1/11.9/10.2 倍。公司作为智能配用电行业领先公司，有望充分受益于行业的增长、提升市场份额。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 21 可比公司估值表 (截至 2025 年 3 月 30 日)**

公司	代码	市值	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)				P/E			
			2022	2023	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
炬华科技	300360	91.37	15.06	17.71	6.07	6.57	7.65	9.03	15.0	13.9	11.9	10.1	
三星医疗	601567	426.15	90.98	114.63	19.04	23.35	29.09	35.75	22.4	18.2	14.7	11.9	
威胜信息	688100	182.91	20.04	22.25	5.25	7.85	9.68	11.77	34.8	23.3	18.9	15.5	
东方电子	000682	134.21	54.60	64.78	5.41	6.65	8.18	9.92	24.8	20.2	16.4	13.5	
<b>平均值</b>									<b>24.3</b>	<b>18.9</b>	<b>15.5</b>	<b>12.8</b>	
海兴电力	603556	165.77	33.10	42.00	9.82	10.96	13.95	16.31	14.4	15.1	11.9	10.2	

资料来源: ifind (海兴电力数据为华安证券研究所测算, 其余数据为一致预期), 公司公告, 华安证券研究所

## 风险提示:

- (1) 原材料价格上涨风险;
- (2) 公司订单交付不及预期;
- (3) 公司海外业务推进不及预期;
- (4) 公司新业务扩张不及预期;
- (5) 行业竞争加剧风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7144	6866	8854	11191	<b>营业收入</b>	4200	5187	6352	7718
现金	4551	3469	4735	6235	营业成本	2440	2991	3686	4515
应收账款	1084	1417	1735	2108	营业税金及附加	35	41	52	63
其他应收款	115	113	138	168	销售费用	311	420	492	611
预付账款	48	51	62	76	管理费用	158	257	275	336
存货	761	1118	1378	1688	财务费用	-171	-58	-40	-59
其他流动资产	586	699	806	916	资产减值损失	-101	-1	0	0
<b>非流动资产</b>	1931	3544	3424	3274	公允价值变动收益	12	0	0	0
长期投资	28	28	28	28	投资净收益	26	23	50	48
固定资产	569	669	704	689	<b>营业利润</b>	1160	1268	1628	1904
无形资产	188	193	198	202	营业外收入	12	16	12	13
其他非流动资产	1146	2654	2493	2354	营业外支出	25	4	11	13
<b>资产总计</b>	9076	10410	12277	14466	<b>利润总额</b>	1147	1280	1629	1904
<b>流动负债</b>	2144	2385	2859	3417	所得税	165	184	234	274
短期借款	125	196	211	224	<b>净利润</b>	982	1096	1394	1630
应付账款	844	1092	1346	1649	少数股东损益	0	0	-1	0
其他流动负债	1175	1097	1301	1543	<b>归属母公司净利润</b>	982	1096	1395	1631
<b>非流动负债</b>	299	280	280	280	EBITDA	1035	1304	1678	1938
长期借款	218	218	218	218	EPS (元)	2.02	2.25	2.87	3.35
其他非流动负债	81	62	62	62					
<b>负债合计</b>	2443	2665	3138	3697					
少数股东权益	0	0	-1	-1					
股本	489	489	489	489					
资本公积	2377	2376	2376	2376					
留存收益	3767	4880	6275	7905					
归属母公司股东权益	6632	7745	9140	10770					
<b>负债和股东权益</b>	9076	10410	12277	14466					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1101	702	1181	1397
净利润	982	1096	1394	1630
折旧摊销	78	82	89	93
财务费用	-50	11	12	12
投资损失	-26	-23	-50	-48
营运资金变动	15	-445	-264	-291
其他经营现金流	1069	1522	1658	1922
<b>投资活动现金流</b>	-243	-1660	82	103
资本支出	-220	-44	-30	-5
长期投资	-91	58	58	58
其他投资现金流	69	-1674	53	50
<b>筹资活动现金流</b>	-263	-125	3	1
短期借款	72	72	15	13
长期借款	-217	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-116	-196	-12	-12
<b>现金净增加额</b>	594	-1081	1265	1501

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.9%	23.5%	22.5%	21.5%
营业利润	54.7%	9.3%	28.4%	17.0%
归属于母公司净利润	47.9%	11.6%	27.2%	16.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	41.9%	42.3%	42.0%	41.5%
净利率 (%)	23.4%	21.1%	22.0%	21.1%
ROE (%)	14.8%	14.2%	15.3%	15.1%
ROIC (%)	11.4%	12.8%	14.2%	14.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	26.9%	25.6%	25.6%	25.6%
净负债比率 (%)	36.8%	34.4%	34.3%	34.3%
流动比率	3.33	2.88	3.10	3.28
速动比率	2.81	2.23	2.43	2.60
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.53	0.56	0.58
应收账款周转率	4.12	4.15	4.03	4.02
应付账款周转率	2.99	3.09	3.02	3.02
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.02	2.25	2.87	3.35
每股经营现金流 (摊薄)	2.26	1.44	2.43	2.87
每股净资产	13.57	15.93	18.80	22.15
<b>估值比率</b>				
P/E	14.37	15.12	11.88	10.17
P/B	2.14	2.14	1.81	1.54
EV/EBITDA	9.86	10.39	7.34	5.58

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 张志邦, 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5 年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

**分析师:** 郑洋, 华安证券电新分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。