

电力设备

2025 年 06 月 30 日

海兴电力 (603556)

——智能电表基本盘稳定 全球电网升级打开成长空间

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

- 公司具备出海基因，深耕海外市场几十年，目前在海外已经形成完备的产业链+销售渠道。公司成立于 1992 年，主营智能用电产品及系统，包括智能电能表、智能用电终端、智能网关以及智能集中计量表箱，并在 2015 年开始转型为综合解决方案提供商，拓展配网与新能源领域。截至 2024 年末，公司智能用电产品及系统业务占 76.07%，新能源业务占 23.93%，实现营业收入 47.17 亿元，归母净利润为 10.02 亿元，分别同比增长 12.30%与 2.00%。目前，公司已在国内外建立 8 个生产基地，智能用电产品销往全球 90 多个国家和地区，智能用电基本盘稳固，新能源业务也即将迈入新的发展阶段。
- 电表是电力管理和能源利用的基础，在现代社会中发挥着多重关键作用。电表按工作原理和结构可以分为多种类型，主要包括机械式电表、电子电表、智能电表等。其中，机械式电表通过机械齿轮传动驱动计数来表示电功耗；电子电表则采用电子电路进行电能测量，具有更高的测量精度和较小的环境影响；智能电表则集成了更多的功能，如远程抄表、预付费、峰谷电价等，能够更好地满足现代电力系统的需求。我们认为智能电表未来具备巨大的增长潜力。智能电表将为电力公司的管理工作提供有力支持，电力公司可以基于电表提供的数据，进行深入的用电负荷分析和电力需求侧管理，优化电力资源配置，提高电力系统的运行效率和稳定性。
- 全球智能电表数量+投资额齐升，同时，在电力需求长期稳健增长的背景下，电表行业景气度将提升。根据 Mordor Intelligence (该机构专注于市场研究和行业报告发布。它为不同行业提供研究报告，涉及领域广泛，包括制造、消费品、医疗保健、金融、能源、化工和材料等)的数据，就出货量而言，智能电表市场规模预计将从 2024 年的 1.62 亿台增长到 2029 年的 2.36 亿台，复合增长率为 7.81%。预计随着新兴市场智能化需求的释放，智能电表的增长速度加快。同时，全球智能电表的投资额持续攀升，2021 年和 2022 年都超过 200 亿美元，相较 2015 年的电表投资额增长近一倍。同时，根据美国能源信息署 (EIA) 的预测，未来三十年全球发电量预计将翻一番以上，2020 年，全球的发电装机容量为 7.1 太瓦，到 2050 年将达到约 14.7 太瓦，年复合增速为 2.43%。这显示出强劲的电力需求的韧性。
- 在国内积极参与招标，在海外积极参与海外本土的电表+通信技术标准的制定与获得相关认证，并在原有主业上拓展智能配网及新能源业务。海兴电力在 2020 年至 2023 年期间，公司在国网的电能表招标中标金额呈增长趋势，从 2020 年的 3.46 亿元人民币增长至 2023 年的 6.36 亿元人民币，中标金额占比在 2.44% 至 3.39% 之间。在近三年的国网总部电能表招标中，海兴电力均为 TOP10 供应商。同时，公司为拓展海外市场，积极参与海外本土电表的标准制定以及获得相关技术认证。公司获得了多项国际认证，包括南非 STS 和 SABS 认证、南美 INTI 和 INDECOPI 认证、德国 PTB 认证、欧盟 MID 认证和美国 UL 认证、Zigbee 认证等。海兴电力是国内较早研发 ANSI 美国标准系列产品和欧洲智能电表标准的企业之一，同时也是我国智能电表行业中获得国际认证最多的公司。在公司原有的主营业务的基础上，公司凭借较强的技术实力与丰富的运营经验，同时开展了智能配网业务与新能源业务。2020 年 1 月，公司收购了利沃得 63% 的股份，通过利沃得公司，海兴电力能够提供一系列高质量的新能源产品，涵盖逆变器、电池、充电桩、监控系统及配件等核心领域。凭借海兴电力在海外的完善的供应链及深厚的销售渠道，未来新能源业务有望成为公司的第二增长曲线。
- 盈利预测与估值：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.49、11.55、12.79 亿元，对应 EPS 分别为 2.16、2.38、2.63 元/股，目前股价对应 PE 估值分别为 12、11、10 倍。公司的智能配用电产品及系统业务经营稳健，且每年贡献稳定的利润和现金流，同时，公司布局新能源业务，配用电业务与新能源业务产生联动效应，并且，给予公司 2025 年行业平均 PE 13 倍，对应目标价 27.95 元首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：海外电网投资低于预期的风险、上游原材料价格被动推高的风险、电表扩产后产能扩张而需求没有跟上的风险、海外新型能源装机低于预期的风险、海外市场拓展不及预期。

市场数据：2025 年 06 月 27 日

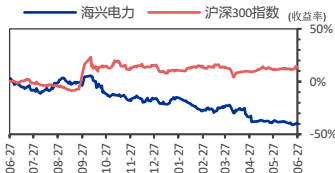
收盘价 (元) 25.18
一年内最高/最低 (元) 52.37/24.41
市净率 1.7
股息率% (分红/股价) 2.78
流通 A 股市值 (百万元) 12,244
上证指数/深证成指 3,424.23/10,378.55

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元) 14.93
资产负债率% 23.69
总股本/流通 A 股 (百万) 486/486
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

傅浩玮 A0230522010001
fuhw@swsresearch.com
马天一 A0230525040004
maty@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

研究支持

傅浩玮 A0230522010001
fuhw@swsresearch.com

联系人

傅浩玮
(8621)23297818x
fuhw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,717	784	5,021	5,465	6,037
同比增长率 (%)	12.3	-13.0	6.4	8.8	10.5
归母净利润 (百万元)	1,002	141	1,049	1,155	1,279
同比增长率 (%)	2.0	-34.1	4.7	10.1	10.7
每股收益 (元/股)	2.06	0.29	2.16	2.38	2.63
毛利率 (%)	43.9	42.4	43.9	43.9	43.9
ROE (%)	14.1	1.9	12.8	12.4	12.1
市盈率	12		12	11	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.49、11.55、12.79 亿元，对应 EPS 分别为 2.16、2.38、2.63 元/股，目前股价对应 PE 估值分别为 12、11、10 倍。公司的智能配用电产品及系统业务经营稳健，且每年贡献稳定的利润和现金流，同时，公司布局新能源业务，配用电业务与新能源业务产生联动效应，并且，2025 年行业平均水平为 13 倍 PE，给予公司 2025 年行业平均 PE 13 倍，对应目标价 27.95 元。

关键假设点

1) 智能配用电产品业务：电表是电力管理和能源利用的基础，在全球范围内都持续有着不同的需求：1) 在欧美，虽然智能电表渗透率高，但具有较大的存量替换空间；2) 在南美洲与非洲，由于基础设施建设落后，因此具备增量空间；3) 在国内，虽然智能电表渗透率高，但却具备存量替换和新增电网投资的增量空间。同时，由于公司在过去两年中出海增速较高，因此目前在基数较高的情况下，智能配用电产品业务增速将有所放缓，但因为海外市场仍存在较大需求，预计毛利率将从 2024 年的 45.26%到 2027 年的 47.36%（预计未来三年毛利率：2025 年为 46.26%，2026 年为 47.26%，2027 年为 47.36%），提升 2.10pct，板块整体收入增速在 6%到 8%区间左右（预计 2025 年收入同步增长 6%，2026 年同比增长 7%，2027 年同比增长 8%）。

2) 新能源产品业务：由于公司深耕海外市场几十年，公司将凭借已经在海外建立了完备的产业链和销售渠道的基础上开拓新能源业务。公司将持续推进从网内业务向网外业务发展，从配用电业务向新能源业务延伸，将新能源业务打造成公司的第二增长曲线，以确保经营业绩持续提升，叠加近三年收入为低基数（2022 年到 2024 年收入分别为 0.42 亿元、1.63 亿元以及 1.43 亿元人民币），因此我们预计 2025-2027 年收入增速分别为 50%、50%、50%。

有别于大众的认识

我们认为公司的智能配用电产品及系统业务是长期稳健的基本盘，将带动公司新能源业务的长足发展。市场普遍认为公司的智能配用电产品及系统业务在经过 2021-2023 年的海外市场高增长后，面临目前高基数的情况下，公司的收入及业务将放缓，但我们认为公司在海外市场经过几十年的发展，目前公司已经在海外市场建立了完备的产业链+完善的销售渠道优势，通过从网内业务向网外业务发展，从配用电业务向新能源业务延伸，实现市场和产业持续拓展。并且，公司在智能配用电产品及系统业务方面经营稳健，每年都会产生稳定的利润和现金流，足以支撑公司长期开拓新能源业务。以此同时，公司可以凭借自身在海外经营多年而获得的资源禀赋+充裕现金流来获取更多新能源订单，从而实现公司配网和新能源业务的全球布局和落地，并打造第二增长曲线。

股价表现的催化剂

中期公司将凭借智能配用电产品及系统业务的稳健经营来夯实自身的基本盘，从而公司将凭借稳固的基本盘来把更多资源投放到新能源业务，使得新能源业务进入一个高速增长轨道。同时，随着全球对电力资源的需求提升，下游应用端将加快电网投资的落地，从而带动上游电力设备端的采购增加，使得公司主营业务智能配用电产品业务受益。随着全球范围内的低碳绿色生活的持续推进，公司的新能源业务需求将逐步在海外的欧美、拉美及东南亚显现并释放。

核心假设风险

海外电网投资低于预期的风险、上游原材料价格被动推高的风险、电表扩产后产能扩张而需求没有跟上的风险、海外新型能源装机低于预期的风险、海外市场拓展不及预期。

目录

1. 智能电表出海旗舰 全产品谱系支持转型新能源	7
1.1 深耕海外市场几十年 海外产业链+渠道优势明显	7
1.1.1 公司深耕海外市场	7
1.1.2 公司股权结构稳定，实控人行业经验丰富	7
1.1.3 持续深耕全球市场，提升海内外竞争优势	8
1.2 产品图谱齐全 为进军新能源领域夯实基础	9
1.2.1 立足智能用电产品，推动智能配电和新能源领域发展	9
1.2.2 公司注重研发投入 为制造高质量产品铺平道路	9
1.3 基本盘稳固 新能源转型创造良好条件	10
2. 电表：应用广泛 智能化带来降本增效+安全升级	14
2.1 电表是电力管理和能源利用的基础	14
2.2 智能电表推动降本增效+安全升级	15
2.3 全球化视角下智能电表发展总体概况	16
2.3.1 全球智能电表的投资额	16
2.3.2 各国家及地区的智能电表渗透率	18
2.4 国内智能电表招标意愿良好	21
2.4.1 电力电网整体投资额持续增加，行业投资意愿较高	21
2.4.2 电能表招标规模大，具备较大市场潜力	21
2.4.3 国家政策持续优化，为智能电表发展注入动力	23
2.4.4 南网、国网积极响应十四五规划，推动新型电力系统建设	24
2.4.5 新能源装机容量快速增长，新型电力系统建设不断深化	25
2.5 公司智能电表品种类丰富 且引领行业技术标准	26
2.5.1 智能电表产品种类涵盖广泛	26
2.5.2 海兴电力加入 Wi-SUN 联盟董事会	27
2.5.3 海兴泽科通过 CMMI5 全球软件领域高级别认证	29
2.6 公司持续开拓海外市场，全球化领先发展	30
2.6.1 公司逐步走向全球化发展	30
2.6.2 海外盈利能力持续增强，显著优于同行企业	31
2.6.3 公司已经完成海外渠道布局	32
2.6.4 公司的国际认证资格	34
2.6.5 国内中标实力强，公司市场份额稳定	34
2.7 海外用户倾向 AMI 解决方案	35
2.7.1 海兴电力具备的 AMI 解决方案的能力	37
3. 公司智能配电业务稳步发展	38
3.1 公司配网业务稳扎稳打	38

3.2 智能配电产品收入不断增加，未来发展潜力大	39
3.3 公司配电业务在南美与非洲地区拓展顺利	40
4. 新能源业务将是公司下一个增长曲线	40
4.1 新能源业务持续发展，实现国内外市场不断拓展	40
4.2 公司将凭借利沃得平台发展新能源业务	41
4.3 携手通威股份有限公司，积极开拓海外南非市场	41
5. 盈利预测及估值	41
6. 风险提示	43

图表目录

图 1：公司历史沿革	7
图 2：2025 年一季度公司股权结构	8
图 3：公司全球布局	8
图 4：公司研发投入及占营业收入（单位：亿元人民币）	10
图 5：2019-2025Q1 营业收入及增速	10
图 6：公司归母净利润（亿元）及同比增长(%)	10
图 7：2019-2024 公司海外收入占比及增速	11
图 8：2019-2024 公司主营业务收入结构	11
图 9：2019-2024 公司主营业务毛利率及海外收入毛利率	12
图 10：2019-2025Q1 公司经营净现金流	12
图 11：2019-2025Q1 公司期间费用率	13
图 12：2019-2025Q1 公司流动比率及速动比率	13
图 13：2019-2025Q1 公司资产负债率	13
图 14：各类电表图	14
图 15：电表应用图	15
图 16：全球智能电表投资额（十亿美元）	16
图 17：2020-2050 年全球预测发电能力(太瓦)	17
图 18：预计 2027 年全球智能电表市场需求规模达 160 亿美元	17
图 19：2022 年全球智能电表的渗透率	18
图 20：2013-2017 年智能电表在主要市场的部署（百万个）	20
图 21：国家电网投资额（亿元人民币）	21
图 22：国家电网电能表招标金额及占比（亿元人民币）	21
图 23：国家电网电能表招标数量及占比（百万只）	21
图 24：南方电网电能表招标金额（亿元人民币）	22
图 25：2020-2025 年海兴电力电能表中标金额（亿元人民币）及占比	22
图 26：国家电网和南方电网针对十四五规划的行动方案	24
图 27：中国新能源发电装机容量（万千瓦）	25
图 28：海兴电力加入 Wi-SUN 联盟董事会	27
图：CMMI 的五个等级和基本特征	

图 30: 海兴泽科的 CMMI5 认证.....	29
图 31: 海兴泽科 2019-2023 年净利润增长图	29
图 32: 公司的出海历程.....	30
图 33: 2019-2024 年海兴电力海外业务毛利率的同行对比	31
图 34: 2019-2024 年海兴电力海外业务收入（亿元）及海外收入占比的同行对比.....	31
图 35: 公司全球布局	32
图 36: 国网 2023 年全年电能表中标金额占比.....	35
图 37: 国网 2024 年第一次电能表中标金额占比	35
图 38: 国网 2024 年第二次+第三次电能表中标金额占比	35
图 39: AMI 系统结构.....	36
图 40: 智能配电管理	38
图 41: 公司智能配电产品收入及增速（亿元人民币）	39
图 42: 公司智能配电产品收入占比	39
表 1: 公司主要产品.....	9
表 2: 普通电表与智能电表区别.....	15
表 3: 2021 年智能电表渗透率的预测	19
表 4: 代表性发展中国家和地区的智能化改造需求迫切	19
表 5: 我国对智能电表的政策支持	23
表 6: 海兴电力的产品介绍	26
表 7: WiFi 与 Wi-SUN 的区别	28
表 8: 海兴电力获得多项国际认证.....	34
表 9: AMI 的优越性和功能	36
表 10: 智能电表(AMI)和传统电表(AMR)的区别	37
表 11: AMI 解决方案	37
表 12: 公司主营业务收入与毛利预测	42
表 13: 可比公司估值表	43
表 14: 合并利润表.....	44
表 15: 合并资产负债表	44
表 16: 合并现金流量表	45

1. 智能电表出海旗舰 全产品谱系支持转型新能源

1.1 深耕海外市场几十年 海外产业链+渠道优势明显

1.1.1 公司深耕海外市场

杭州海兴电力科技股份有限公司始创于 1992 年，聚焦于能源转型，为全球电力客户提供智能产品和配用电解决方案，助力清洁能源的普及。公司自 1992 年创立以来，经历了三个发展阶段：1) 在 2008 年前，公司深耕国外市场，与杭州仪表合作开展海外业务，产品于 1995 年出口至英国、巴基斯坦等地，2002 年在墨西哥建厂，成功打开了美洲和南亚市场；2) 2009 年至 2014 年间，公司切入国内电表市场，凭借国外先进的技术和产品成功进入国网供应商体系，市占率逐步提升，同时继续开拓欧洲、印尼和南非市场，实现了国内外市场的齐头并进；3) 自 2015 年起，公司转型为综合解决方案提供商，拓展配网与新能源领域，成立了配网事业部并在海外市场对标欧美企业，2016 年上交所主板上市后，逐步参与微网、分布式能源 EPC 项目。目前，公司已在国内外建立 8 个生产基地，智能用电产品销往全球 90 多个国家和地区，智能用电基本盘稳固，新能源业务也即将迈入新的发展阶段。

图 1：公司历史沿革



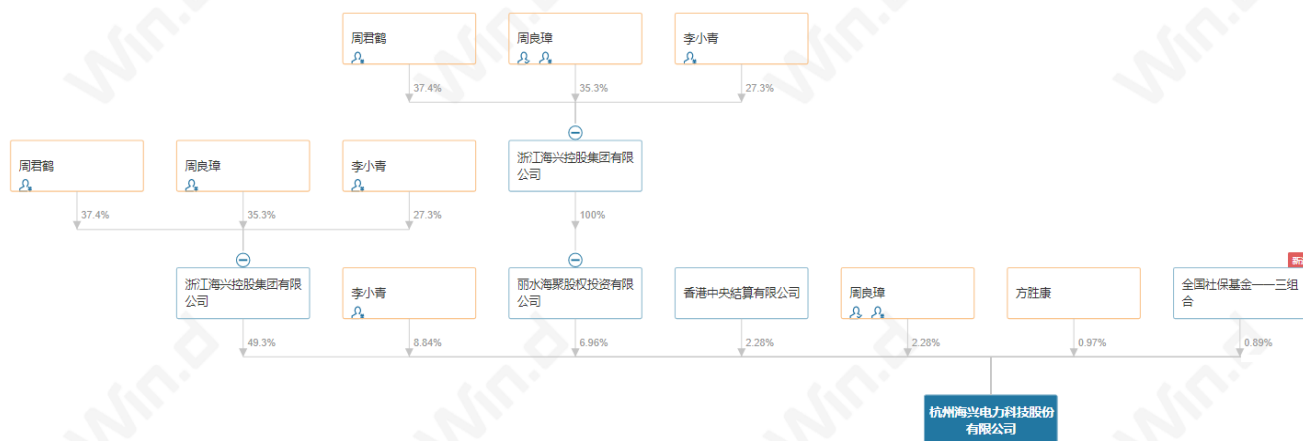
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.1.2 公司股权结构稳定，实控人行业经验丰富

公司股权结构集中，周良璋为公司实际控制人。实控人周良璋先生自 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，专注电力行业三十多年，具有丰富的行业经验。截至 2023 年一季度，周良璋先生通过海兴控股间接对海兴电力持股 19.86%，直接持股 2.26%，合计持股 22.14%。此外，李小青女士通过海兴控股间

接持股 15.36%，直接持股 8.84%，合计持股 24.20%，并与周良璋先生曾为夫妻关系，且二人为周君鹤父母，周君鹤间接持股 21.04%。因此，周良璋与周君鹤父子共同持股 43.18%，股权结构稳定，集中度高。

图 2：2025 年一季度公司股权结构



资料来源：万得，申万宏源研究

1.1.3 持续深耕全球市场，提升海内外竞争优势

公司坚持“运用全球资源，开发全球市场”的理念，构建覆盖全球的营销网络，推进海外供应链本地化部署，形成了覆盖拉美、非洲、欧亚等多个大洲的全球业务布局。公司为全球 90 多个国家提供智能产品和创新解决方案，坚持国际化发展道路，形成了以全球化研发体系、全球化生产布局、全球化采购供应等为核心的综合竞争优势。

图 3：公司全球布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司在全球共有 15 个制造中心，28 个子公司以及 7 个办事处。公司以对外出口起家，海外业务是公司的核心业务，业务性质主要为贸易和制造业。2023 年，公司的海外智能用

电业务实现高增，系统软件和解决方案营收占比大幅提升，占公司海外智能用电业务总营收约 60%；软件产品在海外市场累计应用在超过 130 个项目。同时，公司海外智能配电实现主营业务收入 1.17 亿元，同比增长 406.67%，以及新能源业务海外主营业务收入 1.13 亿元，同比增长 672.38%。

1.2 产品图谱齐全 为进军新能源领域夯实基础

1.2.1 立足智能用电产品，推动智能配电和新能源领域发展

公司产品主要分为三大类：智能用电产品及系统、智能配电产品及系统、新能源。公司拥有独立完整的研发、采购、生产、销售、售后运维服务体系，通过覆盖全球的营销平台参加电力客户的招投标，为客户提供配用电产品和系统解决方案等。

- 1) 公司智能用电产品和系统主要包括智能电能表、智能用电终端、智能集中计量表箱、通信产品、系统软件及服务；
- 2) 智能配电产品及系统主要包括一二系融合成套设备、智能配电终端、环网柜及系统软件等，其中重合器产品拥有独立的知识产权，是国内首创、国际领先的新产品；
- 3) 新能源产品包括工商业储能产品和微电网等，目前公司已具备储能电池、微网控制系统等分布式能源核心设备自主可控能力。

表 1：公司主要产品

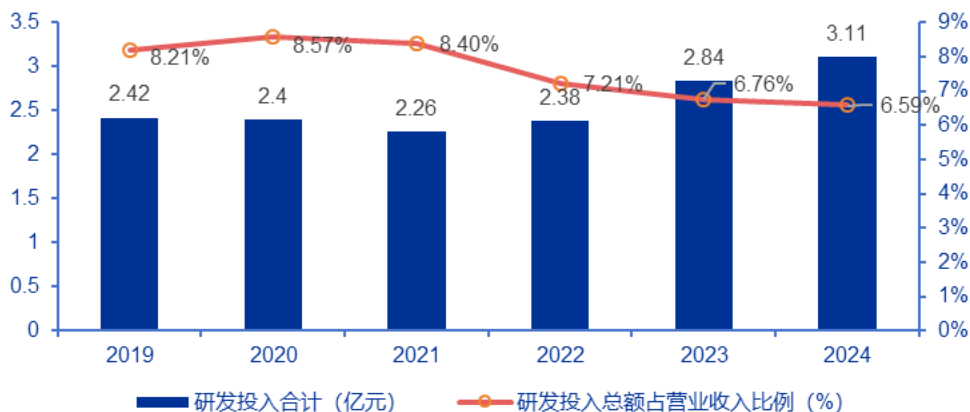
产品类别	主要产品
智能用电产品及系统	智能电能表、智能用电终端、智能网关、智能集中计量表箱、通信产品、大数据采集和监测系统软件、大数据管理和分析挖掘系统软件、计费系统软件、软件运营运维服务等
智能配电产品及系统	一二次融合成套设备、自动化成套设备、智能配电终端、环网柜/箱、柱上开关、单/三相重合器、高低压成套设备、新能源预装式变电站、新能源并网箱/柜、交/直流汇流箱、新能源箱逆升压一体机、一二次设备智能型预舱、新能源箱变变流一体机及系统软件等
新能源产品及系统集成	充电桩、逆变器、工商业储能、Solarkits 等系列产品以及分布式微电网、光储柴、光储充、综合能源管理等系统集成解决方案、微电网 EMS 协调控制终端及能量管理系统等

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2.2 公司注重研发投入 为制造高质量产品铺平道路

近年来，公司在研发领域的投入相对稳定，2024 年研发投入占比为 6.59%。自 2019 年到 2024 年期间，公司每年研发投入稳步提高，从 2019 年的 2.42 亿元，到 2024 年的 . 亿元，平均研发投入占收入的 .% 。

图 4：公司研发投入及占营业收入（单位：亿元人民币）

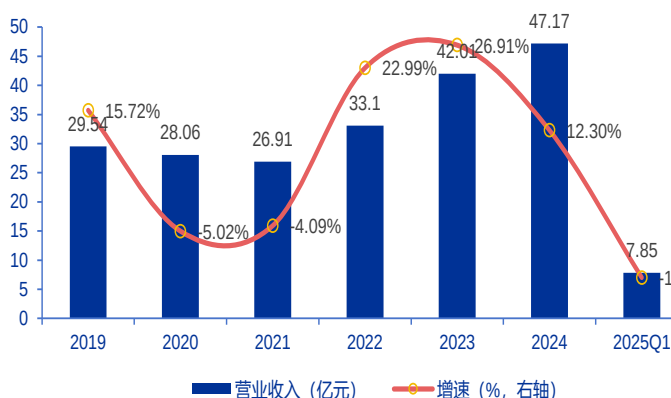


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 基本盘稳固 新能源转型创造良好条件

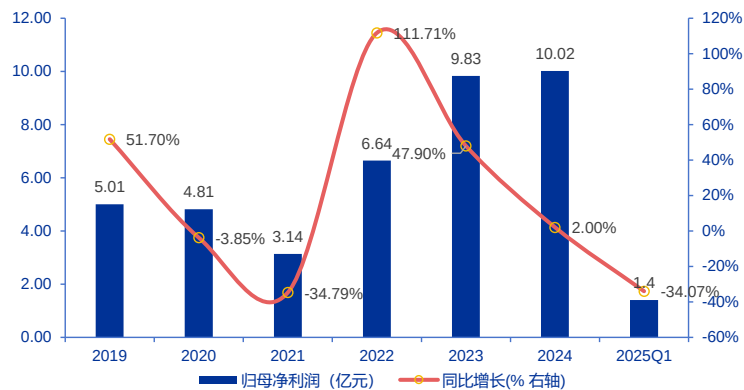
公司营业收入及归母净利润呈现增长态势，自2022年以来增速加快。从2019年至2024年，营业收入从29.54亿元增长至47.17亿元，复合增速为9.81%；公司归母净利润从5.01亿元增长至10.02亿元，复合增速为14.89%。在2023年至2024年期间，公司实现了营业收入分别同比增长26.91%和12.30%。与此同时，公司的归母净利润分别同比增长47.90%和2.00%，主要得益于出海订单获得增长。

图 5：2019-2025Q1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：公司归母净利润（亿元）及同比增长(%)

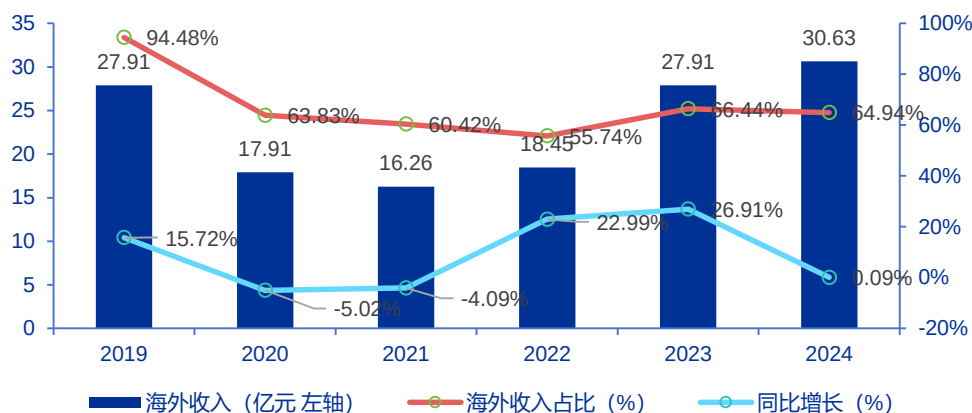


资料来源：公司公告，申万宏源研究

近年来公司的海外业务发展经历了一定波动，海外收入占比呈微笑曲线，2024年海外收入占比约64.94%。2019年至2022年期间，本公司的海外收入占比经历了显著下滑，由原先的94.48%逐年递减至55.74%。然而，进入2023年后，公司海外收入相较于2022年度实现了9.46亿元的增长，并且海外收入占比也相应回升至66.44%。同时，从2022年至

2023 年, 公司海外收入的同比增长率呈现出持续扩大的趋势, 分别达到 22.99% 及 26.91%。
截至 2024 年底, 公司海外收入占比达到 64.94%。

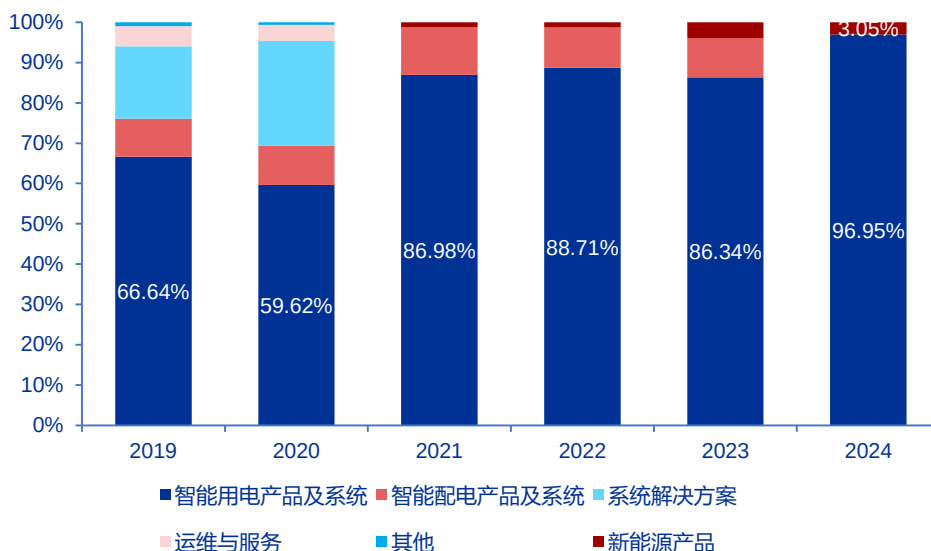
图 7: 2019-2024 公司海外收入占比及增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司目前收入以智能用电产品及系统为主, 2021-2024 年的智能用电产品及系统占主营业务收入的比例均在 85% 以上。2021 年公司的收入结构做了调整, 将原本细化的表计产品、系统解决方案等细分业务分为了用电、配电、新能源三大类。2024 年, 公司智能用电产品业务实现收入 45.35 亿元, 同比增长 26.15%, 占比达 96.95% (从 2024 年开始, 公司将智能配电产品业务与智能用电产品业务营收合并), 得益于公司系统软件和解决方案营收占比的大幅提升和供应链全球化战略的推动。2024 年, 公司新能源业务实现业务收入 1.43 亿元, 同比下滑 12.35%, 在公司加快海外新能源渠道业务推进的同时, 受全球经济及汇兑损失影响而导致新能源业务收入下滑, 但未来公司新能源业务有望成为其第二增长曲线。

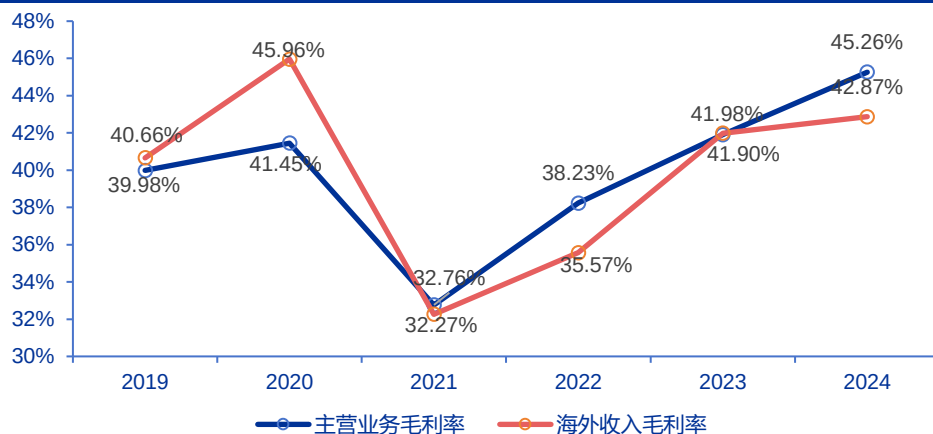
图 8: 2019-2024 公司主营业务收入结构



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

从盈利能力上看，公司整体毛利率较高，2024 年公司主营业务毛利率及海外收入毛利率均突破 42%。2021 年公司主营业务毛利率下滑至 32.76%，主要受疫情和半导体器件紧张的影响，原材料成本及物流成本上升。在 2021-2024 年期间，公司的毛利率整体呈现稳步上升态势，得益于海外产品的收入结构占比提升。2024 年公司主营业务毛利率为 45.26%，2024 年公司海外毛利率为 42.87%，同比增长 0.89pct，主要系公司凭借在国际市场技术、市场，品牌等方面的优势，海外毛利率水平较高。

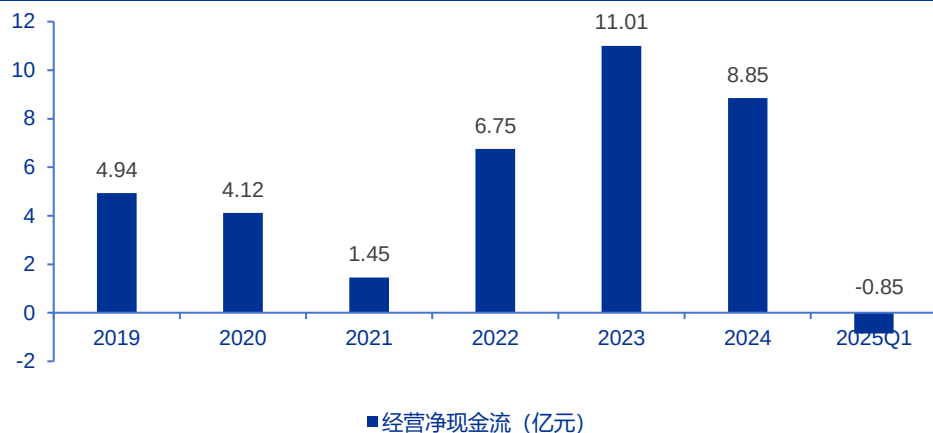
图 9：2019-2024 公司主营业务毛利率及海外收入毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司经营活动产生的净现金流量呈上升趋势，2024 年经营性现金流达约近 9 亿元。在 2019-2021 年期间净现金流量不断递减，但在 2021 年后逐渐呈现稳定上升态势。自 2020 年起，由于销售回款减少、巴西税费优惠政策调整以及公司支付货款增加等原因，净现金流同比开始下降，到 2021 年公司经营净现金流为 1.45 亿元人民币，同比减少 64.67%。直至 2022 年开始，公司加强应收账款管理、销售回款增加叠加其主要营收和毛利增加，净现金流开始增长，截至 2024 年，公司经营活动现金流净额 8.85 亿元；从 2019 年到 2024 年，公司现金流复合增长率为 12.36%，继续保持高质量盈利。

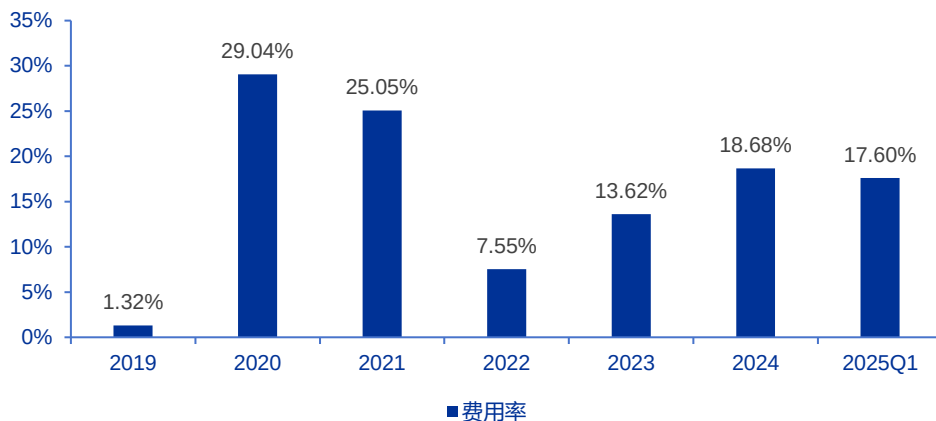
图 10：2019-2025Q1 公司经营净现金流



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司控制成本良好，但 2024 年，受新能源业务拓展而导致公司期间费用率有所上升。2022 年至 2023 年间，公司的费用率分别下降至 7.55% 和 13.62%，表明公司在成本控制方面取得了良好的成效，经营效率得到了有效提升。但 2024 年，公司期间费用率上升至 18.68%，主要是受新能源业务拓展而导致所需费用上升。

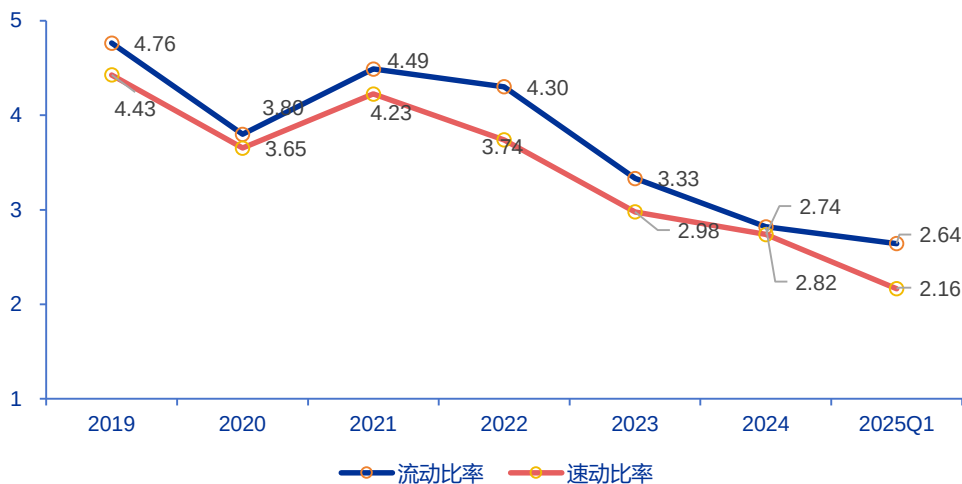
图 11：2019-2025Q1 公司期间费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司的流动比率与速动比率整体保持较高水平。2019 年到 2024 年，公司的流动比率和速动比率保持较高水平，虽然整个趋势呈下降状态，主要是因为公司拓展海外销售渠道所致，但到 2024 年，公司流动比率和速动比率均在 2.7 以上。

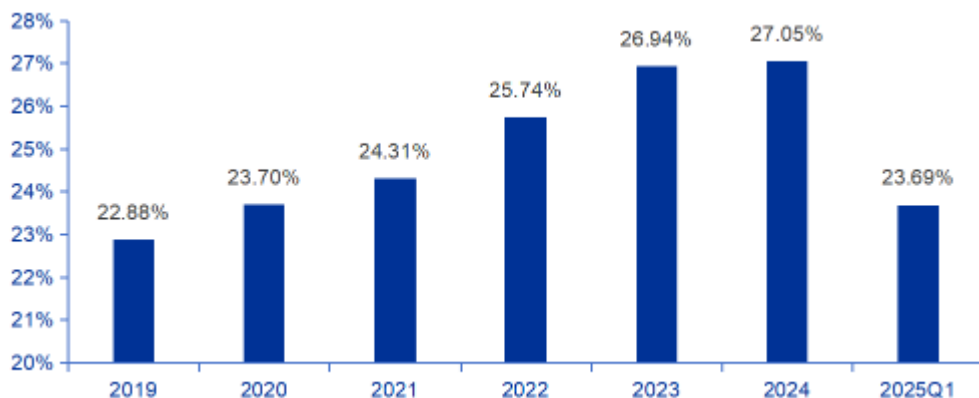
图 12：2019-2025Q1 公司流动比率及速动比率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司负债率较低，2019-2024 年期间，公司的资产负债率均低于 30%，风险控制良好。由于短期借款和应付账款的增加，同时公司在融资策略上进行了调整，以适应市场环境和自身的资金需求。2019-2024 年期间，公司的资产负债率从 22.88% 上升到 27.05%，但公司的资产负债率仍始终保持在可控范围。

图 13：2019-2025Q1 公司资产负债率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.电表：应用广泛 智能化带来降本增效+安全升级

2.1 电表是电力管理和能源利用的基础

电表按工作原理和结构可以分为多种类型，主要包括机械式电表、电子电表、智能电表等。其中，机械式电表通过机械齿轮传动驱动计数来表示电功耗；电子电表则采用电子电路进行电能测量，具有更高的测量精度和较小的环境影响；智能电表则集成了更多的功能，如远程抄表、预付费、峰谷电价等，能够更好地满足现代电力系统的需求。

图 14：各类电表图



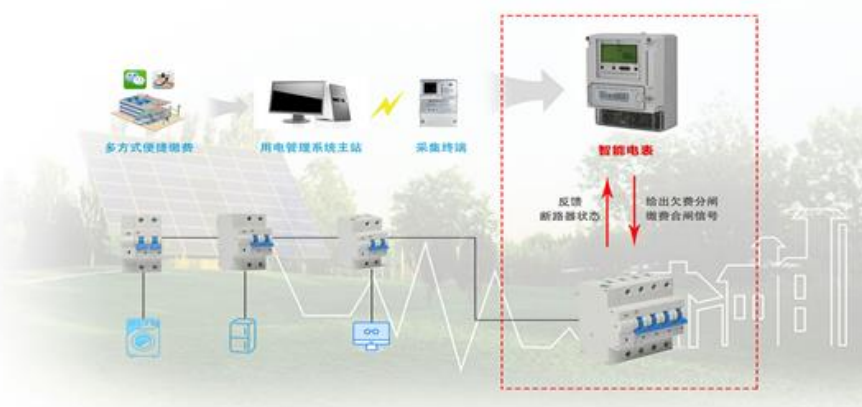
资料来源：亿玛信诺官网，申万宏源研究

电表在现代社会中发挥着多重关键作用，其功能和作用相互交织，共同构成了电力管理和能源利用的重要基础。首先，电表的核心功能是计量作用，它能够精确无误地记录用户在指定时间段内的电能消耗量，为电力公司和用户双方提供精准的电量数据。其次，电表还具备强大的监测功能，通过实时采集并处理电表的各项数据，电力部门能够迅速捕捉到电力系统中的异常情况。再者，电表的节能作用不容忽视，用户通过定期查看电表数据，可以清晰地了解自己的用电习惯和电能消耗情况，进而识别出高能耗的设备和时段，从而采取有针对性的节能措施。此外，电表还为电力公司的管理工作提供了有力支持，电力公司可以基于电表提供的数据，进行深入的用电负荷分析和电力需求侧管理，优化电力资源

配置，提高电力系统的运行效率和稳定性。随着智能电网技术的不断发展，智能电表已经逐渐普及，这类电表不仅具备传统电表的所有功能，还实现了远程自动抄表功能。综上，电表在现代社会中的作用和功能日益凸显，它不仅是电力交易的基石，更是保障电网安全、促进节能减排、提高电力管理水平的重要工具。

电表的应用场景极为广泛，深入到了社会生活的每一个角落。从智能楼宇到家庭日常，从工业生产到商业运营，再到公共设施与农业领域，乃至新兴的分布式能源系统，电表都扮演着不可或缺的角色。在智能楼宇中，电表作为关键计量设备，助力优化能源管理，提升能效；在家庭用电中，电表详尽记录了每一度电的分配与消耗情况，全面涵盖了从各类家用电器到日常照明等所有用电环节，确保用电数据的全面性与准确性；工业和商业领域，电表则成为节能减排、成本控制的重要工具；在公共设施的运行与管理中，对于路灯照明、交通信号系统等关键领域的电力监控，同样高度依赖于电表的精准计量能力；农业方面，电表确保灌溉与温室设备电力使用的合理与高效；而在分布式能源系统中，电表更是成为能源流动与分配的“指挥官”，优化能源利用，推动绿色能源的发展。

图 15：电表应用图



资料来源：知网，申万宏源研究

2.2 智能电表推动降本增效+安全升级

在电力管理领域，更换新的智能电表成为了推动能效提升、降低成本、确保电力安全的重要举措。这些智能电表不仅实现了自动计表，极大地减少了人工抄表的繁琐与误差，还通过先进的防偷电技术，有效遏制了电力资源的非法流失，保障了电力供应的公平与正义。从智能楼宇到家庭，从工业车间到商业区，再到农业区和城市公共设施，智能电表的普及正引领着一场电力管理革命，让我们的生活更加便捷、高效、安全。

表 2：普通电表与智能电表区别

项目	普通电表	智能电表
----	------	------

功能	仅包括基本的单向电能量计量功能	除了具备电能量的计量功能以外，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、防窃电、事件记录、负荷记录、故障自检和主动上报等智能化的功能；最新一代的智能电表还可以实现功能的远程升级
计量准确度、灵敏度和量程	使用感应式计量，准确度低、灵敏度低，量程窄	电子计量，准确度高、灵敏度高，量程宽
超标、费控和维护方式	人工抄表、人工催费、人工定期巡检	自动抄表、自动费控、故障自动上报+远程诊断
产品功耗	高，使用感应式计量，电能表自身功耗较高	低，使用电子式计量和低功耗芯片技术，自身功耗较低
应用领域	多用于传统居民和小型工业用电领域，已逐步被智能电表淘汰	广泛用于发电、变电、配电和用电等各种需要电能量计量和监测的应用领域，双向计量功能可支持新能源接入
生产自动化程度	低，需要手工硬件校表，生产工艺繁琐，自动化程度低	使用 SMT 贴片和自动化软件校表技术等现代设计，适合自动化生产流水

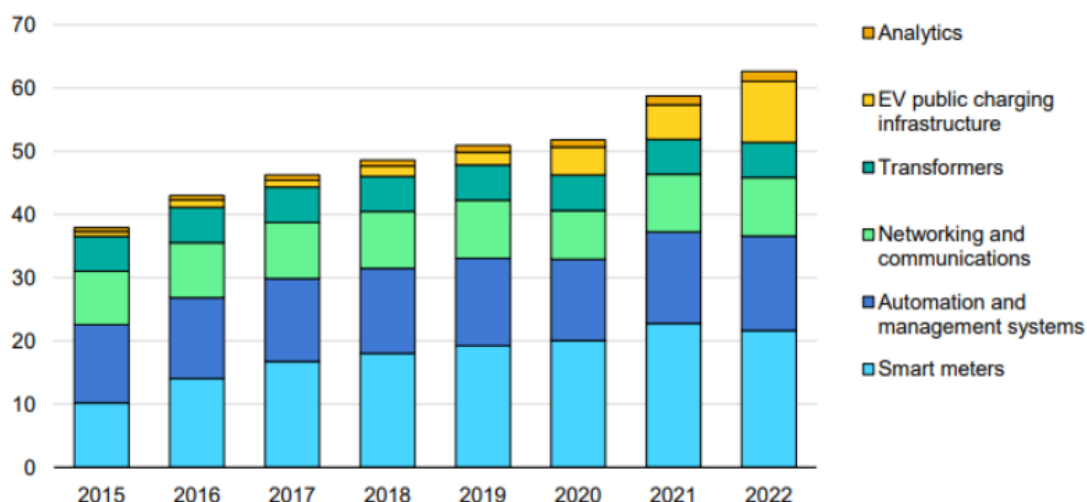
资料来源：知网，申万宏源研究

2.3 全球化视角下智能电表发展总体概况

2.3.1 全球智能电表的投资额

全球智能电表数量虽保持增长趋势，但增速略有放缓，投资额显著提升为市场扩展提供了助力。根据 Mordor Intelligence（该机构专注于市场研究和行业报告发布。它为不同行业提供研究报告，涉及领域广泛，包括制造、消费品、医疗保健、金融、能源、化工和材料等。）的数据，就出货量而言，智能电表市场规模预计将从 2024 年的 1.6219 亿台增长到 2029 年的 2.3624 亿台，预测期内（2024-2029 年）复合年增长率为 7.81%。预计随着新兴市场智能化需求的释放，智能电表的增长速度将出现回升。同时，全球智能电表的投资额持续攀升，2021 年和 2022 年都超过 200 亿美元。发达国家逐渐进入第二代智能电表的更替周期，而新兴市场则开始大规模推行智能电表项目，整体行业前景向好。

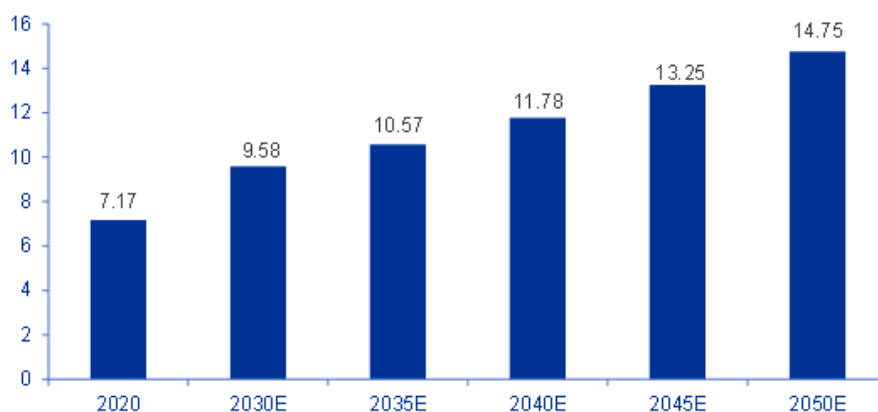
图 16：全球智能电表投资额（十亿美元）



资料来源：IEA（国际能源署组织），申万宏源研究

根据美国能源信息署（EIA）的预测，未来三十年全球发电量预计将翻一番以上，电力需求旺盛。2020 年，全球的发电装机容量为 7.17 太瓦，到 2050 年将达到约 14.75 太瓦，这显示出强劲的电力需求。随着全球电力需求的持续增长，公用事业公司对管理和优化其能源分配网络的需求也在不断上升。因此，提供关于能源消耗的详细信息将帮助消费者识别减少能源使用和通过智能电表节省开支的机会，从而预计将推动全球智能电表的普及。

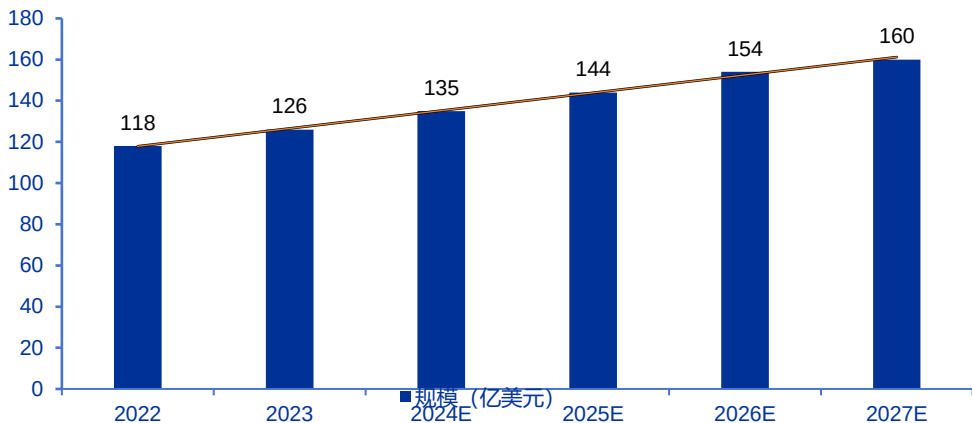
图 17：2020-2050 年全球预测发电能力(太瓦)



资料来源：EIA（美国能源情报署），申万宏源研究

全球智能电表市场正经历快速增长，预计在未来几年内将显著扩大。根据 Fortune business insights（财富商业洞察研究咨询机构）的统计，2023 年全球智能电表市场规模为 240.8 亿美元，预计 2024 年市场规模将达到 259.8 亿美元，到 2032 年将达到 515.6 亿美元，预测期内复合年增长率为 8.94%。智能电网是各国提高能源使用效率、推动绿色经济、应对环境气候变化重要举措，全球性大规模的智能电网建设为智能电表产品带来广阔的市场空间。根据 Research and Markets 和 Statista 数据，2022 年全球智能电表市场约为 118 亿美元，预计到 2027 年将达到 160 亿美元，年复合增长率为 6.28%。

图：预计 年全球智能电表市场需求规模达 亿美元

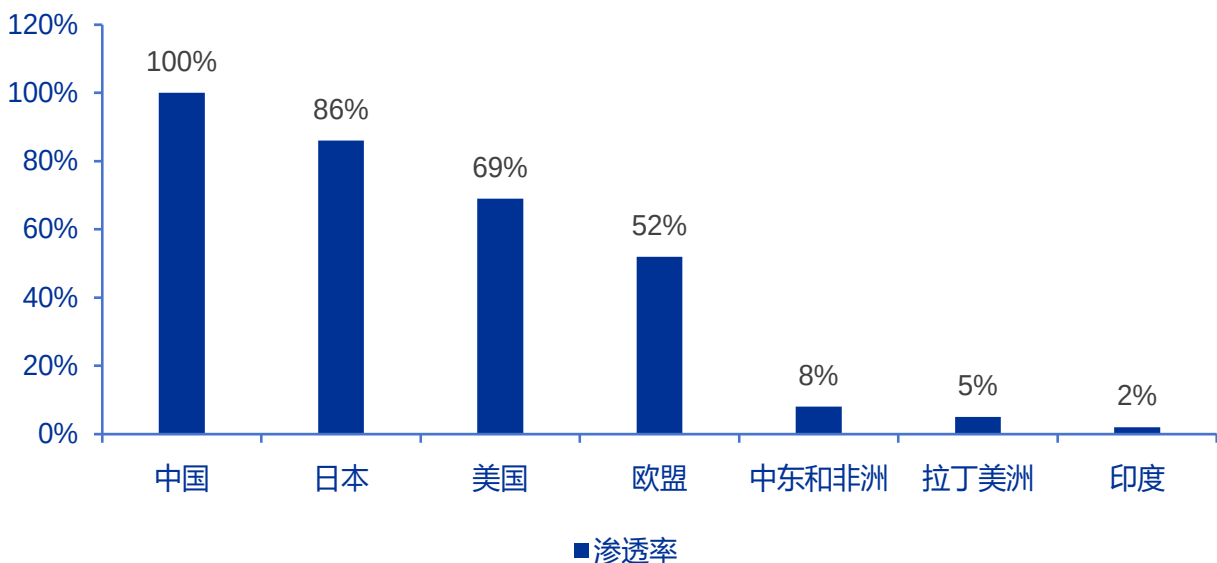


资料来源：Research and Markets（研究与市场机构），Statista（该机构是全球领先的研究型数据统计公司），申万宏源研究

2.3.2 各国家及地区的智能电表渗透率

伴随着技术进步和需求增长，全球智能电表市场正迅速扩展。智能电表的普及率在不同国家和地区之间存在显著差异。根据 Berg Insight 的数据，截至 2022 年末，在欧盟 27+3 国的电力用户中，超过 56% 的用户使用了智能电表，预计到 2028 年，智能电表用户将增长至 78% 左右。拉丁美洲的智能电表安装基数将以 21.7% 的复合年增长率增长，从 2022 年的 1170 万台增长到 2028 年的 3840 万台。在巴西和墨西哥，这一比例达到 70%。印度计划到 2026 年更换 2.5 亿个传统电表为智能预付费电表，同时，预计到 2029 年智能电表安装量达到 2.708 亿个单位。然而，由于预算限制、程序复杂性以及消费者对数据隐私的普遍担忧，一些地区的智能电表推广进展缓慢。

图 19：2022 年全球智能电表的渗透率



资料来源：Research and Markets（研究与市场机构），Statista（该机构是全球领先的研究型数据统计公司），申万宏源研究

发达地区的智能电表渗透率普遍较高。据 Mordor Intelligence（该机构专注于市场研究和行业报告发布。它为不同行业提供研究报告，涉及领域广泛，包括制造、消费品、医疗

保健、金融、能源、化工和材料等。)统计,大约 75%的美国家庭安装了智能电表,超过 82%的加拿大居民已经采用了智能电表。尽管美国和加拿大的渗透率存在差距,但未来将逐步持平。相比之下,欧洲各国的渗透率差异较大,意大利几乎实现全面覆盖,而德国市场尚在发展,土耳其的渗透率低于 10%。发达国家通过安装智能电表,不仅提升电网智能化程度,还能促进节能减排和电网公司成本控制。智能电表的双向通信和多样化功能极大增强了数据监测的有效性,助力可持续发展目标的实现。在此背景下,未来智能电表的渗透率将继续提升,带动电网行业的进一步变革。

表 3: 2021 年智能电表渗透率的预测

地区	国家	智能电表渗透率
拉美(从 2022 年的 6.2%增长到 2028 年的 191%)	哥斯达黎加	>50% (2035 年实现 100%的智能电表覆盖)
	乌拉圭	国有公用事业公司在全国范围内的推广工作已基本完成 (2024 年实现 100%的智能电表覆盖)
	巴西	0.06
	墨西哥	8%左右 (2028 年超过 18%的智能电表覆盖)
北美(从 2021 年的 73.5%增长到 2027 年的 93.2%)	美国	50-80% (2027 年实现 93%的智能电表覆盖)
	加拿大	80-100% (2027 年实现 93%的智能电表覆盖)
	意大利	约 100%
	法国	80-100%
欧洲(从 2021 年的 47%增长到 2027 年的 65%)	英国	50-80%
	德国	10-50%
	土耳其	0-10%
	南非	0-10%
非洲	南非	0-10%
大洋洲	新西兰	80-100%
	新加坡	10-50%
	澳大利亚	10-50%
	印尼	起步阶段
亚太(不含中国大陆, 从 2021 年的 4%增长到 2027 年的 32%)	泰国	起步阶段

资料来源: Berg Insight (贝格尔洞察), Landis + Gyr (兰吉尔机构), 申万宏源研究

新兴地区对智能电表的需求旺盛, 预计将在未来大规模增长。特别是在拉丁美洲, 普遍存在的能源盗窃问题导致高能源损失, 这一因素成为智能电表投资的重要推动力。亚太地区虽然整体处于起步阶段, 但预计将迅速增长到 2027 年的 32%, 南亚和东南亚等新兴市场贡献尤为显著。在拉美地区, 巴西和墨西哥是智能电表的主要市场, 其渗透率分别约为 5.7%和 8%。哥斯达黎加和乌拉圭由于较早进行智能电表的改造, 市场成熟度较高。频繁的窃电现象促使电力公司加大对智能电表的投入, 以降低线损。根据 Landis+ Gyr 的数据显示, 拉丁美洲智能电表的安装基数预计将以 21.7%的复合年增长率 (CAGR) 从 2022 年的 1170 万台增至 2028 年的 3840 万台。此外, 北美地区智能电表安装基数也将在未来六年内以 3.8%的 CAGR 增长, 从 2023 年的 1.459 亿台增至 2029 年的 1.829 亿台。

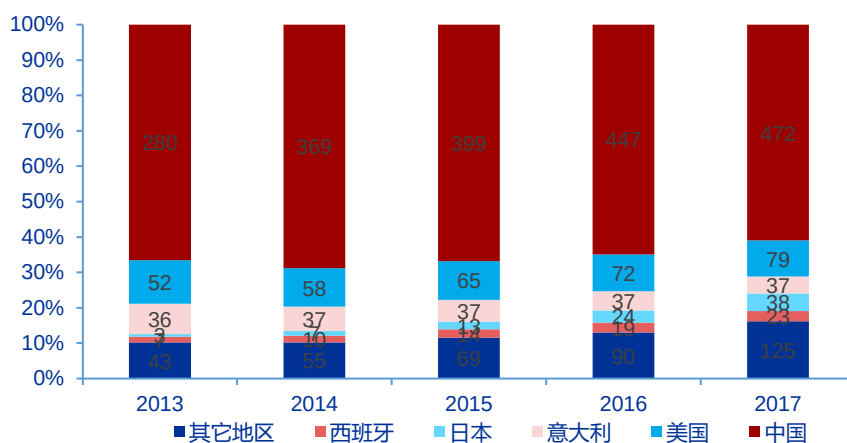
表 4: 代表性发展中国家和地区的智能化改造需求迫切

国家	智能化现状
哥伦比亚	2018年1月,哥伦比亚矿业和能源部制定了到2030年部署先进计量基础设施(AMI)的目标,覆盖城市中心95%的消费者单位和50%的农村单位,相当于1100万个单位。
巴西	AES Eletropaulo、Eketrobras、Cehpa、Lih等公用事业公司对智能电表进行试验,从试点项目到数百万电表的部署。尤其是Enel,该公司的目标是到2030年在全球所有子公司实现100%的智能电表覆盖率。巴西圣保罗国家输电公司提出打造巴西最大智能电网以遏制国内窃电问题。
墨西哥	拉丁美洲每年对电表的需求量在1600万到2700万台之间,其中巴西和墨西哥合计占70%以上。预计墨西哥的智能电表普及率预计增加到2028年的18%以上。
南非	随着电网现代化和减少输配电损失的日益努力,南非政府正在投资先进的计量基础设施,预计将推动AMI市场发展。
印尼、泰国	印度尼西亚和泰国的公用事业公司目前正处于大规模智能电表实施计划的起步阶段。在越南,国家公用事业公司多年来一直在推出基本的远程计量技术,其中包括最终过渡到更先进技术的愿景,
埃及	2018年非洲能源领域投资约1000亿美元,其中700亿美元投资于化石燃料,260亿美元投资于清洁能源、电网工程。

资料来源: Berg Insight (贝格尔洞察), 申万宏源研究

对发展中国家来说, 智能电表的普及有望减少线损, 提升电网公司的营收。智能电表的预付费功能可以有效阻止窃电行为, 从而减少电网公司的线损并增加电费收入。以巴西为例, 仅在2005-2013年间, 圣保罗的AES Eletropaulo公司因电力盗窃损失的价值就超过了3.8%。因此, 智能电表的推广不仅有助于提高能源管理效率, 也对电力公司的经济效益产生积极影响。

图 20: 2013-2017 年智能电表在主要市场的部署 (百万个)



资料来源: IEA (国际能源署), 申万宏源研究

相比于其他国家和地区, 中国的智能电表渗透率在全球处于领先地位, 目前已超过 90%, 在一些城市甚至接近 100%。这一成就得益于国家政策的积极推动及技术的不断创新。政府将智能电网建设纳入“十三五”规划, 出台了一系列支持政策, 包括财政补贴和标准制定, 鼓励地方电力公司加速智能电表的安装与替换。同时, 技术进步也为智能电表的发展提供了动力。中国企业在远程抄表、实时监控和负荷管理等技术上取得了显著突破。这些技术不仅提升了电力管理的效率, 也为用户带来了更加便捷的用电体验。随着物联网和大数据技术的发展, 智能电表的智能化程度持续提高, 用户可以通过手机应用实时监测用电情况, 优化用电行为。此外, 市场对智能电表的需求不断增长, 伴随经济的发展和电力需求的增

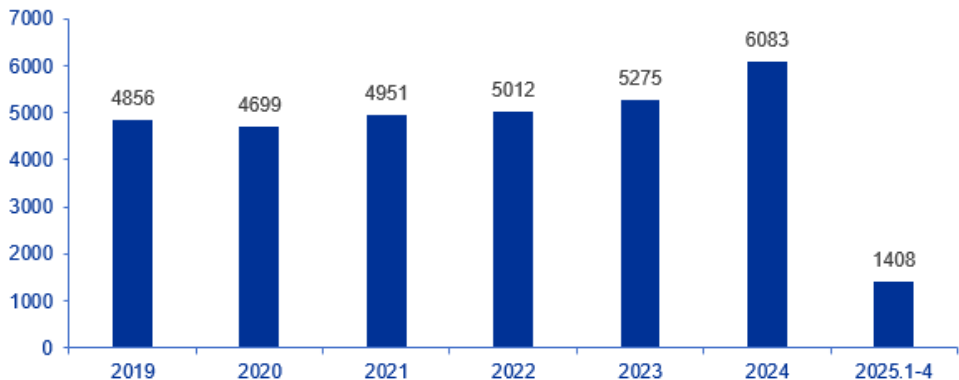
加，智能电表已成为提升电力供应效率和服务质量的重要工具。总之，中国在智能电表的应用普及方面为全球提供了成功的范例，促进了电力行业的可持续发展。

2.4 国内智能电表招标意愿良好

2.4.1 电力电网整体投资额持续增加，行业投资意愿较高

电力电网行业投资意愿较高，景气度较好。电网工程建设投资额和国家的电网投资额在 2020-2024 年期间持续上升，据中国电力知库和国家能源局的数据，2024 年国家的电网投资额达到 6083 亿元人民币，同比增长 15.32%。2025 年 1 月，国家电网表示将进一步扩大投资力度，预计 2025 年全年电网投资有望首次超 6500 亿元。

图 21：国家电网投资额（亿元人民币）



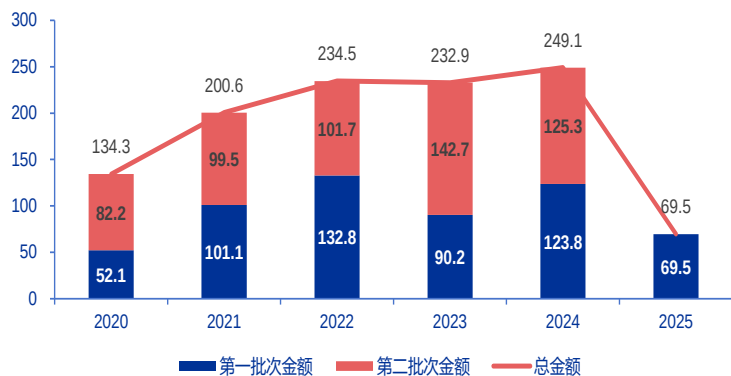
资料来源：中国电力知库，申万宏源研究

2.4.2 电能表招标规模大，具备较大市场潜力

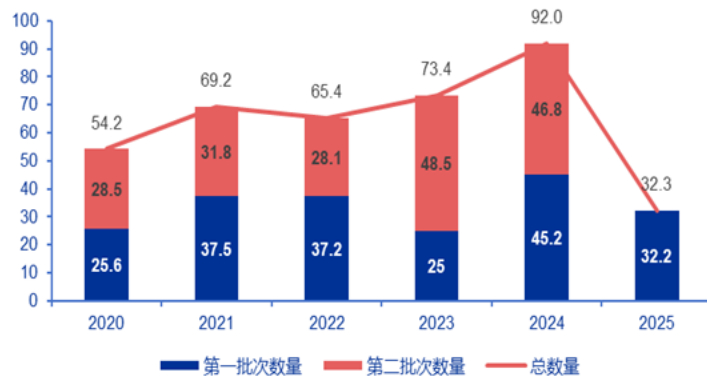
国家电网和南方电网的电能表招标情况显示出智能电表行业正处于不断发展和升级替换的阶段，电能表招标规模大，具有较大市场潜力，特别是国家电网的招标规模和招标金额较大。从整体上看，2020 年至 2024 年期间，国家电网的电能表招标金额和数量均呈现出不断增长的趋势。从招标金额上来看，2024 年国家电网的电能表招标金额较高，达到 249.1 亿元人民币，同比增长 6.96%，2025 年第一批电能表的招标金额达到 69.5 亿元人民币。从招标数量上来看，2024 年招标总数量突破 0.92 亿只的新高，同比增长 25.30%。

图 22：国家电网电能表招标金额及占比（亿元人民币）

图 23：国家电网电能表招标数量及占比（百万只）



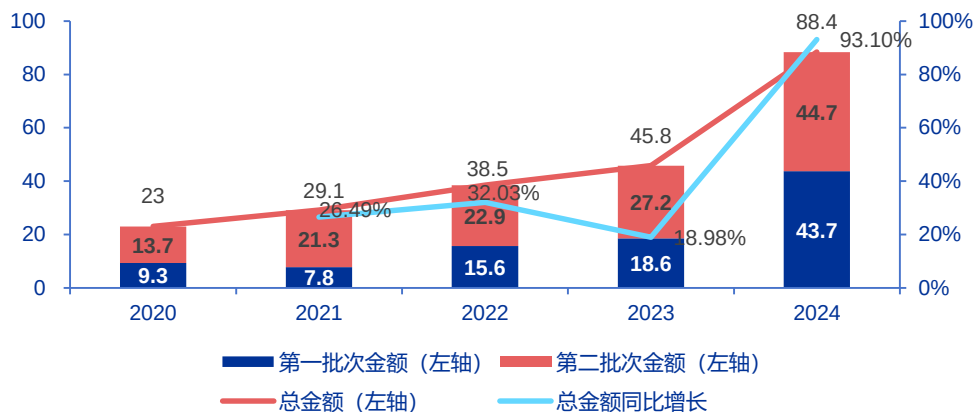
资料来源：国家电网，申万宏源研究



资料来源：国家电网，申万宏源研究

2020 年至 2024 年期间，南方电网的电能表招标金额也呈现出不断增长的趋势。其中，2022 年南方电网的电能表招标金额为 38.5 亿元人民币，同比增长 32.03%，2023 年南方电网的电能表招标金额突破 45.8 亿元人民币的新高，同比增长 18.98%。同时，2024 年南方电网的电能表招标金额突破新高，达到 88.4 亿元人民币，同比增长 93.10%。总体来看，南方电网的电能表招标金额呈现稳定的增长趋势，显示出较大的市场潜力和发展空间。

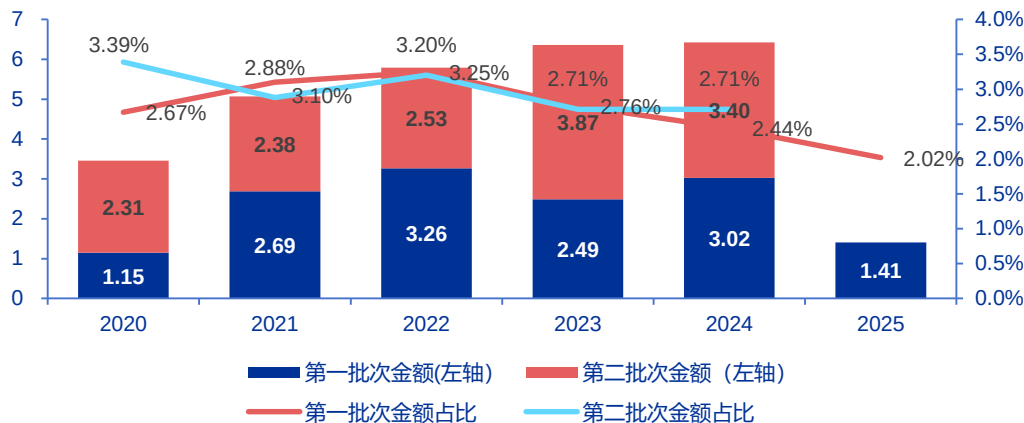
图 24：南方电网电能表招标金额（亿元人民币）



资料来源：南方电网，申万宏源研究

海兴电力在国网招标中的中标率稳定，招标金额和排名始终处于领先地位，公司在国内市场的竞争地位较为稳固。海兴电力在 2020 年至 2024 年期间，公司在国网的电能表招标中标金额呈增长趋势，从 2020 年的 3.46 亿元人民币增长至 2024 年的 6.42 亿元人民币，显示出公司在电能表市场的竞争力和业务规模逐年增强。在招标的金额占比方面，海兴电力在国家电网电能表招标中的占比相对稳定，每批次维持在 2.00% 至 3.50% 之间，表明公司在国家电网电能表招标市场中占有重要地位，且市场份额较为稳定。总体来看，海兴电力在电能表招标市场中表现稳健，在国内市场展现出良好的增长势头。

图 25：2020-2025 年海兴电力电能表中标金额（亿元人民币）及占比



资料来源：国家电网，申万宏源研究

2.4.3 国家政策持续优化，为智能电表发展注入动力

近年来，我国智能电表行业政策不断丰富，政策体系不断完善，推动了行业规范化发展。从 2021-2023 年期间，国务院和国家能源局等部门持续出台了各种规范类和支持类的相关文件和政策，涵盖了基础设施建设、新能源建设、规范规章制度等各个方面。其中，2021 年出台的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提到，要提高电力系统互补互济和智能调节能力。2023 年出台的《关于实施农村电网巩固提升工程的指导意见》中强调，要促进农村地区电能替代持续推进，电气化水平稳步提升，电力自主保障能力逐步提升。总体来看，智能电表行业是我国电力信息化领域的重点行业，在国家政策的有效规范和鼓励支持之下，有利于为企业的经营发展提供良好的机遇，提升智能电表行业整体的竞争力，引导行业内企业持续健康发展。

表 5：我国对智能电表的政策支持

年份	政策	内容
2023 年	《国家能源局关于加强电力可靠性管理工作的意见》	电力企业要建立重要电力设备分级管理制度，构建设备标准化管理流程，打通上下游信息共享渠道，强化设备缺陷特别是家族性缺陷的排查治理，建立电力企业在设备选型、监造、安装调试、检修维护、退役等环节的全寿命周期管理机制。
2023 年	《关于实施农村电网巩固提升工程的指导意见》	到 2025 年，农村电网网架结构更加坚强，装备水平不断提升，数字化、智能化发展初见成效。东部地区农村电网供电可靠率、综合电压合格率、户均配变容量分别不低于 99.94%、99.9%、3.5 千伏安，中西部和东北地区分别不低于 99.85%、99.2%、2.3 千伏安。
2023 年	《国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》	大力推广应用智能充电基础设施，积极推动配电网智能化改造，加强电动汽车与电网能量互动，加快推进快速充换电、大功率充电、智能有序充电、无线充电、光储充协同控制等技术研究，持续优化电动汽车电池技术性能。
2023 年	《国家能源局关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》	发挥智能电网延伸拓展能源网络潜能，推动形成能源智能调控体系，提升资源精准高效配置水平。
2022 年	《2022 年能源工作指导意见》	优化完善电网主网架，在关键节点布局电网侧储能提升省间电力互补互济水平，鼓励用户投资建设以消纳新能源为主的智能微电网。
2022 年	关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见	推进大型风光电基地及其配套调节性电源规划建设，加强抽水蓄能电站建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力。

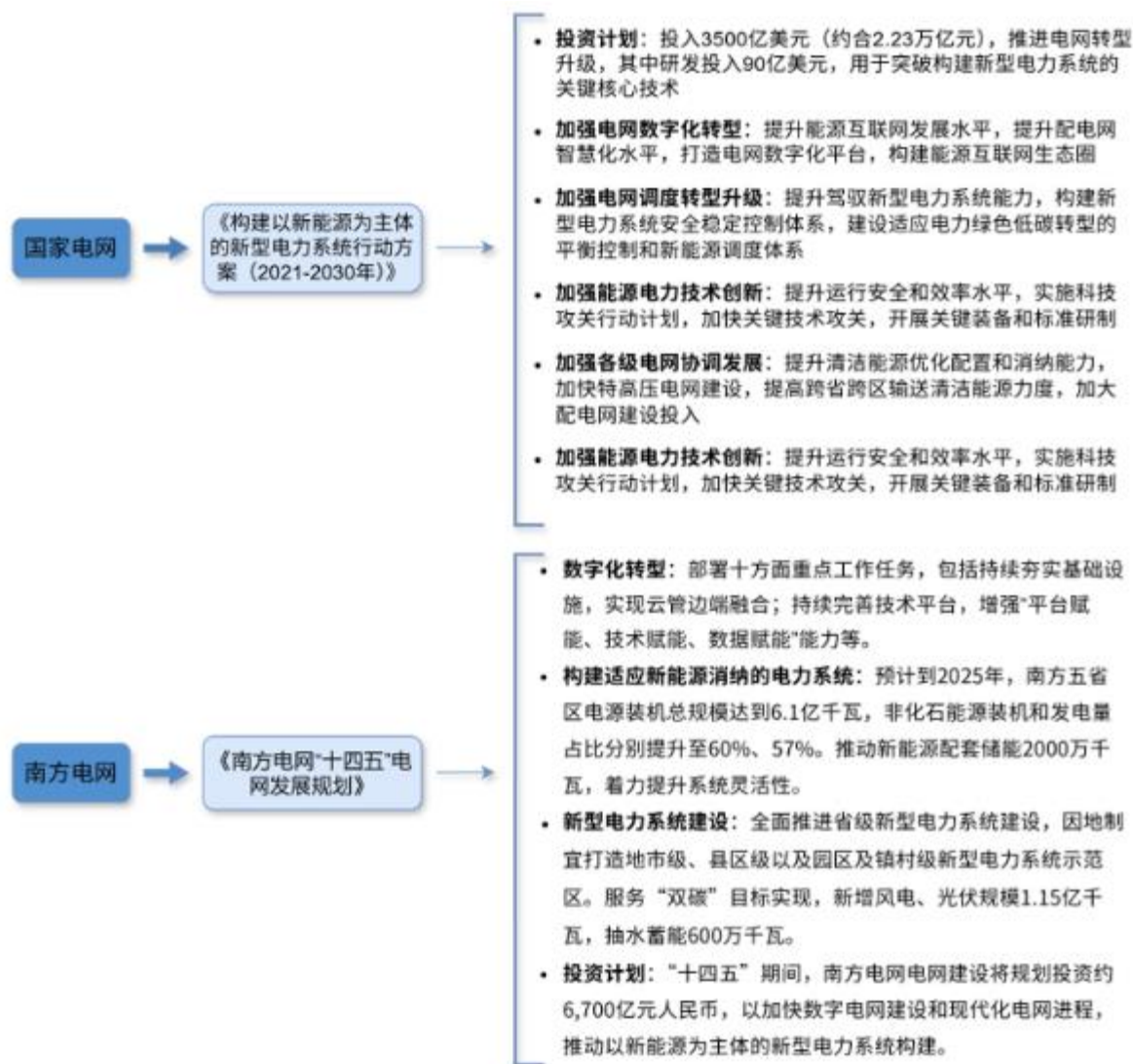
2022 年	《“十四五”现代能源体系规划》	以电网为基础平台，增强电力系统资源优化配置能力，提升电网智能化水平，推动电网主动适应大规模集中式新能源和量大面广的分布式能源发展。
2021 年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	提高电力系统互补互济和智能调节能力，加强源网荷储衔接，提升清洁能源消纳和存储能力。推进煤电灵活性改造，加快抽水蓄能电站建设和新型储能技术规模化应用。
2021 年	《关于印发“十四五”推进农业农村现代化规划的通知》	实施农村电网巩固提升工程，因地制宜发展农村地区电供暖、生物质能源清洁供暖，加强煤炭清洁化利用，推进散煤替代。
2021 年	《智能光伏产业创新发展行动计划(2021-2025 年)》	鼓励建设工业绿色微电网。推动交通领域光伏电站及充电桩示范建设，在有条件的城镇和农村地区，统筹推进居民屋面智能光伏系统，推动有条件地区在农业设施棚顶安装太阳能组件发电。支持智能光伏在信息通信领域的示范应用。
2021 年	《2021 年能源工作指导意见》	加强电力应急调峰能力建设，积极推进新能源为主体的新型电力系统建设。大力发展非化石能源。2021 年风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到 11%左右。
2020 年	《关于建立健全清洁能源消纳长效机制的指导意见》	要持续完善电网主网架，补强电网建设短板，推进柔性直流、智能电网建设。
2020 年	《关于加强和规范电网规划投资管理工作的通知》	对于 110 千伏(66 千伏)及以上的输变电工程基建项目，规划应明确项目建设安排，对于 35 千伏及以下输变电工程等其他基建项目，应明确建设规模。对于各类技术改造项目，规划应明确技术改造目标和改造规模。
2020 年	《关于加快能源领域新型标准体系建设的指导意见》	深化能源标准化工作改革，在智慧能源、能源互联网、风电、太阳能、氢能等新兴领域，率先推进新型标准体系建设，发挥示范带动作用。

资料来源：前瞻产业研究院，中商产业研究院，申万宏源研究

2.4.4 南网、国网积极响应十四五规划，推动新型电力系统建设

回顾十四五期间，国家电网和南方电网都针对国家的十四五规划制定了相应的行动方案，助力我国的新型电力系统建设。国家电网以赋能美好生活、推动能源革命为己任，把构建新型电力系统、助力“双碳”目标作为重大战略任务，发布了构建新型电力系统的行动方案，出台了一系列务实举措。国家电网在 2021 年 9 月举办的 2021 能源电力转型国际论坛上表明“十四五”期间国家电网计划投入 3,500 亿美元(约合 2.23 万亿元人民币)，推进十四五电网转型升级。南方电网公司印发了《南方电网“十四五”电网发展规划》，强调南方电网计划投入 6700 亿元，其中配电网规划建设达到 3200 亿元，推动以新能源为主体的新型电力系统构建，以加快数字电网建设和现代化电网进程。同时，明确了南方电网“十四五”电网发展总体架构，围绕支撑绿色低碳的清洁发电、建设安全高效的智能输电、建设灵活可靠的智能配电等领域提出了多项重点任务。

图 26：国家电网和南方电网针对十四五规划的行动方案

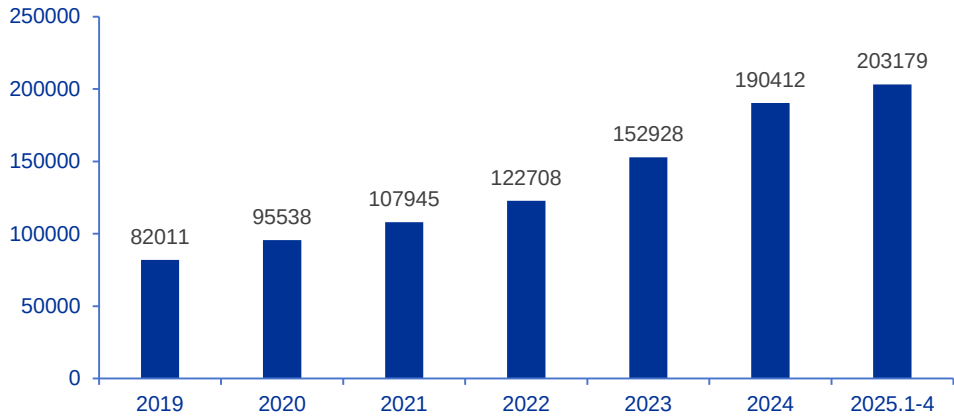


资料来源：国家电网，南方电网，申万宏源研究

2.4.5 新能源装机容量快速增长，新型电力系统建设不断深化

根据国家能源局数据，2019年至2024年以来，中国新能源发电装机容量持续不断增加，风电、太阳能发电等新能源发展势头强劲，为我国经济社会发展提供更绿色的动力。2024年，我国新能源发电装机容量达到19.04亿千瓦的新高。目前，我国已具备完备的新能源全产业链体系，新能源开发的建设成本不断下降，新能源的投资也明显加快。截止到2025年4月，新能源发电装机容量达到20.32亿千瓦。同时，国家能源局表示将进一步完善支持政策，鼓励多元主体参与新型电力系统投资建设，加强智能电网建设，加快构建统一电力市场，着力保障新能源产业链供应链安全，增强我国新型电力系统建设的活力，推动新型电力系统建设不断深化。

图 27：中国新能源发电装机容量（万千瓦）



资料来源：国家能源局，中国电力企业联合会，申万宏源研究

2.5 公司智能电表品种类丰富 且引领行业技术标准

2.5.1 智能电表产品种类涵盖广泛

海兴电力的产品种类丰富，涵盖多个电力领域，主要分为 AMI 智能表、智能预付费、关口表和 ANSI 圆表四大类。AMI 智能表是智能电网核心，能准确计量用电、监测电能质量。海兴智能电表集成灵活通信技术，支持远程数据上传、账单生成、拉合闸控制、固件升级和费率下发，降低运营成本，实现需求侧管理，同时帮助用户实时查看用电信息，促进节能减排。预付费电表先缴费后用电，有效减少电力公司坏账。海兴作为中国首家获得 STS 认证的公司，提供不同类型的预付费表，满足不同国家、不同类型客户的费控要求。海兴高精度表精度等级为 0.2 级，专用于发电站计量，变电站关口计量，馈线及边界计量，为电力交易、跨区域账目管理以及区域净用电量计量提供准确的电能量数据。智能圆表系列集成灵活的通信技术，支持互联互通，支持不同通信环境的应用，支持远程固件升级和费率下发，给电力公司的运维提供更多的便利。

表 6：海兴电力的产品介绍

产品类别	产品名称	产品型号	产品介绍
IEC 表	三相直接式智能表	HXE310	HXE310 是一款三相直接式智能，带可插拔模块，按照 DLMS COSEM 开放标准协议设计。
	三相互感式智能表	HXF300	HXF300 是一款智能三相商业和工业电表，独特的 CT 或 CT / PT 连接，具有高精度测量和大容量存储功能，适用于所有间接测量项目。
	单相直接式智能表	HXE110	HXE110 是一款单相直接式智能电表，带可插拔通讯模块，内置继电器。
	单相智能预付费键盘表	HXE110-KP	HXE110-KP 是一款智能单相预付费居民键盘表，通过 STS 标准和独特的可插拔通信模块提供本地和远程读、写、充值等功能。

三相智能预付费键盘表	HXE310-KP	HXE310-KP 是一款智能三相预付费居民键盘表, 通过 STS 标准和不同的可插拔通信模块提供本地和远程读、写、充值等功能。
单回路分体式导轨表	HXP100DIP	HXP100DIP 是一款单相分体式预付费导轨表。紧凑的设计可实现快速高效安装。
双回路分体式导轨表	HXP100DII	HXP100DII 是一款单相双回路分体式预付费导轨表, 具有优秀的防窃电能力和防护等级。紧凑的设计可实现快速高效安装。
关口表	HXT300	HXT300 是一款智能三相电网 CT / PT 连接电表, 符合 IEC62053-22 标准, 支持 DLMS COSEM 开放协议, HXT300 具有 0.2s 级的计量精度等级, 为高精度等级系统设计。
ANSI 圆表	三相相智能圆表	HXS 支持 FM16S 和 FM9S 的三相智能 ANSI 圆表, 该电表的精度符合 ANSI C12.20 标准的 CA0.2。支持多种通信模块选配, 可接入 AMI 和 AMR 系统。
	单相智能圆表	HXS100-A 是支持 FM1S 和 FM2S 的单相智能 ANSI 圆表, 该电表的精度符合 ANSI C12.20 标准的 CA0.5。支持多种通信模块选配, 可接入 AMI 和 AMR 系统。
	单相普通圆表	HXS100 是支持 FM1S/FM2S /FM12S 的单相低成本 ANSI 圆表。它侧重于必要的功能和提供了一个较好的性价比。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据官网的产品中心显示，海兴电力智能表主要分为 IEC 表和 ANSI 圆表。在 IEC 表中，三相直接式智能表、三相互感式智能表和单相直接式智能表三种产品属于 AMI 智能表；单相智能预付费键盘表、三相智能预付费键盘表、单回路分体式导轨表和双回路分体式导轨表四种产品属于智能预付费电表；而关口表为海兴高精度表，只有一种。在 ANSI 圆表中，则分为三相相智能圆表、单相智能圆表和单相普通圆表三种。

2.5.2 海兴电力加入 Wi-SUN 联盟董事会

海兴电力是国内第一家搭建 Wi-SUNFAN 架构整体解决方案并获得相关认证的企业，已经拥有整套基于 Wi-SUNFAN 标准的能源物联网平台并具备了平台的研发、集成和运维能力。Wi-SUN 是一项越来越普及且广泛部署的工业网状网络标准，它以 IEEE802.15.4g 规范及其他 IEEE802 和 IETF 标准为基础，基于 IPv6 网络，具有低功耗、远程无线连接和多厂商互联互通的明显优势。该技术目前已广泛应用于北美、拉美、东南亚等区域的公共能源领域。海兴电力加入 Wi-SUN 联盟的董事会后，将加快 Wi-SUN 标准在全球的普及和推广。

图 28：海兴电力加入 Wi-SUN 联盟董事会

Wi-SUN Promoter Members



资料来源：海兴电力公司官网，申万宏源研究

WiFi 与 Wi-SUN 作为两种重要的无线通信技术,各自具备独特的技术基础与应用场景。

WiFi 基于 IEEE802.11 标准,以其高速率、高带宽和广泛覆盖的特点,在家庭、办公室等需要高速无线连接的环境中占据主导地位。而 Wi-SUN 作为一系列基于 IEEE802.15.4 标准的无线通信网络,虽通信速度相对较慢,却以成本低、通信距离长、低功耗和易于绕过障碍物等优势,广泛应用于智慧城市、能源管理中。在安全性与可靠性方面, WiFi 虽提供 WPA2、WPA3 等加密协议,但仍面临一定的安全风险;而 Wi-SUN 则通过时隙跳频技术、CCA 躲避机制等多种安全技术措施,实现了企业级级别的安全保障。在海兴电力的应用中, WiFi 技术可能用于智能电表的数据采集和传输、智能家居设备的互联等需要高速无线连接的设备或系统中;而 Wi-SUN 技术则广泛应用于智慧城市、能源管理等领域,实现智慧家电与智能电表之间的互联互通。

表 7: WiFi 与 Wi-SUN 的区别

类别	技术基础与标准	应用场景	安全性与可靠性	在海兴电力的应用
WI-FI	WiFi 是一种广泛使用的无线局域网技术,它基于 IEEE802.11 标准,主要使用 2.4GHz 和 5GHz 频段进行通信。WiFi 技术以其高速率、高带宽和广泛的覆盖范围而著称,适用于家庭、办公室等需要高速无线连接的环境。	WiFi 技术主要适用于需要高速无线连接的场景,如家庭上网、办公网络、公共场所的无线网络覆盖等。	虽然 WiFi 技术提供了一定程度的安全保障,如 WPA2、WPA3 等加密协议,但它主要是针对个人用户的,且可能面临更多的安全风险,如公共 Wi-Fi 网络的数据传输并不总是加密。	海兴电力可能将 WiFi 技术应用于需要高速无线连接的设备或系统中,如智能电表的数据采集和传输、智能家居设备的互联等。
WI-SUN	Wi-SUN 则是一系列基于 IEEE802.15.4 标准的标准无线通信网络的统称。Wi-SUN 技术使用 920MHz 等 sub-GHz 频段进行通信,虽然通信速度相对较慢,但具有成本低、通信距离长、低功耗、易于绕过障碍物和低功耗等优点。	Wi-SUN 技术则更适用于需要广域覆盖和自组织网络应用的领域,如智慧城市、能源管理等。	Wi-SUN 在开发时就充分考虑到了安全性,能够为用户带来企业级级别的安全保障。它采用了多种安全技术措施,如时隙跳频技术、CCA 躲避机制等,提高了模组之间通信的抗干扰能	海兴电力则将 Wi-SUN 技术广泛应用于智慧城市、能源管理等领域。例如,在智能电表及家庭智能能源管理领域, Wi-SUN 技术能够实现智慧家电与智能电表之间的互联互通;在电动汽车充电领域, Wi-SUN 技术通过网状网络实现出色的覆盖范围和弹性;在智慧城市公共设施方面, Wi-SUN

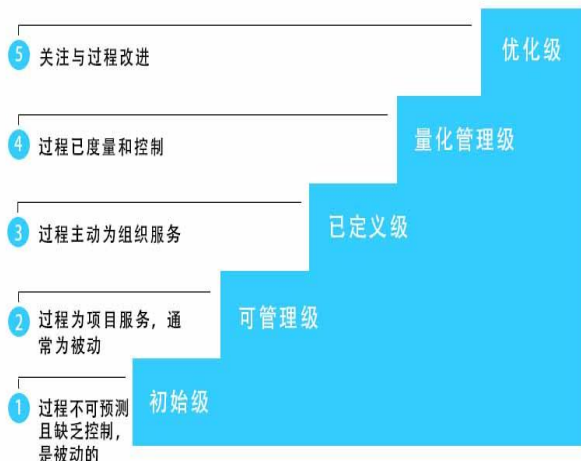
力,从而保证了网络的可靠性。技术能够使公共设施相互串联,实现互通性。

资料来源:公司公告, 知网, 申万宏源研究

2.5.3 海兴泽科通过 CMMI5 全球软件领域高级别认证

海兴电力全资子公司杭州海兴泽科信息技术有限公司获得全球高等级 CMMI5 级认证。这一国际认证的通过,标志着海兴泽科在软件研发的过程组织能力、技术研发能力、项目管理能力以及方案交付能力等达到了国际顶级水平。CMMI 代表着国际上先进的软件 engineering 方法,是衡量软件企业能力成熟度和项目管理水平的权威标准,也是当今世界软件能力成熟度难度大、级别高的认证。这一国际认证的通过,是海兴泽科发展历程中的又一重要里程碑,同时也展现了海兴泽科为客户提供更成熟、更高质量系统产品和解决方案的能力。

图 29: CMMI 的五个等级和基本特征



资料来源: 邦企信息, 申万宏源研究

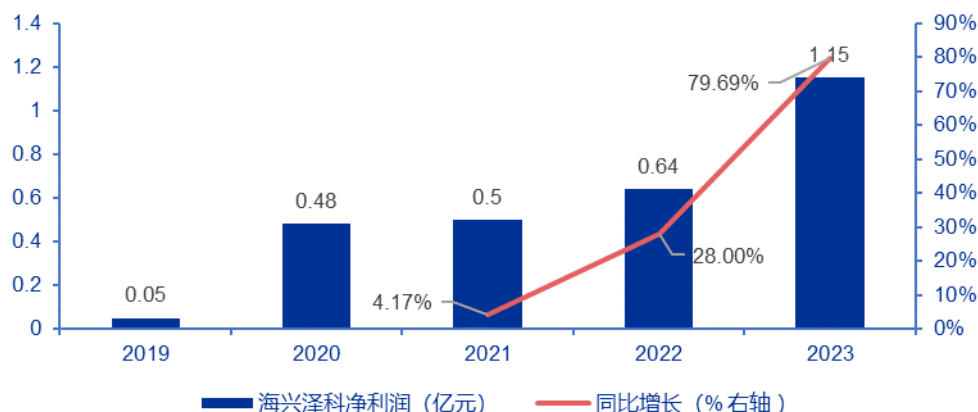
图 30: 海兴泽科的 CMMI5 认证



资料来源: 海兴电力公司官网, 申万宏源研究

海兴泽科凭借其在技术创新和市场拓展方面的努力,实现了净利润的快速增长,2023 年净利润达 1.15 亿元,同比增长 79.69%。近几年,海兴泽科加大了研发投入,推出了一系列新产品,提升了市场竞争力。公司在智能制造和自动化设备领域的创新,使其在行业内占据了领先地位,满足了日益增长的市场需求。此外,海兴泽科优化了生产流程,提高了生产效率,降低了运营成本。这一系列措施不仅提高了利润空间,也增强了公司的整体盈利能力。

图 31: 海兴泽科 2019-2023 年净利润增长图



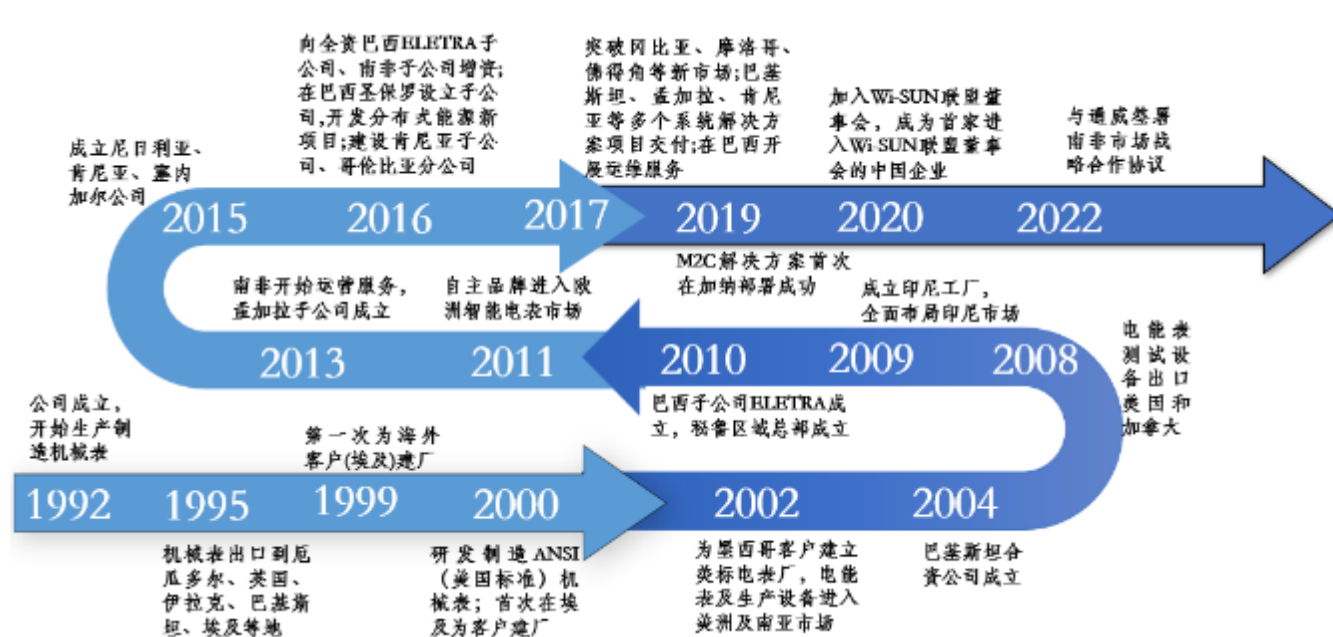
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.6 公司持续开拓海外市场，全球化领先发展

2.6.1 公司逐步走向全球化发展

公司始创于 1992 年,聚焦于能源转型,为全球 90 多个国家的民众提供智能产品和配用电解决方案。公司电表业务逐步走向全球化,1995 年出口到厄瓜多尔、英国、伊拉克、巴基斯坦、埃及等地。2002 年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。随后,公司逐步成立巴基斯坦合资公司,巴西、孟加拉、尼日利亚等子公司。2020 年,公司加入 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。

图 32：公司的出海历程

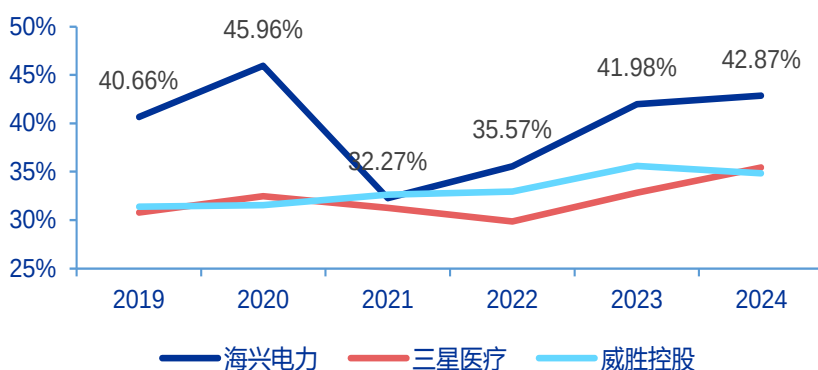


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.6.2 海外盈利能力持续增强，显著优于同行企业

相较于三星医疗和威胜控股两家同行业对比公司而言，2022-2024 年期间，海兴电力的海外业务毛利率呈现显著增长，公司海外业务的盈利能力优于同行可比公司平均水平。公司在 2019 年毛利率实现 40.66%，随后在 2020 年显著上升，达到 45.96% 的高峰。2021 年至 2024 年期间，公司的毛利率不断回升，2024 年毛利率达到 42.87%，实现海外业务毛利率的显著增加。其中，由于系统软件和解决方案在营收中的占比大幅提升，海兴电力 2024 年的智能用电业务收入同比增长 13.35%。同时，公司已在海外市场成功应用其软件产品于 130 多个项目，并积极推进全球供应链战略，切实贯彻海外本地化经营策略。

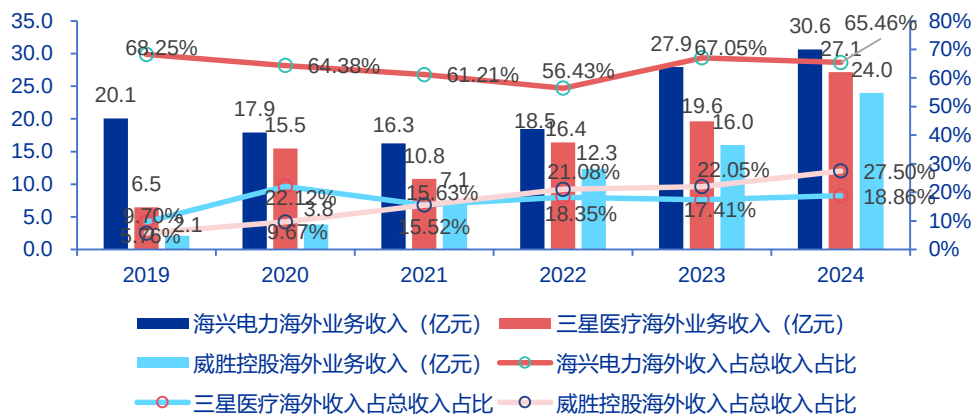
图 33：2019-2024 年海兴电力海外业务毛利率的同行对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

海兴电力在海外市场的表现突出，在智能配电、智能配用电和能源管理等领域积极拓展策略，推动海外业务的蓬勃发展。尽管由于 2021 年的疫情影响还有 2022 年因为俄乌地缘政治摩擦升级、原材料价格高涨、国际政治和经济环境复杂多变等原因，使得公司海外市场增长变缓，2019-2024 年期间，公司在海外市场的表现总体来看十分良好。近年来，公司的海外市场占比基本在 60% 以上，远高于同行业对比企业。公司自成立之初便进军国际市场，2024 年，公司的海外业务收入达到 30.62 亿元的高峰，在同行业的对比企业中表现突出。

图 34：2019-2024 年海兴电力海外业务收入（亿元）及海外收入占比的同行对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.6.3 公司已经完成海外渠道布局

海兴电力公司依托欧洲、非洲、拉美、中东、亚洲五大海外区域总部构建全球营销网络，产品销往全球 90 个多个国家和地区，其中有 46 个“一带一路”国家、6 个海外工厂、10 个区域总部和 6 个重点国家代表处。公司在海外市场布局的 6 大生产基地中，巴基斯坦、孟加拉、肯尼亚三地的生产基地为公司的海外合资工厂，巴西、印尼、南非三地的生产基地为公司的全资工厂。同时，公司在海外市场实施本土化战略，雇佣当地员工，规避贸易保护和贸易壁垒，形成了本地化的渠道优势。

图 35：公司全球布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1) 欧洲一直是海兴最重要的市场之一，海兴电力深耕欧洲市场多年。海兴电力在欧洲市场遵循“Your Partner of Energy Digital Transformation”的市场定位，坚持“本地交付”、“本地服务”、“成套供应”的经营理念。公司已在欧洲设立了 5 个区域总部和 2 个办事处，进一步强化了在欧洲的业务布局。公司的产品和技术已与欧美企业无差异，加上中国供应链成本优势，提高了在成熟西欧市场的竞争力。近年来，海兴电力通过制造能力数字化和自动化改善

了产品质量控制和成本,东欧市场接受度高,罗马尼亚电力公司供应超过 100 万只智能电表,并将继续推动智能电网升级解决方案。在欧洲市场,公司计划在罗马尼亚建设海外工厂,同时,公司正在开拓和抢占当地以及兰吉尔、爱创等企业的市场份额,并已在多个国家获得国家市场中标。作为欧洲能源行业最具影响力的展会: Enlit Europe,覆盖发电、输配电、智能电网、新能源、储能、智慧城市等全能源行业,海兴电力已连续参展 12 届。在 2023 年 11 月的欧洲展会上,海兴作为 Wi-SUN 联盟的中国董事会成员,与 Wi-SUN 联盟主席 Phil 先生共同探讨了 Wi-SUN 通讯发展和未来趋势。

2) 海兴一直立足全球化经营,积极响应国家“走出去”发展战略和“一带一路”倡议,在巴基斯坦、印尼和孟加拉等“一带一路”沿线国家推动当地电力基础设施建设。 2002 年,海兴与巴基斯坦合作伙伴一起成立了合资工厂 KBK,这是当时巴基斯坦表计行业第一家合资工厂,也是一家电子式电能表工厂。海兴当地子公司聘用本地员工超过 300 人,服务当地 10 个电力公司。如今,KBK 已经成为本地的行业标杆企业,年销售额上亿元。印尼是海上丝绸之路的重要枢纽,海兴 2009 年在印尼成立生产基地,从两条 SMT 贴片产线、波峰焊到组装和测试,建立了完整的生产线与本地供应链系统。年产能 240 万台电表,帮助印尼本地 300 多人实现就业。海兴印尼公司已经为印尼超过 1000 万用户提供了电表计量服务,并帮助印尼国家电力实施的电力预付费系统提供集中抄表、预付费管理和能源管理,方便用户使用,可 24 小时远程购电,有效防止拖欠电费问题,减少电力供应商的管理成本。在孟加拉,海兴与孟加拉西部配电公司合资建立国有公司“Bangladesh Smart Electrical Company Limited”(孟加拉智能电力设备有限公司)的合资企业。子公司聘用本地员工近 200 人,当地分包商安装工作人员 500 多人,服务当地 5 个主要电力局。

3) 2010 年 5 月,海兴电力在巴西投资建厂,成立 Eletra 电力股份有限公司,积极拓展巴西市场。根据巴西不同城市电力部门的需求,海兴 Eletra 陆续研发了高压计量、变压器监控系统、智能电表等一系列国际领先的配用电产品,来帮助改善长期困扰当地电力局的非技术性线损现象。自 2016 年以来,Eletra 已迅速成长为巴西最大的电表制造商之一,年产量超过 400 万只,稳居行业领先地位。该公司专注于研发和生产高质量的电表,满足巴西日益增长的智能计量需求。Eletra 不仅注重技术创新,还致力于为客户提供全面的服务解决方案,包括安装、维护和技术支持。这些努力使其在激烈的市场竞争中脱颖而出,赢得了多个大型项目的合同,为当地电力公司提供了先进的计量设备和管理系统。此外,Eletra 积极参与巴西电力市场的改革和现代化进程,通过与地方电力公司的合作,推动智能电网的发展,为客户提供更加高效和便捷的用电管理体验。这一切不仅提升了公司在巴西市场的影响力,也为当地电力行业的可持续发展做出了重要贡献。

4) 2015 年,海兴电力与肯尼亚电力公司 (KPLC) 签署了全国大用户智能计量改造项目。在炎热的旱季 4 月,海兴工作人员提前到达施工现场,开始用新型智能计量电表更换运行多年的老电能表,标志着项目的顺利推进。该项目旨在解决工商业用电大客户在准确计量、计费管理、异常监控、用电稽查和负荷管理等方面的问题,提供包括智能化计量设备、通信设备及全国性大用户智能用电管理系统的全面解决方案。对 KPLN 而言,大用户智能计量改造项目掌握了用户的需求,确保了计量数据的准确性,也更好地衡量供求关系。截至 2016 年 8 月,大用户智能计量改造项目已经为 KPLN 共节约了 2.67 万度电。如今智能计量电表

这张“大网”在肯尼亚越织越密，通过对智能电表数据采集、分析和挖掘，进行设备优化和提升，将产生更大的价值。

2.6.4 公司的国际认证资格

海兴电力的国际标准认证齐全，为其海外市场的拓展提供了强有力的支持。公司获得了多项国际认证，包括南非 STS 和 SABS 认证、南美 INTI 和 INDECOPI 认证、德国 PTB 认证、欧盟 MID 认证和美国 UL 认证、Zigbee 认证等。海兴电力是国内较早研发 ANSI 美国标准系列产品和欧洲智能电表标准的企业之一，同时也是我国智能电表行业中获得国际认证最多的公司。这些认证不仅赋予了海兴电力的智能电表出口的资格，还体现了其高品质和可靠性，为公司在国际市场的发展打下了坚实基础。

表 8：海兴电力获得多项国际认证

地区	认证
非洲	南非 STS 和 SABS 认证
南美洲	秘鲁 INACAL 认证，巴拉圭 INTN 认证，智利 SCF 认证，南美 INTI 和 INDECOPI 认证，巴西 INMETRO 认证，哥伦比亚 CIDET 认证，G3 载波认证
欧洲	荷兰 KEMA 认证，德国 PTB 认证，欧盟 MID、Euridis、DLMS 和 CE 认证
北美洲	美国 UL、Zigbee 认证

资料来源：公司公告，申万宏源研究

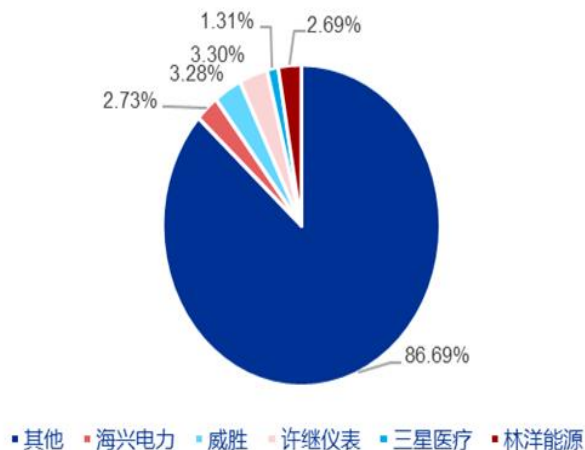
2017 年 8 月 16 日，海兴 Vending 系统成功通过 STS 认证测试取得 STS 证书。海兴积极参与国际 STS 标准的制定，旨在为全球工人的预付费系统建立开放标准，其 Vending 系统成功通过 STS 认证测试，成为国内首家符合最新 STS 标准的 Vending 系统制造商。这标志着海兴成为国内首家通过 STS 最新标准（STS531 Ed1.7 系列 / STS202-3/STS600-8 系列）的 Vending 系统厂家。在这个 STS 进行全方位标准提升的时期，海兴又一次证明了自己坚实的技术水平。海兴电力是国内第一家进入国际 STS 系统的企业，国内获得 STS 认证的企业还有正泰电器、华仪电气和国网电力科学研究院等。

2.6.5 国内中标实力强，公司市场份额稳定

海兴电力与国家电网的合作关系较为稳定，核心供应商地位稳固。在近三年的国网总部电能表招标中，海兴电力均为 TOP10 供应商。据中国仪器仪表行业协会官网数据，2023 年国网电能表招标的总中标金额为 232.86 亿元人民币，其中海兴电力中标金额约为 6.36 亿元人民币，占比 2.73%。同时，2024 年国网第一次电能表招标的总中标金额为 123.8 亿元人民币，海兴电力中标金额约为 3.02 亿元人民币，占比 2.44%；2024 年国网第二、三次电能表招标的总中标金额为 125.37 亿元人民币，其中海兴电力中标金额约为 3.40 亿元人民币，占比 2.71%。整体来看，海兴电力在国内市场中标实力较强，在的国网电能表招标

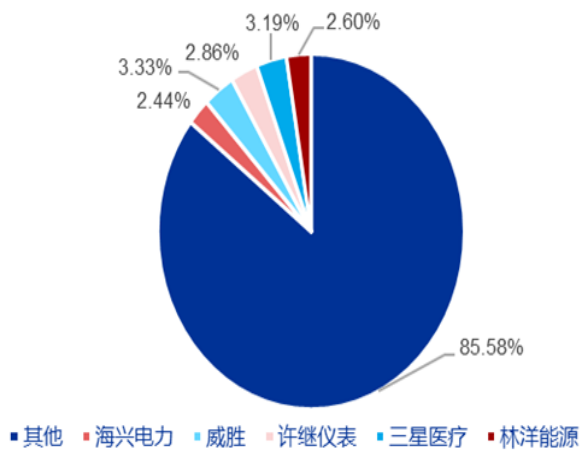
中排名前 10，市场份额稳定，与国家电网的合作关系稳固，并在技术和产品上具有一定优势，显示出公司在国网招标中的竞争力。

图 36：国网 2023 年全年电能表中标金额占比



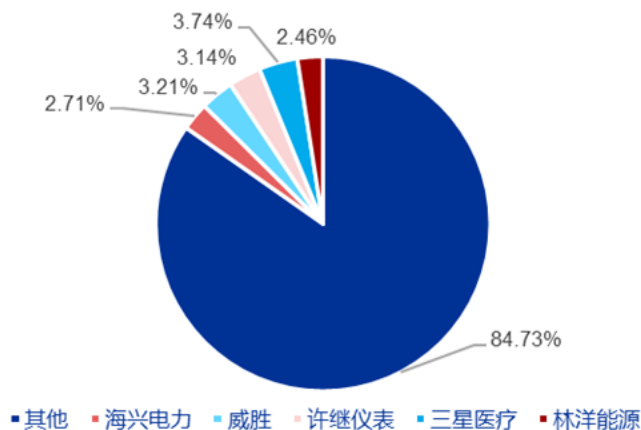
资料来源：中国仪器仪表行业协会官网，申万宏源研究

图 37：国网 2024 年第一次电能表中标金额占比



资料来源：中国仪器仪表行业协会官网，申万宏源研究

图 38：国网 2024 年第二次+第三次电能表中标金额占比

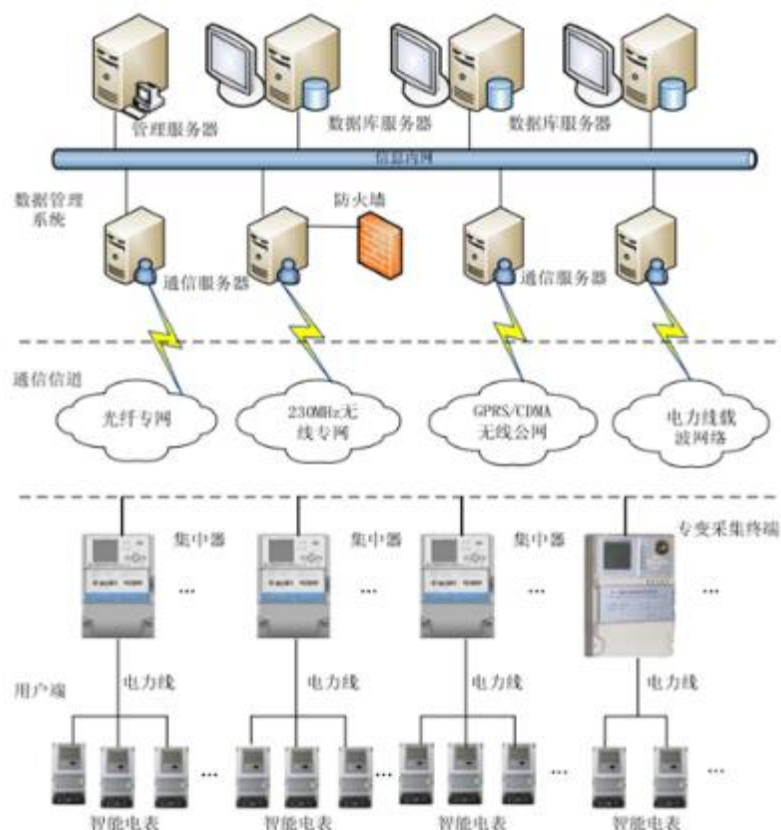


资料来源：中国仪器仪表行业协会官网，申万宏源研究

2.7 海外用户倾向 AMI 解决方案

AMI（即高级量测体系）让消费者能及时了解电网的相关信息，实现电力用户和电网公司之间的双向通信。作为智能电网的四大技术支撑之一，高级量测体系通过利用双向通信网络和存放有电力用户详细的用电信息的智能电表，定期的获取电力用户的用电相关信息，同时电力部门通过高级量测体系向电力用户侧的智能电表发布实时的电网相关信息，如分时电价、峰谷电价以及欠费告警信息等，使电力用户能够及时了解到电网的优惠电价信息。高级量测体系采用双向通信网络把采集的用户用电信息实时地从智能电表传送到量测数据管理中心，然后通过特定的数据分析工具对电力用户的用电数据进行处理并加以存储，以便分析电力用户的消费特性、负荷分布状况等。

图 39：AMI 系统结构



资料来源：周旭坤《基于 IEC61850 标准的 AMI 系统通信技术研究》，申万宏源研究

智能电网较为复杂化，国内外 AMI 体系正在建立。近年来，新能源行业发展速度较快，而新能源发电也提升了电网的复杂程度，在用电计量、峰荷管理，管理费用控制等方面也更加复杂化，而使用 AMI 体系增加了电力公司对智能电网的管理能力，在费用等方面都可以进行节省。AMI 为客户提供完整的计量解决方案，从表计、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完整解决方案，并保障用户投资的连续性。

表 9：AMI 的优越性和功能

AMI 的优越性和功能

用户可以了解实施的电价、电能信息。提高了用户参与电网运行的主动性。

为装设分布式电源和储能装置的用户提供了接入电力市场的平台。同时，为电力公司合理引导其运行，改善潮流分布提供了方便。

通过量测信息帮助电力公司进行设备使用情况评价，优化其运行状态，延长设备使用寿命。

进行窃电检测、故障检测和电能质量管理，实现电网自愈。

向用户提供分时电价等需求响应政策信息，引导其主动参与，有利于电网“削峰填谷”，同时结合 GSL 算法的计算方法对该过程进行监控与相应，促进电网平稳运行。

资料来源：董科成等《高级量测体系 AMI 的应用研究》，申万宏源研究

智能电表 (AMI) 和传统电表 (AMR) 在功能和技术上等方面存在显著差异。首先，智能电表能够实现实时数据传输和双向通信，用户及电力公司可以实时监控用电情况，优化电力管理；而传统电表主要依赖人工抄表，数据更新滞后，缺乏互动性。其次，智能电表具备远程控制功能，能够实现远程断电和恢复，提升用电安全性和管理效率，而传统电表则无法实现这些功能。因此，智能电表在能源管理和用户体验方面更具优势。

表 10：智能电表(AMI)和传统电表(AMR)的区别

智能电表(AMI)和传统电表(AMR)的区别		
项目	普通电表	智能电表
功能	仅包括基本的单向电能计量功能	除了具备电能的计量功能以外，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、防窃电、事件记录、负荷记录、故障自检和主动上报等智能化的功能，最新一代的智能电表还可以实现功能的远程升级。
计量准确度、灵敏度和量程	使用感应式计量，准确度低、灵敏度低，量程窄	电子计量，准确度高、灵敏度高，量程宽
超标、费控和维护方式	人工抄表、人工催费、人工定期巡检	自动抄表、自动费控、故障自动上报+远程诊断
产品功耗	高，使用感应式计量，电表自身功耗较高	低，使用电子式计量和低功耗芯片技术，自身功耗较低
应用领域	多用于传统居民和小型工业用电领域，已逐步被智能电表淘汰	广泛用于发电、变电、配电和用电等各种需要电能计量和监测的应用领域，双向计量功能可支持新能源接入
生产自动化程度	低，需要手工硬件校表，工艺繁琐，自动化程度低	使用 SMT 贴片和自动化软件校表技术等现代设计，适合自动化生产流水线

资料来源：北京煜邦电力技术股份有限公司招股说明书，申万宏源研究

2.7.1 海兴电力具备的 AMI 解决方案的能力

公司具备提供 AMI 解决方案的能力，能够根据客户的具体需求进行定制化服务。海兴物联网的方案涵盖多种混合组网通信方式，并提供统一的物联网终端接入管理平台，以满足不同电力公司用户的 AMI 供电一体化需求。2015 年，海兴在塔吉克斯坦成功上线 AMI&BILLING 系统，为客户提供了全面覆盖各业务环节的解决方案；2017 年，面对当地严重的偷电问题，海兴在洪都拉斯实施了首个大用户智能计量项目，通过完善的 AMI 系统功能进行部署；2018 年，在南非，海兴利用先进的 Vending 系统和预付费电表，设计了符合当地需求的资费策略和售电渠道。同年，海兴电力在巴西成功中标 AMI 智能抄表系统项目。随后在 2019 年的哥伦比亚展览会，海兴电力表示 AMI 关注高级计量和通讯架构，是海兴最核心的解决方案。2023 年的欧洲 Enlit 电力能源展，公司表示，海兴 AMI 解决方案旨在实现电力系统的远程监控、数据采集和能源管理，提倡 “The Saved Energy is the Best Green Energy”。

表 11：AMI 解决方案

时间	地点	AMI 解决方案
年	塔吉克斯坦	海兴于塔吉克斯坦正式上线 AMI&BILLING 系统，为客户提供了一套覆盖业务所有环节的解决方案

2017 年	洪都拉斯	海兴基于当地偷电窃电现象严重的背景，通过完善的 AMI 系统功能部署洪都拉斯首个大用户智能计量项目
2018 年	南非	南非海兴基于先进的 Vending 系统和预付费 电表的整套 AMI，设计符合本地需求的资费策略和售电渠道
2018 年	巴西	巴西地区部成功中标 ELEKTRO 电力局首个商用 AMI 项目，金额超过 5000 万人民币，且在持续扩容。这是巴西国家电力能源机构 Aneel 将智能表、抄表通信系统、管理平台纳入监管资产范围后的首个 AMI 智能抄表系统项目。
2019 年	哥伦比亚展览会	AMI 关注高级计量和通讯架构，是海兴最核心的解决方案。整个解决方案基于 IPV6 的 Wi-Sun 通讯架构和基于 IoT 的系统软件平台，包含了设备层，通讯层和系统层。设备层适用于不同的应用场景，完整覆盖关口计量、大型工商业用户、中小型工商业用户与居民用户。该架构支持水表，电表，气表和热表，为海兴其它解决方案提供平台与服务。
2023 年	欧洲 Enlit 电力能源展	海兴 AMI 解决方案，旨在实现电力系统的远程监控、数据采集和能源管理，提倡 “The Saved Energy is the Best Green Energy”。此方案不仅提高了电力系统的运行效率和可靠性，同时降低了能源损耗和管理成本。通过海兴 AMI 解决方案，电力公司可以实现精准的用电数据监控和计量，为用户提供个性化的能源管理服务，同时实现对电网负载、故障和异常的快速响应和处理。海兴 AMI 解决方案及计量产品，能够被第三方系统集成或集成第三方设备，极大提升了方案兼容性。海兴 AMI 解决方案对于提升能源利用效率、减少能源浪费、改善供电质量以及推动智能电网建设具有重要的价值和意义。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

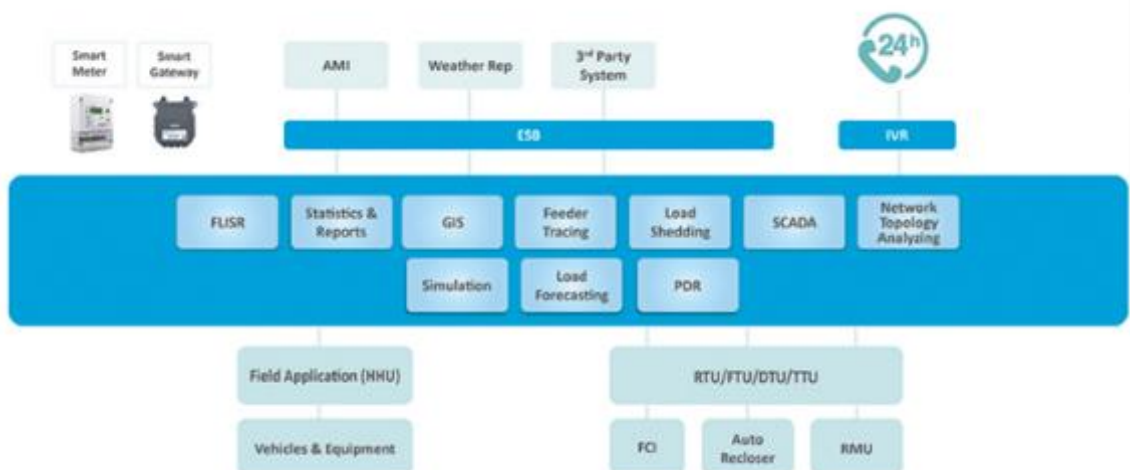
2024 年，公司推出新一代智能电表、多形态双模通信产品、智慧能源管理一体化解决方案，成功落地多个 AMI、STS2.0 预付费项目，解决方案的营收占比超过 60%。同时，公司在智能计量领域进行业务延伸，在水、气计量产品和 AMI 系统解决方案 领域取得新的突破，并持续获取订单。

3. 公司智能配电业务稳步发展

3.1 公司配网业务稳扎稳打

海兴电力公司作为一家致力于电力行业发展的企业，在配网业务方面具有较强的技术实力和丰富的运营经验。公司主要负责电力配网系统的建设、维护及优化，涵盖了从低压到高压配电网络的各类项目。通过引入先进的自动化控制技术和智能化设备，海兴电力不断提升配电系统的可靠性与智能化水平，提高了电力供应的稳定性和安全性。同时，公司注重配网设备的更新与改造，积极推动智慧能源解决方案的应用，以应对现代化城市及工业区对电力供应的高标准需求。通过这些努力，海兴电力在区域配网市场上积累了良好的口碑，保障了用户的用电需求并推动了当地经济的可持续发展。

图 40：智能配电管理



资料来源：中国能源产业发展网，申万宏源研究

南京海兴电网荣获国家级专精特新“小巨人”企业称号。国家级专精特新“小巨人”企业，是优质中小企业的核心力量，长期专注于细分市场，创新能力强、市场占有率高、掌握关键核心技术、质量效益优良，是产业链供应链的关键环节。2024年9月2日，江苏省工信厅正式公示了第六批专精特新“小巨人”企业名单，其中，南京海兴电网技术有限公司凭借卓越的研发创新能力、智能制造能力和市场开拓能力，荣获国家级专精特新“小巨人”企业称号。

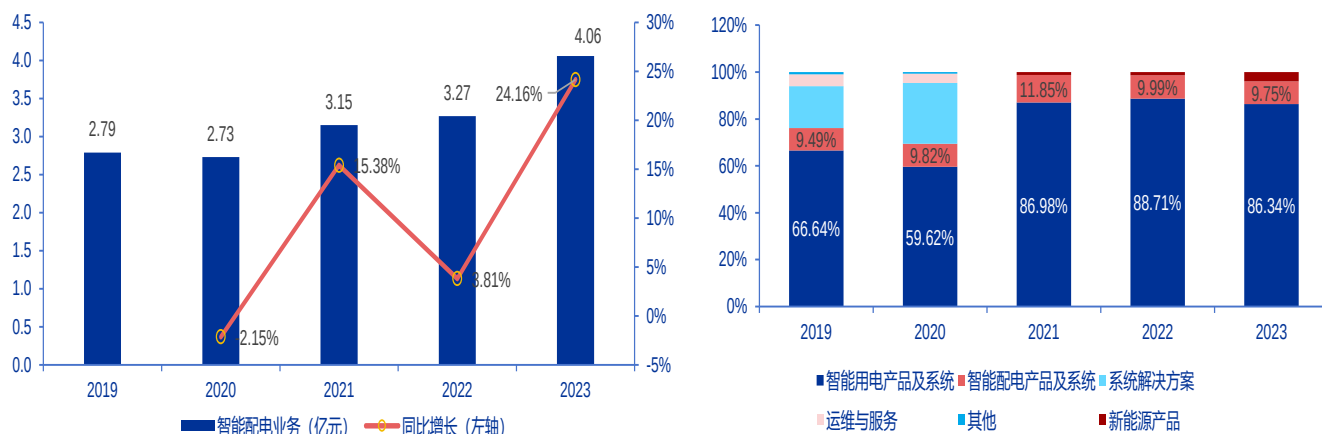
南京海兴电网在南方电网公司 2023 年配网设备第一批集采招标中成功中标 5897.42 万元，占总金额的 1.67%，创下公司在南网中标的新纪录。这一成就标志着公司在配网领域迈上新台阶，充分体现了海兴产品和服务的高质量，获得了南方电网的高度认可。此次中标的产品包括自主研发的 10kV 户外开关箱配套 SF6 全绝缘断路器自动化成套柜和 10kV 柱上真空断路器自动化成套设备，这些产品不仅提升了电网的运行安全性，还通过实时监测、精准故障定位等功能，保障了电力供应的稳定性，对公司未来国内市场的拓展具有重要意义。

3.2 智能配电产品收入不断增加，未来发展潜力大

公司智能配电业务在 2019 至 2023 年间保持增长态势，收入占比稳定在 9.0%以上，展现出良好的发展势头和未来潜力。尽管在 2020 年受到疫情等因素的影响，公司智能配电产品收入略微有所下降，但从整体来看，公司 2019 年至 2023 年期间的智能配电产品收入不断增加。特别是在 2023 年，公司智能配电业务达到 4.06 亿元人民币，同比高增 24.16%。同时，从公司业务的收入占比来看，2019 年至 2020 年期间，公司智能配电产品的收入占营业收入的占比均在 9.0%以上。虽然目前公司的配网业务的收入占比相对较小，但从长远来看，公司的配网业务未来有较大的发展潜力。

图 41：公司智能配电产品收入及增速（亿元人民币）

图 42：公司智能配电产品收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 公司配电业务在拉美与非洲地区拓展顺利

海兴电力在配网业务领域的海外拓展方面取得了显著成就，特别是在重合器产品的出口与应用上，更是树立了行业标杆。海兴电力的重合器不仅拥有独立的知识产权，更在国内首创并达到了国际领先水平。这款产品能够自动检测故障、隔离故障区域并恢复非故障区域的供电，极大地提高了配电网的可靠性和稳定性。在海外市场，重合器被广泛应用于城市电网、工业园区、矿山等多个领域，为当地电力供应提供了强有力的保障。2024 年 4 月 25 日，海兴电力管理层在线上业绩交流会上表示，面向海外配网市场开发的单相重合器产品，于 2024 年 Q1 在巴西已有小批量市场化项目中标，公司将继续在拉美和非洲进行推广。

4. 新能源业务将是公司下一个增长曲线

4.1 新能源业务持续发展，实现国内外市场不断拓展

近年来，公司持续推进从网内业务向网外业务发展，从配用电业务向新能源业务延伸，实现市场和产业持续拓展。海兴电力在新能源领域以新能源产品及解决方案为主，包括逆变器、工商业储能、充电桩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。其中，在新能源业务的经营模式方面，公司坚持海外本地化销售渠道，以更好地适应和满足当地市场的需求。在国内市场，海兴电力积极推动工商业新能源用户侧市场的拓展，其产品覆盖全国 30 个省区市。同时，公司重视新能源相关技术的研发，不断提升自身在该领域的技术水平，为业务发展提供支持。在国外市场，公司利用完善的海外渠道，2020 年公司投资杭州利沃得电源有限公司，布局新能源业务，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 5 月，海兴电力携手利沃得在第十六届 SNEC（国际太阳能光伏与智慧能源）展会上展出多款光伏生态产品和智慧能源解决方案，引起了国内外广泛的关注。2024 年，公司继续加快海外新能源渠道业务推进，通过引入 WMS 仓储物流数字化系统，重点打造全球供应链的高效协同运营，加快推动欧、亚、非、拉的新能源渠道业务下沉。此外，公司在低压微电网、中压微电网方面已完成主要设

备和 EMS 系统的研发工作，公司搭建的中压微网测试环境已经通过海外客户验收，非洲、拉美中标的微电网项目已经进入交付阶段，为公司推进海外新能源系统解决方案打下良好的基础。

4.2 公司将凭借利沃得平台发展新能源业务

海兴电力 2020 年 1 月收购了利沃得 63% 的股份，成为其控股股东。通过利沃得公司，海兴电力能够提供一系列高质量的新能源产品，涵盖逆变器、电池、充电桩、监控系统及配件等核心领域。其中，逆变器是新能源发电系统中的关键组件，利沃得的逆变器能够高效地将太阳能电池板产生的直流电转换为稳定的交流电，确保电力系统的可靠性与高效性。电池产品采用先进的储能技术，具备高能量密度和长寿命，广泛应用于太阳能、风能等新能源储能系统，确保在电力供需波动时提供稳定的电力供应。充电桩则为快速发展的电动汽车市场提供了安全、便捷的充电解决方案，凭借智能化充电管理系统，提升充电效率，并支持多种支付与监控功能。在监控系统及配件方面，利沃得提供了全套解决方案，帮助用户实时监控新能源系统的运行状态，及时发现并解决潜在问题，同时相关配件的设计也确保了系统的稳定性与延长设备使用寿命。

4.3 携手通威股份有限公司，积极开拓海外南非市场

海兴电力与通威股份有限公司签署合作协议，携手开拓南非市场，提供高质量绿色电力解决方案，推动当地能源可持续发展。2022 年 12 月 31 日，海兴电力与通威股份有限公司在海兴电力 30 周年特别活动上签署了 30MW 高效组件供应合作协议，双方计划共同整合优势资源，为当地安全、清洁、高效、可持续发展的绿色电力能源供应系统带去高质量解决方案。海兴电力业务覆盖 90 余个国家和地区，在南非拥有专业智能电表生产基地和体系架构成熟的新能源事业部，为全面扩展南非能源市场提供了基础保障。同时，在与海兴电力的合作中，通威重点供应 182 版型高效组件，该系列产品具有优越的发电能力、低度电成本、超低衰减、高可靠性及优秀的机械荷载能力，将助力海兴电力智能系统为南非市场带来更具性价比的清洁电力能源。该系列组件将全面采用通威自主研发的 TNC 高效技术，进一步大幅提升发电效率，降低发电成本。除供应高效可靠的组件产品外，通威还将积极发挥自身强大的技术服务实力，为海兴电力在南非的行业从业者培训基地提供资源支持，帮助当地民众掌握太阳能行业从业技能、积累行业发展经验，尽快完成职业转型。

5. 盈利预测及估值

公司业务分为智能用电产品及系统、智能配电产品及系统、新能源、系统解决方案、运维服务以及其他，但在 2024 年，公司将主营业务分为智能配用电产品和新能源产品两大类。其中，截至 2024 年末，公司的智能配用电产品业务占比为 96.95%，毛利率为 45.26%，远高于新能源产品业务。公司未来三年的业务构成仍将以智能配用电产品为主，同时，以智能配用电业务为基本盘的情况下开拓新能源业务。新能源业务的发展需要时间去沉淀。

- 1) **智能配用电产品业务**：电表是电力管理和能源利用的基础，在全球范围内都持续有着不同的需求：1) 在欧美，虽然智能电表渗透率高，但具有较大的存量替换空间；2) 在南美洲与非洲，由于基础设施建设落后，因此具备增量空间；3) 在国内，虽然智能电表渗透率高，但却具备存量替换和新增电网投资的增量空间。同时，由于公司在过去两年中出海增速较高，因此目前在基数较高的情况下，智能配电产品业务增速将有所放缓，但因为海外市场仍存在较大需求，预计毛利率将从 2024 年的 45.26% 到 2027 年的 47.36%（预计未来三年毛利率：2025 年为 46.26%，2026 年为 47.26%，2027 年为 47.36%），提升 2.10pct，板块整体收入增速在 6% 到 8% 区间左右（预计 2025 年收入同步增长 6%，2026 年同比增长 7%，2027 年同比增长 8%）。
- 2) **新能源产品业务**：由于公司深耕海外市场几十年，公司将凭借已经在海外建立了完备的产业链和销售渠道的基础上开拓新能源业务。公司将持续推进从网内业务向网外业务发展，从配用电业务向新能源业务延伸，将新能源业务打造成公司的第二增长曲线，以确保经营业绩持续提升，叠加近三年收入为低基数（2022 年到 2024 年收入分别为 0.42 亿元、1.63 亿元以及 1.43 亿元人民币），因此我们预计 2025-2027 年收入增速分别为 50%、50%、50%。

综合以上情况，预计公司主营业务收入与毛利构成如下：

表 12：公司主营业务收入与毛利预测

主营构成（百万元人民币，%）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3269.83	4163.41	4677.64	5021.10	5464.64	6036.69
YOY		27.33%	12.35%	7.34%	8.83%	10.47%
成本	2027.95	2420.55	2618.27	2786.56	3016.54	3379.35
毛利	1241.88	1742.86	2059.37	2234.54	2448.10	2657.34
毛利率	37.98%	41.86%	44.03%	44.50%	44.80%	44.02%
1、智能用电产品及系统						
营业收入	2900.64	3594.85	4534.91	4807.00	5143.49	5554.97
YOY		23.93%	26.15%	6.00%	7.00%	8.00%
成本	1777.97	2018.56	2482.61	2583.50	2712.91	2924.38
毛利	1122.67	1576.29	2052.3	2223.51	2430.59	2630.59
毛利率	38.70%	43.85%	45.26%	46.26%	47.26%	47.36%
2、智能配电产品及系统						
营业收入	326.74	405.78				
YOY		24.19%				
成本	212.74	257.12				
毛利	114	148.66				
毛利率	34.89%	36.64%				
3、新能源产品						
营业收入	42.45	162.78	142.73	214.10	321.14	481.71
YOY		283.46%	-12.32%	50.00%	50.00%	50.00%
成本	37.24	144.87	135.66	203.06	303.63	454.96
毛利	5.21	17.91	7.07	11.03	17.51	26.75
毛利率	12.27%	11.00%	4.95%	5.15%	5.45%	5.55%

资料来源：万得，申万宏源研究 注：自 年开始，公司将智能配电产品业务的数据披露放到智能用电产品业务一起披露，所有

从 2024 年启智能配电产品项收入为 0

上市公司参与智能配用电表和新能源等业务，因此我们选取三星医疗（智能电表+医疗服务业务）、林洋能源（智能电表+新能源业务）和许继电气（智能电表+新能源业务）等具备与海兴电力的业务相似的公司来作为可比公司。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.49、11.55、12.79 亿元，对应 EPS 分别为 2.16、2.38、2.63 元/股，目前股价对应 PE 估值分别为 12、11、10 倍。公司的智能配用电产品及系统业务经营稳健，且每年贡献稳定的利润和现金流，同时，公司布局新能源业务，配用电业务与新能源业务产生联动效应，并且，给予公司 2025 年行业平均 PE 13 倍，对应目标价 27.95 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 13：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	市值(亿元)	EPS				PE			
		2025/6/27		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601567.SH	三星医疗	22.03	311	1.60	2.06	2.53	3.08	14	11	9	7
601222.SH	林洋能源	5.63	116	0.37	0.43	0.49	0.52	15	13	11	11
000400.SZ	许继电气	21.50	219	1.10	1.43	1.77	2.06	20	15	12	10
			行业平均						13	11	9
603556.SH	海兴电力	25.18	122	2.06	2.16	2.38	2.63	12	12	11	10

资料来源：Wind，申万宏源研究 注：可比公司盈利预测为万得一致预期，海兴电力 2025 年到 2027 年数据来自于报告模型测算

6. 风险提示

- 1) 海外电网投资低于预期的风险；未来全球经济可能面临下行风险叠加日本加息而致全球融资成本上升等因素将会影响海外电网投资进度。
- 2) 上游原材料价格被动推高的风险；未来全球性的通胀持续上升以及局部地区的地缘政治冲突将会推升电表上游材料的价格。
- 3) 电表扩产后产能扩张而需求没有跟上的风险；未来可能会出现电表因产能扩张后而需求没有及时跟上的短期风险。
- 4) 海外新型能源装机低于预期的风险；未来受到全球经济的波动，以及新型能源与主流能源的兼容性还有待提高，因此短期内可能导致海外新型能源装机低于预期。
- 5) 海外市场拓展不及预期；企业拓展海外市场也需考量海外各地区的政治、经济、文化、法律、外汇、工会、贸易保护以及政府对外开放政策等营商环境，未来其中任何一种因素的极端变化将导致国内企业拓海外市场展受阻。

表 14: 合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,200	4,717	5,021	5,465	6,037
营业收入	4,200	4,717	5,021	5,465	6,037
营业总成本	3,048	3,568	3,875	4,192	4,616
营业成本	2,440	2,644	2,814	3,063	3,384
税金及附加	35	42	45	49	54
销售费用	311	392	437	470	519
管理费用	158	183	211	224	241
研发费用	274	311	351	372	404
财务费用	-171	-4	17	14	13
其他收益	79	75	75	75	75
投资收益	26	28	28	28	28
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	12	-28	0	0	0
信用减值损失	-8	-20	0	0	0
资产减值损失	-101	-29	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,160	1,176	1,249	1,377	1,525
营业外收支	-13	18	0	0	0
利润总额	1,147	1,193	1,249	1,377	1,525
所得税	165	191	200	221	245
净利润	982	1,002	1,049	1,155	1,279
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	982	1,002	1,049	1,155	1,279

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 15: 合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,147	6,129	7,303	8,596	10,084
现金及等价物	4,805	3,040	4,060	5,317	6,698
应收款项	1,259	1,455	1,455	1,455	1,455
存货净额	763	807	963	978	1,088
合同资产	105	56	53	75	72
其他流动资产	216	771	771	771	771
长期投资	155	161	161	161	161
固定资产	768	794	721	648	575
无形资产及其他资产	1,009	2,394	2,394	2,394	2,394
资产总计	9,078	9,478	10,579	11,799	13,214
流动负债	2,146	2,174	2,260	2,360	2,506
短期借款	347	246	211	211	211
应付款项	1,154	1,216	1,337	1,437	1,583
其它流动负债					

非流动负债	299	166	131	96	86
负债合计	2,446	2,339	2,391	2,456	2,592
股本	489	489	486	486	486
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,347	2,346	2,349	2,349	2,349
其他综合收益	-70	-44	-44	-44	-44
盈余公积	308	308	308	308	308
未分配利润	3,559	4,023	5,072	6,227	7,506
少数股东权益	0	17	17	17	17
股东权益	6,633	7,139	8,188	9,343	10,622
负债和股东权益合计	9,078	9,478	10,579	11,799	13,214

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 16：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	982	1,002	1,049	1,155	1,279
加：折旧摊销减值	179	132	73	73	73
财务费用	-50	-97	17	14	13
非经营损失	-33	2	-28	-28	-28
营运资本变动	-28	-198	-31	63	39
其它	50	45	0	0	0
经营活动现金流	1,101	886	1,079	1,277	1,376
资本开支	220	173	0	0	0
其它投资现金流	-22	-1,518	-178	-178	-178
投资活动现金流	-242	-1,691	-178	-178	-178
吸收投资	1	17	0	0	0
负债净变化	125	-79	-70	-35	-10
支付股利、利息	380	557	17	14	13
其它融资现金流	-8	-15	0	0	0
融资活动现金流	-262	-634	-87	-49	-23
净现金流	594	-1,438	815	1,051	1,176

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。