

2025 年 12 月 31 日

威胜控股(3393.HK)

## ADO 引入战略股东，数据中心推动快速发展

事件：威胜控股近期公告旗下 ADO 业务非全资子公司惟远能源引入战略股东博裕投资。根据双方的增资协议，博裕投资将以总金额人民币 3.8 亿元认购惟远能源 4881 万股新股，占其经扩大股本约 8%，惟远能源估值约 47.5 亿元人民币。预期惟远能源与博裕投资展开资本及产业资源合作，依托博裕在数据中心、科技及新能源等领域的广泛布局与跨境投资经验，预期有效赋能公司业务拓展与提升市场竞争力，助力加速全球化布局。威胜控股 ADO 业务在数据中心的强劲需求下，正进入快速增长期，正成为推动集团整体业务增长的重要引擎。我们维持“买入”评级，按照同业估值比较法提升目标价至 19.58 港元。

### 报告摘要

数据中心业务需求进入爆发期，推动威胜控股 ADO 业务正进入快速增长期。威胜控股 ADO 业务由非全资控股子公司惟远能源运营。威胜控股持有惟远能源约 65% 股份。ADO 业务主要包括国内国南网配电业务，国内三大电信运营商及头部互联网企业的基站及数据中心等供电业务，海外的数据中心业务、配电业务及少量储能业务。受益于 AI 的爆发式增长，国内及海外数据中心需求进入爆发期。公司已取得万国数据、字节等战略客户订单，并积极开拓大型客户。2025 年已取得数据中心订单达 23 亿，预期 10 亿在今年确认收入。明年公司的数据中心业务订单及收入均有翻倍增长的空间。ADO 业务正进入爆发式增长阶段。

威胜控股与博裕投资合作，强强联合，加速业务发展。威胜控股在经营 ADO 业务的子公司惟远能源引入战略股东博裕投资。我们预期威胜控股与博裕投资控股强强联合，在产业资源及跨境布局等领域开展合作。博裕投资，创立于 2011 年，是一家深耕中国市场、布局全球的另类资产管理公司。博裕在香港、北京、上海和新加坡均设有办公室，投资超过 200 家企业，构建了涵盖私募股权、公开市场、基础设施及创业投资的多元化投资管理平台。博裕的投资组合覆盖消费零售、科技创新、医疗健康及新能源多个领域的内领先企业，具有丰富的产业资源为实业企业提供资本及战略支持。

维持“买入”评级，调升目标价至 19.58 港元。根据我们的盈利预测，公司 2025 年及 2026 年净利润增速均超过 30%。考虑到数据中心业务需求推动公司整体业绩强劲增长，同时数据中心的供配电业务与 AI 发展强相关，我们认为公司估值较传统电表业务估值有更大提升空间，公司估值应高于同业电表公司。根据公开信息，ADO 业务子公司惟远能源也在推进 A 股上市中，我们认为如果成功上市，进一步释放公司价值。我们维持“买入”评级，按照同业估值比较法给予目标价 19.58 港元。

风险提示：数据中心业务落地速度慢于预期；海外市场业务增长速度慢于预期；国家电网及南方电网集采招标量价不及预期；市场竞争加剧。

### 财务及估值摘要

(年结31/12; RMB 000)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
销售收入	7,252,272	8,716,541	10,608,938	13,006,199	15,918,548
- 增长率 (%)	23.8%	20.2%	21.7%	22.6%	22.4%
净利润	521,233	705,612	923,220	1,213,381	1,531,519
- 增长率 (%)	61.0%	35.4%	30.8%	31.4%	26.2%
毛利率 (%)	35.6%	34.8%	34.6%	34.6%	34.5%
净利率 (%)	7.2%	8.1%	8.7%	9.3%	9.6%
ROE, 平均 (%)	8.1%	10.0%	11.9%	13.8%	15.2%
每股盈利 (元)	0.527	0.714	0.927	1.218	1.538
每股净资产 (元)	5.188	5.455	5.919	6.528	7.297
市盈率 (x)	29.02	21.43	16.50	12.56	9.95
市净率 (x)	2.95	2.80	2.59	2.34	2.10
股息收益率 (%)	1.68	2.31	3.03	3.98	5.03

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

## 公司动态分析

证券研究报告

电力设备行业

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

19.58 港元

股价 2025-12-30

16.94 港元

总市值(亿港元)	16,870.20
流通市值(亿港元)	16,870.20
总股本(亿股)	995.88
流通股本(亿股)	995.88
12 个月低/高(港元)	6.3/17.83
平均成交(百万港元)	35.82

### 股东结构

星宝投资控股有限公司	54.12%
其他	45.88%
总共	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	26.65	21.86	128.15
绝对收益	21.37	34.38	138.99

数据来源：彭博、港交所、公司

罗璐 Lilian 能源行业分析师

lilianluo@sdicsi.com.hk

图表1：同业估值比较 - 港股/A股上市智能电表企业

股份名称	代码	市值		最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率% *	ROE %	ROA %
		百万元	股价 元		Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12个月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
威胜控股有限公司	3393 HK Equity	16,970	16.94	12/2024	21.3	16.2	12.7	10.2	35.5	31.7	27.2	24.2	2.23	3.48	4.17	2.79	2.50	2.20	27.8	15.1	5.36
三星医疗	601567 CH Equity	31,926	22.92	12/2024	14.3	14.2	11.4	9.4	18.5	1.1	24.1	20.9	2.13	3.79	4.71	2.68	2.47	2.22	-2.4	16.3	8.67
杭州海兴电力科技股份有限公司	603556 CH Equity	17,467	35.45	12/2024	17.2	16.4	14.1	12.3	2.0	4.7	16.9	14.7	1.95	2.27	2.62	2.43	2.22	2.01	-45.1	13.2	9.96
江苏林洋能源股份有限公司	601222 CH Equity	11,249	5.51	12/2024	14.9	15.0	13.0	11.2	-27.5	-0.5	15.5	15.3	1.61	4.54	4.99	0.72	0.71	0.70	-8.8	1.3	0.82
杭州炬华科技股份有限公司	300360 CH Equity	8,895	17.71	12/2024	13.7	12.3	10.9	9.8	7.5	12.0	12.1	11.4	4.05	2.03	2.37	2.31	2.09	1.83	-12.2	14.8	12.34
平均					16.9	15.4	12.8	10.8													

注：\*净负债比率为负数代表净现金  
数据来源：彭博

**附表：财务报表预测**

(年结31/12; RMB 000)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
<b>综合损益表</b>					
营业额	7,252,272	8,716,541	10,608,938	13,006,199	15,918,548
销售成本	-4,671,521	-5,681,403	-6,935,219	-8,503,031	-10,425,268
毛利	2,580,751	3,035,138	3,673,719	4,503,168	5,493,280
其他营运收入	74,365	139,175	261,149	246,509	260,417
销售费用	-649,479	-737,643	-848,715	-1,014,484	-1,193,891
行政费用	-327,358	-367,796	-447,646	-533,254	-636,742
研发开支	-681,375	-730,404	-795,670	-936,446	-1,114,298
金融资产及合约资产减值亏损	-73,517	-99,396	-140,512	-89,035	-75,679
经营溢利	923,387	1,239,074	1,702,325	2,176,459	2,733,086
利息收入	68,119	93,767	31,643	31,643	31,643
融资费用	-131,530	-125,528	-148,525	-169,081	-191,023
应佔一間聯營公司溢利	756	275	275	275	275
除税前溢利	860,732	1,207,588	1,585,718	2,039,296	2,573,982
所得税	-100,139	-177,426	-237,858	-305,894	-386,097
期内净溢利	760,593	1,030,162	1,347,860	1,733,402	2,187,884
股东应占溢利	521,233	705,612	923,220	1,213,381	1,531,519
少数股东权益	239,360	324,550	424,640	520,021	656,365
EBITDA	1,200,199	1,554,831	1,988,931	2,471,746	3,036,711
EBIT	923,387	1,239,074	1,702,325	2,176,459	2,733,086
<b>同比增长率：</b>					
收益	23.8%	20.2%	21.7%	22.6%	22.4%
毛利	33.8%	17.6%	21.0%	22.6%	22.0%
经营溢利	50.7%	34.2%	37.4%	27.9%	25.6%
EBITDA	36.4%	29.5%	27.9%	24.3%	22.9%
除税前溢利	47.8%	40.3%	31.3%	28.6%	26.2%
净利润	61.0%	35.4%	30.8%	31.4%	26.2%
<b>综合资产负债表</b>					
<b>流动资产</b>					
现金及现金等值项目	2,644,896	2,790,300	2,887,278	3,465,539	4,302,215
贸易及其他应收款项	5,352,833	6,681,631	7,760,983	9,627,209	11,228,065
存货	1,205,919	1,264,093	1,657,502	2,032,206	2,491,616
金融资产	320,000	50,000	210,000	210,000	210,000
已抵押存款	560,896	514,547	514,547	514,547	514,547
合约资产	404,953	388,495	431,824	436,142	444,865
流动资产总额	10,489,497	11,774,066	13,462,135	16,285,644	19,191,308
<b>非流动资产</b>					
净固定资产	2,142,017	2,371,392	2,704,461	3,031,817	3,344,438
长期应收款项	158,489	256,835	256,835	256,835	256,835
无形资产	523,826	511,578	471,578	431,578	391,578
于联营及合营企业投资	9,151	9,426	9,701	9,976	10,251
商誉	330,636	330,636	330,636	330,636	330,636
投资物業	15,019	4,460	4,352	4,244	4,136
金融资产	91,920	314,719	314,719	314,719	314,719
递延税項資產	119,564	153,786	153,786	153,786	153,786
非流动资产总额	3,390,622	3,952,832	4,246,068	4,533,591	4,806,379
总资产	13,880,119	15,726,898	17,708,203	20,819,235	23,997,687
<b>流动负债</b>					
贸易及其他应付款项	4,391,674	5,619,291	6,386,635	8,028,287	9,438,520
短期银行贷款	1,679,302	1,615,723	1,631,880	1,648,199	1,664,681
应付即期税项	101,575	110,795	110,795	110,795	110,795
流动负债总额	6,227,711	7,376,110	8,156,098	9,814,069	11,240,784
<b>非流动负债</b>					
长期银行贷款	835,144	971,473	1,288,317	1,614,666	1,944,279
租賃負債	3,795	19,515	17,738	17,738	17,738
递延税項負債	36,848	38,872	38,872	38,872	38,872
非流动负债总额	875,787	1,029,860	1,344,927	1,671,276	2,000,889
总负债	7,103,498	8,405,970	9,501,025	11,485,346	13,241,673
<b>资本及储备</b>					
总归属股东权益	5,166,636	5,432,607	5,894,217	6,500,908	7,266,667
少数股东权益	1,609,985	1,888,321	2,312,961	2,832,982	3,489,347
总股东权益	6,776,621	7,320,928	8,207,178	9,333,889	10,756,014
净负债	净现金	净现金	66,378	净现金	净现金

(续下页...)

## 财务报表预测 (续)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
<b>现金流量表</b>					
<b>经营活动:</b>					
经营活动产生的现金流量净额	1,496,595	926,798	1,226,638	1,324,165	1,751,070
税前盈利	860,732	1,207,588	1,585,718	2,039,296	2,573,982
营运资本变动	16,820	-185,834	-533,544	-599,277	-650,033
折旧及摊销	276,812	315,757	286,606	295,287	303,625
<b>投资活动:</b>					
资本开支	-564,586	-522,341	-475,266	-489,524	-494,419
投资活动产生的现金流量净额	-515,795	-171,054	-483,751	-457,881	-462,776
<b>筹资活动:</b>					
净债务增加/(减少)	-176,103	32,371	331,224	342,668	346,095
利息支付	-130,994	-124,850	-148,525	-169,081	-191,023
(股利支付及资本证券分派)	-273,524	-339,768	-352,171	-461,610	-606,691
筹资活动产生的现金流量净额	-480,011	-533,537	-286,418	-288,022	-451,618
所有现金流量净额	500,789	222,207	456,469	578,261	836,676
<b>财务及估值比率</b>					
P/E	29.0	21.4	16.5	12.6	9.9
P/B	2.9	2.8	2.6	2.3	2.1
股息率 (%)	1.7	2.3	3.0	4.0	5.0
毛利率%	35.6%	34.8%	34.6%	34.6%	34.5%
经营溢利率%	12.7%	14.2%	16.0%	16.7%	17.2%
EBITDA率%	16.5%	17.8%	18.7%	19.0%	19.1%
税前溢利率%	11.9%	13.9%	14.9%	15.7%	16.2%
净利率%	7.2%	8.1%	8.7%	9.3%	9.6%
财务费用率%	0.9%	0.4%	1.1%	1.1%	1.0%
有效税率%	11.6%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
ROE	8.1%	10.0%	11.9%	13.8%	15.2%
ROA	5.7%	7.0%	8.1%	9.0%	9.8%
流动比率,倍	1.68	1.60	1.65	1.66	1.71
贸易应收账款周转天数	225.1	217.1	217.3	217.3	217.3
利息覆盖倍数,倍(EBIT/利息费用)	14.56	39.01	14.56	15.84	17.15
净负债比率% (负数=净现金)	净现金	净现金	0.8%	净现金	净现金
资产负债率% (总负债/总资产)	51.2%	53.4%	53.7%	55.2%	55.2%
派息比率%	49.2%	49.9%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源: 公司资料; 国投证券国际预测

**客户服务热线**

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国投证券国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系****收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国投证券(香港)有限公司**

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010