

智慧计量出海标杆多点开花接力增长

华泰研究

2026年6月03日 | 中国内地

首次覆盖

电气设备

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

49.14

刘俊

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

边文蛟

SAC No. S0570518110004
SFC No. BJSJ399

研究员

bianwenjiao@htsc.com
+(86) 755 8277 6411

戚腾元

SAC No. S0570524080002
SFC No. BVU938

研究员

qitengyuan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

首次覆盖开发科技并给予“增持”评级，给予公司26年14倍PE，目标价49.14元。公司是中国智能计量出海标杆，具备央企背景的品牌信誉与资源优势，同时执行员工深度绑定带来的市场化激励机制，形成了“国企身份+民企活力”的治理特征，人均绩效位于前列，具备行业较优的盈利增长持续性和资本回报率。公司当前布局“欧洲成熟市场深耕、‘一带一路’新兴市场拓展、国内市场加速破局”三大战略方向，境外市场多点开花延续增长，境内市场空间广阔，我们预计公司盈利能力有望保持稳健增长态势。

全球电表市场稳增，国内表企竞争力不断提升

电表市场新增与替换需求并存，全球表计市场有望维持稳健增长，imarc预测2025年全球智能表计市场规模达到286亿美元，2026-2034年CAGR有望达到6.9%。海外电表巨头近年来收入均呈现波动态势，国内表企竞争力不断提升，出口金额整体呈现增长趋势。对比海外龙头的体量，国内表企成长空间广阔，伴随覆盖范围进一步扩大，企业营收有望延续稳健增长态势。

深耕数年锋芒展现，境内境外协同增长

我们认为电力设备出海壁垒高筑，国内电表企业从开始部署海外业务到海外收入突破1亿元，往往需要数年时间。公司深耕海外多年，25年海外收入25.88亿元，占比85.68%。截至目前，公司已将超过1.07亿只智能计量产品推向以欧洲发达国家为主的全球40多个国家；在门槛较高的欧洲市场获评最成功的中国智能电表供应商。近年来公司进一步发力境内与中东、中亚、南美、非洲等新兴市场，快速起量。公司多个部署地周期即将/刚刚启动，潜在市场容量是已经大规模出货市场总容量的2倍有余。同时，国内市场26年招标有望量价齐升，公司26年1-5月国网市场中标份额为1.6%，仍具备较大提升空间，期待后续从1到10带来显著增量空间。

“国企身份+民企活力”之下，呈现轻资产、高ROE特征

公司“轻资产，高ROE”，具备行业较优的盈利增长持续性和资本回报率。同时，公司的母公司深科技由中国电子信息产业集团有限公司（中国电子）实际控制，兼具央企背景的品牌信誉与资源优势，以及员工深度绑定带来的市场化激励机制，形成了“国企身份+民企活力”的治理特征，人均绩效位于样本公司前列。2025年，公司以204.9万元的人均创收领先于所有样本公司；人均创利47.9万元，同比提升18.3%。

我们与市场观点不同之处

市场认为电表企业受到国内25年招标量价双降的影响，后续业绩压力较大，我们认为公司业绩仍有望保持增长态势，走出α。主要系：1) 境外收入仍贡献绝对主力（25年收入占比85.68%），公司海外业务开拓顺利，在手订单充沛。2) 国内市场对于公司而言可视为增量市场，行业层面在新标准带动下26年招标有望呈现量价齐升态势，公司当前业务基数小，份额仍具备较大提升空间。3) 我们认为26Q1收入下滑主要系阶段性影响，考虑到欧洲、南美洲、中亚、非洲等地市场开拓与获单较为顺利，全年维度内看好公司业绩保持稳健增长。

盈利预测与估值

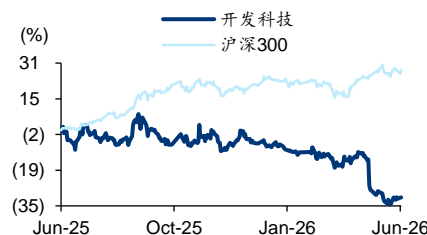
我们预测26-28年归母净利润为7.27、8.63、10.35亿元，同比增长2.89%、18.77%、19.82%。截至2026年6月2日，可比公司2026年一致性预期平均PE为15倍，考虑到北交所流动性相对较弱，我们给予公司2026年14倍PE，给予目标价49.14元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：电网投资力度不及预期风险，行业竞争加剧，原材料价格上涨风险，汇兑风险。

基本数据

收盘价(人民币 截至6月2日)	44.08
市值(人民币百万)	9,122
6个月平均日均成交额(人民币百万)	68.63
52周价格范围(人民币)	43.73-105.00

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	3,020	3,301	3,869	4,528
+/-%	2.99	9.29	17.21	17.02
归属母公司净利润(百万)	706.63	727.02	863.47	1,035
+/-%	19.97	2.89	18.77	19.82
EPS(最新摊薄)	3.41	3.51	4.17	5.00
ROE(%)	24.18	18.25	19.16	20.16
PE(倍)	12.91	12.55	10.56	8.82
PB(倍)	2.45	2.15	1.91	1.66
EV EBITDA(倍)	8.30	7.24	5.88	4.43
股息率(%)	3.63	3.52	3.57	3.54

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,894	4,166	5,057	5,376	6,516
现金	1,306	2,618	3,053	3,313	3,867
应收账款	1,001	906.46	1,178	1,265	1,594
其他应收账款	17.55	10.18	27.37	13.55	33.07
预付账款	17.87	54.42	24.59	68.01	40.35
存货	522.79	386.91	623.23	559.70	814.70
其他流动资产	28.96	190.59	149.66	156.39	166.43
非流动资产	402.30	515.13	495.96	545.52	601.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	367.72	433.84	444.89	488.11	538.72
无形资产	6.65	6.17	5.47	4.75	4.00
其他非流动资产	27.93	75.12	45.60	52.66	59.07
资产总计	3,296	4,681	5,553	5,921	7,118
流动负债	1,158	910.34	1,277	1,103	1,590
短期借款	177.86	187.38	121.75	162.33	157.15
应付账款	611.39	420.74	719.22	619.32	933.79
其他流动负债	368.76	302.21	435.66	320.92	499.37
非流动负债	21.37	40.59	40.73	40.67	40.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.37	40.59	40.73	40.67	40.66
负债合计	1,179	950.93	1,317	1,143	1,631
少数股东权益	1.64	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.40	138.89	206.94	206.94	206.94
资本公积	901.50	1,978	1,910	1,910	1,910
留存公积	1,111	1,609	2,198	2,843	3,616
归属母公司股东权益	2,115	3,730	4,235	4,778	5,487
负债和股东权益	3,296	4,681	5,553	5,921	7,118

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	475.16	697.93	737.31	609.73	969.06
净利润	588.34	706.50	727.02	863.47	1,035
折旧摊销	30.03	35.66	32.09	36.74	42.95
财务费用	(33.94)	(52.17)	(16.89)	(29.00)	(28.30)
投资损失	7.38	11.21	11.21	11.21	11.21
营运资金变动	(174.04)	(67.27)	(27.15)	(282.54)	(104.73)
其他经营现金	57.39	64.01	11.03	9.86	13.30
投资活动现金	(44.97)	(297.43)	(27.62)	(98.53)	(113.38)
资本支出	(36.96)	(144.36)	(43.12)	(80.07)	(93.31)
长期投资	0.00	(140.01)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(8.01)	(13.07)	15.50	(18.46)	(20.07)
筹资活动现金	173.67	904.44	(273.91)	(251.90)	(301.39)
短期借款	177.86	9.52	(65.63)	40.58	(5.18)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	38.49	68.05	0.00	0.00
资本公积增加	12.90	1,077	(68.05)	0.00	0.00
其他筹资现金	(17.10)	(220.16)	(208.28)	(292.48)	(296.21)
现金净增加额	618.39	1,310	435.77	259.31	554.29

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,933	3,020	3,301	3,869	4,528
营业成本	1,876	1,833	2,036	2,384	2,770
营业税金及附加	20.30	18.01	15.94	22.84	25.19
营业费用	124.88	153.22	153.22	176.20	202.63
管理费用	80.13	71.40	74.97	86.22	99.15
财务费用	(33.94)	(52.17)	(16.89)	(29.00)	(28.30)
资产减值损失	(38.94)	(9.60)	(10.50)	(12.30)	(14.40)
公允价值变动收益	7.99	(2.62)	(2.62)	(2.62)	(2.62)
投资净收益	(7.38)	(11.21)	(11.21)	(11.21)	(11.21)
营业利润	675.57	815.65	836.96	996.33	1,194
营业外收入	0.04	0.49	3.13	1.22	1.61
营业外支出	0.36	0.22	0.47	0.35	0.35
利润总额	675.24	815.92	839.62	997.20	1,195
所得税	86.90	109.42	112.60	133.73	160.24
净利润	588.34	706.50	727.02	863.47	1,035
少数股东损益	(0.66)	(0.12)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	588.99	706.63	727.02	863.47	1,035
EBITDA	675.29	794.36	841.61	999.36	1,199
EPS (人民币, 基本)	5.87	5.48	3.51	4.17	5.00

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	15.02	2.99	9.29	17.21	17.02
营业利润	21.76	20.74	2.61	19.04	19.80
归属母公司净利润	21.11	19.97	2.89	18.77	19.82
获利能力 (%)					
毛利率	36.03	39.31	38.33	38.39	38.83
净利率	20.06	23.39	22.02	22.32	22.85
ROE	32.49	24.18	18.25	19.16	20.16
ROIC	29.52	21.14	16.93	17.92	18.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.78	20.31	23.73	19.31	22.91
净负债比率 (%)	(53.18)	(65.10)	(69.18)	(65.90)	(67.58)
流动比率	2.50	4.58	3.96	4.88	4.10
速动比率	2.01	4.00	3.42	4.26	3.52
营运能力					
总资产周转率	1.05	0.76	0.65	0.67	0.69
应收账款周转率	3.28	3.17	3.17	3.17	3.17
应付账款周转率	3.59	3.55	3.57	3.56	3.57
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.85	3.41	3.51	4.17	5.00
每股经营现金流(最新摊薄)	2.30	3.37	3.56	2.95	4.68
每股净资产(最新摊薄)	10.22	18.03	20.47	23.09	26.51
估值比率					
PE (倍)	15.49	12.91	12.55	10.56	8.82
PB (倍)	4.31	2.45	2.15	1.91	1.66
EV EBITDA (倍)	11.84	8.30	7.24	5.88	4.43



正文目录

核心观点	5
与市场不同之处	6
全球智能电表先驱，中国出海标杆企业	7
全球表计市场稳增，国内表企竞争力不断提升	10
新增+替代需求下，全球表计市场有望稳步增长	10
电表出海迎新周期，国内企业加速出海	12
全球业务多点开花，“国企身份+民企活力”筑高盈利	15
出海壁垒高筑，深耕数年锋芒展现	15
开疆扩土，境内境外协同增长	16
境外：版图持续扩大，新域接力增长	17
境内：正值替换周期，公司大有可为	18
轻资产，高 ROE，人均绩效位居前列	19
盈利预测与估值	23
风险提示	25

图表目录

图表 1：公司发展历程	7
图表 2：公司营收及同比增速	8
图表 3：公司归母净利润及同比增速	8
图表 4：2025 年公司分业务收入占比情况	8
图表 5：公司分地区收入情况	8
图表 6：公司管理层背景	9
图表 7：全球智能表计市场规模	10
图表 8：全球智能电表市场规模	10
图表 11：全球主要地区智能电表安装基数预测	12
图表 12：海外 AMI 市场各公司市场份额（不含中国，2018 年）	12
图表 13：北美智能电表市场格局（2024 年）	12
图表 14：Landis+Gyr 分地区营收情况	13
图表 15：Itron 分地区营收情况	13
图表 16：国内龙头企业海外业务营收对比	13
图表 17：中国电表出口情况	14
图表 18：中国电表出口区域分布	14
图表 19：部分出海电表公司海外收入情况	15
图表 20：公司在欧洲市场智能电表收入规模及市占率	16
图表 21：公司全球销售业绩（2026 年 5 月官网截图）	16
图表 22：境内外收入及毛利率情况	17



图表 23: 公司分地区主营业务收入占比	17
图表 24: 公司主要销售区域 AMI 智能电表市场容量及迭代情况、公司出货量及市占率	17
图表 25: 公司新拓展区域 AMI 智能电表市场容量及公司部署情况 (25 年 3 月招股书披露)	18
图表 26: 2011 年至今国网电表招标数量统计	18
图表 27: 2021 年至今国网电表招标金额统计及拆分	18
图表 28: 2024 年国网电表各公司中标份额	19
图表 29: 2025 年国网电表各公司中标份额	19
图表 30: 境内收入及毛利率情况	19
图表 31: 公司在国网中标批次及金额	19
图表 32: 公司与样本公司 ROE 比较	20
图表 33: 公司与样本公司总资产周转率比较	20
图表 34: 公司与样本公司权益乘数比较	20
图表 35: 公司与样本公司流动资产占比比较	20
图表 36: 公司与样本公司净利率比较	21
图表 37: 公司与样本公司期间费用率比较	21
图表 38: 公司股权结构 (截止 26Q1)	21
图表 39: 公司与样本公司人均创收比较	22
图表 40: 公司与样本公司人均创利比较	22
图表 41: 公司收入与利润情况	23
图表 42: 公司分板块盈利预测情况	24
图表 43: 公司费用率情况	24
图表 44: 可比公司估值表 (截至 2026 年 6 月 2 日收盘价)	25
图表 45: 开发科技 PE-Bands	25
图表 46: 开发科技 PB-Bands	25

核心观点

全球表计市场在新增和持续的替换需求下稳步增长，国内表企在全球竞争力持续提升。电力设备出海壁垒较高，公司是中国智能计量出海标杆，深耕智能计量领域逾 20 年，产品覆盖智能电、水、气表等智能计量终端以及 AMI 系统软件的研产销。公司具备央企背景的品牌信誉与资源优势，同时执行员工深度绑定带来的市场化激励机制，形成了“国企身份+民企活力”的治理特征，人均绩效位于前列，具备行业较优的盈利增长持续性和资本回报率。公司当前布局“欧洲成熟市场深耕、'一带一路'新兴市场拓展、国内市场加速破局”三大战略方向，境外市场多点开花延续增长，境内市场空间广阔，我们预计公司盈利能力有望保持稳健增长态势，给予“增持”评级。

全球表计新增与替换需求并存，海外或可提供持久发展动力

电表市场新增与持续替换的需求并存：一方面，多地智能电表渗透率仍有较大提升空间；另一方面，智能电表使用周期一般是 8-10 年（IEC 标准）/15 年（IR46 标准），存在持续的替换需求。根据 imarc 预测，2025 年全球智能表计市场规模达到 286 亿美元（YOY+7.1%），2026-2034 年 CAGR 有望达到 6.9%。而海外电表巨头近年来收入均呈现波动态势，其对美洲区域依赖度较高；在 EMEA 区域的竞争力正在逐步减弱；同时对于亚太、拉美等新兴市场开拓力较弱。中国电表出口金额整体呈现增长趋势，我们认为，随着国内企业在海外存量市场份额不断提升，叠加在新兴市场具备更强竞争力，同时包括开发科技、海兴电力等在内的企业也在向龙头对标不断开拓水表、配电等新业务线，带来较大潜在增量，国内公司海外业务或具备持久的发展动力。

国内智能计量出海标杆，多点开花接力增长

国内电表企业从开始部署海外业务到海外收入突破 1 亿元，往往需要数年时间。获得认证仅仅是海外入市门槛，渠道与品牌认可度才是海外业务起量的关键，具有较高壁垒。公司深耕海外多年，25 年海外市场收入 25.88 亿元，占比 85.68%。截至目前，公司已将超过 1.07 亿只智能计量产品推向以欧洲发达国家为主的全球 40 多个国家；在门槛较高的欧洲市场获评最成功的中国智能电表供应商，2021-2023 年公司在欧洲市场的占有率分别为 9.46%、10.41%及 12.14%。伴随近年来公司进一步发力境内与海外其他新兴市场，上述区域快速起量，24H1 中东、亚洲其他区域收入占比增长至 20.9%、22.3%。公司多个部署地周期即将/刚刚启动，潜在市场容量是已经大规模出货市场总容量的 2 倍有余。同时，国内正处于新一轮智能电表替换周期高点，同时新标带动下 26 年招标有望量价齐升。公司在国内市场已经顺利完成从 0 到 1 突破，26 年 1-5 月国网市场中标金额已经达到 25 年全年水平 1.8 亿元，而份额仅为 1.6%，仍具备较大提升空间，期待后续从 1 到 10 带来显著增量空间。

发挥“国企+民企”双重优势，呈现轻资产、高 ROE 特征

公司的母公司深科技由中国电子信息产业集团有限公司（中国电子）实际控制，兼具央企背景的品牌信誉与资源优势，以及员工深度绑定带来的市场化激励机制，形成了“国企身份+民企活力”的治理特征，人均绩效位于前列。2025 年，公司以 204.9 万元的人均创收领先于所有样本公司；人均创利 47.9 万元，同比提升 18.3%。公司呈现“轻资产，高 ROE”特征，2021 年至今流动资产占总资产比例均为领先水平，是样本公司中最为“轻资产”的公司；公司 ROE 显著领先样本公司，具备较优的盈利增长持续性和资本回报率。



与市场不同之处

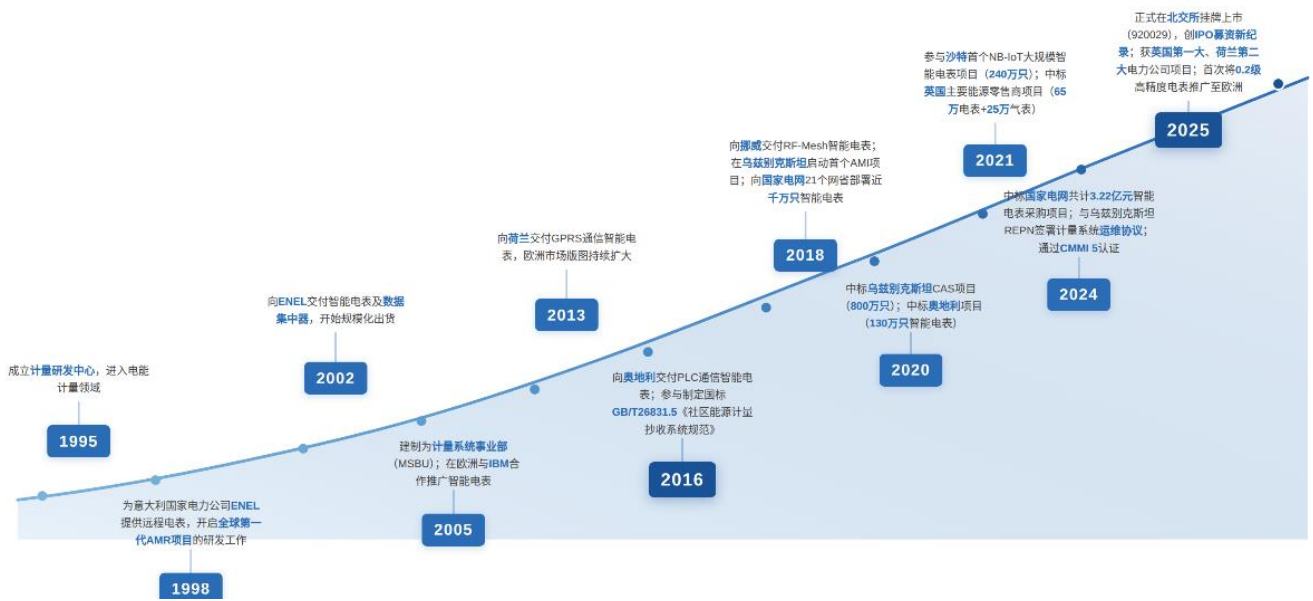
市场认为电表行业受到国内 25 年招标量价双降的影响 β 较弱，后续相关企业业绩存在较大压力，我们认为公司业绩仍有望保持增长态势。

- 1) 境外收入仍贡献绝对主力（25 年收入占比 85.68%），受到国内 25 年招标的影响较小。海外整体市场保持稳健增长态势，国内表企竞争力不断提升，公司在欧洲、中东、中亚、南美、非洲等区域业务开拓顺利，在手订单充沛。
- 2) 国内市场对于公司而言可视为增量市场，行业层面在新标准带动下 26 年招标有望呈现量价齐升态势，公司层面，当前在国网的市占份额处于 1~2%，与国内市场第一梯队企业相比仍具备较大提升空间。随着公司发力境内市场，境内累计部署及服务量逐渐提升，我们认为公司在国内市场的评标优势有望进一步增强，国内市场体量庞大，有望为公司后续收入带来显著增量。
- 3) 26Q1 收入下滑，主要系受到交付节奏影响，亚洲区域销售额下降所致，归母净利润 5344 万元（YOY-73.67%），其中，财务费用达到 4434 万元，同比+7748 万元，系受人民币升值影响，外币应收款汇兑损失较大。我们认为主要系阶段性影响，全年维度内依然看好公司在“欧洲成熟市场深耕、'一带一路'新兴市场拓展、国内市场加速破局”三大战略方向的布局下，业绩保持稳健增长。

全球智能电表先驱，中国出海标杆企业

深耕智能计量领域逾 20 年，产品覆盖智能电、水、气表等智能计量终端以及 AMI (Advanced Metering Infrastructure) 系统软件的研产销。公司于 2016 年在四川省成都市正式成立，是深科技（证券代码：000021）的控股子公司，其前身为深科技 1995 年成立的计量系统事业部。1998 年起便与意大利国家电力公司 ENEL 合作开展了全球第一代智能电表项目的研发及大规模部署。据公司官网，截至目前，公司已将超过 1.07 亿只智能计量产品推向以欧洲发达国家为主的全球 40 多个国家，其中累计向欧洲出口逾 5000 万套智能计量终端，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，2021-2023 年公司在欧洲市场的占有率分别为 9.46%、10.41%及 12.14%，稳步抬升。公司以核心产品智能电表为起点，为客户提供涵盖电水气等多种能源、软硬件一体、适配各类通信技术的完整智慧能源管理系统解决方案，布局“欧洲成熟市场深耕、‘一带一路’新兴市场拓展、国内市场加速破局”三大战略方向。2025 年 3 月，公司成功登陆北交所。

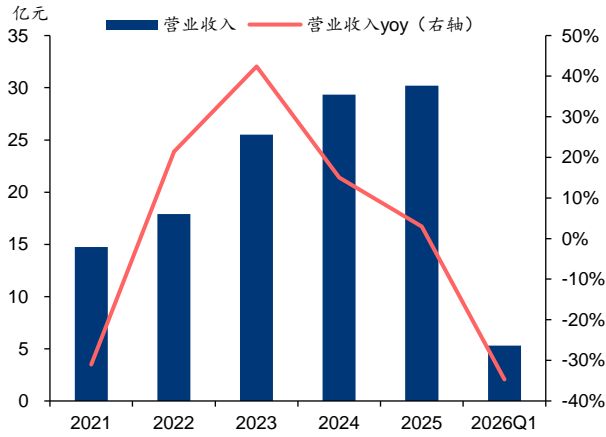
图表1：公司发展历程



资料来源：开发科技官网，华泰研究

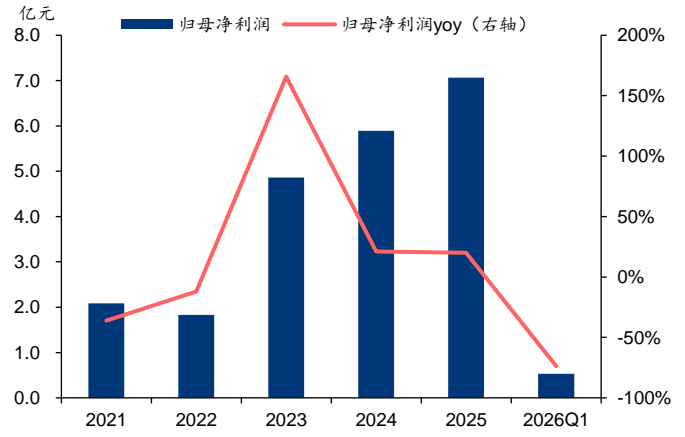
公司近年来盈利能力整体保持快速增长。公司收入以境外为主，业绩波动与海外项目交付节奏及汇率密切相关。2020 年因沙特项目大规模交付，当年收入基数较高达 21.38 亿元。2021 年该项目交付完毕后收入回落至 14.75 亿元，归母净利润降至 2.08 亿元。2022 年收入恢复至 17.91 亿元，但人民币升值压制外销毛利率至 20.8%，归母净利润进一步下滑至 1.83 亿元，不过扣非归母已同比增长 65%至 1.31 亿元。2023 年是业绩拐点，收入 25.50 亿元，(YOY+42%)，归母净利润 4.86 亿元 (YOY+166%)，毛利率从 20.8%回升至 33.7%，毛利率显著提升系人民币贬值、部分产品原币单价提升以及国际运费下降。2024/2025 年收入 29.33 亿元 (YOY+15%)、30.2 亿元 (YOY+3%)，归母净利润 5.89 亿元 (YOY+21%)、7.07 亿元 (YOY+20%)，毛利率进一步提升至 36.0%、39.4%，利润增速持续快于收入端，主要来自高毛利客户占比提升与产品结构优化。2026Q1 实现营收 5.29 亿元 (YOY-34.69%)，主要系受到交付节奏影响，亚洲区域销售额下降所致，归母净利润 0.53 亿元 (YOY-73.67%)，其中，财务费用达到 4434 万元，同比+7748 万元，系受人民币升值影响，外币应收款汇兑损失较大。

图表2：公司营收及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：公司归母净利润及同比增速

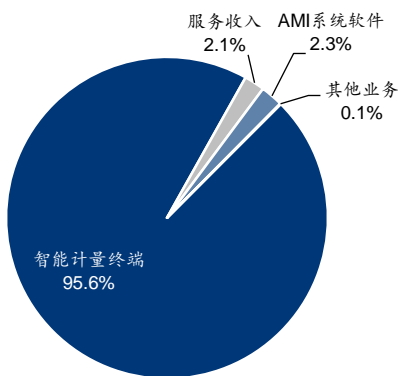


资料来源：Wind，华泰研究

公司业务高度聚焦智能计量领域，以境外收入为主。智能计量终端业务是公司最主要的业务，2025年营收占比达到96%，其中包括智能计量表、核心单元、组配件及配套终端（由于部分客户特定的合作模式，公司将智能计量表核心单元及组配件以分离的形态销售，客户自行完成整表的组装）。此外，服务收入与AMI系统软件收入占比合计约4%。

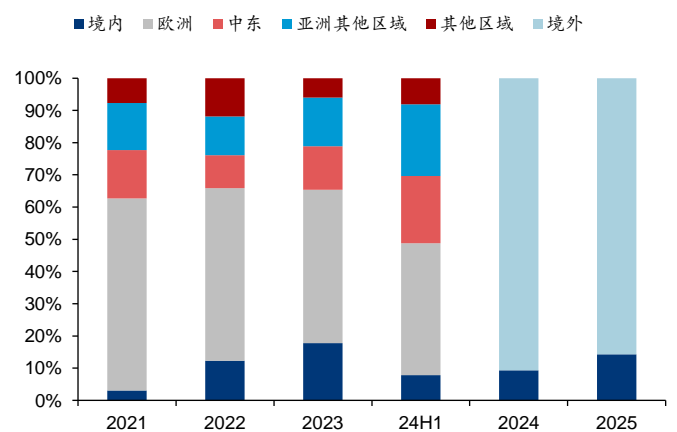
公司产品境外收入占比较高，2021年欧洲占比达到59.6%，伴随近年来公司进一步发力境内与海外其他区域市场，上述区域快速起量，24H1中东、亚洲其他区域收入占比增长至20.9%、22.3%；境内收入会受到批次招标及交付节奏影响，23年、24H1收入占比分别为17.7%、7.9%。25年公司境外、境内收入占比分别为85.68%、14.32%；其中境内收入同比增长58.75%，主要得益于公司加大国内市场开拓力度，电网客户收入大幅增加；境外收入同比下降2.72%，主要系受到交付节奏影响，欧洲、美洲等市场销售额保持增长，但亚洲部分区域销售同比有所下滑，整体拖累境外收入表现。

图表4：2025年公司分业务收入占比情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：公司分地区收入情况



资料来源：公司公告，华泰研究

管理层方面，董事长莫尚云曾任深科技财务负责人、副总裁，2004年起深耕深科技体系逾20年，兼具财务管理与集团资源协调能力；总经理张森辉自深科技计量系统事业部起步，是公司智能计量业务的创业元老，持股比例为公司自然人股东之首，经营上具备较强的企业家精神与市场敏感度。



图表6：公司管理层背景

姓名	职务	主要经历
莫尚云	董事长	研究生学历，高级会计师，中共党员。1990年7月至1993年5月，在湖南省株洲火炬火花塞股份有限公司任总会计师助理；1993年5月至1995年9月，在深圳通广—北电有限公司任财务部主管；1995年9月至1996年9月，在蛇口龙电实业股份有限公司任总会计师；1996年9月至2000年4月，在深圳市中侨发展股份有限公司任财务部经理；2000年4月至2000年10月，在深圳长城开发科技股份有限公司任财务部主管；2000年10月至2002年，在大鹏网络有限责任公司任财务经理；2002年10月至今，任深圳长城开发科技股份有限公司历任财务部经理、财务总监、副总裁兼财务总监。
张森辉	董事、总经理	硕士研究生学历。1991年7月至1998年6月，在东莞新科电子厂担任经理；1998年7月至2001年12月，在IBM科技产品有限公司担任总监；2002年1月至2005年10月，在深科技担任市场部总监，同时在深圳开发微电子有限公司担任总经理；2005年11月至2016年3月，在深科技计量系统事业部担任总经理。2016年4月至2022年7月，在成都长城开发科技股份有限公司担任董事、总经理；2022年7月至今，在成都长城开发科技股份有限公司担任董事、总经理。
颜杰	董事、副总经理	硕士研究生学历。1997年10月至2016年7月，在深科技历任办公室主任、计量事业部营销经理。2016年7月至2022年7月，在成都长城开发科技股份有限公司担任董事、副总经理、营销中心总监；2022年7月至今，在成都长城开发科技股份有限公司担任董事、副总经理。
何乐涛	副总经理	本科学历，1995年7月至2016年7月，在深科技历任研发部工程师、研发部高级工程师、研发部经理、副总监。2016年7月至2022年7月，在成都长城开发科技股份有限公司担任副总经理；2022年7月至今，在成都长城开发科技股份有限公司担任副总经理。
夏志强	副总经理、董事会秘书	本科学历，1999年3月至2016年7月，在深科技历任助理工程师、工程师、高级工程师、高级主管、经理、高级经理。2016年7月至2022年7月，在成都长城开发科技股份有限公司担任董事会秘书、副总经理；2022年7月至今，在成都长城开发科技股份有限公司担任董事会秘书、副总经理。
凌吉荣	副总经理	硕士研究生学历，1996年5月至1997年2月，在READRITE公司担任产品工程师；1997年2月至1998年4月，在SEAGATE公司担任供应商质量工程师；1998年4月至2004年5月，在深科技担任项目经理；2004年5月至2009年10月，在深圳易拓科技有限公司担任高级运营经理；2009年11月至2013年7月，在深科技担任高级项目经理。2017年3月至2022年7月，在成都长城开发科技股份有限公司担任副总经理；2022年7月至今，在成都长城开发科技股份有限公司担任副总经理。
莫锦峰	财务负责人	本科学历，2002年4月至2009年12月，在深圳易拓科技有限公司担任会计、成本主管；2010年1月至2012年4月，在飞兆半导体（上海）有限公司深圳分公司担任应收账款主管；2012年4月至2016年8月，在深科技担任高级主管。2016年8月至2022年7月，在成都长城开发科技股份有限公司担任财务经理；2022年7月至今，在成都长城开发科技股份有限公司担任财务负责人。

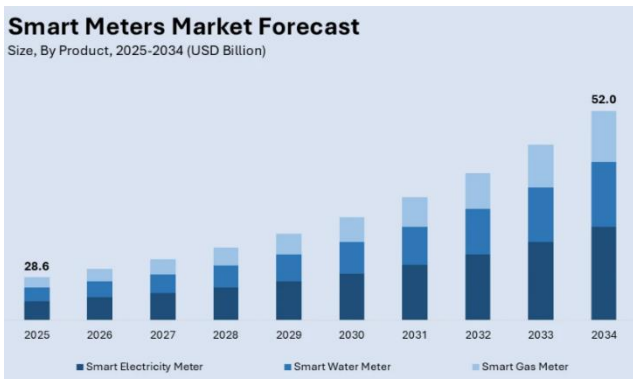
资料来源：Wind，华泰研究

全球表计市场稳增，国内表企竞争力不断提升

新增+替代需求下，全球表计市场有望稳步增长

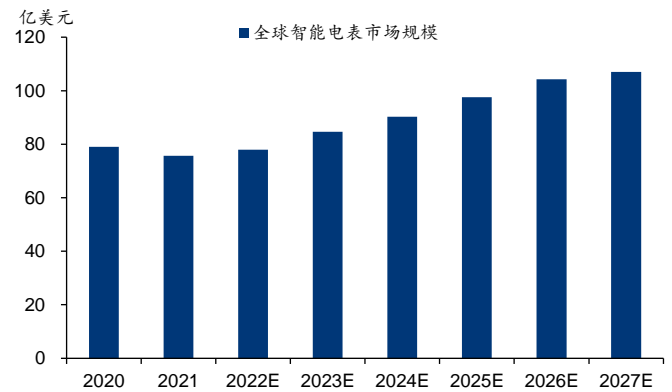
全球电力需求稳定增长，智能电网建设逐步推进，全球智能电表市场规模有望实现持续增长。智能电表是智能电网的重要组成部分，可以帮助实现电力系统的数字化和智能化管理，提高能源使用效率，推动能源生态系统转型；同时，智能电表通过实时监测和反馈，对提升电网的可靠性具有重要意义。考虑到：一方面，多地智能电表渗透率仍有较大提升空间；另一方面，智能电表使用周期一般是 8-10 年 (IEC 标准) /15 年 (IR46 标准)，对于渗透率已经较高的地区，仍然存在持续的替换、升级 (即二次换表) 需求，我们预计全球智能电表市场规模有望实现持续增长，根据 Imarc (国际市场分析研究与咨询集团) 预测，2025 年全球智能表计市场规模达到 286 亿美元 (YOY+7.1%)，2026-2034 年 CAGR 有望达到 6.9%；具体到智能电表，Frost & Sullivan (弗若斯特沙利文) 预计 2024 年全球智能电表市场规模达到 90.3 亿美元，2025-2027 年 CAGR 有望达到 5.8%。

图表7：全球智能表计市场规模



资料来源：imarc, 华泰研究

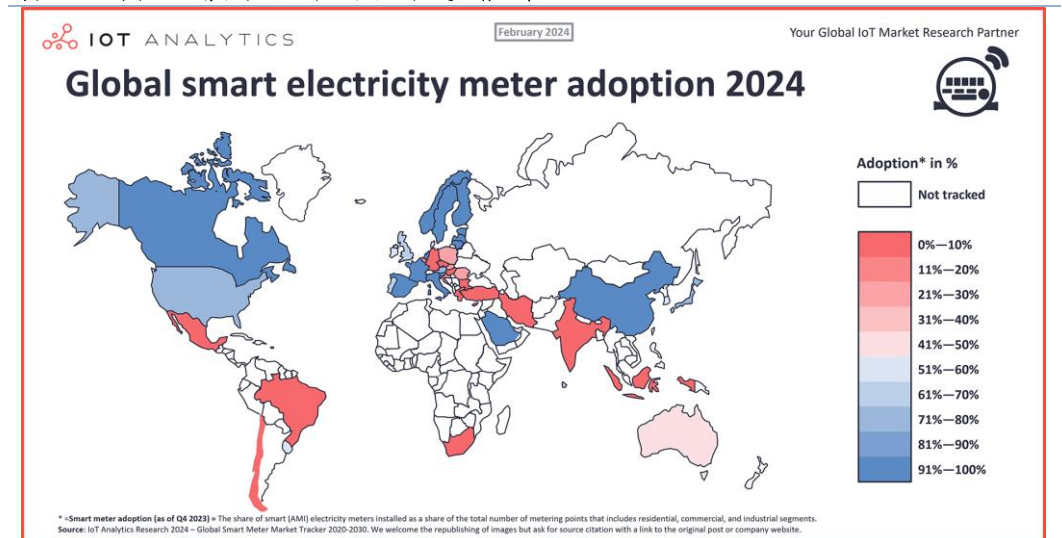
图表8：全球智能电表市场规模



资料来源：Frost & Sullivan, 华泰研究

部分地区智能电表渗透率有较大提升空间，表计替换、升级贡献额外增量。全球不同地区的智能电网建设大体可以归为三类，一为中国以及部分发达国家或地区 (包括美国、欧盟等)，智能电网投资处于领先阶段；二为东欧、南欧、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，渗透率有较大提升空间。

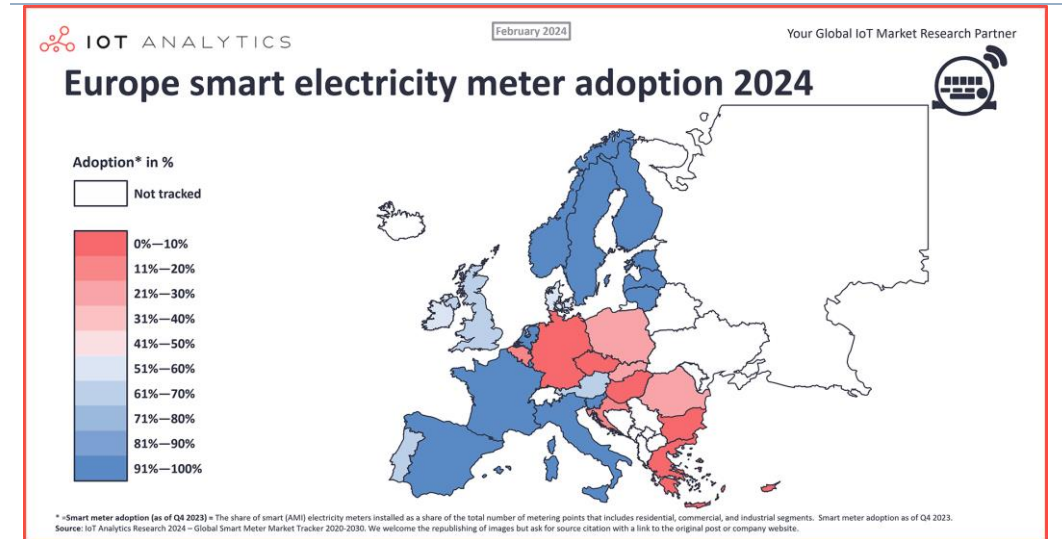
图表9：全球各地区智能表 (电力、水和天然气) 普及率



资料来源：IOT Analytics, 华泰研究

欧洲：内部渗透率差异较大，替换与新增需求并存。根据 Frost & Sullivan，2023 年欧洲智能电表市场规模约 19.36 亿美元，同比增长 6.3%。根据 IOT Analytics，西欧、北欧整体智能电表渗透率较高，主要是替换、升级（即二次换表）需求；中欧、东欧、东南欧目前渗透率较低，仍存在较大的提升空间。根据 Berg Insight（伯格研究院）预测，在 EU27+3（欧盟 27 个成员国+英国、挪威和瑞士），智能电表渗透率有望从 2022 年的 56% 提升至 2028 年的 78%。2023-2028 年间欧洲地区将部署近 1.1 亿块智能电表；其中，第一代智能电表的替换量将占总出货量的 25-40%，即每年 400-800 万台。中欧、东欧、东南欧地区的安装数量占比有望从 2022 年的 30% 提升至 2028 年的 51%。

图表10：欧洲各地区智能表（电力、水和天然气）普及率



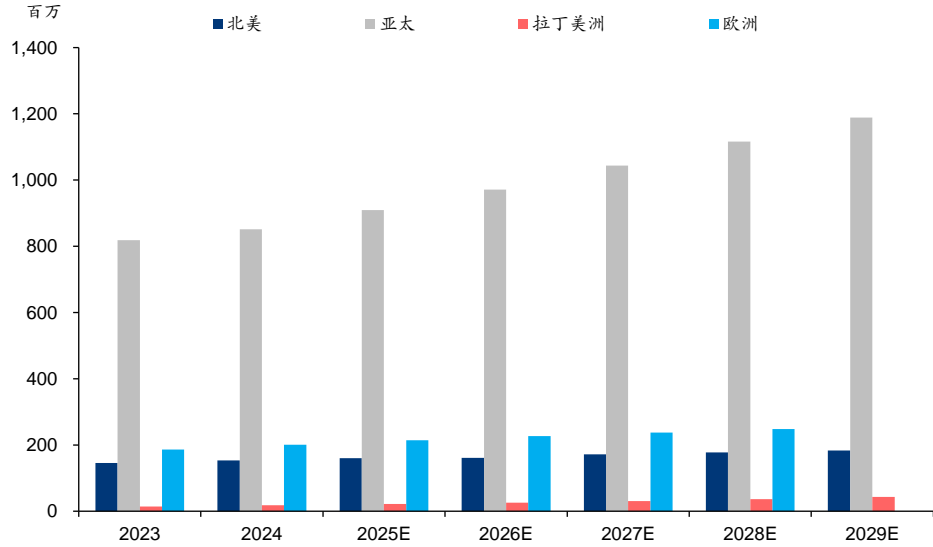
资料来源：IOT Analytics，华泰研究

亚洲：东亚市场（包括中国、日本等）智能电表渗透率高，东南亚、南亚、中亚市场发展潜力大。亚太地区人口基数较大，是全球最大的计量市场。东亚是亚太地区智能计量技术应用的领头羊，约占该地区智能电表安装基数的 93%。南亚（即印度和孟加拉国）和东南亚（包括泰国、越南、印度尼西亚和菲律宾）是亚太地区新兴的智能电表市场，市场体量有望在未来几年实现快速扩张。Berg Insight 预测，亚太地区的智能电表安装基数将在 2024-2029 年内以 6.4% 的 CAGR 保持增长。

北美洲：智能电表市场成熟，主要是存量替换、升级需求。北美洲是继欧洲之后的第三大市场，2023 年智能电表的普及率在 80% 左右，Berg Insight 预计到 2029 年将增至 94% 以上，安装基数将在 2024-2029 年内以 3.9% 的复合年增长率温和增长。

拉丁美洲：基数大，普及度低，增量空间广阔。Berg Insight 数据显示，拉丁美洲智能电表现有渗透率较低，2023 年仅为 6.5%，未来存在较大的提升空间，拉丁美洲普遍存在偷电现象，降低非技术性电力损失将是该地智能电表投资的主要驱动力。拉丁美洲拥有超过 2.15 亿电力用户，市场空间广阔，Berg Insight 预计拉丁美洲智能电表年出货量将从 2023 年的 260 万台增长到 2029 年的近 670 万台，普及率有望提升至 2029 年的 18.4%，在 2024-2029 年内安装基数将以 20.5% 的复合年增长率增长。近年来，中国电表供应商由于能够提供有竞争力的价格，在拉丁美洲市场取得了显著的份额，后续有望进一步受益于拉丁美洲市场的显著增量。

图表11: 全球主要地区智能电表安装基数预测

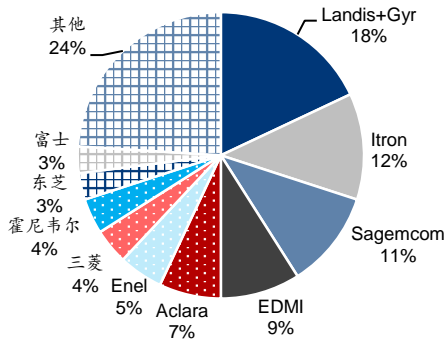


资料来源: Berg Insight, 华泰研究

电表出海迎新周期, 国内企业加速出海

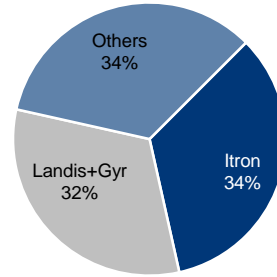
海外智能电表生产商主要包括 Landis+Gyr、Itron 等国际巨头。根据 Frost & Sullivan, 2018 年海外 AMI (高级电表基础设施, Advanced Meter infrastructure) 市场份额前十的企业合计占比约 76%。在海外众多市场中, 北美品牌壁垒最高, 市场格局集中, 2024 年 Itron、Landis+Gyr 占比分别达到 34%、32%。而在北美以外的其他海外市场, 如欧洲、南美洲、亚洲、非洲等区域, 国内电表企业均已占据一定份额。

图表12: 海外 AMI 市场各公司市场份额 (不含中国, 2018 年)



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰研究

图表13: 北美智能电表市场格局 (2024 年)



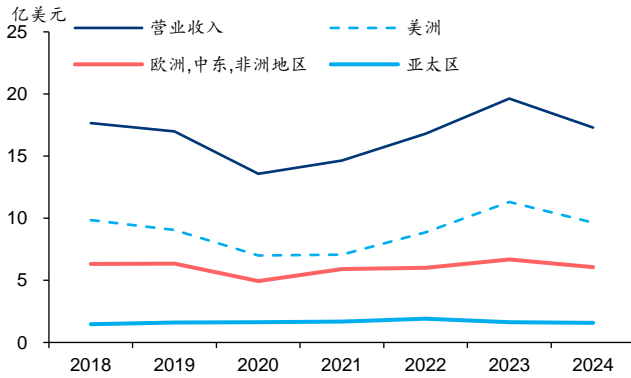
资料来源: pestel, 华泰研究

全球电表两大巨头近年来收入均呈现波动态势, 从区域收入结构上来看, 其对美洲区域依赖度较高; 在 EMEA 区域的竞争力正在逐步减弱; 同时对于亚太、拉美等新兴市场开拓力较弱。

兰吉尔 (Landis+Gyr): 总部位于瑞士, 2024 财年 (240401-250331) 收入 17.29 亿美元 (YOY-10.5%); 其中, 美洲地区收入 9.65 亿美元, 占比 55.8%; EMEA 区域 (欧洲、中东、非洲地区) 收入 6.13 亿美元, 占比 35.1%; 亚太区收入 1.58 亿美元, 占比 9.1%; 三个区域 24 年收入规模均呈现收缩态势。值得关注的是, 由于 EMEA 区域监管碎片化、偏好标准化硬件、多供应商模式, 限制了高价值软件与服务解决方案部署, 公司竞争优势难以显现, Landis+Gyr 已与 AURELIUS 达成 EMEA 业务出售协议, 同时计划于 2026 年赴美上市, 战略重心进一步向美洲倾斜。

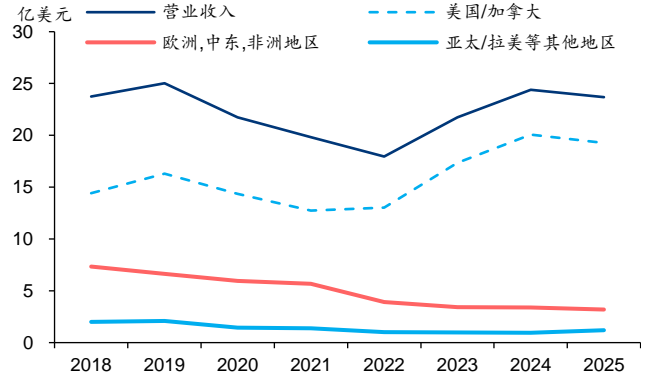
埃创集团 (Itron): 总部位于美国, 2025 财年(截至 2025 年 12 月)收入 23.67 亿美元 (YOY-3.0%)。其中, 美洲地区收入 19.27 亿美元, 占比 81.4%; 欧洲、中东、非洲地区收入 3.19 亿美元, 占比 13.5%; 亚太、拉美等收入 1.21 亿美元, 占比 5.1%; 公司整体业务对于美洲地区依赖度较高。

图表 14: Landis+Gyr 分地区营收情况



注: 财年截至 3 月 31 日
资料来源: 公司官网, 华泰研究

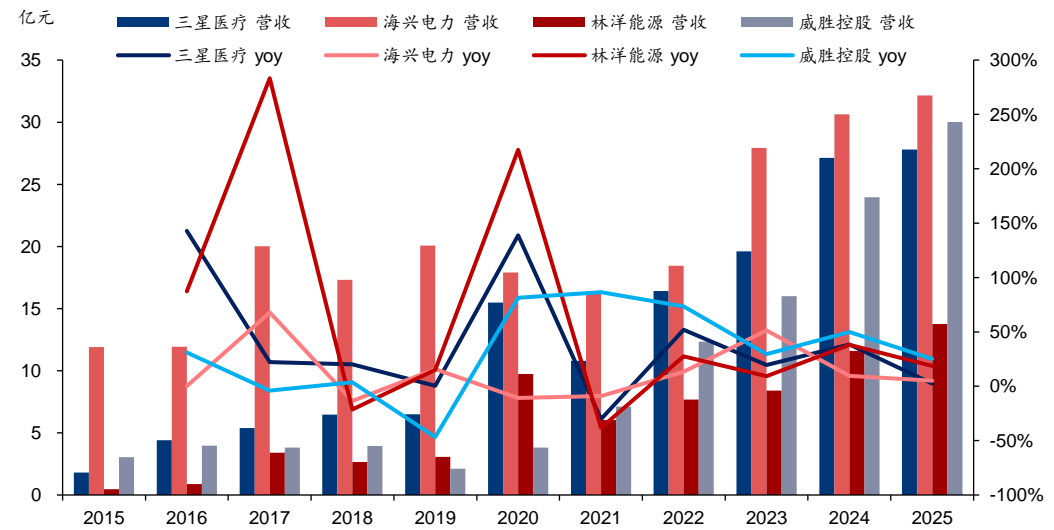
图表 15: Itron 分地区营收情况



资料来源: Wind, 华泰研究

国内企业海外市场竞争力逐步显现, 营收快速增长, 对比海外龙头的体量, 成长空间广阔。对于国内的电表企业而言, 海外市场整体营收体量快速增长, 以海兴电力、三星医疗、威胜控股、林洋能源为例, 2024 年海外收入分别达到 32.16 亿元、27.81 亿元、30.00 亿元、13.76 亿元, 同比分别增长 5.03%、2.48%、25.18%、18.65%, 且保持持续上涨趋势。海外龙头兰吉尔 FY2024 财年(截至 2025 年 3 月 31 日)的营收为 17.29 亿美元(约合 125 亿元人民币), 埃创 2025 年营收为 23.67 亿美元(约合 164 亿元人民币), 对比国内 2024 年海外业务营收体量最大的海兴电力仅 32.16 亿元, 国内企业海外业务成长空间广阔。我们认为, 随着国内企业在海外存量市场份额不断提升, 叠加在新兴市场具备更强竞争力, 同时包括开发科技、海兴电力等在内的企业也在向龙头对标不断开拓水表、配电等新业务线, 带来较大潜在增量, 国内公司海外业务或具备持久的发展动力。

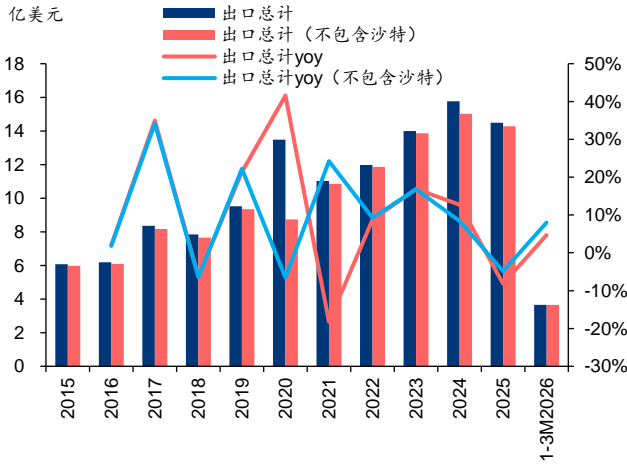
图表 16: 国内龙头企业海外业务营收对比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

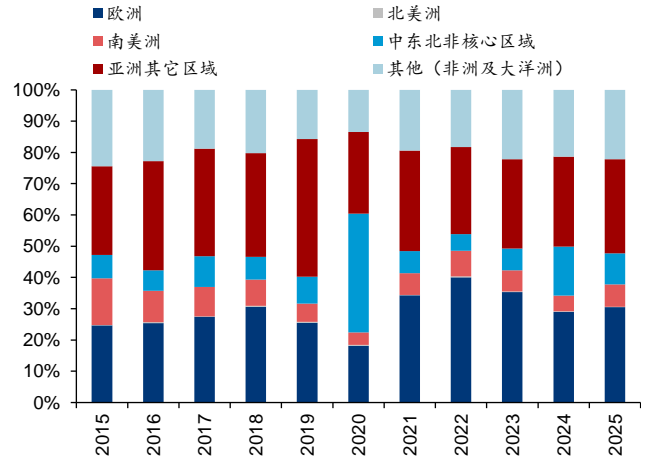
中国电表出口金额整体呈现增长趋势，欧亚非为最主要出口地区。根据中国海关总署的出口数据，23/24/25年、26Q1出口额分别为14.0、15.8、14.5、3.7亿美元，同比+16.9%、+12.7%、-8.2%、4.7%。回顾历史数据，2017年与2020年增速较为突出，其中，2017年出口增速高达35.0%，主要系全球智能电网建设的推动和新兴市场智能电表需求提升；2020年出口增速高达41.6%，主要系沙特政府大力推动智能电表项目的实施。从出口额绝对值来看，亚洲、欧洲、非洲、南美洲为中国电表主要出口地区，2025年出口金额占比分别为36%、29%、26%、6%。需要注意的是，国内企业近年来大力推行本地化策略，进一步加强海外市场竞争优势，通过海外工厂出货的收入占比在逐步提升，而这部分数据并不体现在海关总署的出口数据中。

图表17: 中国电表出口情况



注：2020年沙特政府大力推动智能电表项目致出口增速较高
资料来源：海关总署，华泰研究

图表18: 中国电表出口区域分布



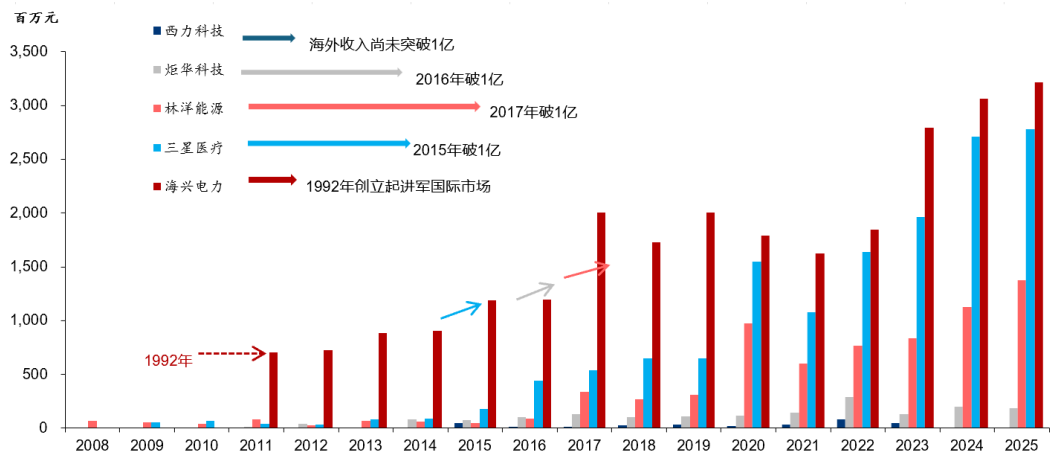
资料来源：海关总署，华泰研究

全球业务多点开花，“国企身份+民企活力”筑高盈利 出海壁垒高筑，深耕数年锋芒展现

认证是海外入市门槛，渠道与品牌认可度是海外业务起量的关键，具有较高壁垒。电表通常由各国相关部门统一制定行业标准，集中招标采购。企业想要参与海外市场项目投标，不仅需要满足国际通用标准，还需要取得各国指定的资质认证，获得资质认证同时代表技术达标。公司产品在境外市场取得了欧盟 MID、CE，沙特阿拉伯 SASO 等多项国际权威认证，在全球合计拥有 600+项各类认证。在拿到入场门票后，渠道与品牌认可度才是获取订单的关键。由于各国电力产品主要以招投标方式进行采购，因此企业需要与当地的电网、电力公司构建紧密的关系，并搭建完善的海外市场销售、服务网络。同时，出于对电力产品的高品质要求，品牌认可度在拿单中至关重要。品牌认可度是由多方面因素构建起来的一个综合指标，公司的产品资质认证体系越全面、覆盖地区越广、部署数量越多、寿命周期验证经验越丰富、切入成熟市场程度越深，品牌认可度越高。品牌认可度的构建所需时间较长，且往往不允许出现木桶短板效应。产品认证（技术）、渠道、品牌认可度等多方面要求构筑起出海赛道的壁垒。

国内电表企业从开始部署海外业务到海外收入突破 1 亿元，往往需要数年时间。我们以国内出海的企业为例，海兴电力自 1992 年创立起便进军国际市场，海外市场拓展三十年有余；三星医疗 2009 年加大海外市场开拓力度，海外市场收入快速增长，但直至 2015 年海外市场收入才突破 1 亿元；炬华科技、林洋能源同样部署海外市场数年，直至 2016 年、2017 年跨越 1 亿元收入关口；而西力科技至今未达到 1 亿元。

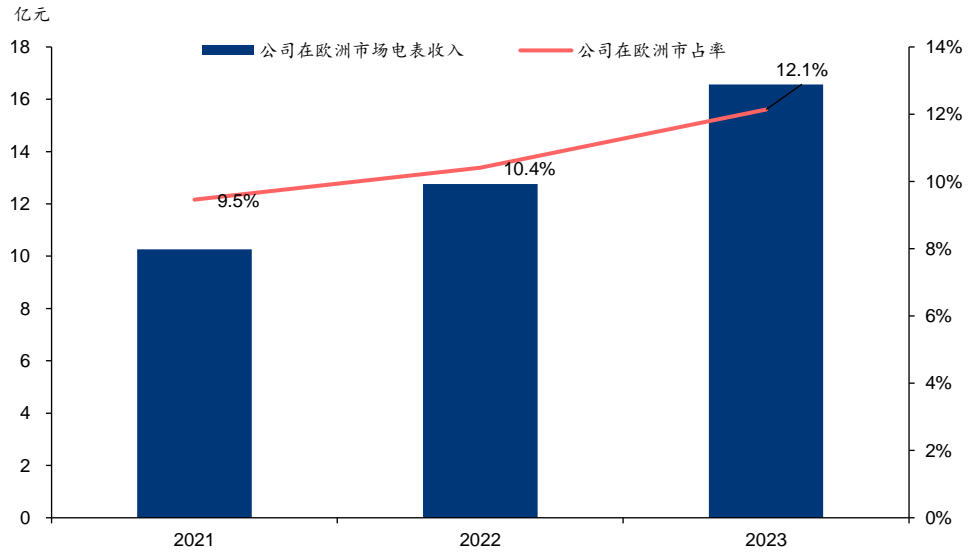
图表19：部分出海电表公司海外收入情况



资料来源：Wind，海兴电力官网，华泰研究

公司深耕海外多年，获评欧洲市场最成功的中国智能电表供应商，市占率持续提升。公司 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。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寿命周期验证，据公司招股书是截至 25 年 3 月唯一一家将自主品牌智能电表打入英国市场的境内企业（截至 25 年底公司智能电表产品在英国市场的安装规模突破 230 万只），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。根据 Frost & Sullivan 发布的欧洲智能电表市场规模，可估算 2021-2023 年公司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。

图表20: 公司在欧洲市场智能电表收入规模及市占率



资料来源: 招股说明书, 华泰研究

开疆扩土, 境内境外协同增长

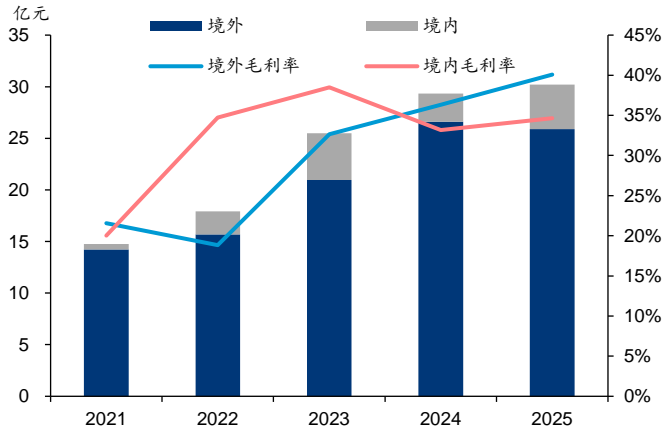
公司积极开拓增量市场, 非欧洲市场收入占比持续提升。公司自 22 年起整体收入持续提升, 23-25 年收入分别为 25.50、29.33、30.20 亿元, 收入同比增速为 42.39%、15.02%、2.99%。公司 2021 年欧洲占比达到 59.6%, 伴随近年来公司进一步发力境内与海外其他区域市场, 上述区域快速起量, 24H1 中东、亚洲其他区域收入占比增长至 20.9%、22.3%。同时, 境内业务收入占比从 2021 年 3.10% 提升至 2025 年 14.32%, 其中 25 年境内收入同比增长 58.75%, 主要得益于公司加大国内市场开拓力度, 电网客户收入大幅增加。公司已于 25 年启动巴西玛瑙斯生产基地建设, 加速拉美市场本地化战略部署, 同时签约巴西水务集团超声波水表项目, 有望进一步打开业务品类与营收空间。

图表21: 公司全球销售业绩 (2026 年 5 月官网截图)



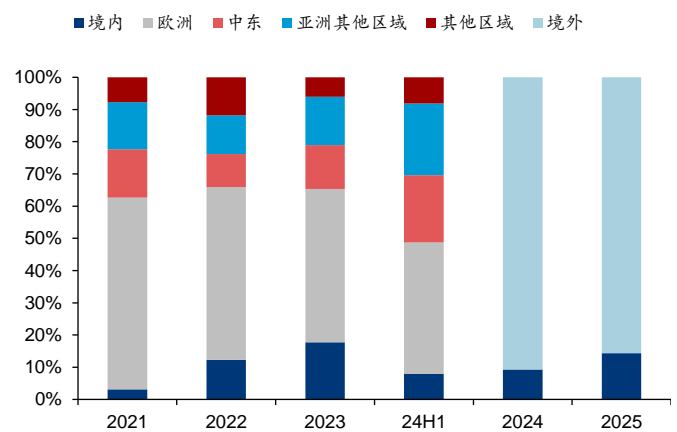
资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表22: 境内外收入及毛利率情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表23: 公司分地区主营业务收入占比

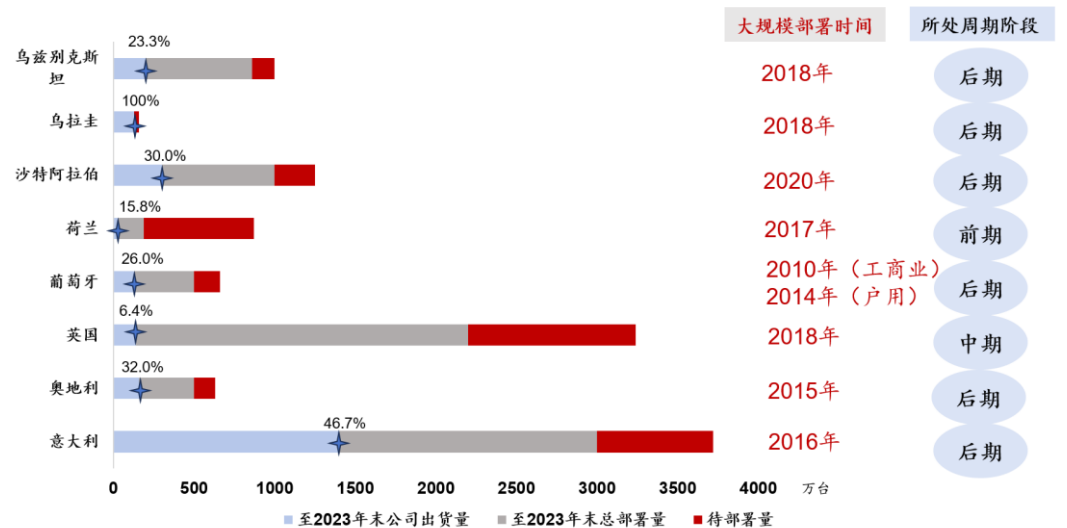


注: 上图中地区以直接客户注册地划分
资料来源: 招股说明书, 华泰研究

境外: 版图持续扩大, 新域接力增长

公司凭借欧洲市场验证的成熟产品、技术及大规模部署经验, 目前已经成功开拓中东、中亚、南美、东南亚、非洲等市场, 为当地提供软硬件一体化的 AMI 解决方案。截至 23 年末, 公司主要销售区域包括意大利、奥地利、英国、葡萄牙、荷兰、沙特阿拉伯、乌拉圭、乌兹别克斯坦等国家, 在上述国家新一轮电表部署周期内, 公司合计出货 2490 万台, 占当地总部署量 29.7%。其中, 在乌拉圭、意大利、奥地利、沙特阿拉伯市场份额达到 100%、46.7%、32.0%、30.0%。更新换代周期往往在中期及后期达到高峰期, IR46 标准下电表使用替换周期为 15 年, 上述地区本轮周期平均开启 8 年, 多数处于当前周期的中后期。截至 23 年末, 公司主要销售区域已部署智能电表 8380 万台, 按照总市场容量 11530 万台计算, 仍有 3150 万台的待部署需求。

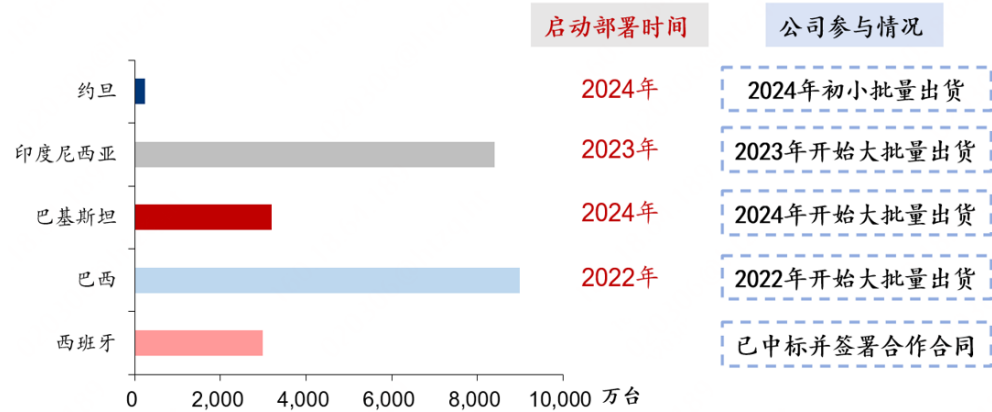
图表24: 公司主要销售区域 AMI 智能电表市场容量及迭代情况、公司出货量及市占率



资料来源: BergInsight, 招股说明书, 华泰研究

公司多个部署地周期即将/刚刚启动, 潜在市场容量可观, 有望成为未来业绩的新增长点。除上述地区外, 公司仍覆盖巴西、巴基斯坦、印度尼西亚、西班牙等多个目前处于更新换代前期的区域, 该等区域未来市场潜力较大, 有望为公司带来新的盈利增长曲线。我们目前可以看到巴西、印度尼西亚、巴基斯坦和约旦已经分别于 2022 年、2023 年、2024 年启动部署, 并预计西班牙将于 2025 年启动部署, 上述市场总容量 23820 万台, 是前述已经大规模出货市场总容量的 2 倍有余。

图表25：公司新拓展区域 AMI 智能电表市场容量及公司部署情况（25 年 3 月招股书披露）

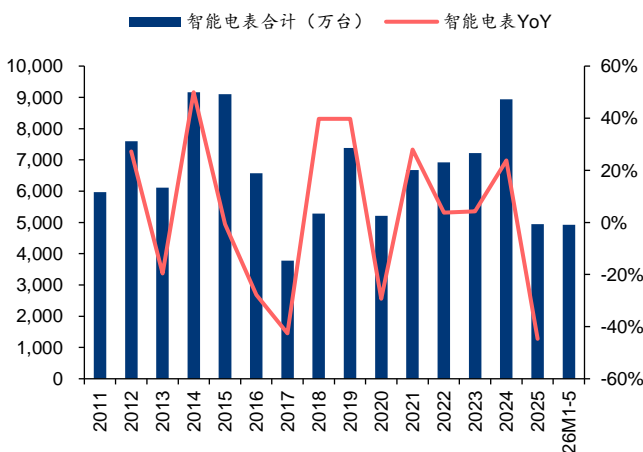


资料来源：BergInsight, 招股说明书, 华泰研究

境内：正值替换周期，公司大有可为

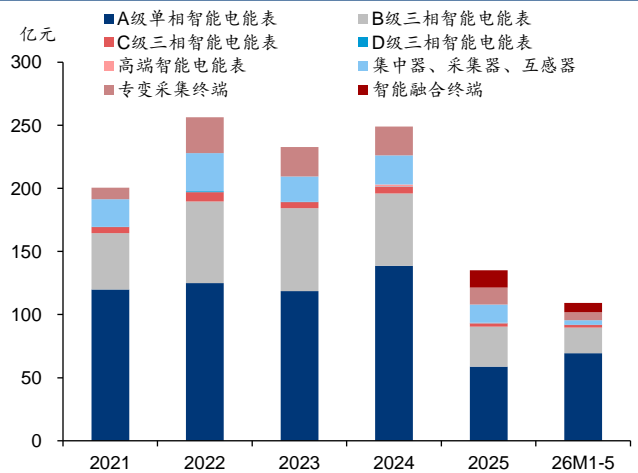
目前国内正处于新一轮智能电表替换周期高点，同时新标带动下 26 年招标有望量价齐升。国内智能电表市场较为成熟，需求主要由存量替换升级需求拉动。从国家电网智能电表招标量看，智能电表上一轮周期的高点位于 2014-2015 年，单年度招标量超过 9 千万只。2020 年新版智能电表定型，随后招标量逐渐爬升，2024 年国网智能电表招标总量为 8939 万台，正处于新一轮周期高点。2025 年 1 至 3 批计量设备招标中，电表招标总计 6647 万只，第三批 1696 万只流标，全年最终实际招标量 4952 万只，处于低位（原本按照电能表 8~10 年的替换周期估算，对应 2015 年的需求高位）。2026 年初对流标批次进行了专项补招，同时 1 批如期发布，至 26 年 5 月电表合计招标数量已达 4923 万只，接近 25 年全年数量。我们认为 1) 电表作为标准化产品，2025 年实际招标量较少，故 2026 年存在较强的补库需求；2) 历史上来看，新标准推出后，第 1 批次或采取小批量试招模式，但年度需求或伴随新标推出实现较快增长；故我们预计 2026 年整体需求有望处于高位。同时，新标之下价格已经实现止跌回升(国家电网 2026 年营销项目计量设备专项公开招标采购限价环比 2025 年第 2 批中标价格普遍涨幅在 20%+, 详见《新标电表补招价格回升》260209)，我们认为 26 年电表招标有望呈现量价齐升态势。

图表26：2011 年至今国网电表招标数量统计



资料来源：国家电网新一代电子商务平台, 华泰研究

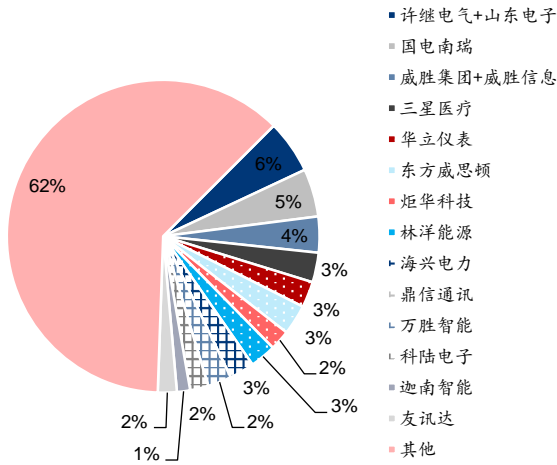
图表27：2021 年至今国网电表招标金额统计及拆分



资料来源：国家电网新一代电子商务平台, 华泰研究

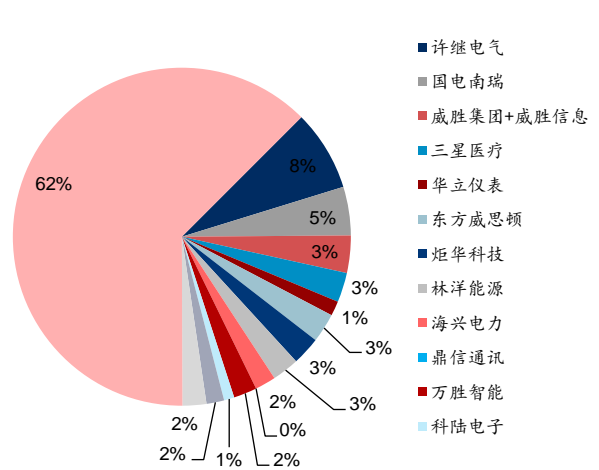
国内国家电网、南方电网统一招投标机制下，智能电表市场较为分散。2024/2025 年，国网 Top1 企业中标金额占比分别为 5.5%、7.7%，供应厂商数量合计达到上百家。

图表28: 2024 年国网电表各公司中标份额



注: 金额统计含集中器、采集器、能量控制器等
资料来源: 国家电网新一代电子商务平台, 华泰研究

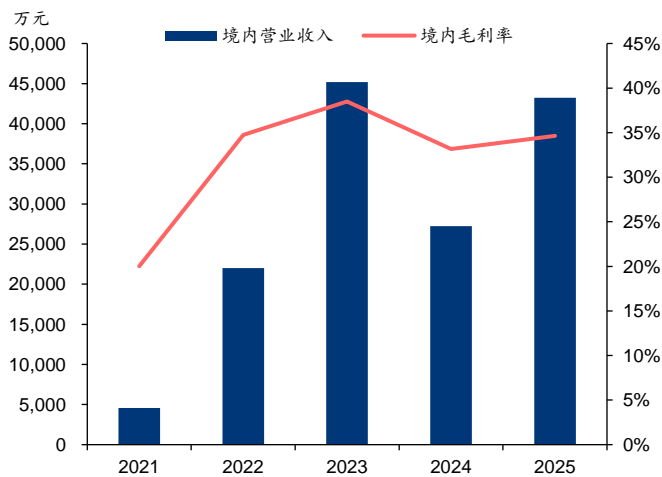
图表29: 2025 年国网电表各公司中标份额



注: 金额统计含集中器、采集器、能量控制器等
资料来源: 国家电网新一代电子商务平台, 华泰研究

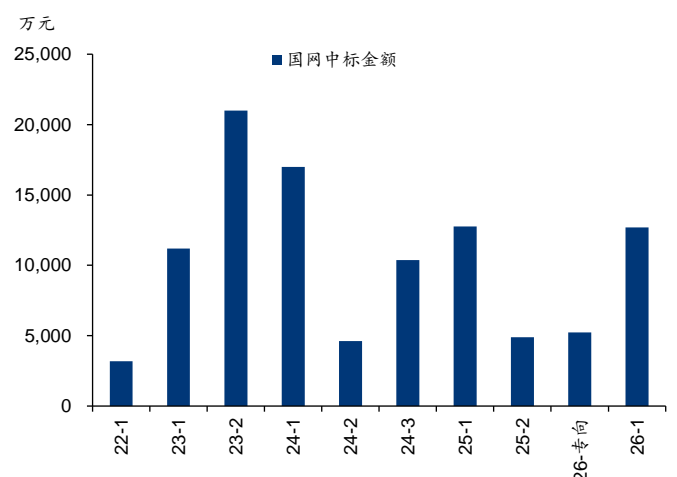
国内市场从 0 到 1 突破初获成效, 期待后续从 1 到 10 带来显著增量空间。公司长期深耕于境外市场, 境内市场尚处于起步阶段。国家电网智能电表 2020 版定型后, 公司 2021 年开始开展相关研发工作, 并于 2022 年开始成功中标国家电网采购项目, 公司 23-25 年以及 26 年 1-5 月中标金额分别达到 3.2、3.2、1.8、1.8 亿元, 份额分别为 1.4%、1.3%、1.3%、1.6%, 与国内市场第一梯队企业相比仍具备较大提升空间。公司凭借在境外大规模、长时间的部署和运营经验, 发挥技术、品质优势, 逐步扩大国内市场份额。随着公司发力境内市场, 境内累计部署及服务量逐渐提升, 我们认为公司在国内市场的评标优势有望进一步增强, 国内市场体量庞大, 有望为公司后续收入带来显著增量。

图表30: 境内收入及毛利率情况



资料来源: 招股说明书, 华泰研究

图表31: 公司在国网中标批次及金额

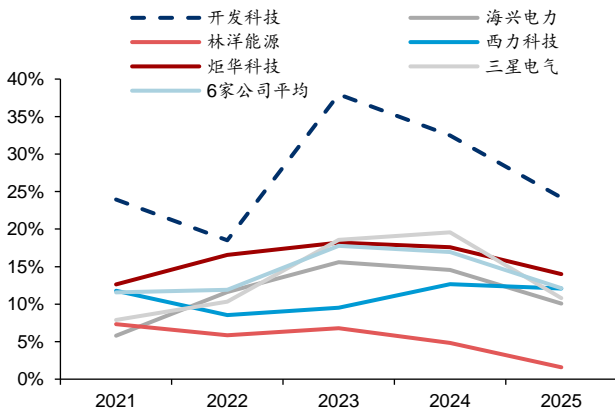


资料来源: 国网电子商务平台, 华泰研究

轻资产, 高 ROE, 人均绩效位居前列

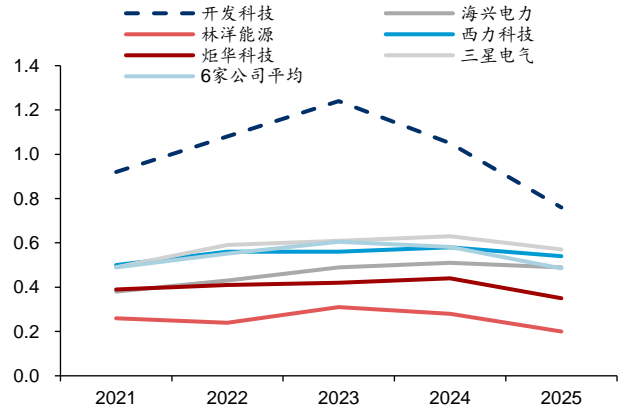
公司“轻资产, 高 ROE”, 具备较优的盈利增长持续性和资本回报率。公司 ROE 水平显著高于 5 家样本公司 (在该部分我们选取海兴电力、林洋能源、西力科技、炬华科技、三星电气), 通过杜邦分解进行分析, 我们认为主要系公司资产周转率远高于样本公司, 同时权益乘数前期较高 (下文提到公司资产负债率已经降低至样本公司平均水平), 净利率亦已经提高至前列 (行业较优费用控制能力+毛利率持续提升)。从资产结构来看, 公司 2021 年至今流动资产占总资产比例均为领先水平, 是样本公司中最为“轻资产”的公司, 主要系公司供应链优势显著, 以及产品交付周期较短。公司 ROE 显著领先样本公司, 具备较优的盈利增长持续性和资本回报率。

图表32: 公司与样本公司 ROE 比较



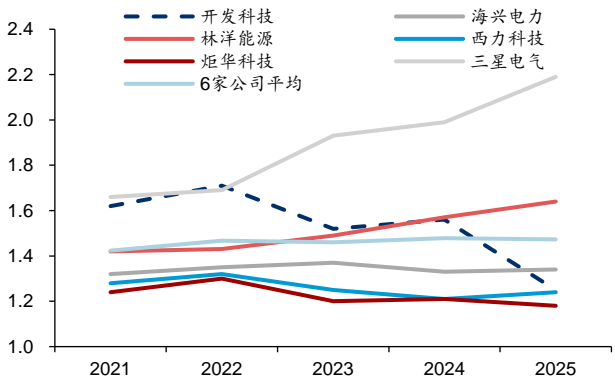
资料来源: iFinD, 华泰研究

图表33: 公司与样本公司总资产周转率比较



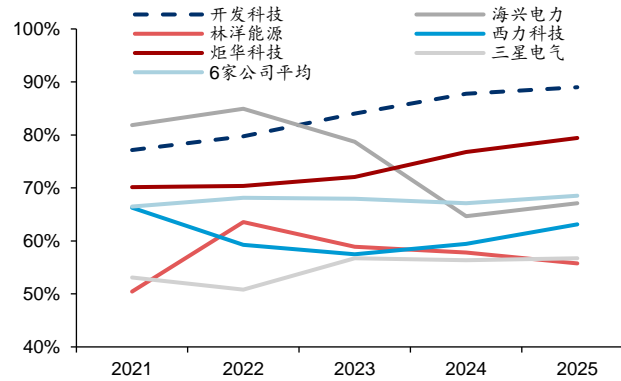
资料来源: iFinD, 华泰研究

图表34: 公司与样本公司权益乘数比较



资料来源: iFinD, 华泰研究

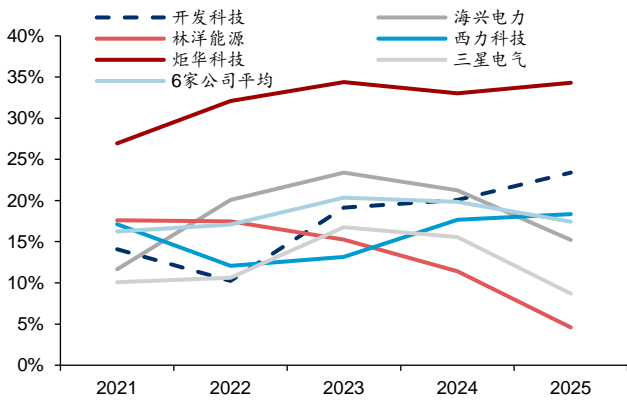
图表35: 公司与样本公司流动资产占比比较



资料来源: iFinD, 华泰研究

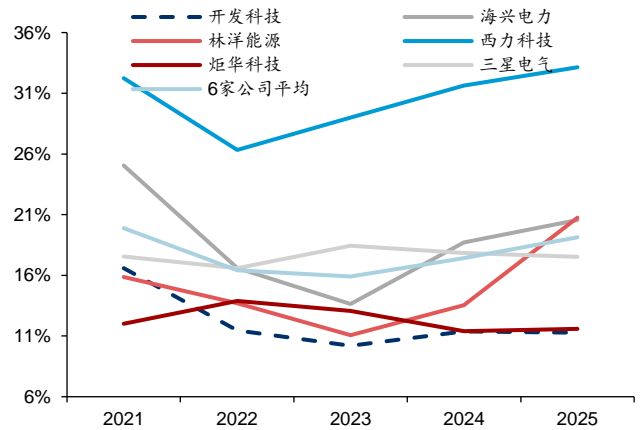
23年起公司净利率显著提升至样本公司前列。公司各期外销收入占比显著高于样本公司, 2021-2022年净利率波动较大, 主要是受到汇率及运费的影响; 此外外销毛利率略低于样本公司, 主要系公司和部分大客户的合作模式影响, 如在进口国本土制造相关政策推动下, DUCATI等购买核心单元加工后再次销售的客户占比提升, 拉低公司整体毛利率。2023年度人民币相对欧元、美元贬值; 公司部分产品原币单价提升; 国际运费在当期大幅回落, 公司整体毛利率实现显著修复; 叠加公司费用控制能力出色, 近年来均处于样本公司中较低水平, 净利率亦随毛利率提升至样本公司前列。

图表36: 公司与样本公司净利率比较



资料来源: iFinD, 华泰研究

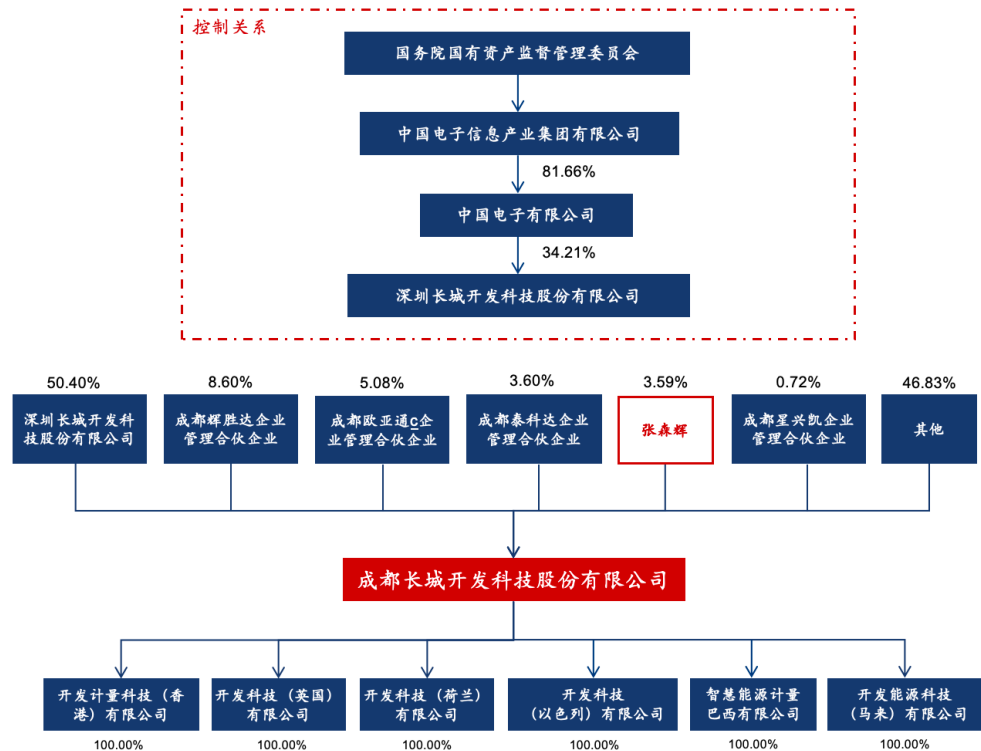
图表37: 公司与样本公司期间费用率比较



资料来源: iFinD, 华泰研究

公司兼具央企背景的品牌信誉与资源优势, 以及员工深度绑定带来的市场化激励机制, 形成了“国企身份+民企活力”的治理特征。公司前身为深科技计量系统事业部, 2016年正式公司化独立运营, 成为深科技下属专业从事智能计量业务的控股子公司, 2025年3月由深科技“A拆A”登陆北交所。母公司深科技1994年在深交所上市, 由中国电子信息产业集团有限公司(中国电子)实际控制, 中国电子为国务院国资委直管央企。股权穿透来看, 国资委通过中国电子持有深科技约34.21%的股权, 深科技直接持有开发科技50.4%股份。与此同时, 公司设立之初即引入核心员工持股平台(辉胜达、欧亚通、泰科达、星兴凯四个有限合伙企业), 合计持股约18%, 覆盖161名核心技术及管理骨干, 总经理张森辉直接持股3.59%。

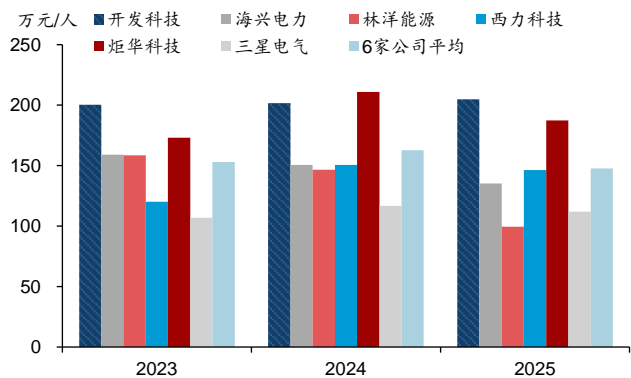
图表38: 公司股权结构(截止26Q1)



资料来源: Wind, 华泰研究

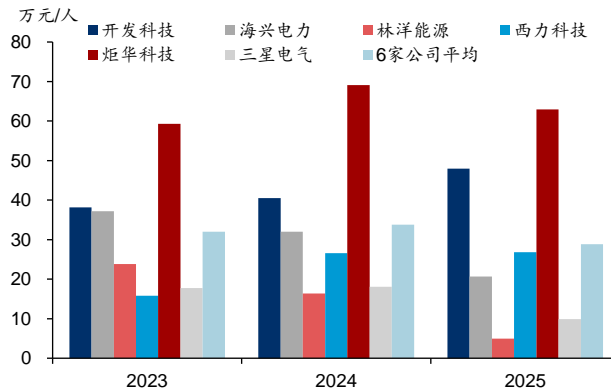
公司 2025 年人均创利大幅提升，人均绩效位于样本公司前列。2025 年，公司以 204.9 万元的人均创收领先于 5 家样本公司，同比提升 1.60%，与第二名炬华科技拉开 17.7 万元/人的差距；公司人均创利达到 47.9 万元，同比提升 18.3%，仅低于炬华科技。

图表39：公司与样本公司人均创收比较



资料来源：iFinD，华泰研究

图表40：公司与样本公司人均创利比较



资料来源：iFinD，华泰研究

盈利预测与估值

我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 33.01、38.69、45.28 亿元，同比增长 9.29%、17.21%、17.02%；归母净利润为 7.27、8.64、10.36 亿元，同比增长 2.89%、18.84%、19.94%。

图表41： 公司收入与利润情况

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	25.50	29.33	30.20	33.01	38.69	45.28
YOY	42.39%	15.02%	2.99%	9.29%	17.21%	17.02%
毛利率	33.68%	36.03%	39.31%	38.33%	38.39%	38.83%
毛利润 (亿元)	8.59	10.57	11.87	12.65	14.85	17.58
归母净利润 (亿元)	4.86	5.89	7.07	7.27	8.64	10.36
YOY	165.67%	21.11%	19.97%	2.89%	18.84%	19.94%

资料来源：Wind，华泰研究预测

智能计量产品：2023-2025 年该板块收入为 24.97、28.89、28.88 亿元，增速为 41.63%、15.70%、-0.03%。25 年收入基本持平系境外收入受到交付节奏影响，亚洲部分区域销售同比有所下滑。我们认为伴随全球表计行业空间稳步增长，叠加国内企业在全州市占份额有望伴随竞争力逐步提升，公司的海外业务一方面在传统欧洲市场持续强化电力计量市场的标杆地位，另一方面在中东、中亚、南美、非洲等地加速开拓。同时，国内电表正值替换周期，公司在国内加大开拓力度，收入规模有望呈现持续提升态势。我们预计 2026-2028 年公司该板块收入增速为 7%、15%、15%，对应收入 30.90、35.54、40.87 亿元。26 年增速略慢，主要系国内 25 年国网招标节奏影响 26 年交付节奏，同时巴基斯坦、沙特等地区存在项目交付延迟。2023-2025 年公司该业务毛利率分别为 33.20%、35.26%、36.80%，考虑到后续国内收入占比或提升（参照 25 年海外毛利率 40.08%VS 国内 34.65%），我们预计 2026-2028 年为 34.80%、33.80%、33.30%。

大数据基础软件系统：2023-2025 年该板块收入为 0.18、0.24、0.68 亿元，增速为 278.87%、33.51%、179.79%，公司加大 AMI 业务开拓力度，提高 AMI 的全球化市场份额；同时扩大系统软件产品的业务范围，我们预计后续该板块将保持高速增长，预计 2026-2028 年收入增速有望达到 60%、50%、40%，对应收入 1.09、1.64、2.30 亿元。2024-2025 年业务毛利率为 88.41%、92.60%，我们预计 2026-2028 年为 90%。

服务费收入：2023-2025 年该板块收入为 0.32、0.17、0.62 亿元，增速为 48.01%、-46.29%、257.25%。我们认为该业务有望同步软件系统业务实现高速增长，预计 2026-2028 年公司该板块收入增速为 60%、50%、40%，对应收入 1.00、1.50、2.09 亿元。2024-2025 年，公司该业务毛利率分别为 85.11%、95.18%，我们预计 2026-2028 年毛利率为 90%，有望维持高位。

图表42：公司分板块盈利预测情况

(单位: 亿元)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
智能计量产品						
收入 (亿元)	24.97	28.89	28.88	30.90	35.54	40.87
yoy	41.63%	15.70%	-0.03%	7.00%	15.00%	15.00%
成本 (亿元)	16.68	18.71	18.25	20.15	23.53	27.26
毛利 (亿元)	8.29	10.19	10.63	10.75	12.01	13.61
毛利率	33.20%	35.26%	36.80%	34.80%	33.80%	33.30%
大数据基础软件系统						
收入 (亿元)	0.18	0.24	0.68	1.09	1.64	2.30
yoy	278.87%	33.51%	179.79%	60.00%	50.00%	40.00%
成本 (亿元)	0.10	0.03	0.05	0.11	0.16	0.23
毛利 (亿元)	0.08	0.22	0.63	0.98	1.48	2.07
毛利率	44.14%	88.41%	92.60%	90.00%	90.00%	90.00%
服务费收入						
收入 (亿元)	0.32	0.17	0.62	1.00	1.50	2.09
yoy	48.01%	-46.29%	257.25%	60.00%	50.00%	40.00%
成本 (亿元)	0.13	0.03	0.03	0.10	0.15	0.21
毛利 (亿元)	0.20	0.15	0.59	0.90	1.35	1.88
毛利率	61.04%	85.11%	95.18%	90.00%	90.00%	90.00%
公司整体						
收入 (亿元)	25.50	29.33	30.20	33.01	38.69	45.28
yoy	42.39%	15.02%	2.99%	9.29%	17.21%	17.02%
成本 (亿元)	16.91	18.76	18.33	20.36	23.84	27.70
毛利 (亿元)	8.59	10.57	11.87	12.65	14.85	17.58
毛利率	33.68%	36.03%	39.31%	38.33%	38.39%	38.83%

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究预测

销售费用率: 2023-2025 年分别为 4.06%、4.26%、5.07%，考虑到营收规模增长会带来规模效应提升，我们预计 2026-2028 年销售费用率为 4.64%、4.55%、4.48%。

管理费用率: 2023-2025 年分别为 2.38%、2.73%、2.36%，未来随着管理效率提升费率有望进一步压降，我们预计 2026-2028 年管理费用率为 2.27%、2.23%、2.19%。

研发费用率: 2023-2025 年分别为 4.69%、5.53%、5.56%，考虑到公司持续加大研发投入，我们预计 2026-2028 年研发费用率为 5.35%、5.24%、5.15%，费用绝对值增速为 5%、15%、15%。

图表43：公司费用率情况

指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	4.06%	4.26%	5.07%	4.64%	4.55%	4.48%
管理费用率	2.38%	2.73%	2.36%	2.27%	2.23%	2.19%
研发费用率	4.69%	5.53%	5.56%	5.35%	5.24%	5.15%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

综合前文，我们预测 26-28 年归母净利润为 7.27、8.63、10.35 亿元，同比增长 2.89%、18.77%、19.82%。我们选取电表行业领军企业海兴电力、炬华科技、三星电气、林洋能源作为可比公司（相比样本公司未选取西力科技主要系 Wind 暂无盈利预测数据）。截至 2026 年 6 月 2 日，可比公司 2026 年一致性预期平均 PE 为 15 倍，考虑到北交所流动性相对较弱，我们给予公司 2026 年 14 倍 PE，给予目标价 49.14 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表44：可比公司估值表（截至2026年6月2日收盘价）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603556 CH	海兴电力	25.36	123.32	9.49	11.71	11.92	13.00	10.53	10.34
300360 CH	炬华科技	14.75	75.84	5.97	6.71	7.68	12.71	11.30	9.87
601567 CH	三星电气	16.16	227.08	14.43	18.40	25.08	15.74	12.34	9.05
601222 CH	林洋能源	6.47	132.07	7.45	9.24	10.46	17.73	14.29	12.62
	均值						14.79	12.11	10.47
920029 CH	开发科技	44.08	91.22	7.27	8.63	10.35	12.55	10.56	8.82

资料来源：Wind 一致预期（可比公司），华泰研究预测

风险提示

电网投资力度不及预期风险

公司聚焦电力行业，需求与电网公司的投资力度高度相关，也受到国家行业政策较大影响。未来行业的经营环境若发生变化，可能导致国家建设投资减少，影响公司收入。

竞争加剧风险

未来若有新企业进入行业，或相近领域公司跨界竞争，可能会分薄公司市场份额，导致公司产品价格和盈利能力下降。

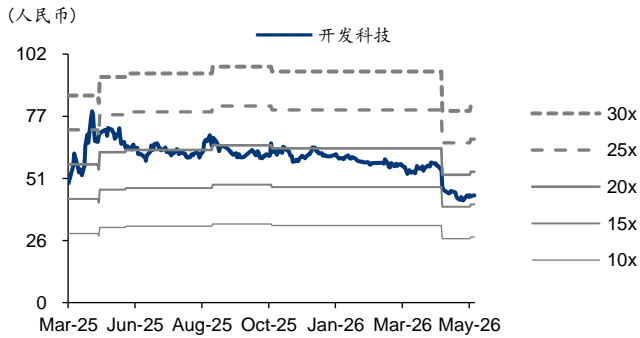
原材料价格上涨风险

若受到上游原材料价格波动或市场供需关系的影响，公司原材料价格上涨，可能会影响公司生产，导致公司盈利下降。

汇兑风险

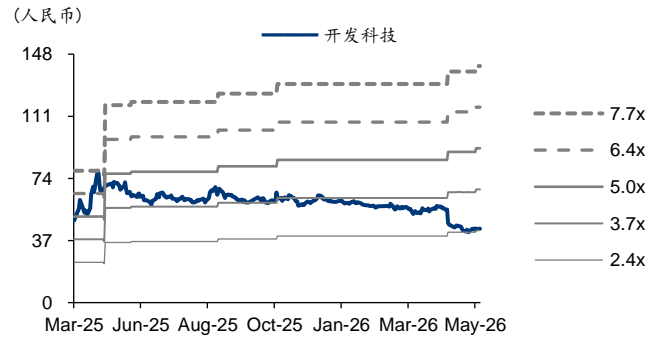
公司海外业务收入占比较高，利润或受汇兑影响较大。

图表45：开发科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表46：开发科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 刘俊、边文姣、戚腾元, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣、戚腾元本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司