

海兴电力 (603556.SH)

盈利能力表现优异，全球化部署持续推进

优于大市

核心观点

聚焦能源转型，提供智能产品和配用电解决方案。公司始创于1992年，聚焦能源转型，为全球电力客户提供智能产品和配用电解决方案。分业务类型来看，公司智能用、配电产品收入占比较大，合计占比约96%。其中2023年1) 智能家电电控产品实现收入36.0亿元，占比86%；2) 电源产品实现收入4.1亿元，占比10%；3) 新能源产品实现收入1.6亿元，占比4%。

公司2024年二季度实现净利润3.19亿元，同比+22%。公司2024年上半年实现营收22.55亿元，同比+20%；实现归母净利润5.33亿元、同比+22%；毛利率为44.20%，同比+5.75pct；净利率为23.64%，同比+0.39pct。公司2024年二季度实现营收13.53亿元，同比+25%、环比+50%；实现归母净利润3.19亿元，同比+22%、环比+49%；毛利率为44.16%，同比+5.86pct、环比-0.09pct；净利率为23.60%，同比-0.45pct、环比-0.09pct。

国内用电业务稳健增长，网外业务持续开拓。2024年上半年公司国内收入8.26亿元，同比+24%。配用电业务方面，报告期内公司中标国网、南网电表订单分别为3.02、2.52亿元，同比+21.56%、224.91%；网外业务方面，公司陆续中标光伏电站以及光储充等场景的成套配电设备采购项目。

海外业务蓬勃发展，产能建设有序进行。2024年上半年公司海外收入约14.29亿元，同比+18%，其中非洲/亚洲/拉美收入分别为4.58/4.31/3.99亿元，同比+23%/+75%/+6%。产能建设方面，欧洲工厂已成功试产，墨西哥工厂建设有序推进，非洲新合资工厂建设规划也已启动。

公司推进全球化部署，海外配用电、新能源业务多头并进。用电侧，公司拓展产品种类，推出新一代M2C解决方案“Orca Pro”，并顺利实现交付和验收亚洲首个AMI气表解决方案；配电侧，公司中标非洲市场的大用户费控装置项目，巴西市场的重合器产品以及非洲市场的环网柜产品亦实现突破有所中标；新能源业务方面，公司推进新能源渠道业务下沉，并着力发展中低压微电网项目，其中中压微网测试环境已通过海外客户验收，非洲、拉美中标的微电网项目已经进入交付阶段。

风险提示：海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：预计公司2024-2026年实现营业收入51.9/58.4/66.9亿元，同比增长24%/13%/15%；实现归母净利润11.7/13.5/15.8亿元，同比增长19%/16%/17%。当前股价对应PE分别为19/17/14倍。综合考虑FCFF估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为48.0-50.5元，对应2024年动态PE区间为20.1-21.2倍，较公司当前股价有4%-9%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,310	4,200	5,190	5,840	6,691
(+/-%)	23.0%	26.9%	23.6%	12.5%	14.6%
净利润(百万元)	664	982	1,166	1,350	1,584
(+/-%)	111.7%	47.9%	18.7%	15.8%	17.3%
每股收益(元)	1.36	2.01	2.39	2.76	3.24
EBIT Margin	17.1%	23.4%	24.1%	24.9%	25.5%
净资产收益率(ROE)	11.6%	15.6%	16.3%	16.5%	16.9%
市盈率(PE)	34.0	23.0	19.4	16.7	14.3
EV/EBITDA	39.7	24.0	19.0	16.5	14.2
市净率(PB)	3.78	3.41	2.95	2.59	2.27

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电网设备

证券分析师: 王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师: 王晓声

010-88005231

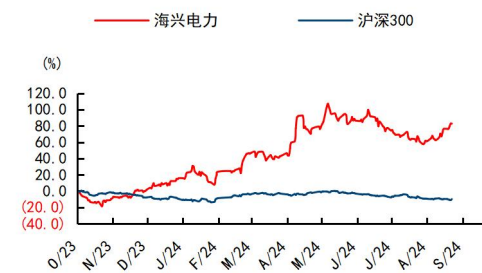
wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(首次评级)
合理估值	
收盘价	46.23元
总市值/流通市值	22592/22592百万元
52周最高价/最低价	55.39/21.00元
近3个月日均成交额	144.46百万元

市场走势



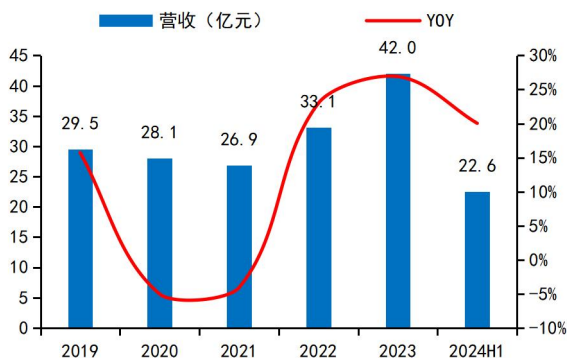
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

公司 2024 年上半年实现营收 22.55 亿元，同比+20%；实现归母净利润 5.33 亿元、同比+22%；实现扣非归母净利润 5.24 亿元，同比+30%；毛利率为 44.20%，同比+5.75pct；净利率为 23.64%，同比+0.39pct。

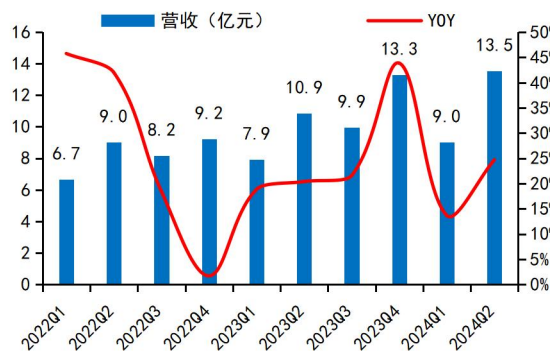
公司 2024 年二季度实现营收 13.53 亿元，同比+25%、环比+50%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比+22%、环比+49%；实现扣非归母净利润 3.09 亿元，同比+29%、环比+44%；毛利率为 44.16%，同比+5.86pct、环比-0.09pct；净利率为 23.60%，同比-0.45pct、环比-0.09pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



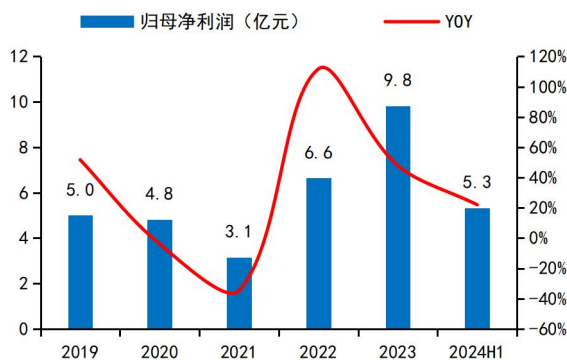
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



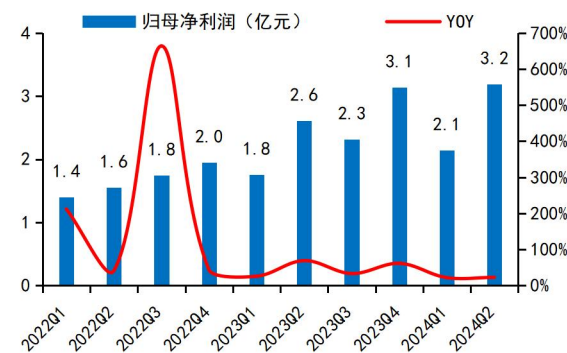
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



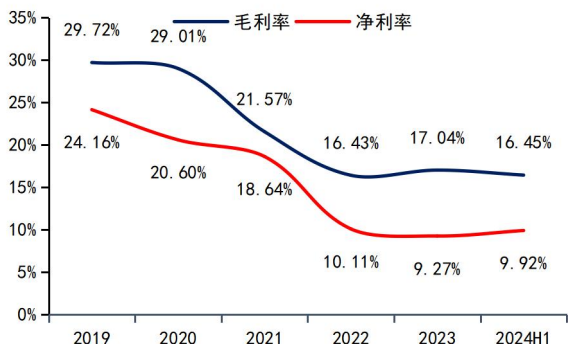
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2024 年上半年期间费用率为 17.01%，同比+5.52pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.66%/3.85%/6.87%/-2.37%，同比-0.64/-0.20/-0.12/+6.48pct。公司财务费用率同比显著增加，主要受人民币波动影响，汇兑损益增加所致。

公司 2024 年二季度期间费用率为 18.54%，同比+9.45pct、环比+3.83pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.23%/3.72%/6.80%/-1.22%，同比-1.62/-0.45/-0.55/+12.07pct，环比+1.43/-0.30/-0.17/+2.87pct。

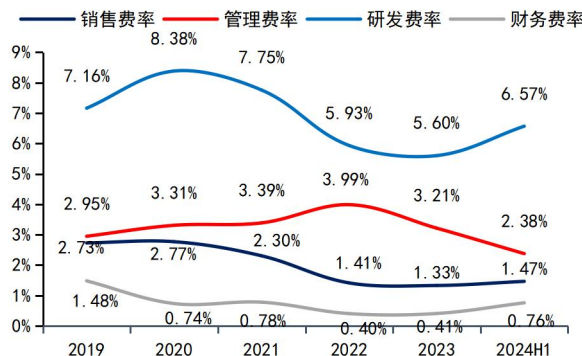
公司 2024 年上半年计提资产减值损失 0.10 亿元，2024 年二季度冲回资产减值损失 0.09 亿元。2024 年上半年计提信用减值损失 0.04 亿元，2024 年二季度计提信用减值损失 0.08 亿元。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内用电业务稳健增长，网外业务持续开拓。2024年上半年公司国内收入8.26亿元，同比+24%。配用电业务方面，报告期内公司中标国网、南网电表订单分别为3.02、2.52亿元，同比+21.56%、224.91%；网外业务方面，公司陆续中标光伏电站以及光储充等场景的成套配电设备采购项目。

海外业务蓬勃发展，产能建设有序进行。2024年上半年公司海外收入为14.29亿元，同比+18%，其中非洲/亚洲/拉美收入分别为4.58/4.31/3.99亿元，同比+23%/+75%/+5%。产能建设方面，欧洲工厂已成功试产，墨西哥工厂建设有序推进，非洲新合资工厂建设规划也已启动。

公司推进全球化部署，海外配用电、新能源业务多头并进。用电侧，公司拓展产品种类，公司推出新一代M2C解决方案“Orca Pro”，并实现顺利交付和验收亚洲首个AMI气表解决方案；配电侧，公司中标非洲市场的大用户费控装置项目，巴西市场的重合器产品以及非洲市场的环网柜产品亦实现突破有所中标；新能源业务方面，公司推进新能源渠道业务下沉，并着力发展中低压微电网项目，其中中压微网测试环境已通过海外客户验收，非洲、拉美中标的微电网项目已经进入交付阶段。

公司介绍

杭州海兴电力科技股份有限公司聚焦能源转型，为全球电力客户提供智能产品和配用电解决方案，向居民、工商业及公用事业机构提供户用储能、工商业储能、微电网、分布式水处理及售水管理等整体解决方案，助力清洁能源的普及。

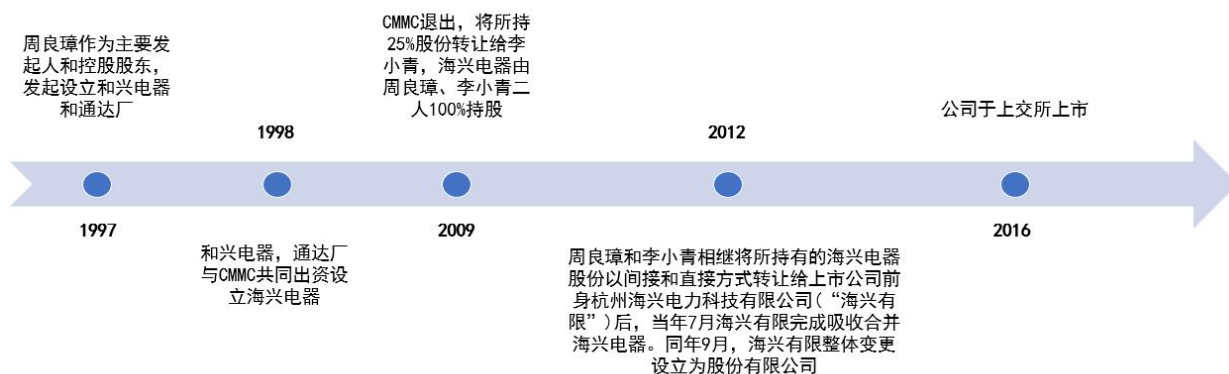
分业务类型来看，智能用、配电产品收入占比较大，合计占比约96%。其中2023年1) 智能家电电控产品实现收入36.0亿元，占比86%；2) 电源产品实现收入4.1亿元，占比10%；3) 新能源产品实现收入1.6亿元，占比4%。

分地区来看，2023年公司国内收入13.7亿元，占比33%，毛利率42%；海外收入28.3亿元，占比67%，毛利率42%。

历史沿革

公司始创于 1992 年，致力于为全球配用电公司量身打造可持续经营和发展的生态系统，产品远销全球 90 个国家和地区。海兴电力的前身是由公司董事长周良璋先生作为发起人和控股股东创办于 1998 年的海兴电器，期间经过数次整合和股权转让，最终于 2009 年，由董事长周良璋和公司副董事长李小青二人联合 100% 持股。周良璋和李小青在上世纪九十年代均曾就职于杭州仪表厂，周良璋专注电力行业三十余年，对行业具有深刻的理解和经验。

图7：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构

公司控股股东海兴控股持有公司 49.05% 的股份，海兴控股是由周良璋、李小青和二人之子周君鹤共同持股。周君鹤已将自己所持有海兴控股 27.4% 的表决权授予周良璋，因此周良璋拥有 62.70% 的海兴控股表决权，是海兴控股的控股股东和实际控制人；李小青与周良璋已解除婚姻关系，非一致行动人，因此李小青也不再是公司实际控制人。因此董事长周良璋也是上市公司的控股股东和实际控制人，个人直接持股 2.26%，同时周良璋所控股的海兴控股和丽水海聚投资合计持有上市公司 55.97% 的股份；副董事长李小青个人直接持股 8.79%，同时李小青通过海兴控股和海聚投资间接持有上市公司 15.28% 的股份。

表1：公司前五大股东明细（2024.6.30）

股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
浙江海兴控股集团有限公司	2.40	49.05%
李小青	0.43	8.79%
丽水海聚股权投资有限公司	0.34	6.92%
香港中央结算有限公司	0.16	3.19%
周良璋	0.11	2.26%
合计	3.43	70.21%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理团队

表2: 公司董事及高级管理人员的情况 (2024. 6. 30)

姓名	职务	性别	简介
周良璋	董事长	男	曾任杭州仪表厂外经处副处长, 杭州意达工业仪表制造公司总经理; 1998年起先后创办杭州海兴电器有限公司、杭州海兴电力科技股份有限公司等。现任本公司董事长, 浙江海兴控股集团执行董事, 杭州海兴泽科信息技术有限公司执行董事等。专注电力行业三十余年, 对行业具有深刻的理解和经验。
李小青	副董事长、财务负责人	女	曾任杭州仪表厂工程师、杭州市总工会副主任干事; 2003年, 加入公司担任副总经理; 现任本公司党委书记、副董事长、财务负责人, 浙江海兴控股集团执行董事, 丽水海聚股权投资有限公司执行董事, 宁波恒力达科技有限公司执行董事, 南京海兴电网技术有限公司执行董事等。
张仕权	董事、总经理	男	曾任宁波市镇海职业中学教师、宁波市消防支队消防工程公司办公室主任; 2000年, 加入公司担任副总经理, 现任公司总经理, 宁波恒力达科技有限公司总经理, 南京海兴电网技术有限公司总经理等。
周君鹤	董事	男	自2012年起任浙江海兴控股集团执行董事; 2010年起至2022年6月担任丽水海聚股权投资有限公司董事、总经理; 2016年起担任深圳市科曼信息咨询管理企业(有限合伙)执行事务合伙人。
程锐	董事、副总经理	男	2009年加入公司, 曾任宁波恒力达科技有限公司总工程师、公司技术管理部总监、供应链中心副总经理、技术中心副总经理、事业部总经理等职务, 现任海外子公司总经理。
王素霞	董事	女	现任本公司董事, 曾任万安集团汽车零部件有限公司财务部副部长; 2005年加入公司, 现任公司财务中心会计核算部副总监。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司业务

公司主营业务包括智能用电产品、智能配电产品及新能源产品, 通过覆盖全球的营销平台参加如国家电网、南方电网、海外配用电公司等电力客户的招投标, 为客户提供配用电产品和系统解决方案等。2023年公司实现营业收入42.0亿元, 同比增长27%; 实现归母净利润9.8亿元, 同比增长48%。受益于智能用、配电产品业务快速增长, 2020-2023年公司营业收入CAGR约14%, 归母净利润CAGR约27%。

分业务类型来看, 智能用、配电产品收入占比较大, 合计占比约95%。其中2023年1) 智能家电电控产品实现收入36.0亿元, 占比86%; 2) 电源产品实现收入4.1亿元, 占比10%; 3) 新能源产品实现收入1.6亿元, 占比4%。

分地区来看, 2023年公司国内收入13.7亿元, 占比33%, 毛利率42%; 海外收入28.3亿元, 占比67%, 毛利率42%。

表3: 公司历年营业收入、毛利润及毛利率明细 (亿元、%)

按业务分类	2021					2022					2023				
	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
智能用电产品	23.1	86%	7.6	86%	33%	29.0	88%	11.2	89%	39%	36.0	86%	15.8	90%	44%
智能配电产品	3.2	12%	1.0	11%	30%	3.3	10%	1.1	9%	35%	4.1	10%	1.5	8%	37%
新能源产品	0.3	1%	0.1	1%	16%	0.4	1%	0.1	0%	12%	1.6	4%	0.2	1%	11%
其他业务	0.3	1%	0.3	3%	76%	0.4	1%	0.2	2%	58%	0.4	1%	0.2	1%	46%
合计	26.9	100%	8.8	100%	33%	33.1	100%	12.7	100%	38%	42.0	100%	17.6	100%	42%

按地区分类	2021					2022					2023				
	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿元)	占比 (%)	毛利润 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
国内	10.3	38%	3.3	38%	32%	14.3	43%	5.9	46%	41%	13.7	33%	5.7	32%	42%
海外	16.6	62%	5.5	62%	33%	18.9	57%	6.8	54%	36%	28.3	67%	11.9	68%	42%
合计	26.9	100%	8.8	100%	33%	33.1	100%	12.7	100%	38%	42.0	100%	17.6	100%	42%

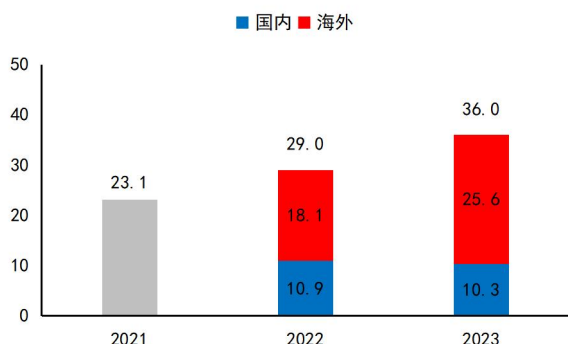
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

一、智能用电产品

公司智能用电产品主要包括智能电能表、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。

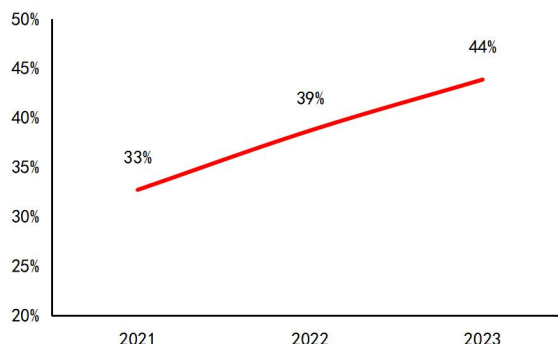
分地区来看，公司海外智能用电产品收入占比稳步提升。2023 年公司海外智能用电产品收入 25.6 亿元，占智能用电产品收入 71%，同比提升 9pcts。

图8：公司智能用电产品分地区收入（亿元）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图9：公司智能用电产品毛利率（%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

依托大规模海外解决方案项目的成功交付，公司在智能计量产品、智能物联网 (AIoT) 平台、通信技术（无线、载波、公网等通信技术）以及系统软件等方面进行技术创新和迭代研发，持续提升整体方案应用的成熟度，增强公司解决方案产品的核心竞争力和区域的领先优势。

图10：公司单相智能电能表产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图11：公司集中器产品示意图



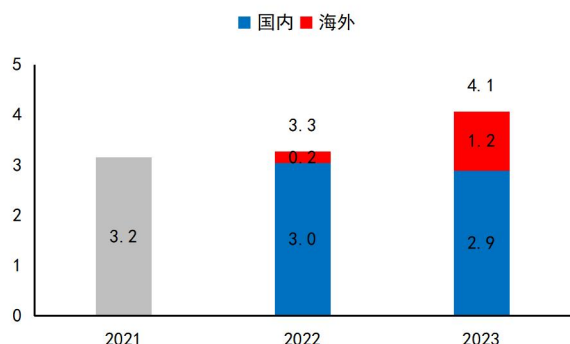
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

二、智能配电产品

公司智能配电产品主要包括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、新能源管理终端及系统软件等。

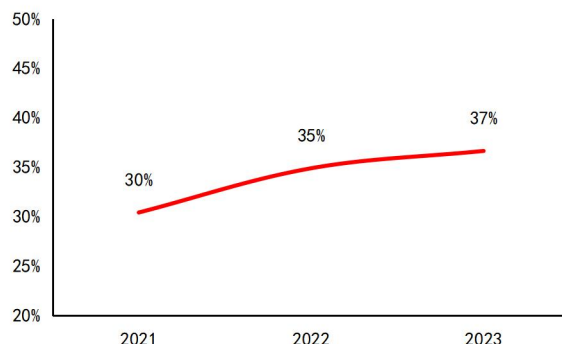
分地区来看，公司海外智能配电产品收入占比稳步提升。2023 年公司海外智能配电产品收入 1.2 亿元，占智能用电产品收入 29%，同比提升 22pcts。

图12: 公司智能配电产品分地区收入（亿元）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图13: 公司智能配电产品毛利率（%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图14: 公司高压交流真空断路器产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图15: 公司环网柜产品示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

三、新能源产品

公司新能源产品主要包括充电桩、逆变器、工商业储能、Solar kits 等系列产品以及分布式微电网、光储柴、光储充、综合能源管理等系统集成解决方案等。公司新能源业务分为渠道业务和系统集成 EPC 业务两种模式：

渠道业务：通过自建的海外本地化销售渠道，向当地集成商和安装商提供新能源成套产品和服务；

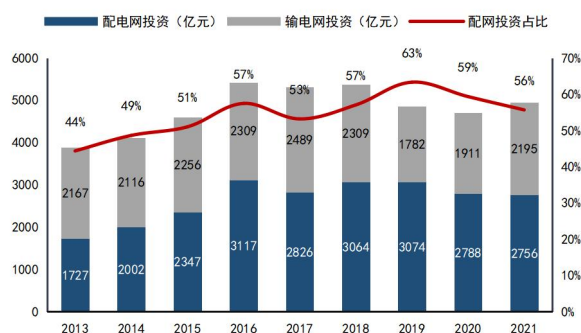
系统集成 EPC 业务：通过参与项目招投标等模式，为客户提供新能源系统集成解决方案和 EPC 总包服务等。

配用电改造需求迫切，龙头企业海外业务成长可期

配电侧：

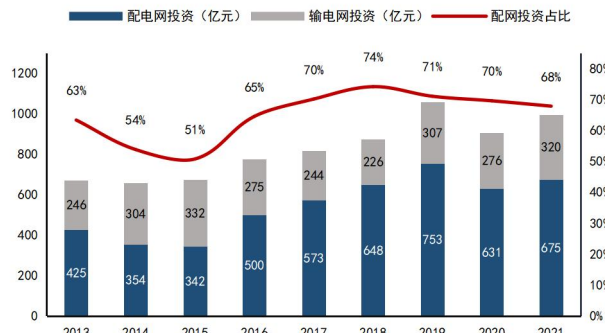
配电网是未来电网投资两大重心之一。未来电网投资的两大方向包括以特高压、超高压为代表的输电网投资和可适应大量分布式能源接入、能量/信息双向传输的配电网投资。“十三五”期间由于特高压建设节奏放缓、配电网接入用户与电源特性发生显著变化，电网投资重心向配电网倾斜；“十四五”期间随着风光大基地建设和虚拟电厂、需求侧响应、分布式智能电网等新需求和模式的出现，我们预计输电网与配电网投资将呈现景气共振态势。

图16: 全国电网投资结构历史情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家能源局，中电联，国信证券经济研究所整理

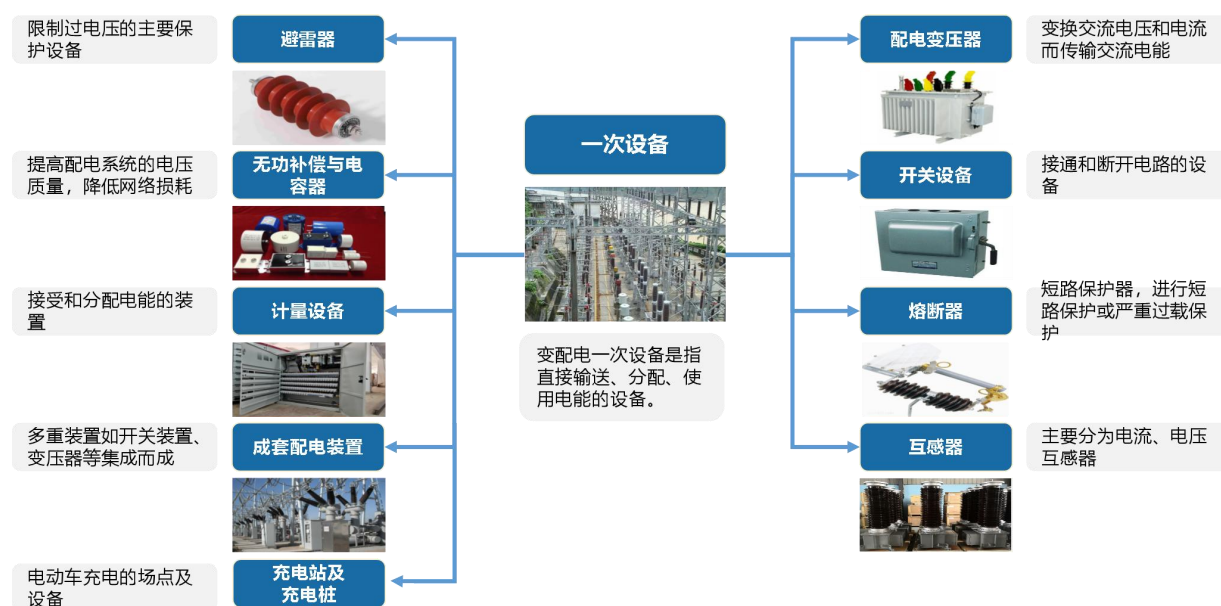
图17: 南方电网投资结构历史情况（单位：亿元，%）



资料来源：南方电网，国信证券经济研究所整理

配网一次设备品种繁多，市场格局较为分散。配电网一次设备包括配电变压器、开关柜、柱上开关、智能电表、无功补偿装置等，二次设备包括配电自动化系统、监控系统等。配电网一次设备电压等级较低，市场格局较为分散，且具有较强的区域属性。配电网二次设备涉及电网调度、控制、监控等关键功能，市场格局较为集中，优势企业基本同时从事输电网二次设备业务。

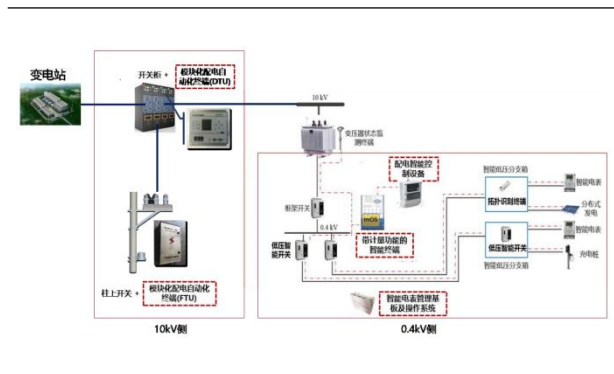
图18: 配电网主要一次设备



资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

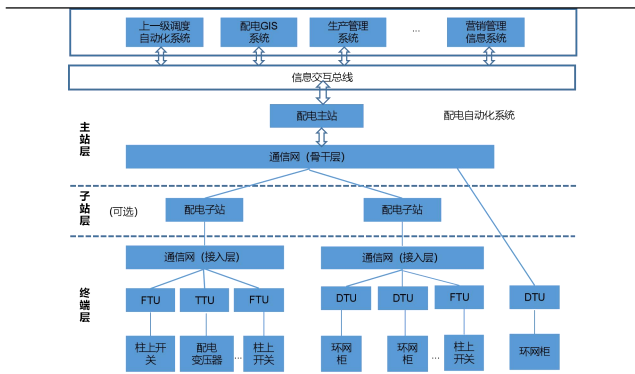
配电自动化系统是配网安全运行的重要保障。配电自动化系统由配电主站、配电子站、配电终端和通信网络组成，可以实现配电网的运行监视和控制，具备配电SCADA、故障处理、分析应用及与相关应用系统互连等功能。配电终端相当于配电自动化系统的“神经末梢”与“触手”，是安装在配电网的各种远方监测、控制单元的总称，完成数据采集、控制、通信等功能。配电终端主要包括馈线终端（FTU）、站所终端（DTU）、配变终端（TTU）和故障指示器（FLD）。

图19: 配电网主要一二次设备示意图



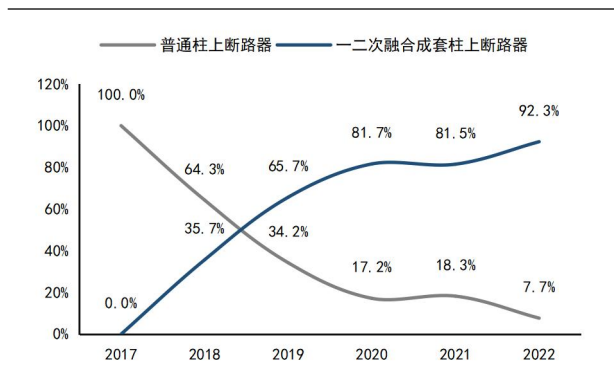
资料来源：南网科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

图20: 配电自动化系统典型结构图



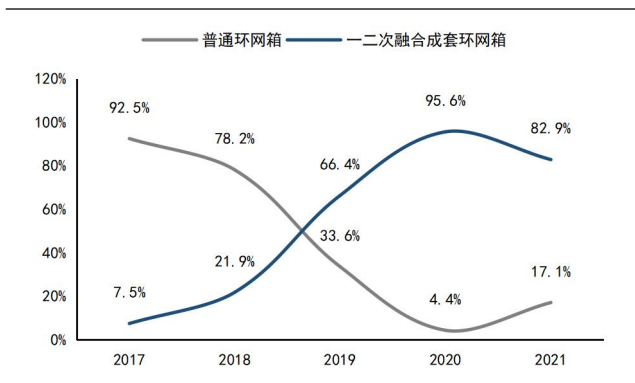
资料来源：李群，《配电自动化建设与应用新技术》，中国电力出版社，2020，国信证券经济研究所整理

图21: 国网历年一二次融合柱上断路器招标占比（单位：%）



资料来源：EPTC，国家电网，国信证券经济研究所整理

图22: 国网历年一二次融合环网箱招标占比（单位：%）



资料来源：EPTC，国家电网，国信证券经济研究所整理

表4: 传统自动化开关与一二次融合开关对比

功能对比	传统自动化开关	一二次融合智能开关
短路故障	需整条线路不同开关多次配合跳闸才能隔离故障	自动隔离出最小故障区域，防止越级跳闸
线损采集	无	有
一二次设备接口	一二次设备线缆繁多，可靠性低	只需一条控制线缆，可靠性高
调试与维护	需要专业人员调试维护	免调试维护
重量	约 150kg	约 80kg
机械寿命	10000 次以上	20000 次以上

资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

配电自动化率已达 90%以上，一二次融合开关提供发展新契机。配电自动化覆盖率对于供电可靠性、电能质量有重要意义。根据国家电网数据，2012 年国网配电自动化覆盖率仅为 10%，2015 年开始两网加大配电自动化改造力度，2020 年覆盖率达到 90%。2016 年以来，国家电网推动配网一二次融合设备应用，一二次融合柱上断路器和环网柜逐步取代传统的 FTU+柱上断路器、DTU+环网柜，在反应速度、

诊断准确率及智能化水平等方面具有明显优势，根据国网招标数据，2017-2022年一二次融合设备在柱上断路器和环网箱招标占比快速提升。

用电侧：

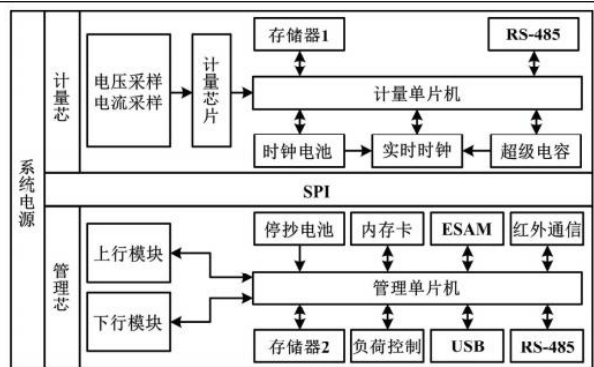
2020年以来我国开展物联表研发工作，两网陆续启动招标。2010-2020年，我国电表产品以智能电表为主，与预付费电表的主要区别在于增加了通讯模块，可实现双向费率计量和数据传输，截至2020年底智能电表在全国基本完成普及。2020年以来，随着泛在物联网的发展，国家电网和南方电网均加大了IR46新标准体系下新一代智能电表的研发工作。

表5: 我国电表发展主要历程

发展阶段	电表类型	主要特征
1990-2005	普通电子式电表	产品主要为普通电子式电表，主要功能是计量有功电能及其他参数
2005-2010	预付费电表	在普通电子式电表的功能之上，增加了预付费控制功能，可以实现有条件供电控制
2010-2020	智能电表	除了具备传统电能表基本用电量的计量功能以外，为了适应智能电网和新能源的使用它还具有双向多种费率计量功能、用户端控制功能、多种数据传输模式的双向数据通信功能、防窃电功能等智能化的功能
2020至今	基于IR46标准的下采用“双芯”设计，计量功能芯片与管理功能芯片分离，管理功能可实现在线软件升级且不影一代智能电表	响计量功能的准确性和稳定性

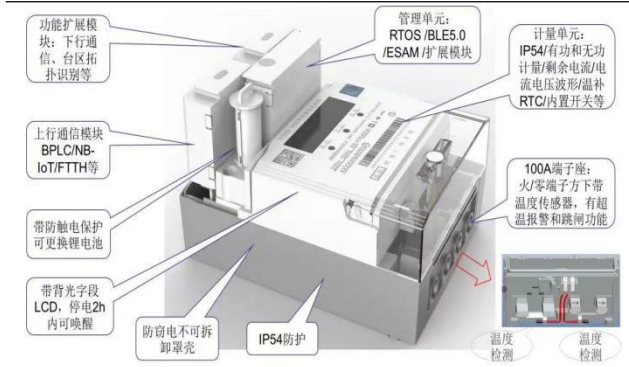
资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

图23: 新一代智能电表“双芯”设计原理示意图



资料来源：王立洲等，《基于IR46标准的新型智能双芯电表设计》，自动化仪表，2018，39（5）：20-24，国信证券经济研究所整理

图24: 新一代智能电表主要模块与功能



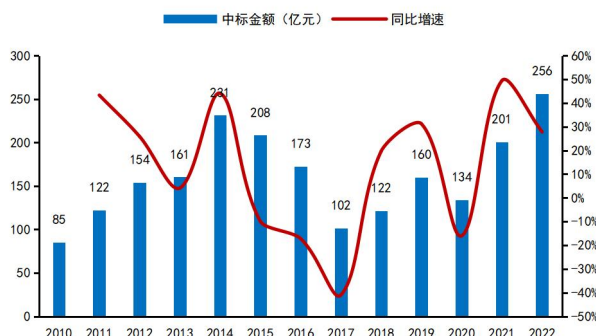
资料来源：环球表计，国信证券经济研究所整理

图25: 国家电网智能电表历年招标数量（单位：万台，%）



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

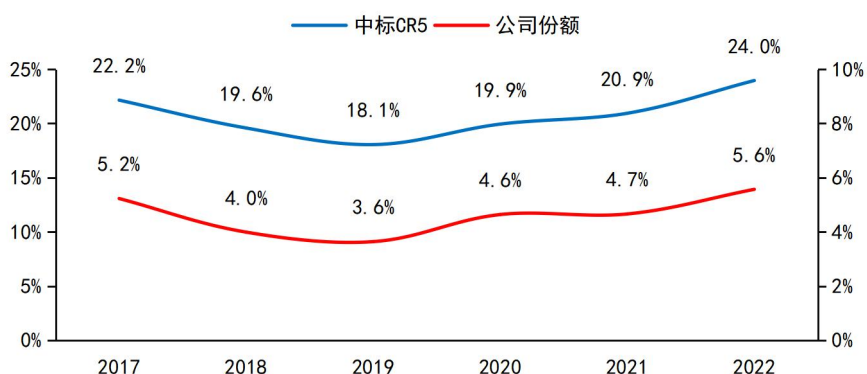
图26: 国家电网智能电表历年中标金额（单位：亿元，%）



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

智能电表有望迎来替换周期，物联表推动单表价值量提升。我国智能电表上一轮替换高峰在 2014-2015 年，目前版本智能电表的使用寿命一般为 8-10 年，2022 年我国国家电网智能电表招标金额达到 256 亿元，同比增长 28%，创造 2014 年以来的最高值，我国有望迎来智能电表替换高峰。随着物联表渗透率的提升，智能电表均价从 2020 年的 250 元/台增长至 2022 年的 370 元/台，我们预计未来 2-3 年单表价值量整体将呈现上行走势，招标金额有望稳中有增，但根据国家电网 2020 年发布的智能电表通用技术规范，新一代智能电表使用寿命要求大于等于 16 年，未来表计的更换周期也将相应延长。

图27: 国家电网智能电表中标集中度与公司份额（单位：%）



资料来源：国家电网，数识电力，煜邦电力招股说明书，国信证券经济研究所整理

智能电表市场格局分散，物联表有望推动集中度提升。根据统计数据，每年参与国家电网智能用电产品（包括智能电表和用电信息采集系统）统招的企业数量超过 90 家，第一名中标金额占比一般不超过 5%；参与南方电网统招的企业数量超过 20 家，第一名中标金额占比一般不超过 15%。物联表由于功能复杂、寿命更长，技术门槛相应更高，对于企业的综合实力提出了更高要求。2019 年以来，随着物联表的逐步推广应用，国家电网智能电表统招中标 CR5 从 18.1% 提升至 24.0%。

公司是智能电表龙头企业，中标份额稳中有升。2020 年以来，公司在国家电网智能电表统招中标排名稳居第一，市场份额从 2019 年的 3.6% 提升至 5.6%。我们预计随着物联表渗透率的持续提升，公司份额有望稳中有增。

表6: 2020-2022 年国网智能电表中标情况统计（单位：亿元，%）

企业简称	2020			2021			2022		
	中标金额	市占率 (%)	排名	中标金额	市占率 (%)	排名	中标金额	市占率 (%)	排名
三星医疗	6.23	4.64%	1	9.35	4.66%	1	14.28	5.57%	1
华立科技	4.10	3.06%	5	7.97	3.97%	3	10.9	4.25%	4
东方威思顿	5.68	4.23%	3	7.90	3.94%	4	12.52	4.88%	3
许继仪表	3.61	2.69%	11	7.60	3.79%	5	10.4	4.06%	6
炬华科技	5.04	3.75%	4	7.24	3.61%	6	10.56	4.12%	5
威胜集团	5.72	4.26%	2	9.18	4.58%	2	13.19	5.14%	2

资料来源：国家电网，数识电力，煜邦电力招股说明书，国信证券经济研究所整理

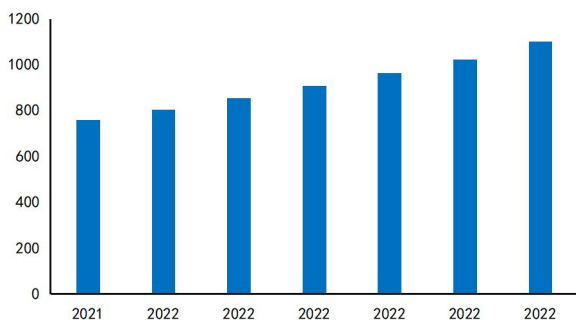
表7: 2017-2019 年国网智能电表中标情况统计 (单位: 亿元, %)

企业简称	2017			2018			2019		
	中标金额	市占率 (%)	排名	中标金额	市占率 (%)	排名	中标金额	市占率 (%)	排名
三星医疗	5.35	5.23%	1	4.85	3.99%	3	5.81	3.64%	3
华立科技	3.07	3.00%	10	3.38	2.78%	10	5.24	3.28%	4
东方威思顿	4.40	4.30%	4	4.95	4.07%	2	6.31	3.94%	2
许继仪表	3.86	3.78%	6	4.51	3.71%	4	5.08	3.18%	5
炬华科技	3.89	3.80%	5	4.13	3.39%	6	4.88	3.05%	6
威胜集团	4.52	4.42%	2	5.26	4.33%	1	6.41	4.01%	1

资料来源: 国家电网, 数识电力, 煜邦电力招股说明书, 国信证券经济研究所整理

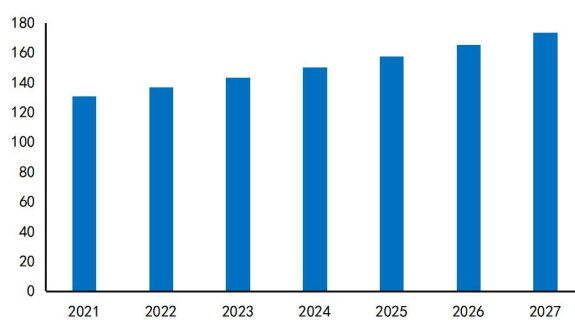
欧洲与拉美智能电表市场前景广阔。根据 Berg Insight 数据, 亚太地区是世界上最大的智能电表市场, 从 2021 年到 2027 年, 智能电表累计装机数量预计将从 2021 年的 758 百万台增长至 2027 年的 1100 百万台。欧洲是全球第二大智能电表区域市场, 2021 年底智能电表渗透率为 53%, 预计到 2027 年将增至 74%。拉美市场智能电表渗透率提升空间巨大, 2022 年底智能电表渗透率为 6.2%, 预计到 2028 年将提升至 19.1%。此外, 在非洲、中东、东南亚等地区, 随着防窃电、降低人工抄表成本等需求的日益提升, 智能电表需求有望迎来较快增长。

图28: 亚太地区智能电表累计装机规模 (单位: 百万台)



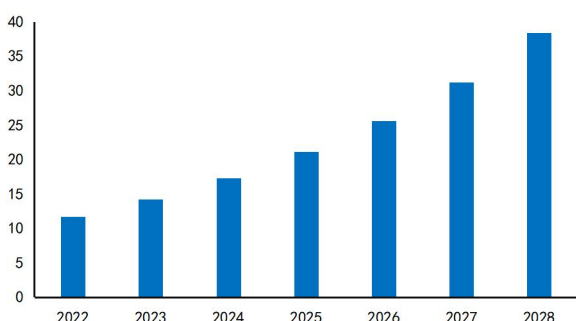
资料来源: Berg Insight, 国信证券经济研究所整理

图29: 北美地区智能电表累计装机规模 (单位: 百万台)



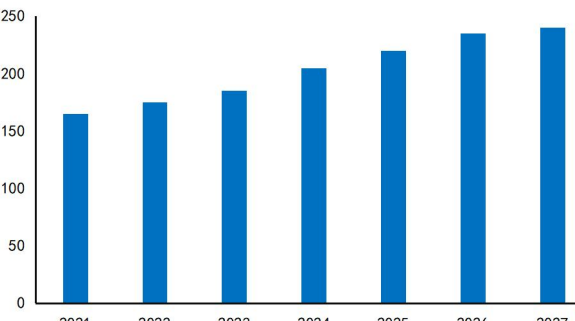
资料来源: Berg Insight, 国信证券经济研究所整理

图30: 拉美地区智能电表累计装机规模 (单位: 百万台)



资料来源: Berg Insight, 国信证券经济研究所整理

图31: 欧洲地区智能电表累计装机规模 (单位: 百万台)



资料来源: Berg Insight, 国信证券经济研究所整理

22-26 年全球智能电表需求 CAGR 为 6%, 中国智能电表出口快速增长。智能电表是分布式能源发展、用户侧商业模式拓展的基石, 随着新能源在全球的快速发展,

盈利预测

1. 智能配、用电产品：

国内方面，公司积极参与国南网配网省招和统招业务的同时，持续开拓网外业务，陆续中标了多地分布式光伏与集中式光伏电站以及光储充等应用场景的成套配电设备采购项目，逐步提升网外新能源成套设备供应竞争力。

海外方面，公司继续推进全球化和本地化部署，稳步推进在欧洲、拉美洲、非洲新的本地化经营实体的基础设施建设落地，欧洲工厂已成功试产，墨西哥工厂建设有序推进，非洲新合资工厂建设规划也已启动。

2. 新能源产品：

公司加快海外新能源渠道业务推进，加快推动欧、亚、非、拉的新能源渠道业务下沉。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。

公司主营业务收入及毛利率假设如下：

表8: 主营业务假设（亿元、%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能用电产品（国内）					
收入（亿元）	10.9	10.3	12.0	12.5	13.0
YOY	/	-5%	16%	4%	4%
成本（亿元）	6.3	5.8	6.6	7.5	7.8
毛利率（%）	42%	44%	45%	40%	40%
智能用电产品（海外）					
收入（亿元）	18.1	25.6	32.0	36.0	42.0
YOY	/	42%	25%	13%	17%
成本（亿元）	11.4	14.3	17.4	18.7	21.8
毛利率（%）	37%	44%	46%	48%	48%
智能配电产品（国内）					
收入（亿元）	3.0	2.9	3.5	4.0	4.5
YOY	/	-5%	21%	14%	13%
成本（亿元）	2.0	1.8	2.2	2.5	2.8
毛利率（%）	35%	37%	37%	37%	37%
智能配电产品（海外）					
收入（亿元）	0.2	1.2	2.0	3.0	4.0
YOY	/	407%	71%	50%	33%
成本（亿元）	0.2	0.7	1.3	1.9	2.5
毛利率（%）	35%	37%	37%	37%	37%
新能源产品					
收入（亿元）	0.4	1.6	2.0	2.5	3.0
YOY	35%	288%	23%	25%	20%
成本（亿元）	0.4	1.5	1.8	2.3	2.7
毛利率（%）	12%	11%	10%	10%	10%
其他					
收入（亿元）	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
YOY	21%	-10%	11%	0%	0%
成本（亿元）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
毛利率（%）	60%	47%	50%	50%	50%
合计					
收入（亿元）	33.1	42.0	51.9	58.4	66.9
YOY	23%	27%	24%	13%	15%
成本（亿元）	20.4	24.4	29.5	33.1	37.9
毛利率（%）	38%	42%	43%	43%	43%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表9：公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	-4.1%	23.0%	26.9%	23.6%	12.5%	14.6%
营业成本/营业收入	67.2%	61.8%	58.1%	56.8%	56.6%	56.6%
销售费用/销售收入	9.3%	8.8%	7.4%	8.0%	7.5%	7.0%
管理费用/营业收入	6.8%	4.3%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%
研发费用/营业收入	8.4%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
营业税及附加/营业收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
所得税税率	11.8%	12.0%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
股利分配比率	46.5%	51.2%	13.5%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测

预测结果

综上，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 51.9/58.4/66.9 亿元，同比增长 24%/13%/15%；实现归母净利润 11.7/13.5/15.8 亿元，同比增长 19%/16%/17%。当前股价对应 PE 分别为 19/17/14 倍。

表10：公司盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,691	3,310	4,200	5,190	5,840	6,691
(+/-%)	-4.1%	23.0%	26.9%	23.6%	12.5%	14.6%
净利润(百万元)	314	664	982	1,166	1,350	1,584
(+/-%)	-34.8%	111.7%	47.9%	18.7%	15.8%	17.3%
每股收益(元)	0.64	1.36	2.01	2.39	2.76	3.24
EBIT Margin	7.6%	17.1%	23.4%	24.1%	24.9%	25.5%
净资产收益率(ROE)	5.8%	11.6%	15.6%	16.3%	16.5%	16.9%
市盈率(PE)	72.0	34.0	23.0	19.4	16.7	14.3
EV/EBITDA	93.9	39.7	24.0	19.0	16.5	14.2
市净率(PB)	4.14	3.78	3.41	2.95	2.59	2.27

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值：48.0-50.5 元

采用 FCFF 估值方法，得出公司合理估值区间为 48.0-50.5 元，对应 2024 年动态 PE 区间为 20.1-21.2 倍，较公司当前股价有 4%-9%的溢价空间。

表11：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.06	T	14.50%
无风险利率	2.50%	Ka	9.36%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.08
公司股价	46.23	Ke	9.51%
发行在外股数	489	E/(D+E)	95.00%
股票市值(E)	22592	D/(D+E)	5.00%
债务总额(D)	568	WACC	9.25%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为绝对估值的敏感性分析。

表12: 绝对估值的敏感性分析 (元)

FCFF	9.0%	9.1%	9.2%	9.3%	9.4%
2.3%	52.39	51.50	50.64	49.80	48.99
2.2%	51.88	51.01	50.16	49.34	48.54
2.1%	51.38	50.53	49.70	48.89	48.11
2.0%	50.89	50.06	49.25	48.46	47.69
1.9%	50.42	49.60	48.81	48.03	47.28
1.8%	49.96	49.16	48.38	47.62	46.88
1.7%	49.51	48.73	47.96	47.22	46.50

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：51.4–52.6 元

我们选取主营业务为智能配用电产品的东方电子、三星医疗、国电南瑞为可比公司，得到公司 2024 年目标动态 PE 区间为 21.5–22.0 倍，对应公司合理估值区间为 51.4–52.6 元，较公司当前股价有 11%–14%的溢价空间。

表13: 可比公司估值表 (2024.8.31)

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000682.SZ	东方电子*	10.48	141	0.40	0.52	0.64	26.0	20.3	16.4
601567.SH	三星医疗	32.88	464	1.35	1.64	2.04	24.4	20.0	16.1
600406.SH	国电南瑞	24.62	1,978	0.90	0.99	1.18	27.4	24.9	20.9
均值							25.9	21.7	17.8
603556.SH	海兴电力	46.23	226	2.01	2.39	2.76	23.0	19.4	16.7

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测 注：带“*”标的盈利预测为 Wind 一致预期

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

预计公司 2024–2026 年实现营业收入 51.9/58.4/66.9 亿元，同比增长 24%/13%/15%；实现归母净利润 11.7/13.5/15.8 亿元，同比增长 19%/16%/17%。当前股价对应 PE 分别为 19/17/14 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为 48.0–50.5 元，对应 2024 年动态 PE 区间为 20.1–21.2 倍，较公司当前股价有 4%–9%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 48.0-50.5 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 WACC 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。

绝对估值方面：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权平均资本成本 WACC 对公司的估值影响较大，我们在计算 WACC 时采用的无风险利率 2.5%、股票风险溢价 6.5% 的取值都有可能偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处的主要行业为电网和新能源发电，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：

我们主要关注公司 2024 年估值，选取主营业务为智能配用电产品的可比公司 2024 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 2024 年合理 PE 为 21.5-22.0 倍。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

电网投资增速不及预期：国内智能电表销售与电网投资密切相关，若后续电网投资增速不及预期，则相关收入存在高估的风险。

智能电表换代进度不及预期：物联表更新换代有助于单表价值量的提升和行业格局的集中，若国内物联表换代进度不及预期，则存在收入和毛利率高估的风险。

宏观经济增速不及预期：公司配用电产品下游需求有赖于宏观经济增速，若经济增速不及预期，则相关收入存在高估的风险。

海外市场开拓进度不及预期：公司智能配用电业务增长对于海外业务的依赖程度较高，若海外市场开拓进度不及预期，则存在收入和毛利率高估的风险。

政策风险

电网建设和改造需求源于新型电力系统建设，若后续政策支持力度不及预期，则存在行业需求低于预期的风险。

国内新能源开发建设力度与“双碳”目标和“大基地”建设存在较高的相关性，若政策对于新能源发展支持力度下降，则发电侧需求存在高估的风险。

目前公司智能配用电产品出口未受到贸易保护政策的限制，未来若海外市场限制中国相关产品进口或提高关税，公司出口业务收入存在高估的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3569	4551	4722	5516	6427	营业收入	3310	4200	5190	5840	6691
应收款项	1021	1092	1351	1520	1741	营业成本	2044	2440	2951	3308	3790
存货净额	891	761	808	906	1038	营业税金及附加	28	35	42	47	54
其他流动资产	203	335	354	331	341	销售费用	290	311	415	438	468
流动资产合计	6834	7144	7607	8659	9953	管理费用	142	158	197	216	241
固定资产	560	768	905	1033	1149	研发费用	239	274	337	380	435
无形资产及其他	191	188	188	189	189	财务费用	(121)	(171)	(96)	(108)	(129)
其他长期资产	443	948	1453	1460	1539	投资收益	42	26	0	0	0
长期股权投资	18	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	(59)	(97)	(60)	(60)	(60)
资产总计	8046	9076	10182	11368	12858	其他损益	79	79	80	80	80
短期借款及交易性金融负债	78	347	350	350	350	营业利润	750	1160	1364	1579	1852
应付款项	805	879	889	997	1142	营业外净收支	4	(13)	0	0	0
其他流动负债	577	709	820	872	945	利润总额	754	1147	1364	1579	1852
流动负债合计	1589	2144	2266	2394	2638	所得税费用	90	165	198	229	269
长期借款及应付债券	435	218	218	218	218	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
其他长期负债	46	81	32	32	32	归属于母公司净利润	664	982	1166	1350	1584
长期负债合计	481	299	250	250	250	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2071	2443	2516	2644	2887	净利润	664	982	1166	1350	1584
少数股东权益	4	0	0	0	0	资产减值准备	(50)	(101)	(50)	(50)	(50)
股东权益	5971	6632	7666	8725	9971	折旧摊销	56	61	70	80	91
负债和股东权益总计	8046	9076	10182	11368	12858	公允价值变动损失	(17)	(12)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(121)	(171)	(96)	(108)	(129)
每股收益	1.36	2.01	2.39	2.76	3.24	营运资本变动	25	110	(172)	(131)	(139)
每股红利	0.70	0.27	0.60	0.69	0.81	其它	(3)	61	(95)	(58)	(79)
每股净资产	12.23	13.57	15.69	17.85	20.40	经营活动现金流	675	1101	919	1192	1407
ROIC	9%	12%	14%	14%	15%	资本开支	(153)	(224)	(208)	(208)	(208)
ROE	12%	16%	16%	16%	17%	其它投资现金流	(93)	(19)	(506)	(7)	(79)
毛利率	38%	42%	43%	43%	43%	投资活动现金流	(246)	(243)	(714)	(215)	(287)
EBIT Margin	17%	23%	24%	25%	25%	权益性融资	(11)	11	0	0	0
EBITDA Margin	19%	25%	25%	26%	27%	负债净变化	(151)	(104)	3	0	0
收入增长	23%	27%	24%	13%	15%	支付股利、利息	(146)	(340)	(132)	(292)	(338)
净利润增长率	112%	48%	19%	16%	17%	其它融资现金流	(193)	113	3	0	0
资产负债率	26%	27%	25%	23%	22%	融资活动现金流	(186)	(263)	(34)	(184)	(209)
息率	1.5%	0.6%	1.3%	1.5%	1.8%	现金净变动	243	596	171	794	911
P/E	34.0	23.0	19.4	16.7	14.3	货币资金的期初余额	2998	3569	4551	4722	5516
P/B	3.8	3.4	2.9	2.6	2.3	货币资金的期末余额	3569	4551	4722	5516	6427
EV/EBITDA	39.7	24.0	19.0	16.5	14.2	企业自由现金流	426	787	757	983	1200
						权益自由现金流	382	829	842	1075	1310

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032