

泽宇智能 (301179.SZ)

智能电网 EPCO 翘楚，发力分布式第二成长极

智能电网一站式服务专家，高质量快速成长。公司以电力信息化系统集成业务为核心（业务占比 75%以上），提供涵盖电力设计、集成、施工、运维全过程一体化服务。公司深耕江苏省市场（去年省内业务约 80%），同时全国化业务逐渐打开，服务范围已覆盖 29 个省市。近年来公司盈利持续快速增长，近三年营收/业绩复合增速分别达 31%/46%，今年 Q1-3 营收/业绩分别增长 31%/88%，疫情环境下依然延续较快增势，彰显较强经营韧性。同时公司毛利率稳步提升，费用率逐年下行，盈利能力明显高于同业公司，负债率较低，现金流与净利润匹配度高，盈利质量优异。

新型电力系统加速构建，电网信息化需求释放提速。我国正着力构建新型电力系统，智能电网为重要支撑，“两网”建设及融合有望提速，同时分布式与储能快速装机、虚拟电厂新业态持续探索，亦将驱动我国电网信息化市场需求加速释放。我们测算十四五期间我国电网信息化投资约 3625 亿元，平均每年 725 亿元，行业空间广阔。目前行业内尚未出现垄断地位厂商，主要参与者包括电力系统内部的科研院所和信息化建设单位，以及电力系统外专业化民营厂商，在电力市场化改革提速背景下，细分领域的专业民营厂商竞争优势有望凸显。

系统集成实力突出，一站式服务能力优异。1) 系统集成实力突出：江苏电网是国内负荷密集、规模最大的省级电网，公司多年深耕省内市场，建成了江苏超过一半地市的电力通信传输网络，电力信息化网络集成技术与经验丰富、变电站运维监护应用集成实力领先。2) 电力信息 EPCO 能力优异：系统集成位于电力信息化产业链中间环节，能有效地连接设计、产品、施工、运维等各个环节，具有优异的上下游拓展和整合效应，公司以电力信息系统集成为核心，持续向产业链上下游延伸，已具备优异的一站式 EPCO 服务能力，可较充分发掘客户需求、提升客户粘性。3) 新能源良好布局：基于主业的电力投建运一体化能力，公司自 2019 年以来持续培育新能源业务，项目经验持续积累，目前已具备推广基础。

异地市场加速开拓，发力分布式第二成长极。成长动力上看：1) 区域扩张：公司上市后品牌实力进一步增强，省外开拓提速，今年上半年江苏省外实现营收 0.84 亿元，同比高增 194%，公司基于江苏省内电力信息化服务优势，有望持续向省外延展；2) 力拓分布式投运：去年 12 月公司成立新能源子公司，有望重点加力分布式光伏电站投运，我们基于公司在手资金及建设运营能力测算未来分布式电站业务有望为公司贡献收益 3.5 亿元/年，带来强劲增长动能；3) 巡检新产品：公司变电站智能巡检产品开拓已初具成效，后续有望持续探索巡检机器人、无人机等多领域应用集成产品，打造新增长点。

投资建议：我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.7/3.3/4.2 亿元，同比增长 43%/25%/25%，2021-2024 年 CAGR 为 22%，EPS 分别 2.02/2.53/3.17 元，当前股价对应 PE 为 20/16/13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：电力信息化推进进度不及预期风险，大客户业务占比较高风险，新领域及新区域业务开拓不及预期风险，疫情影响超预期风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	584	703	913	1,209	1,601
增长率 yoy (%)	28.4	20.5	29.8	32.4	32.4
归母净利润 (百万元)	155	186	266	334	418
增长率 yoy (%)	42.7	19.7	43.0	25.4	25.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.18	1.41	2.02	2.53	3.17
净资产收益率 (%)	32.4	9.3	12.0	13.2	14.3
P/E (倍)	34.7	29.0	20.3	16.2	12.9
P/B (倍)	11.3	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 11 月 8 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	电网设备
11月8日收盘价(元)	40.90
总市值(百万元)	5,398.80
总股本(百万股)	132.00
其中自由流通股(%)	23.01
30日日均成交量(百万股)	1.13

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

研究助理 李枫婷

执业证书编号: S0680122060010

邮箱: lifengting3@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1035	2552	2282	2286	2522	营业收入	584	703	913	1209	1601
现金	205	54	284	608	1020	营业成本	339	403	529	706	940
应收票据及应收账款	39	58	68	98	122	营业税金及附加	3	5	8	10	12
其他应收款	11	4	15	11	23	营业费用	29	33	42	54	72
预付账款	19	29	34	50	61	管理费用	30	32	42	53	72
存货	435	444	545	583	759	研发费用	21	24	32	40	53
其他流动资产	326	1963	1336	936	536	财务费用	-5	-3	-7	-15	-23
非流动资产	50	91	673	1017	1333	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	12	0	0	0	0
固定资产	22	21	606	950	1262	公允价值变动收益	1	10	3	4	4
无形资产	19	18	21	25	29	投资净收益	9	8	2	5	5
其他非流动资产	9	52	45	42	42	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1085	2643	2955	3303	3855	营业利润	188	223	272	370	485
流动负债	605	638	745	776	929	营业外收入	0	0	50	34	21
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	162	153	260	291	443	利润总额	188	223	322	403	506
其他流动负债	443	485	485	485	485	所得税	33	37	56	70	88
非流动负债	0	2	2	2	2	净利润	155	186	266	334	418
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	2	2	2	归属母公司净利润	155	186	266	334	418
负债合计	605	639	747	777	930	EBITDA	184	223	343	456	580
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	1.18	1.41	2.02	2.53	3.17
股本	99	132	132	132	132						
资本公积	57	1363	1363	1363	1363						
留存收益	323	509	753	1052	1415						
归属母公司股东权益	479	2004	2208	2526	2924						
负债和股东权益	1085	2643	2955	3303	3855						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	50	161	260	327	414
净利润	155	186	266	334	418
折旧摊销	2	2	26	66	99
财务费用	-5	-3	-7	-15	-23
投资损失	-9	-8	-2	-5	-5
营运资金变动	-106	-19	-20	-49	-70
其他经营现金流	13	3	-3	-4	-4
投资活动现金流	32	-1643	24	-2	-6
资本支出	6	22	581	344	316
长期投资	28	-1631	0	0	0
其他投资现金流	67	-3252	605	342	311
筹资活动现金流	-52	1344	-55	0	3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	33	0	0	0
资本公积增加	8	1305	0	0	0
其他筹资现金流	-60	6	-55	0	3
现金净增加额	31	-138	230	325	412

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	28.4	20.5	29.8	32.4	32.4
营业利润 (%)	43.1	18.5	22.0	36.0	31.1
归属母公司净利润 (%)	42.7	19.7	43.0	25.4	25.3
获利能力					
毛利率 (%)	41.9	42.7	42.0	41.6	41.3
净利率 (%)	26.6	26.4	29.1	27.6	26.1
ROE (%)	32.4	9.3	12.0	13.2	14.3
ROIC (%)	31.4	9.2	11.9	12.8	13.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.8	24.2	25.3	23.5	24.1
净负债比率 (%)	-42.6	-2.7	-12.9	-24.1	-34.9
流动比率	1.7	4.0	3.1	2.9	2.7
速动比率	0.9	3.2	2.2	2.1	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	13.4	14.5	14.5	14.5	14.5
应付账款周转率	1.8	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.18	1.41	2.02	2.53	3.17
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.38	1.22	1.97	2.47	3.14
每股净资产 (最新摊薄)	3.63	15.18	16.72	19.13	22.15
估值比率					
P/E	34.7	29.0	20.3	16.2	12.9
P/B	11.3	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	26.7	15.3	11.1	8.5	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 11 月 8 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：电力信息化 EPCO 一站式服务专家	5
1.1. 公司简介：深耕电力信息产业链，核心骨干激励充分	5
1.2. 主营分析：电网信息系统集成为核心主业，异地业务大力开拓	6
1.3. 财务分析：营收业绩快速增长，盈利能力与现金流表现较好	10
2. 行业分析：电网信息化需求加速打开，潜在空间广阔	14
2.1. 需求来源：新型电力系统加速构建，电网信息化需求持续释放	14
2.2. 市场规模：十四五期间电网信息化年市场规模可达 725 亿	16
2.3. 行业格局：竞争较为分散，尚未出现垄断厂商	17
3. 竞争优势：系统集成实力突出，一站式服务能力优异	19
3.1. 系统集成实力突出：网络集成实力强劲，应用集成实力领先	19
3.2. 一站式服务：电力信息 EPCO 能力优异，资质优势突出	21
3.3. 新能源布局：技术与经验持续培育，已具推广基础	23
4. 成长动力：异地市场加速开拓，发力分布式第二成长极	24
4.1. 区域扩张：省内产业资源丰富，省外业务加速开拓	24
4.2. 大力开拓分布式：加码光伏电站投运，有望带来强劲成长新动能	26
4.3. 巡检新产品：开拓应用集成新场景	27
5. 盈利预测、估值与投资建议	28
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构 (截止 2022Q3 末)	6
图表 3: 公司 2022 年限制性股权激励计划考核指标	6
图表 4: 公司主营业务类型构成	7
图表 5: 公司主营业务区域构成	7
图表 6: 电力通信系统集成	8
图表 7: 电力调度数据集成	8
图表 8: 变电站运维监护系统集成	8
图表 9: 电力设计细分业务	9
图表 10: 公司工程施工及运维服务	9
图表 11: 光伏解决方案	10
图表 12: 储能/微网业务	10
图表 13: 综合能源业务	10
图表 14: 公司历年营收及同比增速	11
图表 15: 公司历年归母净利润及同比增速	11
图表 16: 公司期间费用率与可比公司对比	11
图表 17: 公司各项费用率变动趋势	11
图表 18: 公司毛利率与可比公司对比	12
图表 19: 公司归母净利率与可比公司对比	12
图表 20: 公司分业务毛利率变动趋势	12
图表 21: 公司 ROE 与可比公司对比	13
图表 22: 公司资产负债率与可比公司对比	13

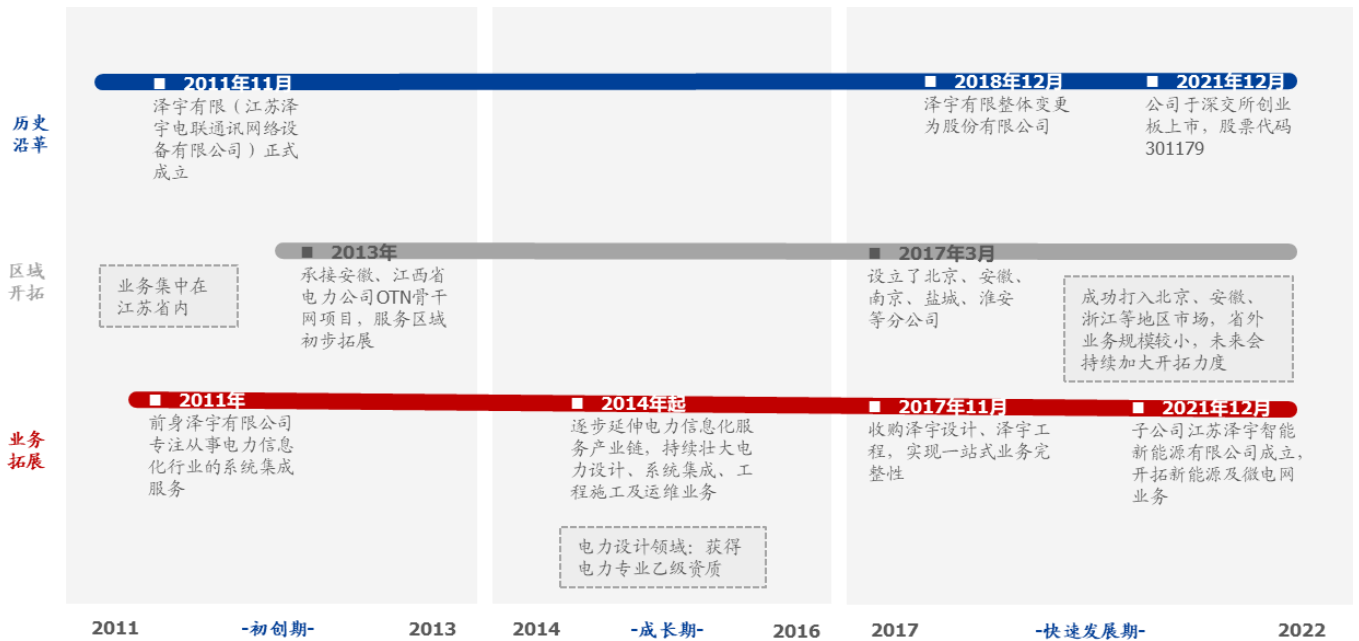
图表 23: 公司 ROE 杜邦拆解分析 (金额单位: 亿元)	13
图表 24: 公司有息资产负债率与可比公司对比	13
图表 25: 公司经营现金流变动趋势	14
图表 26: 新型电力系统的特征及内容	14
图表 27: 我国智能电网建设规划演变	15
图表 28: 两网融合助推电力智能运维发展	15
图表 29: 我国分布式光伏新增装机容量及同比增速	16
图表 30: 我国新增光伏装机结构	16
图表 31: 我国电网基本建设投资 (亿元)	16
图表 32: 坚强智能电网建设各阶段投资规模 (亿元)	17
图表 33: 3 个阶段智能化投资占电网总投资的比例	17
图表 34: 各阶段国家电网智能化投资具体构成 (亿元)	17
图表 35: 分业务公司主要竞争对手	18
图表 36: 系统集成在智能电网环节具体应用情况	19
图表 37: 公司自主核心技术	20
图表 38: 公司参与承建的国家电网大型项目	20
图表 39: 换流站远程智能巡视系统	21
图表 40: 公司一站式业务模式	22
图表 41: 公司与主要竞争对手行业资质对比	22
图表 42: 公司储能及微电网业务产品方案	23
图表 43: 公司微电网示范工程	24
图表 44: 海安市乡村光伏电站建设工程	24
图表 45: 江苏省用电量、同比增速及占全国用电量比例	25
图表 46: 公司各业务省外开拓策略	25
图表 47: 公司业务全国化布局	26
图表 48: 测算公司分布式光伏业务潜在利润规模	27
图表 49: 分布式光伏与集中式光伏 IRR 与投资回收期对比	27
图表 50: 公司系统集成业务内容	28
图表 51: 公司主营业务拆分预测表	28
图表 52: 公司毛利率拆分预测表	29
图表 53: 可比公司估值表	29

1. 公司概况：电力信息化 EPCO 一站式服务专家

1.1. 公司简介：深耕电力信息产业链，核心骨干激励充分

公司专注于电力信息化领域，提供电力设计、系统集成、工程施工、后期运维全过程一体化服务。其中以系统集成业务为核心，公司在发展早期持续参与江苏省内电网建设和系统集成项目，积累了丰富的业务经验。2013年，公司开始承接安徽、江西省电力公司 OTN 骨干网项目，全国化业务逐渐展开。2014年，公司获电力专业乙级资质，业务链条延伸至电力设计、工程施工及运维业务领域，逐步搭建一站式服务能力。2017年，公司陆续收购泽宇设计、泽宇工程，一站式综合服务能力持续强化；同时通过设立北京、安徽、南京、盐城、淮安等分公司，省外业务布局持续完善。2021年12月公司于深交所成功上市。

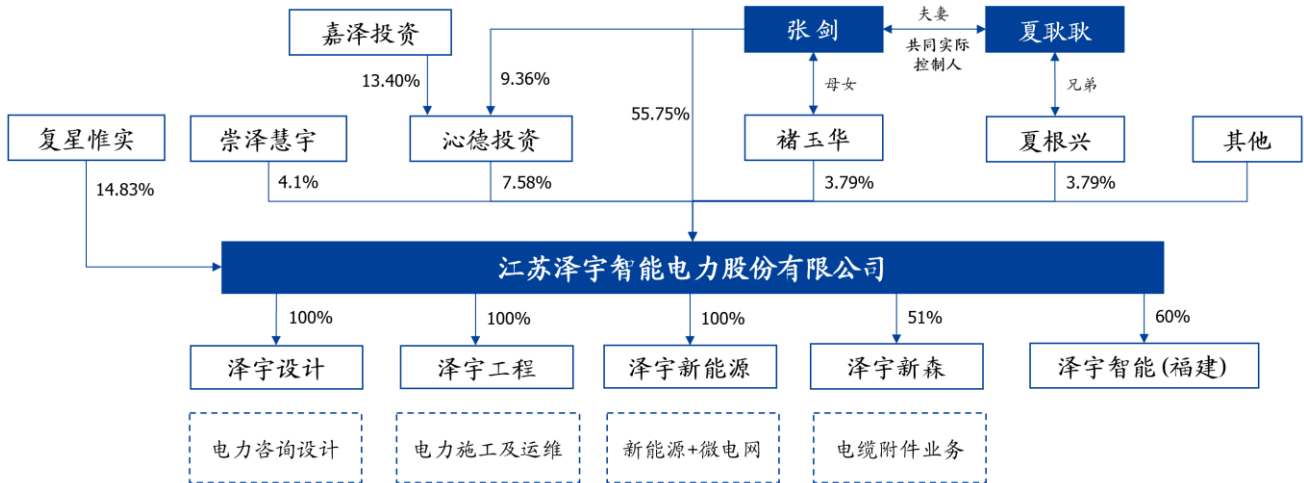
图表 1: 公司历史沿革



资料来源：招股说明书，公司官网，公司公告，国盛证券研究所

实控人持股比例高，核心骨干员工激励充分。公司实际控制人为夏耿耿与张剑夫妇，其中张剑直接持有公司 55.75% 股份，实控人持股比例较高。员工持股方面，公司上市前已设立沁德投资和嘉泽投资两个员工持股平台，嘉泽投资持有沁德投资 13.40% 股份，沁德投资持有上市公司 7.58% 股份，穿透后合计共有 53 名自然人持股对象。今年 9 月公司实施上市后首次限制性股票激励计划，以 25.10 元/股的价格向 110 名核心骨干（占去年底员工总数的 25%）授予 221.8 万股限制性股票，并预留 55.5 万股，合计 277 万股，占公司总股本的 2.10%。激励考核目标为 2022-2024 年营业收入或净利润增长率分别不低于 20%/20%/20%。当前公司已完成股权激励计划，员工合计持股约 10%，激励较为充分，已绑定公司核心骨干利益，提升骨干业务开拓积极性。

图表 2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司 2022 年限制性股权激励计划考核指标

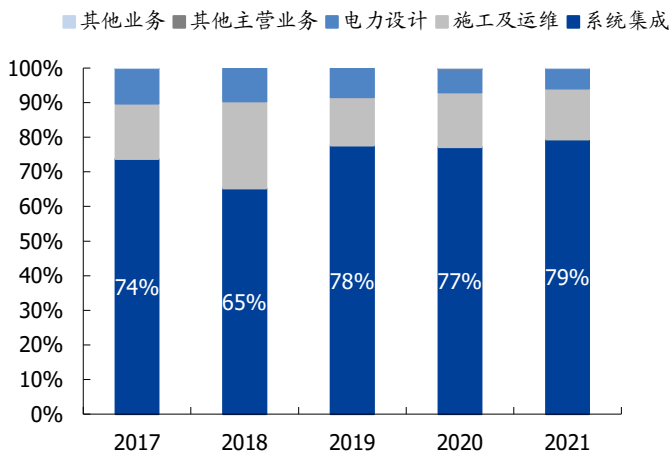
归属期	业绩考核指标
第一个归属期	以 2021 年业绩为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 20%或 2022 年净利润增长率不低于 20%。
第二个归属期	以 2021 年业绩为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 44%或 2023 年净利润增长率不低于 44%。
第三个归属期	以 2021 年业绩为基数, 2024 年营业收入增长率不低于 72.8%或 2024 年净利润增长率不低于 72.8%。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2. 主营分析: 电网信息系统集成为核心主业, 异地业务大力开拓

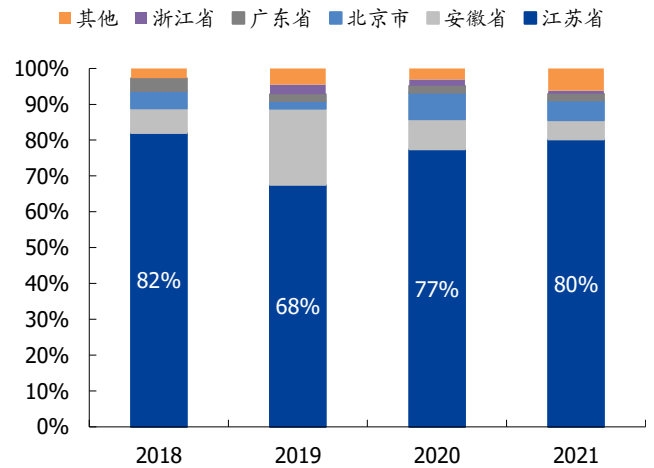
电网信息系统集成业务为公司核心主业, 江苏省业务占比最大。公司电网信息系统集成业务为核心主业, 近三年占比均维持在 75%以上, 其次为施工及运维业务, 占比约 15%, 再次为电力设计业务, 占比约 7%。近年来, 公司在主业稳定发展的同时积极开拓新能源业务, 于 2019 年建设微电网进行新能源业务的尝试, 并于 2021 年正式成立江苏泽宇智能新能源有限公司, 未来将在新能源、微电网方向持续加强技术储备与提高服务能力。从市场区域来看, 江苏省内业务是公司收入的主要来源, 去年占比约 80%, 安徽省和北京市受到个别金额较大项目的影 响, 存在一定的波动, 其余地区收入占比相对较低。为减少地域依赖, 公司近年来积极拓展业务领域, 设立了多个异地分公司负责开拓当地市场, 且在安徽、北京等地已储备部分核心客户, 外部市场开拓能力不断增强, 服务范围遍布全国 29 个省市和地区。

图表 4: 公司主营业务类型构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司主营业务区域构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1) 系统集成业务

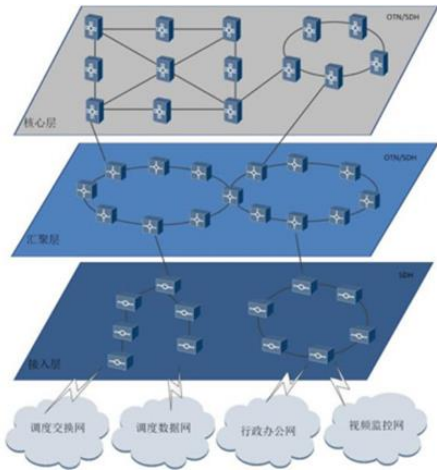
信息系统集成是通过结构化的综合布线系统和计算机网络技术, 将各种网络设备、服务器系统、终端设备、系统软件、工具软件和应用软件等相关硬件和相关数据信息等集成到统一系统中, 使资源充分共享, 实现集中高效管理的计算机系统过程。电力信息化系统集成业务是公司的核心业务, 公司系统集成业务主要分为三大类, 分别是电力通信系统集成、电力调度数据集成、变电站运维监护系统集成, 其服务对象主要是各级供电公司的信通、调度、设备、安质等部门及其所属的各业务单元。

a) 电力通信系统集成: 电力通信系统是电网调度自动化、电网运营市场化和电网管理信息化的基础。电力通信系统集成是以光纤通信为主、以无线通信为辅, 建设和完善覆盖各级电力公司、变电站及统调电厂的基础通信网络, 为调度交换网、调度数据网、行政办公网、视频监控网等电力系统业务提供承载资源和平台支撑。公司的通信系统集成方案采用核心层、汇聚层和接入层三级网络构架, 三级网络主要由 OTN、SDH、XPON、CPE 等设备部署构成, 具有承载业务多样、网络结构简单、网元管理便捷、系统性能稳定等特点。

b) 电力调度数据集成: 电力调度数据集成是以数据通信和数据安防技术为基础, 建设和完善服务于电力调度生产的专用数据网络, 实现各级电力调度中心之间及调度中心与厂站之间实时生产数据的传输和交换, 是电力安全指挥和调度自动化的重要基础。公司的电力调度数据集成方案采用省、市、县三级结构和双平面部署, 并分为调度主站和变电站子站建设。其中, 路由交换设备负责汇聚、分发和管理数据; 防火墙、纵向加密、横向隔离等设备保障网络边界安全; 网络安全监测装置、入侵检测、防恶意代码等设备保障内部数据安全。

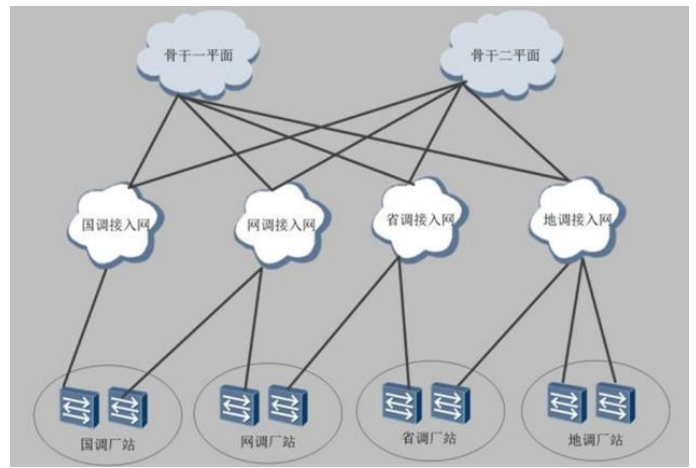
c) 变电站运维监护系统集成: 变电站运维监护系统集成是以视频监控技术、图像识别技术和采集数据智能分析技术为核心, 建设和优化覆盖整个变电站智能辅助监控系统, 提升变电站智能巡检、安全管控和智能运维水平, 提升设备安全系数, 降低系统运营成本。公司变电站运维监护系统集成方案针对不同应用场景分为智慧变电站立体巡检系统、无人值守变电站安消防管理系统、变电站直流电源及蓄电池在线监测维护管理系统等子系统, 系统通过定制开发软件集成服务器、通信设备、高清数字摄像机、红外设备以及各类传感器采集设备, 实现无人变电站智能监控和运营维护。

图表 6: 电力通信系统集成



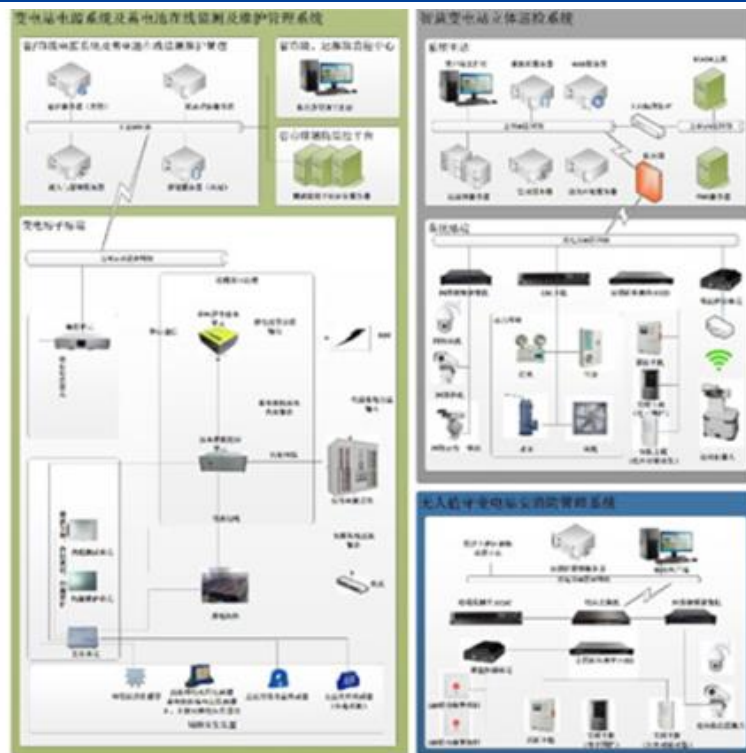
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 7: 电力调度数据集成



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 8: 变电站运维监控系统集成



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2) 电力设计业务

电力系统设计业务是指根据国家或上级主管部门审查批准的电力系统规划, 进一步编制对电源合理布局和网络合理结构有关的电力系统设计工作。公司的全资子公司泽宇设计拥有电力行业(送电、变电、新能源)工程设计乙级资质和电力行业工程咨询乙级资质, 目前主营电网咨询设计业务和配电网咨询设计业务。

图表 9: 电力设计细分业务

业务名称	业务内容
电网咨询设计	为 220kV 及以下电压等级的国家电网输变电工程建设、变电站增容改造、输电线路维修改造、区域性电网加强以及工业、商业等用户电力工程建设项目提供从项目立项至竣工验收送电的全过程技术服务。
配电网咨询设计	为 20kV 及以下电压等级的城市及农村配电网工程、房地产开发企业、工业企业、商业服务企业等用户端电力工程以及光伏发电、储能电站、充电站（桩）、微电网在内的电力建设工程提供从项目立项至竣工验收送电的全过程技术服务。

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

3) 施工及运维业务

公司子公司泽宇工程拥有通信工程施工总承包叁级、电力工程施工总承包叁级、电子与智能化工程专业承包贰级、承装（修、试）四级资质，可根据电力客户需求提供工程施工及运维服务，包含通信工程施工、电力工程施工、配电自动化施工、定制化运维服务、网络优化服务、客户培训提升服务等业务。

图表 10: 公司工程施工及运维服务

业务名称	业务明细	业务内容
工程实施	通信工程施工	公司具有通信工程施工总承包叁级资质，可提供电力系统各类通讯、信息网络工程服务，服务内容包括工程勘察、施工方案设计、综合布线、设备安装、设备调试等。
	电力工程施工	公司具有电力工程施工总承包叁级资质，可承接单机容量 10 万千瓦及以下发电工程、35kV 及以下送电线路和相同电压等级变电站工程的施工。
	配电自动化施工	公司可承接配电自动化二次及其配套设备工程施工，包括 DTU/FTU/TTU、环网柜、OLT/ONU、无线终端等设备安装、调试。
运维服务	定制化运营维护服务	根据电力客户需求定制维护方案，并安排专业技术人员常驻客户现场实施运维服务，服务内容包括光通信、数据通信、无线通信、二次安防、智能监控、电缆光缆等设备的运行管理、日常维护、定期巡检、故障抢修以及技术支撑。
	网络优化服务	对电力客户各类通信网络进行专业分析和诊断，在网络软硬件状态、通道资源、拓扑结构及安全防护等方面进行规划和优化，使网络结构最优、负载均衡、业务合理、保护健全。
	客户培训提升服务	根据客户需求定制培训服务，服务内容包括专业设备知识、工程业务指导、系统运维经验、新产品新技术应用等专题，涵盖公司所有集成领域产品，持续提升客户经验水平。

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

4) 新能源业务

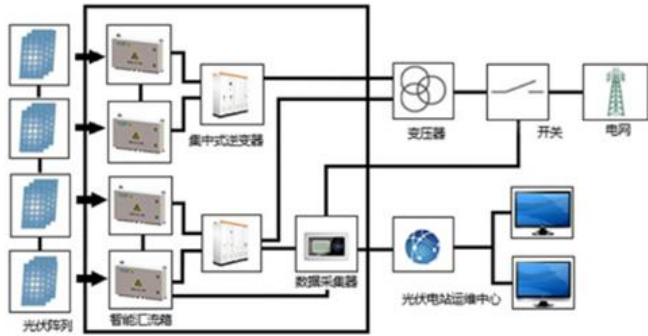
公司新能源板块主营开发、投资、设计、建设、运营及服务各类分布式光伏电站，包括大中小型工商业屋顶电站、地面分布式光伏电站、光伏建筑一体化、光充储微网等，具体方案包括：

- a) 光伏解决方案：公司光伏解决方案体系可根据特定应用场景定制系统解决方案。
- b) 储能/微网业务：公司储能/微网解决方案体系可灵活根据特定场景、控制逻辑提供整

体解决方案，帮助客户实现“削峰填谷、平衡负荷、调峰调频、电力保障”等个性化需求。

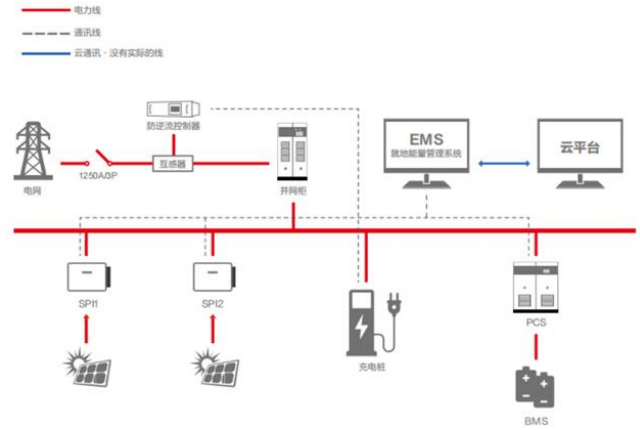
c) 综合能源业务: 公司可基于大数据、人工智能、5G 通信、物联网、区块链、边缘计算等信息技术向终端客户提供多元化的能源生产与消费服务方式，搭建能源互联的智慧能源综合服务平台。

图表 11: 光伏解决方案



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 12: 储能/微网业务



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 13: 综合能源业务

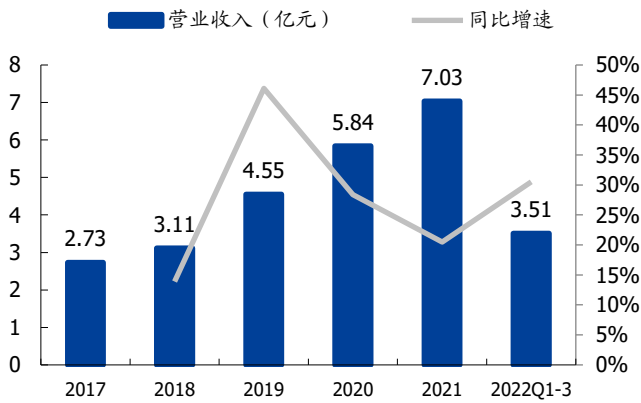


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.3. 财务分析: 营收业绩快速增长, 盈利能力与现金流表现较好

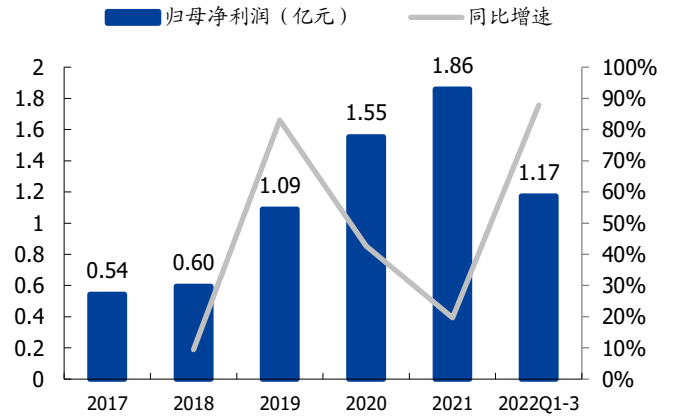
近年来公司营收与业绩整体保持较高增速。近三年公司营收/业绩分别复合增长 31%/46%; 2022Q1-3 公司分别实现营收/业绩 3.5/1.2 亿元, 同增 31%/88%, 延续较快增势, 其中业绩增速明显高于营收, 预计主要系理财收益增加, 扣非后归母净利润增长 42%。

图表 14: 公司历年营收及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

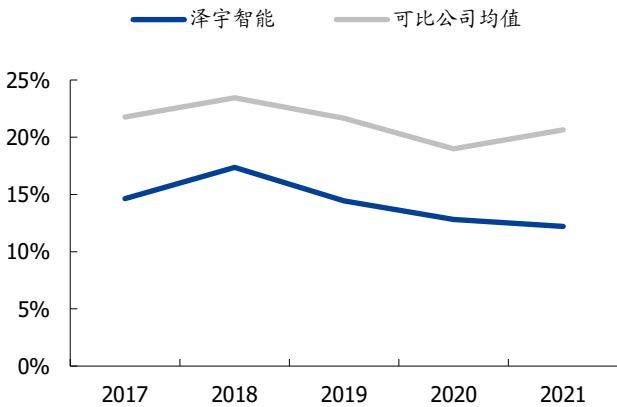
图表 15: 公司历年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

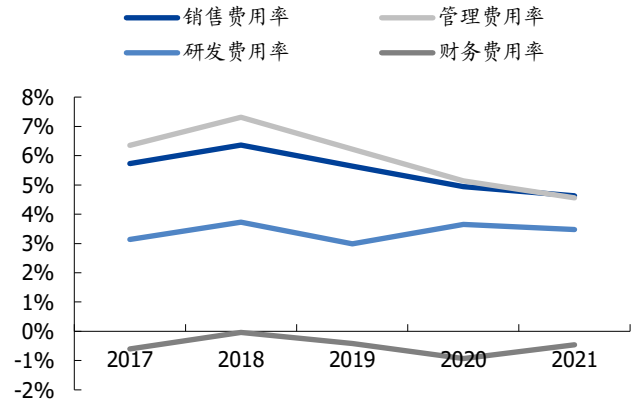
销售与管理费用率下降驱动公司期间费用率逐年下行。根据公司招股说明书,我们选取国电南瑞、金智科技、海联讯、东方电子、智洋创新作为同业可比公司,公司近年来期间费用率逐年走低,且较大幅度低于同业可比公司均值,主要系公司内部管控能力持续增强,销售费用率和管理费用率均较大幅度下降,其中销售费用率下降主要系销售人员薪酬占收入比重下降较多及疫情影响下差旅及运输快递费比率下降,管理费用率下降主要因管理人员薪酬以固定薪酬为主,外加一定比例的奖金,在较短期间内不会有大幅增长,不会随着业务扩张、收入增长而同步变化。

图表 16: 公司期间费用率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

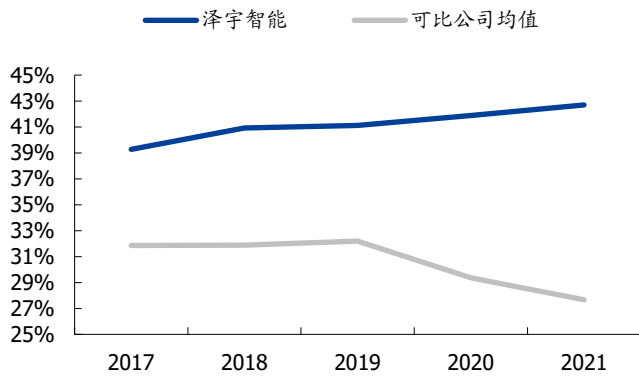
图表 17: 公司各项费用率变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

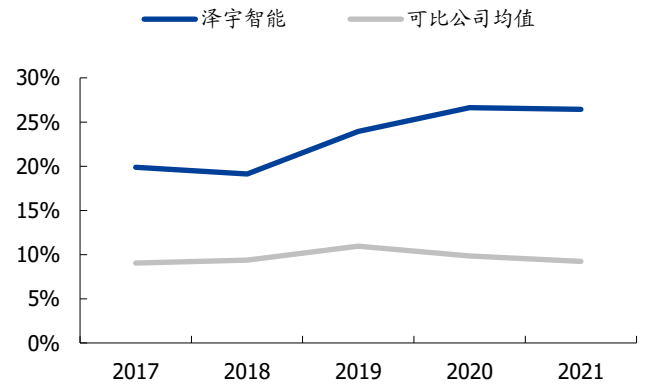
毛利率持续提升,归母净利率明显高于同业。2017-2021年,公司毛利率稳步提升,由39%增长至43%,且较大幅度高于同业可比公司均值,主要系收入占比超过75%的系统集成业务毛利率呈稳步上升趋势,由33%增长至39%,同时电力设计业务除2018年有所下降,后续年份也呈稳步上升趋势,施工及运维业务毛利率呈小幅波动。公司归母净利率整体也呈提升趋势,且较大幅度高于同业可比公司均值,2021年公司归母净利率达26%。

图表 18: 公司毛利率与可比公司对比



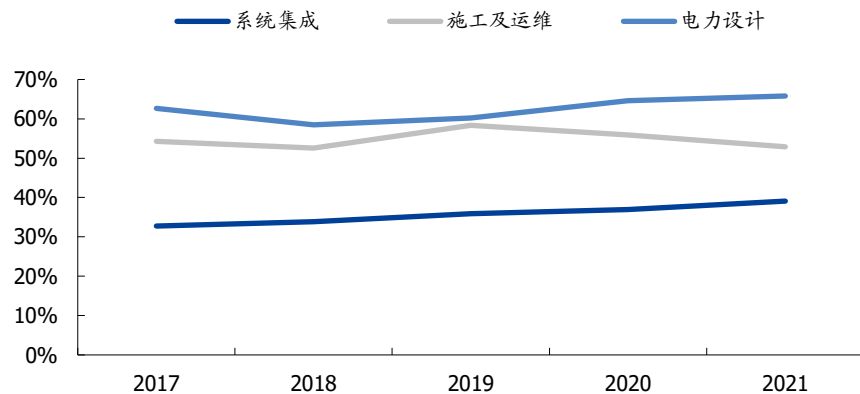
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 公司归母净利率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

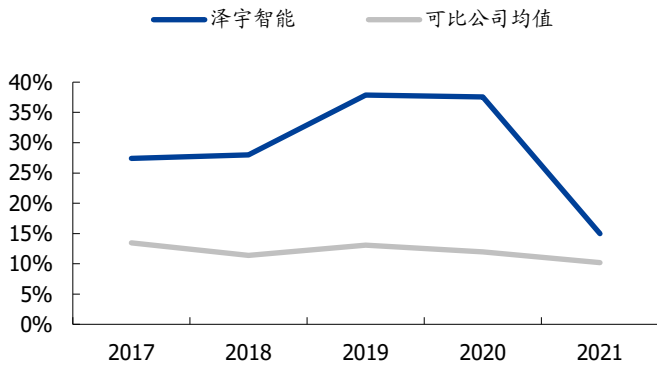
图表 20: 公司分业务毛利率变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

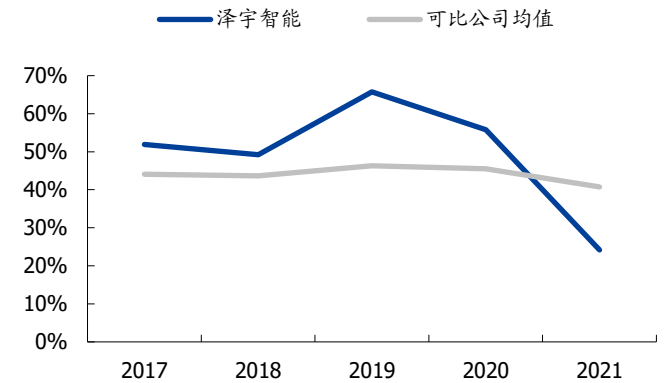
盈利能力高于同业水平, 杠杆率低、在手现金充裕。2017-2020 年公司 ROE 基本呈上升趋势, 2021 年上市股权融资后有所下降, 但依然高于同业可比公司均值。杜邦拆解来看, 销售净利率整体呈上升趋势, 2021 年总资产周转率和权益乘数下降主要因上市股权融资 14.5 亿。从财务风险上看, 公司资产负债率近年来整体呈下降趋势并实现大幅改善, 2021 年已经低于同业可比公司均值, 且公司有息资产负债率为 0; 同时考虑到公司拥有充裕的在手资金(截至 2022Q3 末公司拥有货币资金 6.5 亿元, 交易性金融资产 14.2 亿元), 整体看公司财务风险低。

图表 21: 公司 ROE 与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 公司资产负债率与可比公司对比



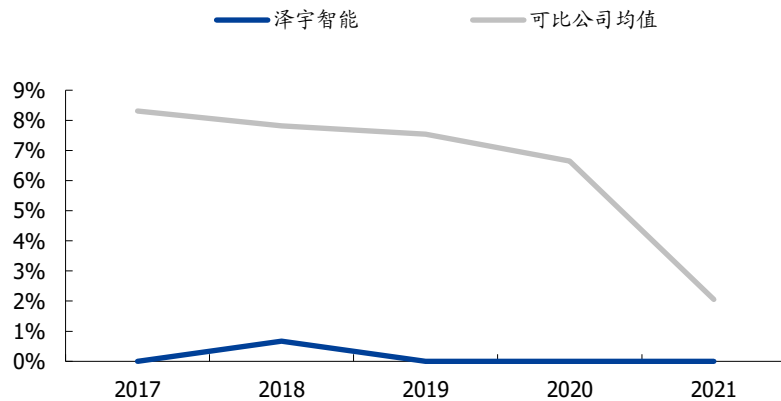
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 公司 ROE 杜邦拆解分析 (金额单位: 亿元)

年份	ROE	杜邦分析拆解			营收	平均总资产	平均股东权益
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数			
2018年	27.98%	19.12%	0.72	2.02	3.11	4.30	2.13
2019年	37.87%	23.95%	0.62	2.55	4.55	7.33	2.88
2020年	37.56%	26.63%	0.56	2.54	5.84	10.51	4.14
2021年	14.98%	26.44%	0.38	1.50	7.03	18.64	12.41

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

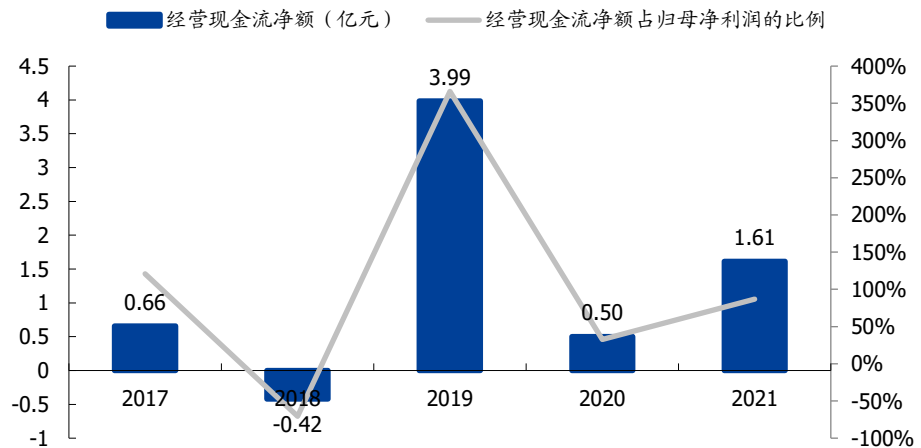
图表 24: 公司有息资产负债率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

现金流表现较好, 与净利润匹配度高。公司经营现金流净额除 2018 年受“中兴事件”阶段性事件影响以外均为正, 主要系业务规模迅速扩张下预收款项增长迅速, 同时公司积极使用承兑汇票与供应商进行货款结算且应收款项回款管理及时, 整体现金管控能力较高。2021 年公司经营现金流净额为 1.61 亿元, 净利润现金比率为 87%, 现金流表现较好, 盈利质量整体较高。

图表 25: 公司经营现金流变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行业分析: 电网信息化需求加速打开, 潜在空间广阔

2.1. 需求来源: 新型电力系统加速构建, 电网信息化需求持续释放

电力信息化是构建新型电力系统的重要支撑。新型电力系统承载“双碳”发展目标, 以能源电力安全为前提, 保障经济社会用电需求, 以最大化消纳新能源为主要任务, 以坚强智能电网为枢纽平台, 以源网荷储互动与多能互补为支撑, 是一个具备清洁低碳、安全可控、灵活高效、智能友好、开放互动 5 大基本特征的电力系统。要实现新型电力系统的 5 大基本特征, 智能电网是其重要支撑, 构建新型电力系统将同步促进电力信息化需求持续提升。

图表 26: 新型电力系统的特征及内容

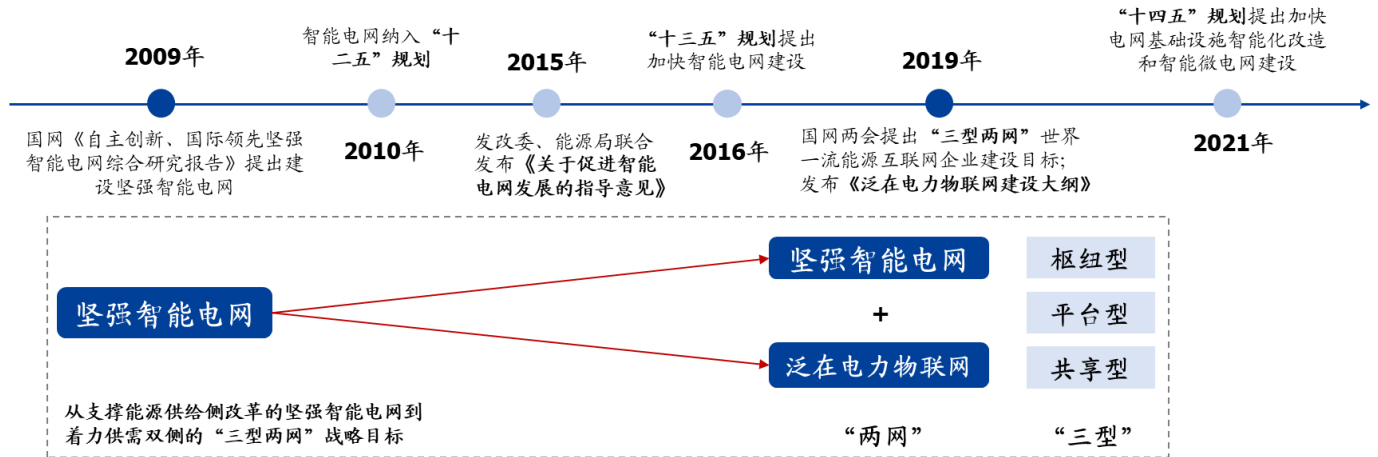
新型电力系统特征	内容
清洁低碳	形成清洁主导、电为中心的能源供应和消费体系, 生产侧实现多元化、清洁化、低碳化, 消费侧实现高效化、减量化、电气化。
安全可控	新能源具备主动支撑能力, 分布式、微电网可观可测可控在控, 大电网规模合理、结构坚强, 构建安全防御体系, 增强系统韧性、弹性和自愈能力。
灵活高效	发电侧、负荷侧调节能力强, 电网侧资源配置能力强, 实现各类能源互通互济、灵活转换, 提升整体效率。
智能友好	高度数字化、智慧化、网络化, 实现对海量分散发供用对象的智能协调控制, 实现源网荷储各要素友好协同。
开放互动	适应各类新技术、新设备以及多元负荷大规模接入, 与电力市场紧密融合, 各类市场主体广泛参与、充分竞争、主动响应、双向互动。

资料来源: 中国电力网, 国盛证券研究所

政策加速推进智能电网建设。随着全国电网规模扩大、线路复杂度上升, 智能电网建设逐步被列为国家重点战略。2009 年, 国家电网首次提出以特高压电网为骨干网架、各级电网协调发展的坚强电网为基础, 构建以信息化、数字化、自动化、互动化为特征的“坚强智能电网”。后续相关发展规划及鼓励性政策陆续出台, 智能电网建设自 2010 年的“十二五”规划以来持续被纳入国家五年规划纲要。2019 年, 国网发布《泛在电力物联网建

设大纲》，确立发展目标为打造“三型”（枢纽型、平台型、共享型）+“两网（坚强智能电网、泛在电力物联网）”、世界一流的能源互联网企业。2020年1月，国家电网发布《关于全面深化改革奋力攻坚克难的意见》，提出要加快泛在电力物联网建设，推动构建能源互联网产业链，打造互利共赢能源新生态，进一步提高电力系统各环节效率。2021年智能电网建设再次被纳入“十四五”规划，提出应加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力。

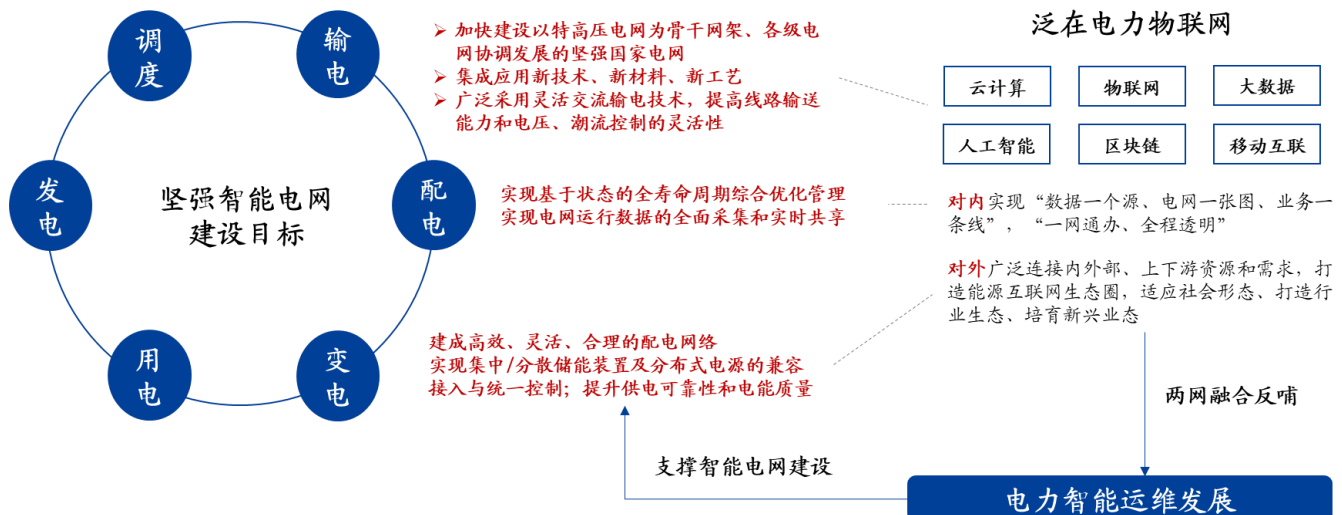
图表 27：我国智能电网建设规划演变



资料来源：国务院、国家电网、发改委、中国电力报、国盛证券研究所

“两网”建设及融合进一步赋能电力信息化行业发展。从“两网”发展目标看，坚强智能电网着力打造的是安全、高效的坚强网架及现代化的配电网，为信息的互联互通提供基础设施支撑；泛在物联网通过运用“大云物移智链”等核心信息技术，实现电力系统各个环节的信息互通，大幅提升数据采集效率及自动获取能力。“两网”的建设和融合为电力系统实现智能化运维提供设备基础，驱动电力信息通信需求持续提升。

图表 28：两网融合助推电力智能运维发展

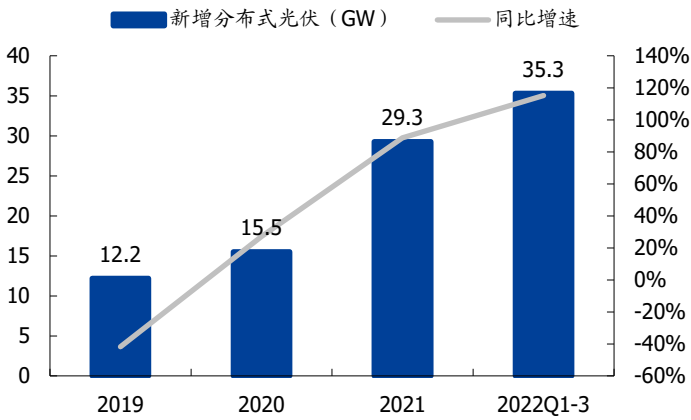


资料来源：《泛在电力物联网白皮书 2019》、《坚强智能电网规划》，国盛证券研究所

分布式光伏、储能、虚拟电厂等领域发展对电网信息化提出更高要求。我国分布式光伏、储能正快速装机，为高效有序地使用分布式光伏、储能等设施，最大化经济效益和满足各类智能化运营场景，需配套发展电力通信和控制设施。此外，虚拟电厂的运行需综合

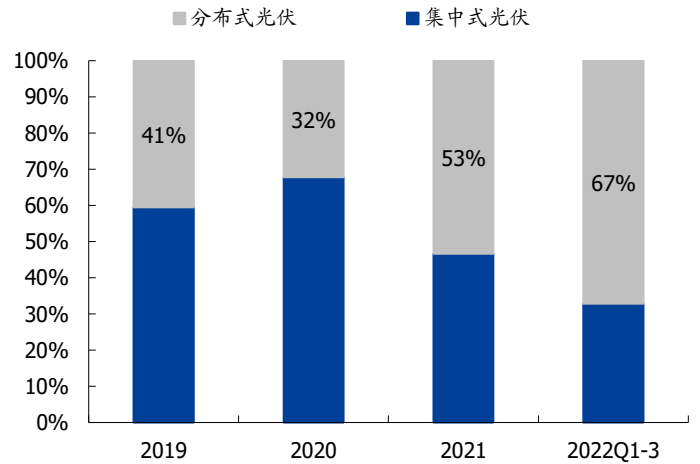
考虑天气信息、电力即时价格、供需关系等因素进行综合决策，也为电力信息化的长期发展打开增量空间。

图表 29: 我国分布式光伏新增装机容量及同比增速



资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

图表 30: 我国新增光伏装机结构

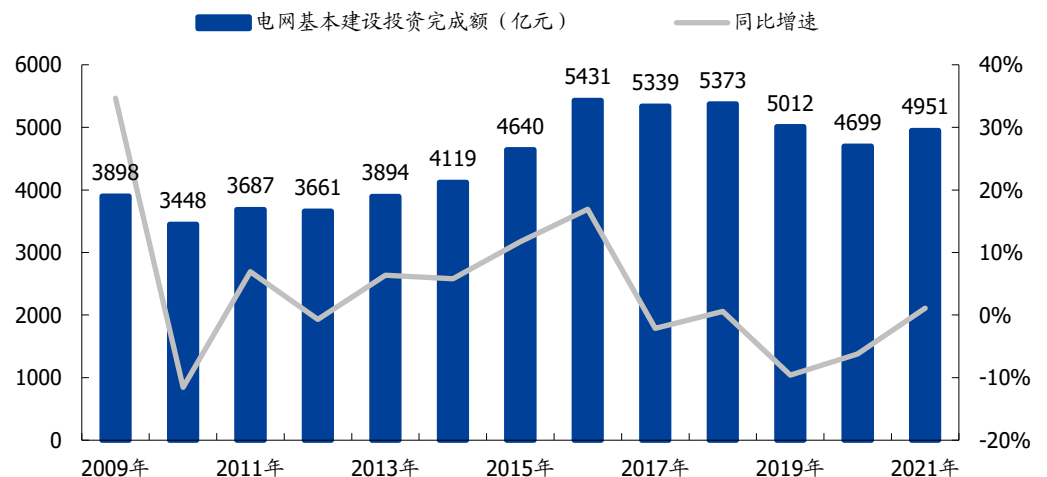


资料来源: 国家能源局, 国盛证券研究所

2.2. 市场规模: 十四五期间电网信息化年市场规模可达 725 亿

我国每年电网建设投资规模已相对较高，后续有望平稳增长。我国 2021 年电网基本建设完成投资 4951 亿元，同增 1%，2008-2021 年我国电网基本建设投资复合增速 4.2%。展望十四五期间，我国经济持续稳定增长趋势不变，电力供应结构中风电、光伏等新能源占比持续上升，电网系统中特高压及配电网不断完善，多因素将驱动电网基本建设投资保持稳健增长态势。

图表 31: 我国电网基本建设投资 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

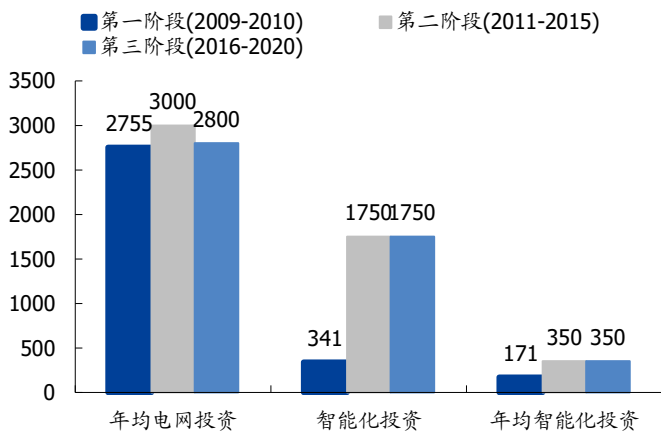
智能化投资占电网总投资规模的 12.5%，且占比逐阶段提升。根据国家电网公司 2010 年发布的《国家电网智能化规划总报告》，国家电网公司将“坚强智能电网”的建设计划划分为 2009-2010 年、2011-2015 年、2016-2020 年 3 个阶段，3 个阶段国家电网规划

总投资达 3.45 万亿元，其中智能化投资 3841 亿元，占总投资的 11.13%，占各阶段电网投资规模的比例持续上升，3 个阶段智能化投资占电网总投资的比例分别为 6.2%/11.7%/12.5%。

变、配、用环节是电网智能化的主要领域。3 个阶段的智能电网建设合计看，变电、配电、用电 3 个领域分别投资 748/892/1185 亿元，占比 20%/23%/30%，占据主要比例，是电网智能化建设的主要领域，且越往电网后端投资额越大。

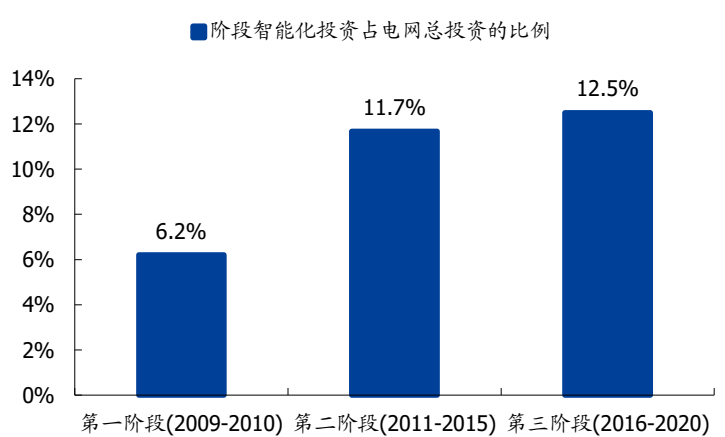
测算十四五期间我国电网信息化投资约 3625 亿元，平均每年 725 亿元。国家电网/南方电网十四五期间拟分别完成投资 2.23/0.67 万亿元，合计 2.9 万亿元，若十四五期间电网信息化投资占比保持“坚强智能电网”建设计划第三阶段的 12.5%，则可测算该领域总投资可达 3625 亿元，平均每年 725 亿元。

图表 32: 坚强智能电网建设各阶段投资规模 (亿元)



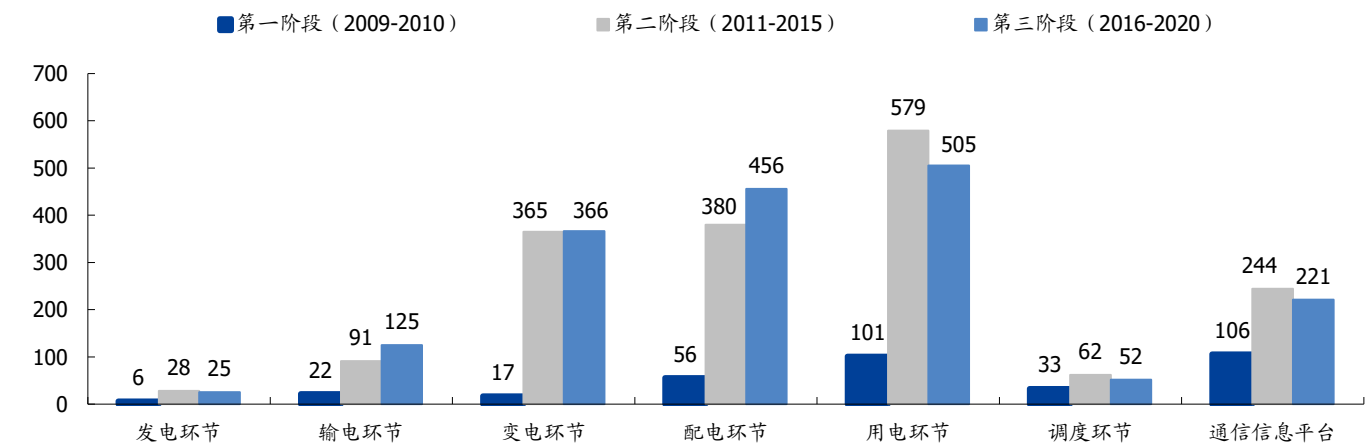
资料来源:《国家电网智能化规划总报告》，国盛证券研究所

图表 33: 3 个阶段智能化投资占电网总投资的比例



资料来源:《国家电网智能化规划总报告》，国盛证券研究所

图表 34: 各阶段国家电网智能化投资具体构成 (亿元)



资料来源:《国家电网智能化规划总报告》，国盛证券研究所

2.3. 行业格局: 竞争较为分散, 尚未出现垄断厂商

电力信息化市场经过多年发展, 业内厂商已经在各自领域形成了特色优势, 尚未出现垄

断地位的厂商，行业内企业主要分为两类：

一类为电力系统内部的科研院所和信息化建设单位，如中国电力科学研究院有限公司、国电南瑞科技股份有限公司、国电南京自动化股份有限公司等规模较大单位。

另一类为电力系统外厂商，如深圳海联讯科技股份有限公司、江苏金智科技股份有限公司等厂商在各自细分领域具有一定市场地位。

行业内竞争格局体现出专业化、市场化的特点。1) 智能电网建设进一步带动电力信息化建设朝深化应用阶段发展，对信息化厂商的技术水平及其对用户需求的精细化把握提出了更高的要求，专注于行业内的专业性厂商优势更为突出。2) 随着电力体制改革的深化，参与电力行业信息化建设主体将更加多元，行业竞争更加市场化。

图表 35: 分业务公司主要竞争对手

业务分类	企业名称	基本情况
系统集成	金智科技	创始团队源自东南大学电气工程系和计算机系，业务涉及自动化、信息化、智能化技术在智慧能源和智慧城市建设领域的应用研究，在业内具有良好的品牌声誉；拥有国家计算机信息系统集成一级、建筑智能化系统集成甲级、安防工程一级等资质。
	上海辉电	主要从事为国家电网、南方电网下属各省电力公司提供电力、通信、视频和自动化仪器仪表等设备的销售、安装、维护服务等业务，是行业内知名通信网络和信息系统集成公司；总部位于上海，为华为、贝尔、烽火、华三等公司的产品集成商，业务遍布全国。
	晶众科技	华为金牌经销商，常州太平通讯科技有限公司除智能 ODN 外太平系列化产品在江苏电力市场的独家经销商，北京启明星辰信息安全技术有限公司在江苏省的代理经销商。
	海联讯	拥有国家计算机信息系统集成二级资质、信息安全服务工程一级资质及 CMMI III 认证证书。
	江苏政采	以“信息安全”为核心的计算机产品研发、解决方案和服务提供商；拥有信息安全等级保护安全建设服务机构能力评估合格证；通过了 ISO9001: 2015 质量体系认证、ISO14001: 2015 环境管理体系认证、OHSAS18001: 2007 职业健康安全管理体系认证；“综合信誉 AAA 等级企业”。
电力设计咨询	苏文电能	是集设计咨询、设备服务、安装建设以及智能运维为一体的企业，能够提供 EPCO 一站式电能服务；拥有电力工程建设全过程技术咨询资质、新能源发电送电变电工程、建筑智能化设计资质、电力工程总承包资质、承装（修、试）电力设施许可证和安全生产许可证。
	海宏电力	从事电力行业设计、勘察、咨询规划业务；拥有工程设计电力行业（送电工程、变电工程）专业乙级资质；工程勘察专业类（岩土工程勘察）乙级资质；工程咨询（火电专业）丙级资质；主要承接 220KV 及以下送电、变电工程设计、勘察以及各类电力工程咨询、总承包等业务。
	国联电力	具有电力行业乙级设计、火电和其他（新能源）咨询丙级、电力工程施工总承包三级、工程测量丙级和特种设备设计（压力管道）GB2（GC2、GD2）等资质；从事新能源（含太阳能、地热、垃圾、秸秆等可再生能源）发电、火力发电、水力发电、风力发电、送电工程和变电工程等设计和咨询服务及相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术管理和服务。
	智方设计	从事工程咨询、勘测设计业务；拥有电力行业（送电、变电）工程设计和建筑工程设计甲级资质证书、工程测绘、工程勘察、工程咨询、环境工程设计、电力工程施工、环境影响评价等资质证书。
施工及运维	永源电力	拥有输变电工程专业承包三级、通信工程施工总承包三级等资质；从事电力设施施工、设备修理、电力通信设备技术服务。
	网盈科技	从事物联网应用及运营、信息化服务、智慧运营平台、通信信息系统集成、工程建设、设备安装维护、网络优化、营业渠道运营、呼叫中心等。
	欣网通信	业务范围涵盖无线网规网优、综合代维、设备安装与调测、通信网络建设、室内分布系统规划与建设、系统集成、ICT 方案与实施、软件研发等。

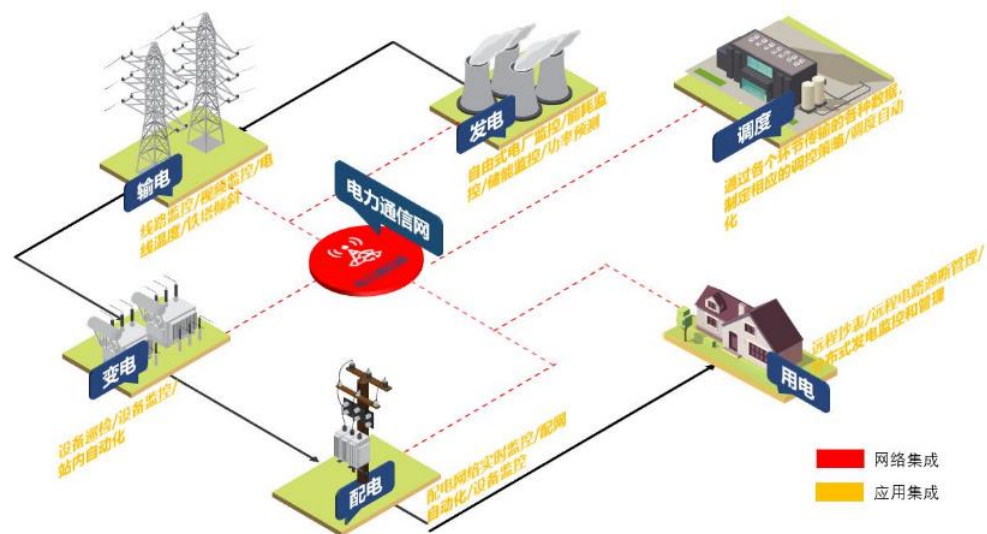
资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

3. 竞争优势：系统集成实力突出，一站式服务能力优异

3.1. 系统集成实力突出：网络集成实力强劲，应用集成实力领先

深耕江苏电力系统，网络集成实力强劲。公司系统集成业务分为两类，其中电力通信集成和调度数据集成属于网络集成，变电站运维监护系统集成属于应用集成。网络集成是公司起步最早的业务，也是公司目前的核心主营业务。依托于江苏省位居国内领先地位的电力系统以及负荷密集、规模最大的省级电网（江苏电网是国家电网系统首个用电负荷连续三年突破1亿千瓦的省级电网，超过德国、韩国、澳大利亚等国家用电负荷），公司参与省内众多电网建设和系统集成项目（公司建成了江苏区域超过一半地市的电力通信传输网络），在该业务领域积累了丰富的技术（如图表 37）与业务经验，承接了诸多国家电网重点大型项目（如图表 38），网络集成业务实力强劲。

图表 36：系统集成在智能电网环节具体应用情况



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 37: 公司自主核心技术

序号	核心技术	简介	技术来源	创新形式	是否形成专利或软件著作权	主要应用情况
1	智能电网调度系统集成技术	采用信息采集器和数据处理器实现调度数据远程采集、控制,实现智能电网调度,保持分布式电网电力资源均衡。	自主开发	原始创新	专利和软件著作权	应用于公司电力调度数据集成类产品
2	电力监控系统网络安全技术	构建电力监控系统网络安全管理体系,实现网络空间安全的实时监控和有效管理。	自主开发	技术应用创新	自有技术	应用于公司电力调度数据集成类产品
3	电力通信系统集成技术	构建电力通信管理平台,对变电站通信设备和网络进行实时管控和优化,保障通讯网络处在最优状态。	自主开发	原始创新	专利和软件著作权	应用于公司电力通信系统集成类产品
4	配电网通信系统管理监测技术	采用光学测量、电子标签、地理信息系统构建光缆资源信息和光路拓扑信息模型。	自主开发	原始创新	专利和软件著作权	应用于公司配电网通信集成类产品
5	电力无线终端传输技术	LTE 公、专合一新型配用电接入网关技术,实现配用电多业务的综合接入和网络协同。	自主开发	原始创新	专利和软件著作权(在申请)	应用于电力无线专网接入终端产品
6	无线网络安全加密技术	通过身份验证、信道加密和数字签名算法保证无线传输和数据安全。	自主开发	原始创新	专利和软件著作权(在申请)	应用于电力无线专网接入终端产品
7	图像智能分析技术	基于先进算法的图像智能分析技术,实现对仪表读数、设备状态及人体行为的智能判断。	自主开发	原始创新	专利和自有技术	应用于变电站运维监护系统集成类产品
8	大数据智能预警技术	通过大数据应用和深度学习技术实现对变电站设备异常状态和故障的智能预警。	自主开发	原始创新	专利和自有技术	应用于变电站运维监护系统集成类产品
9	云端一体化运维技术	采用移动 APP 和专有云相结合的运维技术,APP 实现无线环境的数据感知采集,云侧实现大数据的统计分析和趋势呈现。	自主开发	原始创新	专利和自有技术	应用于电力施工及运维产品
10	多模感知通信技术	采用多种有线、多种无线等融合通信方式,支持协议自适应,通信自组网,有效实现全场景接入、全业务覆盖。	自主开发	原始创新	专利和软件著作权(在申请)	应用于电力无线专网接入终端产品
11	变电站在线巡检技术	基于进程并发运行架构,实现多任务对资源的高效使用和同步,有效解决了巡检效率和业务协同问题。	自主开发	原始创新	专利和自有技术	应用于变电站运维监护系统集成类产品
12	电力网关边缘计算技术	基于采集、处理、通信的自学习方式,构建边缘计算模型,实现边缘自治,加强了业务安全处理保障。	自主开发	原始创新	专利和自有技术	应用于变电站运维监护系统集成类产品
13	公专网融合接入技术	采用创新的公专网智能切换策略,支持多种策略、多种权重模式,有效保证了业务接入的稳定性。	自主开发	原始创新	专利和软件著作权(在申请)	应用于电力无线专网接入终端产品

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 38: 公司参与承建的国家电网大型项目

序号	公司参与承建的国家电网大型项目
1	北京至上海光传输设备改造项目
2	国家电网公司大容量骨干光传输网新疆延伸覆盖工程甘肃地区施工
3	青海-河南±800 千伏特高压直流输电光纤通信工程包 8 甘肃地区通信设备安装施工
4	国网江苏省电力有限公司调度管理信息大区数据网二平面系统建设

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

应用集成业务实力领先。公司以视频监控技术、图像识别技术、采集数据智能分析技术为核心,在变电站智能辅助监控系统基础上进行功能升级,开发了智能变电站立体巡检系统,有效提升运维效率和设备安全系数,降低系统运营成本。2021 年公司中标了泰州、苏州、淮安、政平 4 个±800 千伏特高压换流站远程智能巡视系统建设项目,其中泰州特高压站是世界首座交直流深度融合的特高压变电站,从电压等级和规模上看都具有行业标杆意义,彰显公司应用集成行业领先的业务实力。

图表 39: 换流站远程智能巡视系统



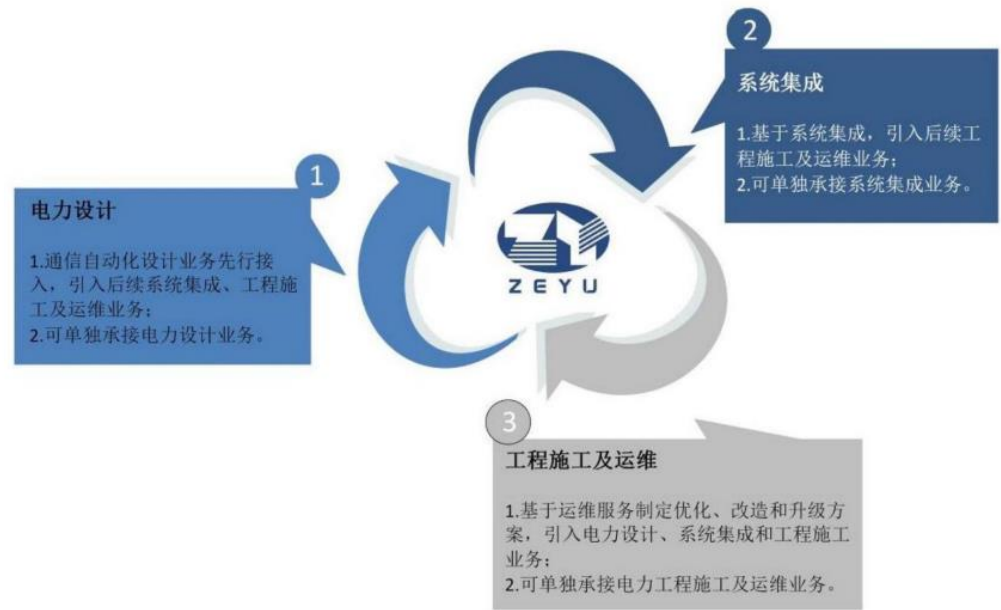
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2. 一站式服务: 电力信息 EPCO 能力优异, 资质优势突出

公司已搭建成熟的一站式服务模式。公司主营业务类型包括电力设计业务、电力信息系统集成业务和工程施工及运维业务等，其中核心业务为电力信息系统集成业务。从电力信息化行业完整的产业链来看，系统集成业务处于中间环节，与行业上下游业务联系紧密，能够有效连接设计、产品、施工等多个环节，具有上下游拓展和整合效应。因此，公司基于自身能力的同时结合客户需求，对业务模式进行灵活创新，形成了从售前服务到项目设计，从系统集成到售后运维的一站式综合服务模式。

一站式服务模式优势突出。相较于传统企业单一经营模式，一站式综合服务有利于公司充分延伸业务链条，提升客户粘性，并在这种良性业务循环中不断扩张收入，提升自身价值。一站式解决方案正逐渐成为行业主要趋势，公司基于现有业务承接和客户合作关系已在该领域具有突出优势。

图表 40: 公司一站式业务模式



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

拥有民营中领先的乙级电力设计资质, 持续向业务链后端引流。公司全资子公司泽宇设计拥有电力行业(送电、变电、新能源)工程设计乙级资质和电力行业工程咨询乙级资质, 主营电网咨询设计业务和配电网咨询设计业务, 业务涵盖输电、变电、配电等各个领域, 该资质在民营企业中处于领先水平(高等级电力设计资质主要掌握在央企国企手中)。在电力通信设计方面, 公司曾参与了江苏省调度自动化主站、通信骨干网等重大建设工程项目的设计工作, 在电力通信系统方面具有较强的设计能力。依托领先的电力设计资质, 公司设计订单承接能力较强, 可持续向业务链后端引流, 提升客户价值水平。

图表 41: 公司与主要竞争对手行业资质对比

企业名称	电力设计	系统集成	电力施工	电力运维
泽宇智能	电力行业(送电、变电、新能源)工程设计乙级资质、电力行业工程咨询乙级资质。	信息系统交付能力(CCID)一级、信息系统建设和服务能力评估体系(CS)叁级。	通信工程施工总承包叁级、电力工程施工总承包叁级、电子与智能化工程专业承包贰级、承装(修、试)四级资质。	具备运维服务能力。
金智科技	建筑智能化工程设计甲级、智能化系统设计专项甲级、工程设计电力行业乙级、工程勘察乙级、工程咨询(火电、新能源)乙级资质。	CISCO 金牌认证合作伙伴、Oracle 认证合作伙伴、华为多产品金牌经销商。	电子与智能化工程专业承包壹级、工程总承包、安防工程企业设计施工维护能力壹级资质。	具备运维服务能力。
上海辉电	-	华为多产品金牌经销商、中兴传输产品金牌经销商、烽火通信行业上海、山东钻石经销商。	-	-
晶众科技	-	华为多产品金牌经销商。	-	-
海联讯	-	华为多产品金牌经销商。	-	-
江苏政采	-	-	承装(修、试)五级。	具备运维服务能力。

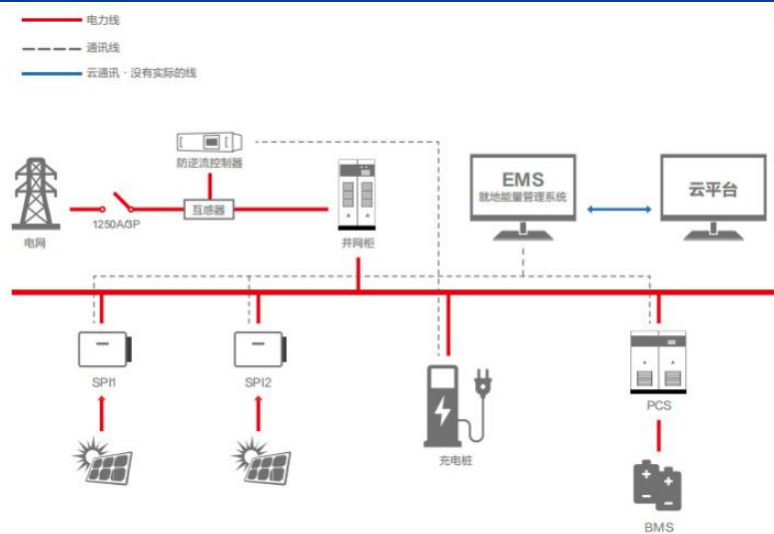
苏文电能	建筑智能化系统设计专项乙级、电力行业（送电、变电）工程设计乙级、电力工程咨询单位乙级、测绘丙级资质。	-	承装（修、试）三级、电力工程施工总承包三级、电子与智能化工程专业承包二级、消防设施工程专业承包二级、建筑机电安装工程专业承包二级、输变电工程专业承包三级。	具备运维服务能力。
海宏电力	电力行业（送电、变电）工程设计乙级、岩土工程（勘察）乙级、火电工程咨询单位乙级资质。	-	-	-
国联电力	电力行业乙级设计、火电和其他（新能源）咨询丙级、工程测量丙级。	-	电力工程施工总承包三级。	-
智方设计	电力行业（送电、变电）工程设计和建筑工程设计甲级资质。	-	-	-
永源电力	-	-	输变电工程专业承包三级、通信工程施工总承包三级；承接（修、试）电力设施施工。	具备运维服务能力。
网盈科技	-	-	通信工程总承包一级、电子与智能化工程专业承包一级。	具备运维服务能力。
欣网通信	-	-	通信工程施工总承包一级、电子与智能化工程专业承包一级。	具备运维服务能力。

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

3.3. 新能源布局：技术与经验持续培育，已具推广基础

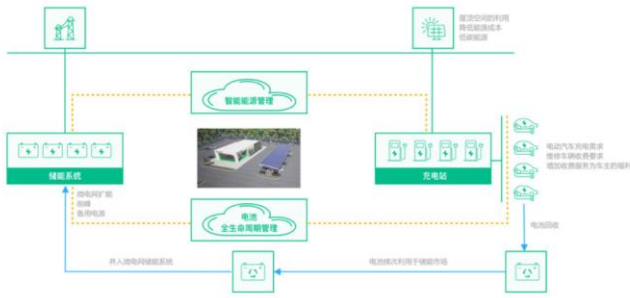
公司自 2019 年起开始落地智能微电网示范工程，持续推动新能源、微电网领域业务开拓。去年 12 月公司成立江苏泽宇智能新能源子公司，用于开拓新能源、微电网等新业务，目前在新能源领域公司可提供光伏（含 BIPV）、储能/微电网、综合能源系统三大解决方案，覆盖咨询、设计、投资、开发、运营等多个环节，并在风电领域也初步具备电力信息化一站式服务能力。公司目前已承接海安市李堡镇、南莫镇等 10 个乡村分布式光伏电站工程 EPC 项目，公司新能源业务推广已具有一定的技术及推广基础。

图表 42：公司储能及微电网业务产品方案



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 43: 公司微电网示范工程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 44: 海安市乡村光伏电站建设工程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

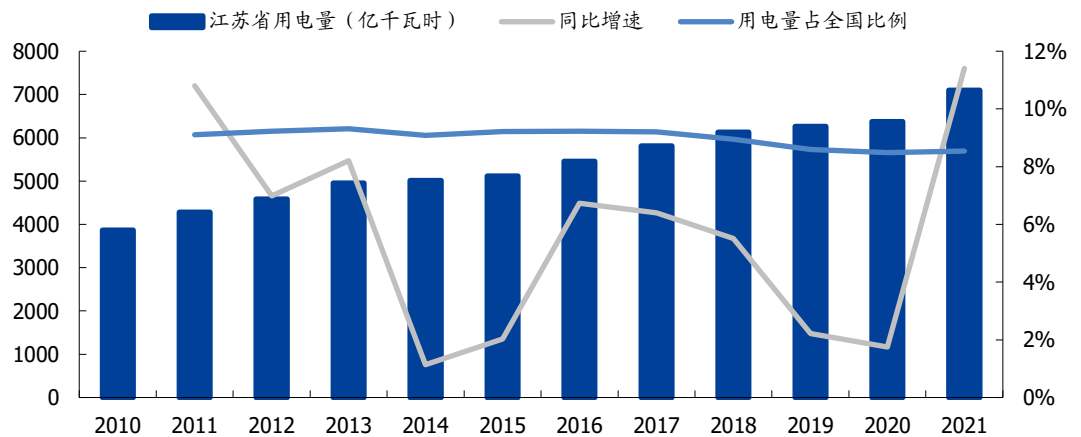
4. 成长动力: 异地市场加速开拓, 发力分布式第二成长极

4.1. 区域扩张: 省内产业资源丰富, 省外业务加速开拓

区位优势丰富, 省内智能电网需求广阔。江苏省为全国用电大省, 历年用电量稳定占到全国 8% 以上, 同时建有我国负荷最为密集、规模最大的省级电网, 为国网首个连续 6 年突破 1 亿千瓦用电负荷的省份。2021 年江苏全省用电量首次突破 7000 亿千瓦时, 全年最高用电负荷再破 1 亿千瓦, 总用电量、人均用电量、最高负荷均超德国等发达国家。为更好调配省内电力资源、解决用电高峰供应紧张问题, 江苏省早于 2010 年即提出智能电网建设目标, 并在全省推进智能变电站建设; 2016 年江苏省印发《关于促进智能电网发展的实施意见》, 加快建设智能电网体系。当前江苏省智能电网产业规模位居全国第一, 建有南京、扬州、常州等多个智能电网产业集群, 全省最大产业集群(南京) 2021 年实现产值 2200 亿元, 并规划于 2025 年实现 5000 亿年产值; 南京市江宁区智能电网规模破千亿, 产品在全国市占率达 60%, 产业技术领跑全国。

公司长期深耕江苏市场, 具备明显区位优势。2022 年 6 月省发改委印发《“十四五”可再生能源发展专项规划》, 要求加快提升全省新能源装机规模, 对电网消纳、终端智能化提出更高要求, 预计期间省内电网智能化需求将维持高位, 省内丰富市场资源有望为公司提供稳定增长动力。

图表 45: 江苏省用电量、同比增速及占全国用电量比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

省外市场加速开拓, 业务高增可期。公司自 2017 年起推动省外分支机构建立, 并逐步扩张省外业务规模, 当前公司省外布局覆盖安徽、北京、上海、广东、浙江、福建等 29 个地区。2022 年上半年江苏省外业务实现营业收入 0.84 亿元, 同比高增 194%, 其中北京地区实现营收 2917 万元, 同增 913%, 省外开拓进程明显提速。由于江苏省智能电网发展起步早, 产业技术相对领先, 公司作为省内电力信息化服务领军者在智能化领域储备丰富技术及项目运维经验, 后续有望逐步拓展至省外地区, 随着全国范围内电网信息化渗透逐步提升, 公司省外业务有望迎来快速增长。

图表 46: 公司各业务省外开拓策略

业务类型	省外开拓进展
系统集成	立足于江苏市场的基础上, 抽调销售人员分别负责北方市场和华东市场, 拓展市场区域, 目前公司已成功拓展浙江、安徽、北京、广东等省份。
电力设计	由江苏省内向江苏省外拓展, 在立足于江苏市场的基础上, 向周边区域延伸, 目前公司已成功拓展浙江、安徽等省份, 与浙江华云电力工程设计咨询有限公司、安徽华电工程咨询设计有限公司等单位达成战略合作。
电力施工	在立足江苏市场的基础上, 逐步拓展国家电网总部及其他省份业务, 目前已成功拓展至浙江、甘肃、陕西等十多个等省份。

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 47: 公司业务全国化布局



资料来源: 公司官网 (非完整中国地图, 部分领海区域未展示), 国盛证券研究所

4.2. 大力开拓分布式: 加码光伏电站投运, 有望带来强劲成长新动能

公司有望重点加力分布式光伏电站投运。公司在去年年报中针对新能源业务提出, 将加大光伏电站尤其是分布式光伏电站的开发力度, 形成有效的资源储备; 通过新平价电站的建设, 形成滚动投资, 持续优化自持电站结构和收益质量。我们预计后续公司有望在新能源业务板块中, 重点加大分布式光伏电站投资、建设及自持运营力度。

IPO 超募资金较多, 当前在手资金充裕。去年公司 IPO 实际募资 13.3 亿元, 扣除募投项目资金需求后, 超募资金 7.6 亿元全部用于补流, 且募投项目 (5.7 亿) 中也有 1 亿补流资金, 意味着公司可自主使用资金充沛。截至 2022Q3 末, 公司拥有货币资金 6.5 亿元, 交易性金融资产 14.2 亿元, 合计 20.7 亿元。

投运分布式电站运营有望贡献收益 3.5 亿元/年, 为公司业绩增长带来强劲动能。

1) 资本金方面: 我们假设公司使用在手资金中的 15 亿元作为资本金投入至分布式光伏建设及自持运营, 资本金 30%, 剩下 70% 使用银行贷款, 则投资完成后合计可持有分布式光伏电站资产 50 亿元。

2) 收益率方面: 参考我们今年 6 月 27 日发布的行业专题《当前 BIPV 落地情况如何?》, 我们测算分布式光伏项目在发电量全额自用的情况下, 初始全投资成本 3.75 元/W, 第 1-15 年每年收益 0.21 元/W, 对应 ROA 为 5.6%。基于主业优异的电力投建运一体化能力, 我们认为公司分布式电站业务有望获取更高的项目运营收益率, 因此我们假设公司自持运营的分布式光伏电站 ROA 约 7%。

3) 项目利润情况: 基于上述假设, 我们测算若全部建设完成并运营, 则公司分布式光伏电站运营收益可达 3.5 亿元/年, 是公司 2021 年归母净利润的 1.9 倍, 有望为公司成长带来强劲动能。但考虑到公司每 12 个月使用超募资金不能超过其总额的 30%, 因此我

们预计公司分布式光伏电站投运业务有望在未来3年及以上时间内逐步展开。

图表 48: 测算公司分布式光伏业务潜在利润规模

项目	单位	数额
假设公司分布式光伏电站投运资本金	亿元	15
资本金比例	--	30%
分布式光伏电站总资产	亿元	50
ROA	--	7%
净利润	亿元/年	3.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 分布式光伏与集中式光伏 IRR 与投资回收期对比

项目	单位	分布式光伏		地面电站	备注
		全额自用	全额上网	全额上网	
售电方式	--				
销售电价	元/KWH	0.50	0.40	0.40	
资本金比例	--	30%		30%	一般用户至少应筹集项目总投资 20% 的资本金, 我们假设 30%
长期贷款利率	--	4.45%		4.45%	参考 LPR。分布式光伏发电项目贷款期限一般最长可达 15 年
运维成本	元/W/年	0.051		0.045	CPIA 数据
每年光照小时数据	小时	1000		1000	
初始全投资成本	元/W	3.74		4.15	CPIA 数据
初始资本金投入	元/W	1.12		1.25	
第 1-15 年每年收益	元/W	0.21	0.11	0.09	
第 16-25 年每年收益	元/W	0.45	0.35	0.36	
25 年项目 IRR	--	19.4%	11.6%	9.5%	
投资回收期	年	6 年	11 年	15 年	

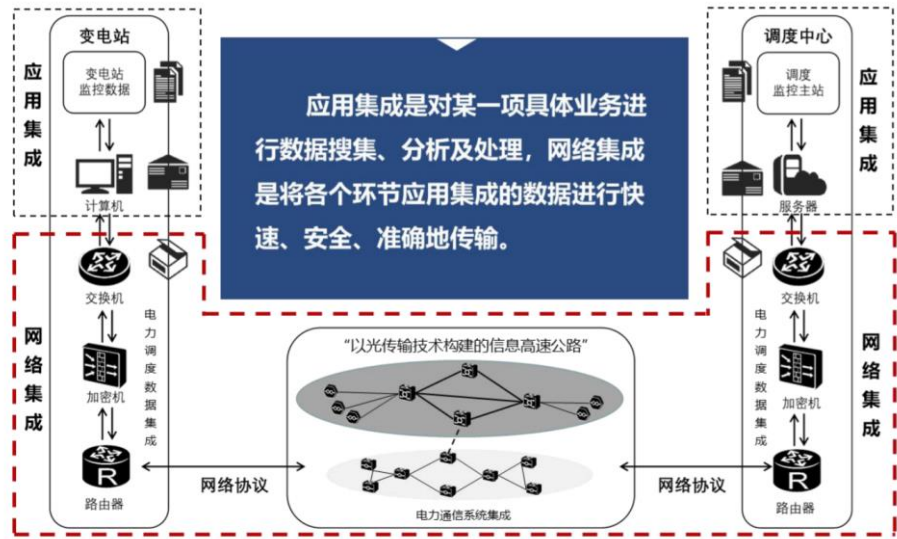
资料来源: 国盛建筑《行业专题: 当前 BIPV 落地情况如何?》, 《中国光伏产业发展路线图 2021》, 国盛证券研究所

4.3. 巡检新产品: 开拓应用集成新场景

公司系统集成主业以网络集成为主, 包括电力通信系统集成、电力调度数据集成、变电站运维监护系统集成等, 用于搭建电力专用通信网络。基于网络集成技术, 公司逐步向应用集成延伸, 即在通信网络基础上针对具体应用场景进行系统集成, 包括输电线路监测、变电站智能巡检、配电设备监控等。目前公司应用集成业务主要围绕变电站领域, 在变电站智能辅助监控系统基础上进行功能升级, 开发了智能变电站立体巡检系统, 无人值守变电站安消防管理系统、变电站直流电源及蓄电池在线监测维护管理系统等应用, 可有效提升变电站智能巡检、安全管控和智能运维水平。

目前公司变电站智能巡检业务已覆盖江苏省绝大部分地市 220kV、500kV、1000kV 交流站点及 ±500kV、±800kV 直流站点。同时, 公司专门组建应用集成研发团队, 从传感技术、视频技术及机器人技术三个维度切入, 探索发电、输电、变电、配电、用电等多领域应用集成, 后续有望持续开拓新系统集成应用场景, 打造新增长点。

图表 50: 公司系统集成业务内容



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

营收方面: 1) 系统集成设备业务, 预测 2022-2024 年保持 25%的稳健增长态势; 2) 施工及运维业务, 预测 2022-2025 年保持 15%的稳健增长态势; 3) 电力设计业务, 目前电力行业投资每年保持个位数增速, 因此预计公司电力设计业务营收增速延续此前年份的较低增势, 预测 2022-2024 年分别增长 8%/7%/6%; 4) 新能源业务, 公司自去年底成立新能源子公司后开始积极开拓相关业务, 我们预测公司 2022-2024 年该业务分别实现营收 0.5/1.5/3.0 亿元。

基于上述假设, 我们预测公司 2022-2024 年分别实现营收 9.1/12.1/16.0 亿元, 分别同增 30%/32%/32%。

图表 51: 公司主营业务拆分预测表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
营业收入	2.73	3.11	4.55	5.84	7.03	9.13	12.08	16.00
系统集成设备	2.01	2.03	3.53	4.50	5.59	6.99	8.73	10.92
施工及运维	0.44	0.78	0.64	0.92	1.03	1.18	1.36	1.57
电力设计	0.28	0.30	0.38	0.39	0.42	0.45	0.49	0.51
新能源业务						0.50	1.50	3.00
营收增速		13.9%	46.3%	28.4%	20.4%	29.8%	32.4%	32.4%
系统集成设备		1.0%	73.9%	27.5%	24.2%	25.0%	25.0%	25.0%
施工及运维		77.3%	-17.9%	43.8%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%
电力设计		7.1%	26.7%	2.6%	7.7%	8.0%	7.0%	6.0%
新能源业务							200.0%	100.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率方面: 我们假设系统集成设备业务、施工及运维业务、电力设计业务均保持平稳, 参考过去年份的毛利率数据, 预测 2022-2024 年系统集成设备业务毛利率维持在 39%, 施工及运维业务毛利率维持在 52%, 电力设计业务毛利率维持在 65%。对于新能源业务, 考虑到公司新能源业务同时包括毛利率较高的新能源电站投资与运营, 以及毛利率偏低的新能源电站 EPC 施工业务, 综合考虑行业毛利率情况, 我们预测公司新能源业务 2022-2024 年毛利率可假设保持 40%。

图表 52: 公司毛利率拆分预测表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
整体毛利率	39.3%	40.9%	41.1%	41.9%	42.7%	42.0%	41.6%	41.3%
系统集成设备	32.8%	33.9%	35.9%	37.0%	39.1%	39.0%	39.0%	39.0%
施工及运维	54.3%	52.6%	58.4%	55.9%	52.9%	52.0%	52.0%	52.0%
电力设计	62.6%	58.5%	60.2%	64.6%	65.8%	65.0%	65.0%	65.0%
新能源业务						40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基于上述假设, 我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.7/3.3/4.2 亿元, 同比增长 43%/25%/25%, 2021-2024 年 CAGR 为 22%, EPS 分别 2.02/2.53/3.17 元, 当前股价对应 PE 为 20/16/13 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 53: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
国电南瑞	26.74	0.84	1.00	1.17	1.36	31.7	26.9	22.9	19.6	4.52
苏文电能	55.43	2.15	2.45	3.06	3.83	25.8	22.6	18.1	14.5	4.84
威胜信息	24.82	0.68	0.85	1.14	1.49	36.3	29.2	21.8	16.7	4.50
东方电子	8.18	0.26	0.33	0.42	0.53	31.5	25.1	19.4	15.4	2.74
智洋创新	15.00	0.46	0.69	0.93	1.26	32.7	21.7	16.1	11.9	2.78
平均值						31.6	25.1	19.7	15.6	3.88

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2022 年 11 月 7 日收盘价, 国电南瑞、威胜信息、东方电子 EPS 数据取自 Wind 一致预期

6. 风险提示

电力信息化推进进度不及预期风险, 大客户业务占比较高风险, 新领域及新区域业务开拓不及预期风险, 疫情影响超预期风险等。

1) 电力信息化推进进度不及预期风险

我国当前正在加速构建新型电力系统, 智能电网加速建设、配电网建设力度提升、分布式新能源快速装机、储能设施同步快速建设, 同时能源互联网和虚拟电厂的新业态持续探索和发展, 都对电力信息化提出更多要求, 推动行业需求加速释放。若后续相关领域推进不及预期, 则电力信息化市场需求可能有所减弱。

2) 大客户业务占比较高风险

公司一半以上业务来自国家电网相关下属单位, 为其提供相关产品和服务。虽然公司正

大力开拓其他电力领域市场，但仍需投入和开拓时间，短期内公司对国家电网相关单位依然存在较大依赖。如果国家电网调整电力信息化领域的投资计划、采购模式，或公司的产品服务不能满足客户需求，则可能对公司经营产生不利影响。

3) 新领域及新区域业务开拓不及预期风险

公司正积极开拓应用集成、新能源等领域业务的开拓，同时积极扩张省外业务，若现骨干业务开拓进度较慢，则可能对公司经营产生不利影响。

4) 疫情影响超预期风险

当前国内疫情散发情况仍然较多，可能影响客户施工及采购节奏，若疫情原因客户项目停工，或公司因疫情致生产受限，则可能影响订单交付。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com