

2023年04月26日
苏文电能(300982.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

电力电子及自动化

稀缺的用户侧电力全产业链服务商，新型电力建设和智能化的受益者

稀缺的用户侧电力一站式服务商，差异化优势突出成长迅速。公司为涵盖电力咨询设计、工程建设、设备供应和智能用电服务为一体的一站式（EPCO）供用电服务商，聚焦用户端电力市场，业务范围实现全产业链覆盖，囊括传统供配电及新能源领域，品牌、技术和服务实力强劲，在分散的配网市场脱颖而出率先上市，发展规模迅速扩大。2016-2022年间，营收收入由3.73亿元增长至23.57亿元，CAGR为35.95%，各年同比增速均在26%以上；归母净利润由0.34亿元快速增长至2.56亿元，CAGR高达39.89%。2022年在疫情影响下实现新签订单的高速增长，2022年前三季度新签合同额22.73亿元，同比增长100.73%。公司业务结构不断丰富，多板块支撑长期成长，主营的电力工程营收占比为60%以上，但电力设备业务高速增长，2016-2022年各年同比增速均超60%，营收占比持续提升，由1.26%提升至27.97%，定增募投项目投产后将进一步助力电力设备板块规模扩大。

紧跟下游需求优化客户结构，立足江苏剑指全国成效显著。公司经营模式灵活，跟随下游行业景气度优化客户结构，由地产客户为主切换至工商业和政府客户为主导，2022年工商企业类客户新签订单金额占比超50%，公司自成立以来在多个下游行业均积累了项目经验和客户资源，可根据下游行业需求进行业务承揽方向和客户结构的调整，整体经营韧性十足。公司扎根江苏，过去省内营收占比超90%，近年来积极拓展省外市场，省外收入占比显著提升，2022年省外营收为27.46%，较2021年大幅提升了20.49个pct，业务辐射半径逐渐扩大，全国布局卓有成效，预计未来有望在设备销售领域增加海外项目，随着省外市场的逐步开拓，公司业务空间更加广阔，降低公司由于业务地域集中度高而面临一定的经营风险，逐步由地方性民营电力工程企业发展为全国型综合型电力全过程服务供应商。

新能源业务快速突破，智能运维打造长期增长点。公司在传统供配电外积极布局新能源电力，承接分布式光伏和储能EPCO业务，依托自身客户资源，在项目需求挖掘及业务承揽上具备先天优势，获得了多个工商企业的分布式光伏项目订单，项目实施经验丰富。此外，公司围绕储能内生外延全面布局，以多种模式切入储能市场，2022年成立全资子公司思贝尔海纳储能发展储能板块，2023年和瑞浦兰钧能源股份有限公司签订合作协议框架，在

投资评级	买入-A 维持评级
6个月目标价	74.25元
股价(2023-04-26)	60.30元

交易数据

总市值(百万元)	9,638.42
流通市值(百万元)	1,998.37
总股本(百万股)	171.47
流通股本(百万股)	35.55
12个月价格区间	35.35/72.3元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.7	-5.6	51.0
绝对收益	-10.3	-10.9	54.9

苏多永 分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005

sudy@essence.com.cn

董文静 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

相关报告

信用减值拖累 22 年表现,	2023-04-21
23Q1 业绩增长超预期	
营收/业绩增速逐季修复, 订	2022-10-27
单翻倍增长成长性可期	

业务承接、技术和电芯采购方面开展合作。目前公司分布式光伏和储能在手订单充足，未来新能源电力订单和营收均有望保持快速增长。公司以用户端配电工程为入口，以自主打造的智能电力运维软硬件系统为支撑，快速拓展智能电力运维业务，目前公司电能侠云平台接入变电站约 4300 家、终端电力设备超 8 万套。目前我国电网智能化建设全面推进，配网侧智能运维空间广阔，随未来用户数量的提升，该高毛利业务将成为公司长期增长点。

配网市场扩容需求强劲，新能源电力和智能化为长期趋势。我国电网工程建设市场规模庞大，2022 年发电投资同比高增 22.80%，有望带动后端电网侧配套需求释放。根据国家电网和南方电网发布的“十四五”规划，“十四五”期间配网建设为重要内容。随新型电力系统装机容量提升以及终端用户用电负荷增长，配网扩容升级改造需求强劲。此外，智能电网为电网建设重要发展战略，未来电网智能化投资占比有望持续提升，其中配网智能化建设在政策端获显著推进，配电和用电环节智能化投资占比最高，同时，随用户侧能耗双控目标执行以及电力系统多元化特性凸显，用户智能用电需求逐步释放，未来投资规模增长可期。在光伏和储能需求上，我国分布式光伏装机增长迅速，同步带动储能装机需求，多地发布储能配比要求，结合峰谷价差加大，储能系统经营性改善，商业模式优化促进装机意愿提升。

投资建议：电力 EPCO 优质服务商品牌服务实力突出，拓展新能源和电力智能化成长可期。

公司为用户侧优质电力工程和运维服务商龙头（EPCO），设计、设备、工程及运维全产业链布局，营收业绩快速增长，灵活优化客户结构，立足江苏全国扩展，具备较强的经营韧性。除传统供配电工程，公司积极发展光伏、储能和微电网业务，通过内生外延方式提升新兴业务领域综合实力。公司电力设备营收高增，并丰富产品类型，定增募投的设备生产项目投产后有助于设备业务占比再提升。在运维端，公司智能用电业务竞争力突出，拥有自主研发的智能运维平台，为客户提供数字化解决方案，目前已接入众多下游客户，打造长期持续业绩增长点。公司作为稀缺的用户侧电力 EPCO 全过程服务商，品牌、技术和市场扩展实力强劲，有望充分受益新型电力系统建设推进下的电网投资规模扩大、光伏储能需求释放以及电网智能化运维的需求释放，我们看好公司全产业链拓展战略和未来成长性，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 33.30 亿元、44.96 亿元和 59.44 亿元，分别同比增长 41.2%、35.0%、32.2%，实现归母净利润 4.71 亿元、6.23 亿元和 8.20 亿元，分别同比增长 84.0%、32.2%、31.6%，实现 EPS 分别为 2.75 元、3.63 元、4.78 元，PE 分别为 20.4、15.5 和 11.8 倍，给予 2023 年 27 倍估值，目标价 74.25 元，维持公司“买入-A”投资评级。

目 风险提示：政策力度不及预期的风险，公司业务区域相对集中风险，安全质量控制风险，市场竞争加剧。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	1,855.9	2,357.2	3,330.4	4,496.0	5,944.3
净利润	301.2	256.1	471.4	623.1	819.8
每股收益(元)	1.76	1.49	2.75	3.63	4.78
每股净资产(元)	8.49	17.77	19.83	22.56	26.14

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	32.0	37.6	20.4	15.5	11.8
市净率(倍)	6.6	3.2	2.8	2.5	2.2
净利润率	16.2%	10.9%	14.2%	13.9%	13.8%
净资产收益率	20.7%	8.4%	13.9%	16.1%	18.3%
股息收益率	0.9%	0.0%	1.2%	1.6%	2.1%
ROIC	151.7%	46.4%	44.5%	43.7%	45.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 用户侧一站式供用电服务商，轻资产模式快速成长	7
1.1. 发展路径：由电力设计至 EPCO 的一站式服务商，深耕传统配网拥抱新能源	7
1.2. 经营情况：营收业绩成长性突出，业务结构优化新签订单高增	8
1.3. 财务表现：盈利水平优于传统工程，现金流优异无有息负债	10
1.4. 股权结构：典型民营持股，股权结构集中	12
2. 发展亮点：差异化竞争优势突出，多业务板块并行全国拓展	12
2.1. 聚焦分散配电网市场差异化竞争，全产业链综合服务能力突出	12
2.2. 紧跟下游市场需求变化，灵活调整优化客户结构	14
2.3. 电力设备业务高速增长，定增募资扩建产线优化布局	15
2.4. 立足江苏剑指全国，省外业务快速突破	16
2.5. 人均创收快速增长，员工激励机制充分突破	17
3. 新兴业务：分布式光伏+储能快速突破，智能运维打造长期成长	17
3.1. 分布式光伏业务快速突破，储能板块布局日趋完善	17
3.2. 打造智能运维平台完善 0 端布局，智能用电注入长期成长动力	19
4. 行业分析：“十四五”电网投资规划亮眼，分布式光伏+储能需求高增	21
4.1. 电力行业投资稳定增长，配网升级建设需求强劲	21
4.2. 电网智能化大势所趋，智能用电市场需求广阔	24
4.3. 政策驱动分布式光伏放量，用户侧储能景气度持续上行	26
5. 投资建议：用户侧电力全过程服务稀缺标的，经营韧性强劲多元布局成长可期	28
5.1. 盈利预测：传统供配电稳步增长，新能源业务有望提速，电力设备及运维高增，盈利能力提升可期	29
5.2. 估值分析：下游行业景气度高需求强劲，业绩快速增长估值提升空间充足	29
5.3. 投资建议：电力 EPCO 优质服务商品品牌服务实力突出，拓展新能源和电力智能化成长可期	30
6. 风险提示	30

目 录

图 1. 公司发展历程	7
图 2. 公司四大业务板块细分	7
图 3. 公司业务所在产业链环节	8
图 4. 2016-2022 公司营业收入及同比增速（亿元，%）	9
图 5. 2016-2022 公司归母净利润及同比增速（亿元，%）	9
图 6. 2016-2022 年公司各类业务营收及占比（百万元，%）	9
图 7. 2018-2022 年公司各类业务营收同比增速（%）	9
图 8. 2022 年各季度公司新签合同及 yoy（亿元，%）	10
图 9. 2022Q1-Q3 公司各类业务新签合同及 yoy（亿元，%）	10
图 10. 2016-2022 公司与其他板块毛利率（%）	10
图 11. 2016-2022 公司与其他板块净利率（%）	10
图 12. 2016-2022 公司期间费用率（%）	11
图 13. 2016-2022 公司各项费用率变化（%）	11
图 14. 2016-2022 年公司各业务毛利率（%）	11
图 15. 2022 年公司毛利润构成及占比（亿元，%）	11
图 16. 2016-2022 公司经营性现金流净额（亿元）	11

图 17. 2016-2022 年经营性现金流量净额/营业收入 (%)	11
图 18. 2016-2022 年公司资产负债率 (%)	12
图 19. 公司股权结构	12
图 20. 2020 年 1-6 月电力工程建设业务项目数量分类	13
图 21. 2020 年 1-6 月电力设备供应业务项目数量分类	13
图 22. 2017-2020H1 主营业务收入占比——按客户类别	15
图 23. 2022 年各季度新签合同额占比——按客户类别	15
图 24. 2016-2022 年电力设备业务营收及 yoy (亿元, %)	15
图 25. 2016-2022 年电力设备业务营收占比 (%)	15
图 26. 公司电力设备毛利率及募投项目毛利率水平 (%)	16
图 27. 智能电气设备生产基地建设项目产值估算	16
图 28. 2017-2022 年公司省内外营收构成 (亿元, %)	16
图 29. 2022 年各季度省内外新签合同额构成 (亿元, %)	16
图 30. 公司全国业务地域分布	17
图 31. 公司各年度人均薪酬水平 (万元/人)	17
图 32. 公司各年度人均创收水平 (万元/人)	17
图 33. 镇江扬中五峰山 24MW/48MWH 储能电站	19
图 34. 南京江北储能电站	19
图 35. 公司智能用电在线监测管理系统	19
图 36. 公司企业端供用电信息化运营服务平台业务架构	20
图 37. 公司智能用电板块营收及毛利率	21
图 38. 2010-2022 年全国电力工程建设投资额及同比增速 (亿元, %)	21
图 39. 我国风光发电累计装机容量及占比 (万 kW, %)	22
图 40. 我国风光发电新增装机容量及占比 (万 kW, %)	22
图 41. 国家电网各年投资完成额及 yoy (亿元, %)	23
图 42. 国网和南网“十四五”计划投资额 (亿元)	23
图 43. 2010-2022 年发电量、用电量及同比增速	23
图 44. 我国城镇化率 (%)	24
图 45. 我国工业用电量同比增速和 PMI 变化 (% , %)	24
图 46. 2022 年各领域电气化率及 2025 年预测值 (%)	24
图 47. 我国新能源汽车产量及同比增速 (万辆, %)	24
图 48. 2009-2020 年国家电网智能电网投资及占比 (亿元, %)	25
图 49. 我国光伏累计装机容量 (GW)	26
图 50. 我国光伏新增装机容量 (GW)	26
图 51. 工商企业增设分布式光伏电站意愿增强	27
图 52. 分布式光伏新增装机容量结构 (GW, GW, %)	27
图 53. 我国新型储能装机容量预测 (GW)	28
图 54. 2023 年 3 月各地峰谷价差 (一般工商业 1-10kV) (元/kWh)	28
图 55. 公司历史市盈率 PE (TTM)	30
图 56. 公司核心投资逻辑示意图	30
表 1: 公司四大主营业务概况	8
表 2: 公司承接的部分 EPCO 服务项目	13
表 3: 公司代表性分布式光伏项目案例	18

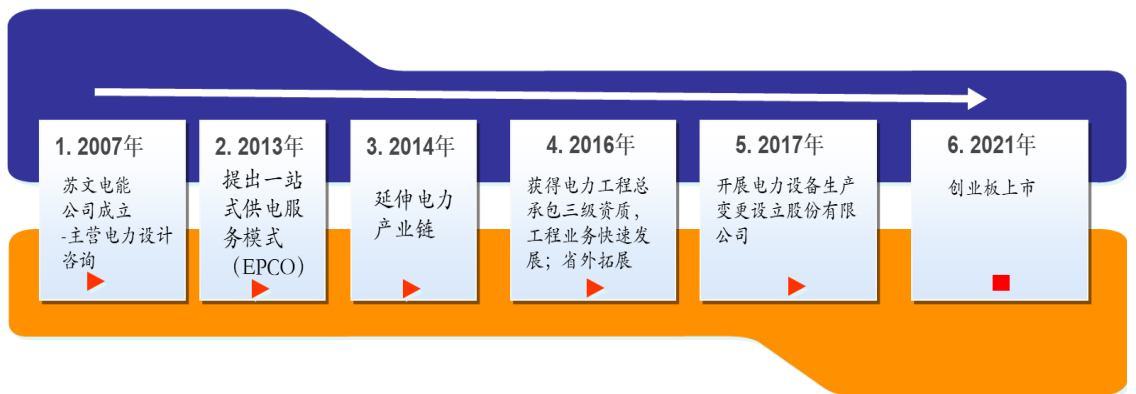
表 4: 国家电网分环节智能化投资占比 (%)	25
表 5: 短、中、长期我国电源装机总量及结构预测 (亿 kW, %)	26
表 6: 可比公司估值分析	29

1. 用户侧一站式供电服务商，轻资产模式快速成长

1.1. 发展路径：由电力设计至 EPCO 的一站式服务商，深耕传统配网拥抱新能源

苏文电能科技股份有限公司（后称“苏文电能”）主要提供用户侧配电网工程的全过程一站式服务，覆盖电力设计、中低压电力设备供应、电力运维、传统供配电和光伏储能等新能源项目投资建设，下游客户包括工商业、政府、地产等行业。公司成立于 2007 年，成立之初以电力咨询设计业务为主，2013 年提出一站式供电服务模式（EPCO），开始逐步延伸其主营业务至电力工程建设、电力设备供应和智能用电服务。2016 年，公司获得电力工程总承包三级资质，电力工程建设 EPC 业务随之开始快速发展。2017 年，公司启动电力设备生产业务，与此同时拓展智能用电服务业务。公司业务布局立足常州、深耕江苏，2016 年后开始向外省拓展，在上海、浙江、安徽、山东等多地成立分公司，业务现已覆盖 10 多个省份和直辖市，逐步转型成为全国性的专业一站式 EPCO 供用电服务企业。公司历经 15 年发展，积累了众多项目经验，以电力设计为先导，纵向延伸业务链条，实施电力一体化服务模式，扎根传统供配电工程和设备，积极布局新型电力产业，形成了独特的综合服务优势，品牌影响力不断提升。

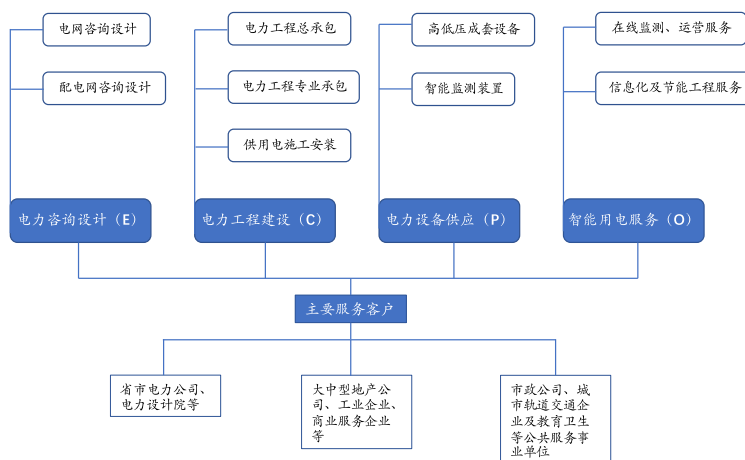
图1. 公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，安信证券研究中心

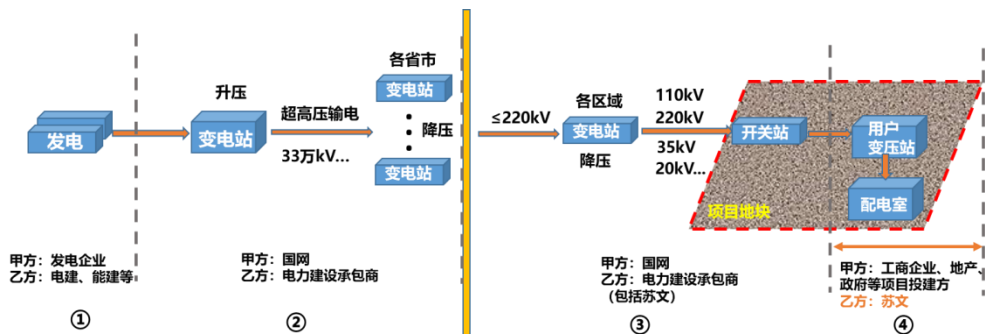
集设计、供应、施工为一体的一站式供电服务模式。公司业务涵盖电力咨询设计、设备制造、施工安装、系统集成、运维管理等多项服务，融合运用互联网信息技术，形成了以电力咨询设计（E 端）、电力工程建设业务（C 端）为核心，以电力设备供应业务（P 端）为支撑，智能用电服务业务（O 端）引领未来发展的 EPCO 一体化业务布局。

图2. 公司四大业务板块细分



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图3. 公司业务所在产业链环节



资料来源: 公司公告, 公司官网, 安信证券研究中心

公司四大主营业务板块相互促进、协调发展, 并不断提高各项业务的经营规模和全国布局, 以提供配网侧一体化、定制化、智能化一站式 (EPCO) 解决方案。在**电力工程咨询设计业务领域**, 公司具备工程设计电力行业乙级资质以及工程咨询电力专业甲级资质, 可提供国家电网设计、用户侧供配电设计以及新型电力系统设计, 多年来积累了丰富的经验, 与省市级电力公司、大型工商企业、房地产企业及新能源发电企业等客户建立了良好合作关系。在**电力工程建设业务领域**, 公司资质较为完备, 可承接 330KV 及以下电压等级电力设施的相关服务、单机容量 20 万 kW 及以下发电工程、220kV 及以下送电线路和相同电压等级变电站工程的施工业务, 公司通过前端电力咨询设计能力、丰富的工程项目管理经验、自有的电力设备供应能力以及后端智能运维服务, 带动电力工程总承包业务高速发展。此外公司可提供分布式光伏发电和储能的 EPCO 服务, 在新能源电力领域的品牌知名度大幅提升。在**电力设备供应业务领域**, 公司生产的电力设备产品均已通过 3C 强制认证或国家认定检测中心的型式试验, 主要供应 35kV 及以下高低压柜成套配电柜, 并持续加大低压电器设备的研发生产, 为一站式电力服务业务体系起到重要支撑作用。在**智能用电服务业务领域**, 公司自主研发出“苏管家”(即电能使)企业端供用电信息化运营服务平台, 可根据企业的个性化需求, 提供在线监测、节能改造、线下运维等线上和线下相结合的供用电系统综合运营服务。

表 1: 公司四大主营业务概况

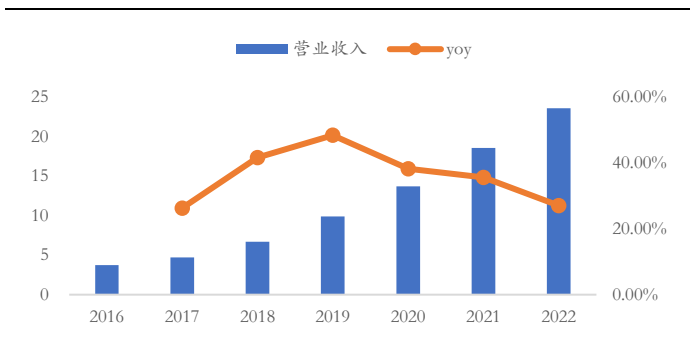
主营业务	服务内容	公司近年承接项目/代表产品
电力咨询设计 (E)	为以下项目提供从立项至竣工验收送电的全过程技术服务: 电网咨询设计: 35kV~220kV 国家电网输变电工程建设、变电站增容改造、输电线路维修改造、区域性电网加强等项目 配电网咨询设计: 20kV 及以下城市及农村配电网工程, 房地产开发企业、工业企业、商业服务企业等用户端电力工程以及光伏发电、储能电站、充电站(桩)、微电网在内的电力建设工程等	为江苏、上海、安徽、浙江、山东等地多处输变电工程设计项目, 为中航锂电、星宇股份、星源材质、朗盛化学等国内外大型工业企业配网工程项目提供设计咨询服务
电力工程建设 (C)	330KV 及以下电压等级电力设施的相关服务、可承接单机容量 20 万 kW 及以下发电工程、220kV 及以下电压等级工程总承包、110kV 及以下电压等级送变电工程专业承包以及供用电施工安装业务; 光伏发电一体化投建运营; 涵盖电力项目管理、安装、检修、电气试验等多项服务。	诺贝丽斯变电站工程、车和进标准厂房变电站工程、配网自动化工程(常州、南京、苏州等)、世茂地产暨阳湖苑配电工程、比亚迪济南项目等国内外企业项目以及事业单位项目
电力设备供应 (P)	高低压成套设备: 组装各式配电、电源及控制电器等元器件, 以柜体形式直接应用于民用住宅、商业建筑、综合楼宇、工业设施等配电系统的配电环节, 实现电路通断控制、故障保护、电能分配等功能的集成。 智能监测装置: 对常用电力参数及整个变配电自动化系统现场的信息收集和输出, 为变电所(站)、调度站以及企业端供用电系统的自动化应用现场提供电能质量监控、电能计量和管理。	主要产品有 35kV 开关柜、20kV 开关柜、10kV 开关柜、10kV 环网柜、10kV 户外环网箱、10kV/20kV 箱式变电站、低压开关柜 MNS/GCK/GCS/GGD/GBD、户内高压交流真空断路器、多功能仪表、通讯及后台系统等
智能用电服务 (O)	公司自主设计的富兰克林云能源互联网平台, 能通过对客户用能单元的全面感知, 对设备的联动控制, 对数据的集中监控, 进行智能建模与数据分析, 为用电健康诊断、故障预警、状态检修、节能管理、运维调度等提供应用支撑, 实现用户用能“可视化、数字化、网络化、专业化”。	朗盛化学智能用电在线监测; 中航锂电、江南农村商业银行电力运维; 金坛博源智能电力运维中心建设; 广盈区域能源中心建设等项目

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

1.2. 经营情况: 营收业绩成长性突出, 业务结构优化新签订单高增

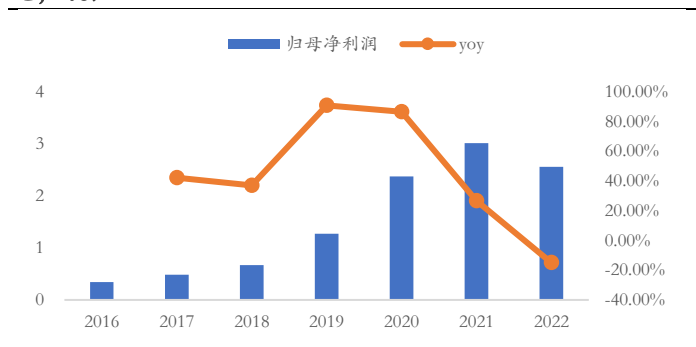
公司经营规模持续扩大，营收快速增长，2016-2022年，营收收入由3.73亿元增长至23.57亿元，CAGR为35.95%，2016-2022年各年同比增速均在26%以上，其中2018-2021年为公司营收高速增长阶段，各年营收增速均超过35%。归母净利润由2016年的0.34亿元快速增长至2022年的2.56亿元，CAGR高达39.89%，2017-2020年各年同比增速均超过40%，2021年同比增长26.82%，为3.01亿元，2022年受疫情影响，项目收款不及预计，对应收账款计提增加，叠加股份支付费用增长，归母净利润同比下滑14.95%，随疫情影响消除，2023年项目实施及收款改善确定性提升，助力业绩改善。

图4. 2016-2022 公司营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

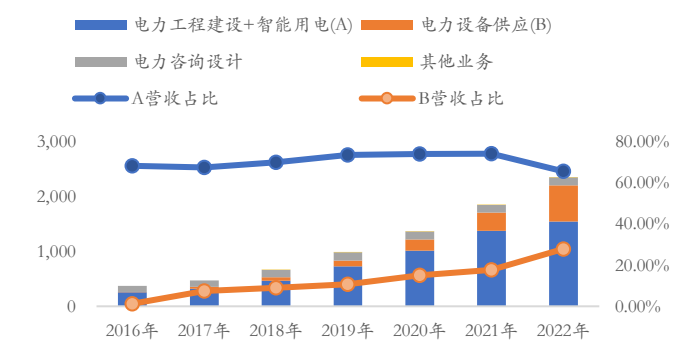
图5. 2016-2022 公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

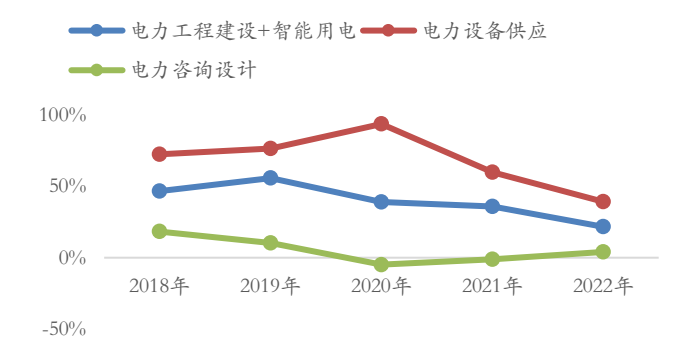
电力工程贡献主要营收，电力设备业务高速增长，营收结构不断丰富。公司主要营收来源为电力工程建设，在前端电力设计咨询业务带动以及品牌影响力持续扩大的背景下，此板块营收实现快速增长，以合并智能用电服务的营收口径计算，2016-2022年，此板块营收由2.51亿元增长至15.51亿元，CAGR为35.07%，2018-2021年各年同比增速均超过35%，2022年同比增长21.72%，各年营收占比均在65%以上，2022年营收占比为65.79%。公司第二大业务板块为电力设备供应，近几年营收呈现高速增长态势，由2016年的417万元高速增长至2021年的6.59亿元，CAGR高达127.87%，2018-2022年各年同比增速均超过60%，营收占比由2016年的1.26%大幅提升至2022年的27.97%。电力咨询设计为公司产业链前端核心业务，也是公司成立初期的主营业务，随电力工程建设和电力设备营收的快速增长，电力咨询设计业务占比缩小，2016年占比为30.31%，2022年实现营收1.46亿元，占比降至4.12%。公司智能用电服务处于起步阶段，业务体量和收入规模相对较小但呈现逐年增长趋势。公司收入变化趋势与公司所处行业及自身业务发展阶段相匹配，业务遵循梯度递进发展的特点，设计带动施工，施工带动设备供应，随着公司一站式(EPCO)业务体系的持续完善，设备供应和智能用电服务业务规模有望持续维持快速增长。整体看来，公司营收结构不断丰富，由单一的电力咨询设计公司发展为全产业链布局的综合型电力工程服务商，多个业务板块共同支撑营收增长。

图6. 2016-2022 年公司各类业务营收及占比（百万元，%）



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图7. 2018-2022 年公司各类业务营收同比增速（%）

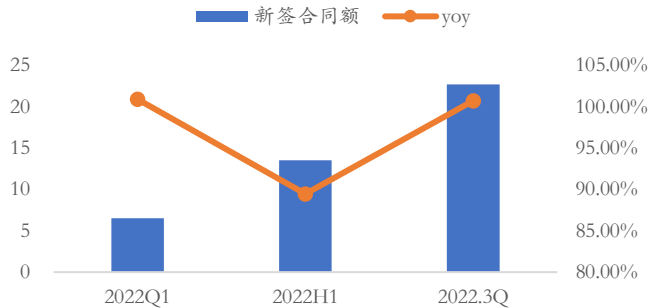


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2022年在全国疫情影响下，公司2022年各季度仍保持强劲的经营韧性，新签订单高速增长，2022Q1、H1、3Q新签订单合同额为6.51亿元、13.51亿元、22.73亿元，分别同比增长100.92%、89.47%、100.73%。在三大业务板块中，2022年前三季度，电力设备新签合同额为4.86亿元，实现翻倍增长，同比高增168.34%，电力工程服务及智能化新签合同额16.73亿元，同比增长

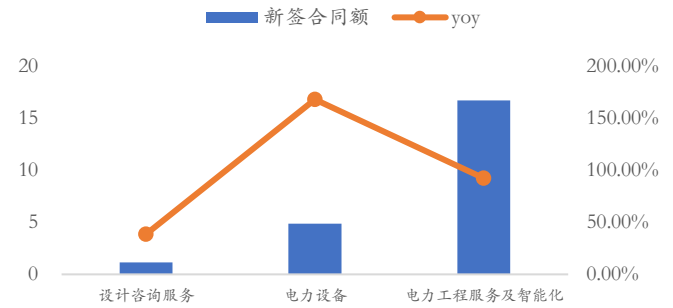
92.47%。公司深耕配网工程领域多年，技术、综合服务和品牌优势显著，2021年上市后品牌影响力进一步扩大，助力订单承揽能力再提升，经营规模快速扩大。

图8. 2022年各季度公司新签合同及yoy (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图9. 2022Q1-Q3 公司各类业务新签合同及yoy (亿元, %)

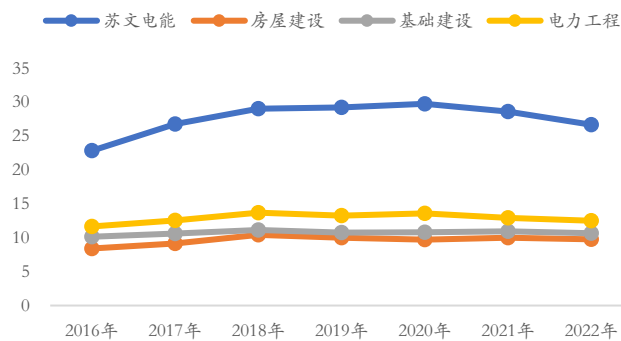


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.3. 财务表现: 盈利水平优于传统工程, 现金流优异无有息负债

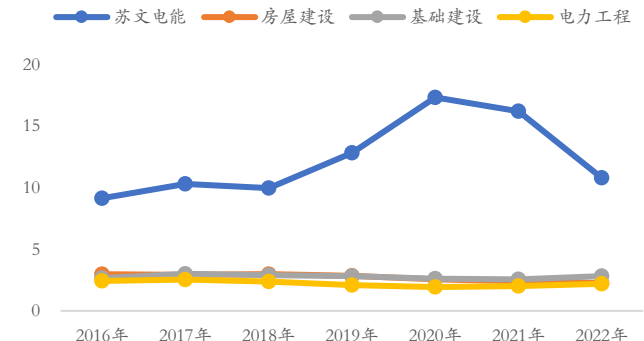
公司营收主要来源为电力工程建设, 商业模式为工程总承包模式, 但公司毛利率和净利率超出传统建筑工程和电力工程板块整体水平, 主要由于公司所承接项目体量小、人工需求相对少、项目回款周期短, 部分工程总承包项目的电力设备为自供模式, 能较好控制成本, 同时不涉及土建类施工的大宗原材料成本压力。公司毛利率由2016年度的22.85%增长至2021年度的28.62%, 2021年房屋建设、基础建设和电力工程板块毛利率均低于15%。在净利率水平上, 苏文电能2018年起净利率突破10%, 2020和2021年分别高达17.35%和16.23%, 2022年净利率为10.82%, 而2022年房屋建设、基础建设和电力工程板块净利率均在4%以下。

图10. 2016-2022 公司与其他板块毛利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

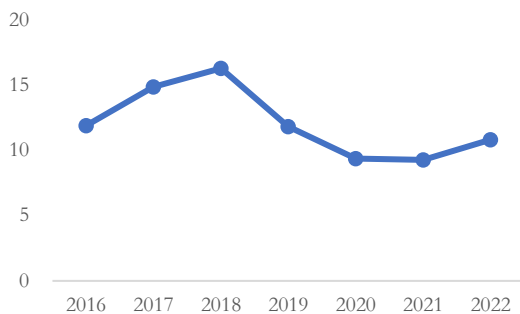
图11. 2016-2022 公司与其他板块净利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

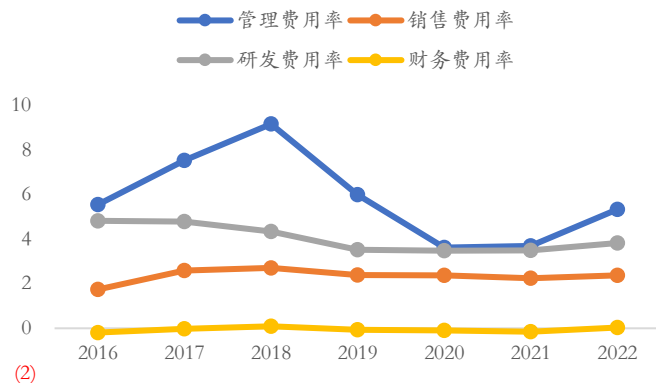
公司净利率在2016-2020年间整体上行, 2018年以后高于其他板块平均水平且差距逐渐拉大, 其在净利率上的优秀表现主要得益于期间费用率的降低, 公司期间费用率由2018年的16.29%大幅降至2020年的9.37%, 2022年由于股份支付费用增长, 管理费用率有所提升带动期间费用率同比+1.55个pct。作为一站式供用电品牌服务商, 公司客户黏性相对较高, 新客户开发成本低, 同时由于公司管理人员数量和平均薪酬相对稳定, 随营收规模扩大, 销售费用率和管理费用率降低。公司于2017年搬迁入新办公楼及生产基地后, 购买大量办公设备和家具导致管理费用率上升, 但自2018年以来大幅回落。此外, 公司财务费用一直处于较低水平, 2021年财务费用率仅为0.03%, 为扩张智能用电服务业务, 公司研发费用投入占比较高, 但其增速慢于营业收入, 研发费用率基本在3.5-3.9%左右。

图12. 2016-2022 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

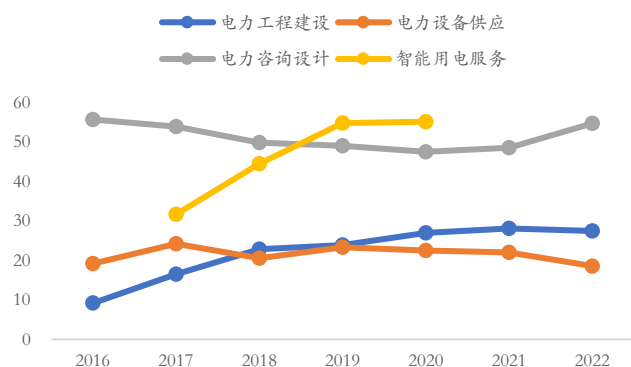
图13. 2016-2022 公司各项费用率变化 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

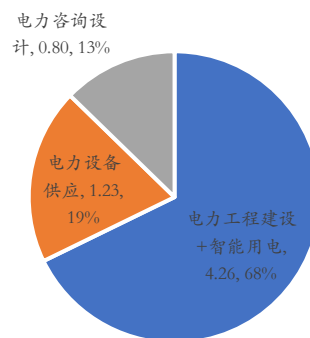
从各业务毛利率来看,发展成熟的电力咨询设计业务的毛利率最高,2016-2021年间,均在45%以上,2022年高达54.76%。近年电力工程建设业务的毛利率稳步上升,2016年仅为9.18%,2022年大幅提升至27.47%,主要原因是产业链条趋向完善带来更高的业务附加值以及工程管理精细化程度的提高和管理效率的提升,同时2021年起,高毛利的智能用电业务合并进电力工程板块。电力设备供应业务的毛利率近年来总体保持稳定,2016-2021年间围绕22%上下波动,2022年降至18.59%,由于电力设备大多为定制化产品,每年毛利率会受单个项目影响而略有波动。随着公司运维端业务的扩大,接入客户数量增加,智能用电业务毛利率实现大幅提升,从2016年度的-43.43%增长到2020年度的55.19%,成为毛利率最高的业务板块。

图14. 2016-2022 年公司各业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

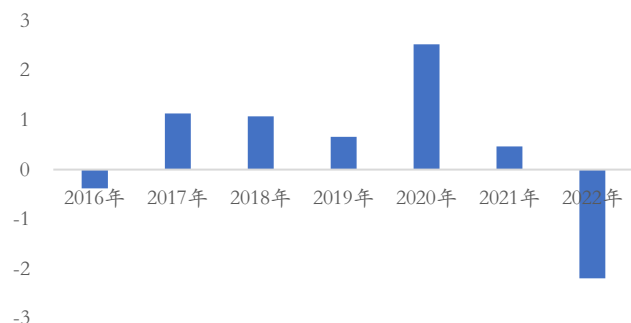
图15. 2022 年公司毛利润构成及占比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

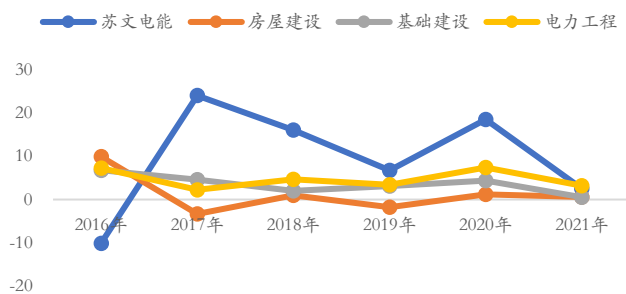
公司经营性现金流整体表现较为健康,2016-2022年间,除2016、2022年外,其他各年经营性现金流均为净流入,2022年公司新签合同和营收高速增长,支付工程款增加,但受疫情影响,项目回款有所滞后,经营性现金流净额为-2.19亿元,预计2023年随疫情影响减弱,收款力度加强,全年经营性现金流改善可期。

图16. 2016-2022 公司经营性现金流净额 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图17. 2016-2022 年经营性现金流量净额/营业收入 (%)

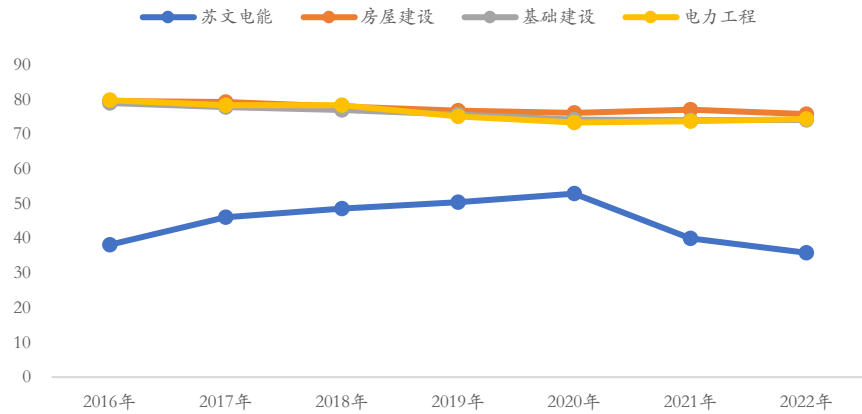


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

从财务杠杆水平来看,公司资产负债率低于传统建筑工程板块和电力工程板块,2022年资产

负债率仅为 35.84%，其他板块均在 70%以上。在负债结构上，公司大部分负债为应付账款和应付票据，2022 年公司二者和合同负债总计为 11.16 亿元，占负债比重为 65.61%。公司有息资产负债率极低，2016-2021 年，只有约几百万规模的流动借款，2022 末，短期借款为 1.95 亿元，占负债比重为 11.46%。

图18. 2016-2022 公司资产负债率 (%)

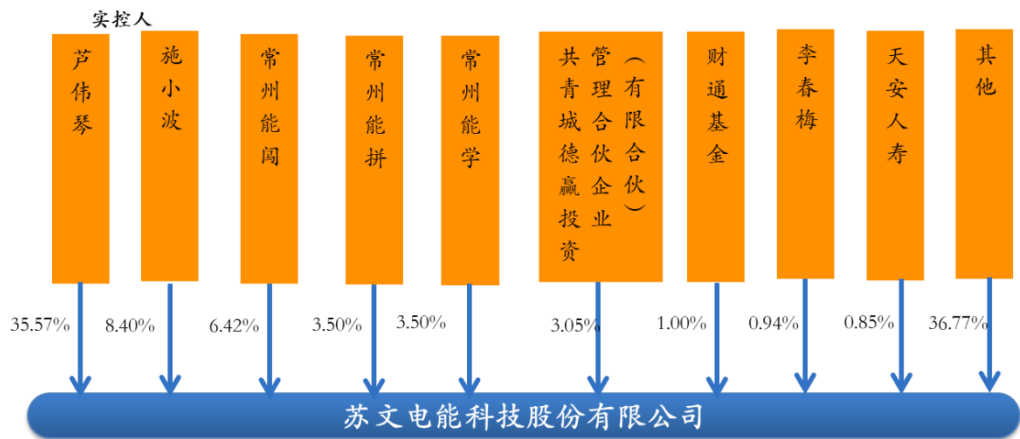


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.4. 股权结构：典型民营持股，股权结构集中

截至 2023 年 3 月 31 日，公司控股股东为芦伟琴，芦伟琴直接持有公司 35.57% 的股份。公司实际控制人为施小波和芦伟琴，施小波为芦伟琴之子，合计直接持有公司 43.97% 的股份。施小波任公司董事长兼总经理，直接持有公司 8.40% 的股份，并通过常州能闯、常州能拼、常州能学和共青城德赢间接持有公司股份。

图19. 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 发展亮点：差异化竞争优势突出，多业务板块并行全国拓展

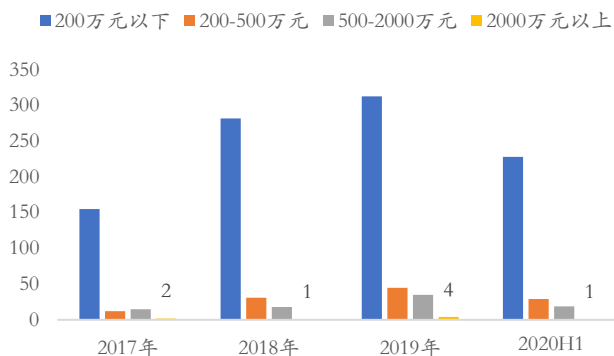
2.1. 聚焦分散配电网市场差异化竞争，全产业链综合服务能力突出

聚焦分散的用户侧配网，积极探索小体量业务。公司所从事的配电网工程在电力产业链中处于地块红线内用户侧，整体市场分散，客户数量多，单个项目体量金额较小，更需要电力建设单位的优质高效的综合服务能力、快速响应和交付能力，而非企业规模、资质和资金等能力，与大型国有电力工程企业形成差异化竞争。

根据公司招股说明书内容，公司电力工程建设业务和电力设备供应业务中，500 万元以下项目占比最高，合计项目数量占比超 90%。2020 年 1-6 月，200 万以下金额的电力工程建设业务项目共计 228 个，占公司全部电力工程建设业务项目的 82.31%，200-500 万之间的工程项目共 29 个，占比 10.47%。在电力设备销售板块，200 万以下金额的项目共计 57 个，占比 85.07%，200-500 万之间的工程项目共 7 个，占比 10.45%。目前公司下游项目类型逐渐多样

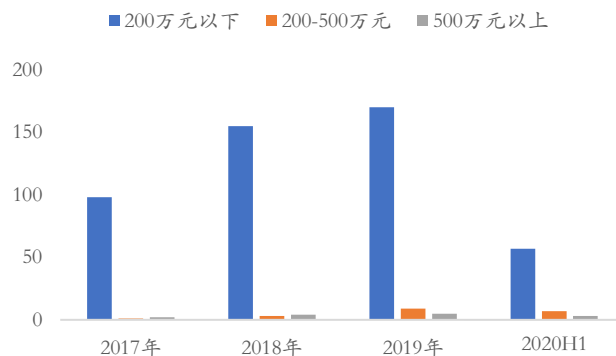
化，覆盖传统配网电力工程、分布式光伏和储能工程等，同时大型项目承接能力不断增强，单个项目金额 500 万以上工程项目数量持续增加。

图20. 2020年1-6月电力工程建设业务项目数量分类



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图21. 2020年1-6月电力设备供应业务项目数量分类




资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

和小型民营电力工程公司相比，苏文电能具备全产业链服务能力，同时有上市公司作为品牌背书，业务体量和营收业绩不断增长，凸显管理和规模优势。公司所承接的用户侧电力工程项目单个合同金额偏小，从产业链价值占比来看，设计、设备、施工各环节的价值体量均为小规模水平，具备全产业链服务能力的电力工程承包商可提供项目一揽子解决方案，从业主角度来看，一揽子模式可助力协调、管理难度降低，有助于减少工期和建设成本。

公司于 2015 年获得勘察设计领域送变电工程专业以及资质，为江苏省电力勘察设计行业第二梯队，同时 2021 年提出计划通过三年时间将送变电工程资质提升至专业甲级，进一步提升公司在江苏地区民营电力勘察设计企业中的优势地位，公司充分发挥电力设计的前端引领作用，不断延伸电力产业链，由单一的电力咨询设计企业向一站式供用电服务商转型，集电力咨询设计、电力工程建设、电力设备供应与智能电力服务与一体，充分延伸了业务链条，实现工程设计、采购和施工的有效衔接，更好地提升建造效率及质量，有助于进一步降本增效、提高利润。区别于常规的 EPC 总包企业，公司同时提供 O 端智能用电服务，有助于在项目投入运营后仍持续提供服务，增强和现有客户的黏性及满意度。总体看来，公司一站式(EPCO)服务能力优势明显，为稀缺的用户侧配电网工程 EPCO 服务商，开发新客户的能力有望持续提升，其优势主要体现在以下几个方面：

- 1) 可根据客户需求提供设计、设备、施工、设计+设备+施工、设计+设备+施工运维等任意组合模式的服务，灵活满足客户项目需求；
- 2) 由苏文电能确定项目各环节的方案，可优化项目整体方案，降低项目成本；
- 3) 由苏文电能统筹规划各环节的开展顺序，能够缩短工期，各阶段工作可以交叉进行，合理衔接；
- 4) 由同一家承包单位进行项目的质量管控，项目质量风险更加可控；
- 5) 打造“EPC+O”模式，延长传统 EPC 总包企业的产业业务链至项目运营阶段，提供长期运维服务，确保客户用电安全性、经济性与高效性，同时增强客户黏性，有助于不断挖掘现有客户的电力需求。

表 2：公司承接的部分 EPCO 服务项目

项目名称	公司所处领域	项目亮点	图片
江南银行金坛数据中心用户工程总承包和集控运维项目	金融机构	公司为其新建三大中心变电所 3 座、灾备数据中心变电所 11 座及电力监控室 1 座，采取双路同供接入电源保证数据中心供电持续可靠，线上智能预警、线下巡检相结合的运维方式，持续保障客户用电需求。	

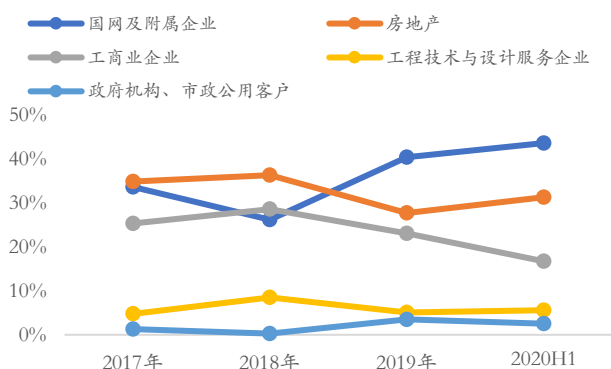
<p>朗盛化学用户工程总承包和集控运维项目</p>	<p>全球领先的特殊化学品供应商</p>	<p>提供 35KV 变电站工程总承包及 24h 集控运维服务。</p>	
<p>星源材质用户工程总承包和集控运维项目</p>	<p>锂电池隔膜行业领军企业</p>	<p>提供从电力工程规划咨询、设计、工程建设和电能管理及 24h 集控运维为一体的一站式服务。</p>	
<p>星宇股份智能制造产业园用户工程总承包和集控运维项目</p>	<p>车灯行业龙头企业</p>	<p>提供从电力工程规划咨询、设计、工程建设和电能管理及 24h 集控运维为一体的一站式服务。</p>	
<p>新纶科技用户工程总承包和集控运维项目</p>	<p>中国实验室系统工程共计设备提供商与行业领导者</p>	<p>站提供从电力工程规划咨询、设计、工程建设和电能管理及 24 小时集控运维为一体的一站式服务。</p>	
<p>博纳新材料用户工程总承包和集控运维项目</p>	<p>高性能水性环保添加剂专业供应商</p>	<p>提供从电力工程规划咨询、设计、工程建设和电能管理及 24 小时集控运维为一体的一站式服务。</p>	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 紧跟下游市场需求变化，灵活调整优化客户结构

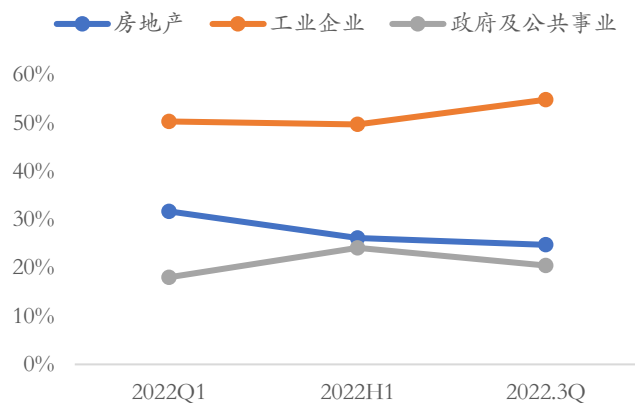
公司所服务的下游行业众多，包括国网及附属企业、地产、公建、汽车、电新设备、传统工业制造业等，过去几年公司紧跟市场需求变化，不断挖掘景气度高的下游领域，客户结构类型发生了较为明显的变化。在地产行业快速发展之际，公司大部分项目来源为国网及附属单位、地产行业，2017-2020H1，国网及附属企业类业务营收占比在 2019 年和 2020H1 在各类客户业务占比中最高，均超过 40%，为公司业务主要来源，房地产类客户业务营收占比各期均在 27% 以上。2021 年下半年起，地产行业融资端政策收紧，行业资金面整体承压，而制造业资本开支需求加大，公司依托前期工商企业用户项目经验，积极拓展制造业和其他工业客户，灵活调整业务承揽方向，工业用户类业务占比快速提升，过去公司为众多知名外企和大中型工业企业提供了电力建设服务，并为为朗盛化学、星源材质等大型工业客户提供了一站式（EPCO）供用电服务，在市场化程度较高的工业用户领域，竞争优势突出，2020H1，工商业企业客户业务营收占比为 16.76%。2022 年公司进一步积累了比亚迪、理想汽车、恩捷股份等众多优质客户，2022 年前三季度，工业企业类客户新签订单金额 12.46 亿元，占比大幅提升至 54.80%，房地产类客户新签合同额占比收缩至 24.75%。总体看来，用户侧配网工程建设需求主要和下游各行业资本开支相关，公司自成立以来在多个下游行业均积累了项目经验和客户资源，可跟随下游行业景气度变化灵活进行业务承揽方向和客户结构的调整，保证公司经营规模的持续增长。

图22. 2017-2020H1 主营业务收入占比——按客户类别



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图23. 2022 年各季度新签合同额占比——按客户类别

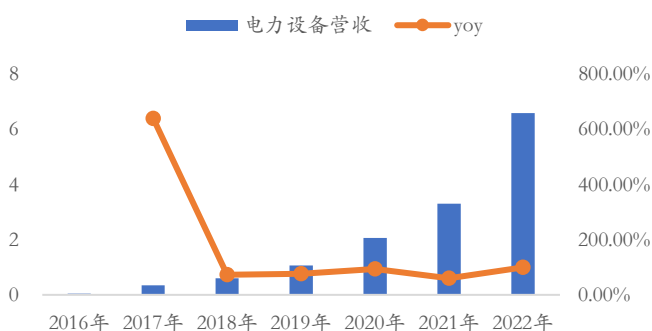


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 电力设备业务高速增长，定增募资扩建产线优化布局

深入布局上游元器件推进产能扩建，助力设备自供比例提升+外销收入增长。公司立足电力设计和工程承包，纵向拓展业务链条，2014-2015 年开始筹划发展电力设备业务，2016 年至今，实现电力设备业务营收的高速增长。公司电力设备业务主要为高低压成套设备的生产销售，产品涵盖 35kV/20kV/10kV 开关柜、10kV 环网柜、10kV 户外环网箱、10kV/20kV 箱式变电站、低压开关柜、户内高压交流真空断路器、多功能仪表、通讯及后台系统等，电力设备业务为公司 EPCO 后提供重要支撑。公司电力设备业务来源包括新建项目设备需求以及已建项目的设备扩容更新改造需求，设备销售遍及江苏省内外，包括上海、安徽、山东、浙江、广东等地区。2016-2022 年公司电力设备营收快速增长，2016 年营收仅为 470.79 万元，2022 年实现营收 6.59 亿元，期内 CAGR 高达 129%，各年营收同比增速均在 60%以上，2022 年接近翻倍增长，营收占比由 2016 年的 1.26%大幅提升至 2022 年的 27.97%。

图24. 2016-2022 年电力设备业务营收及 yoy (亿元, %)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

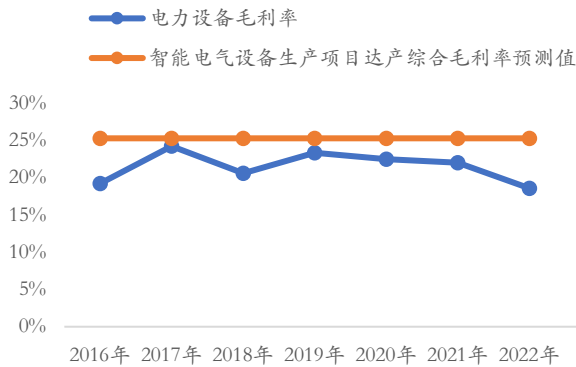
图25. 2016-2022 年电力设备业务营收占比 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司于 2022 年 12 月完成定增募资，募集资金主要用于建设电力设备产线，包括电力设备产线扩大以及新产品产线建设，募投项目包括“智能电气设备生产基地建设项目”和“电力电子设备及储能技术研发中心建设项目”，其中智能电力设备项目中计划新增断路器产能 29.20 万台/年，新增中低压成套柜产能 2.30 万台/年，公司深入布局电力设备上游元器件领域，自建断路器产线，自产代替外采后有望助力电力设备业务及 EPC 总包业务毛利率提升。2020-2021 年，公司电力设备业务毛利率水平为 22%左右，根据公司公告预测值，新增断路器产品综合毛利率约为 30.15%，募投项目达产后综合毛利率为 25.29%，高于目前电力设备业务的毛利率水平，此项目顺利建成投产后，有望带动公司电力设备板块整体毛利率提升，同时为公司 EPC 总包项目的设备自供提供保障，成本可控项目利润率改善可期，通过电力设备产品外销，预计公司电力设备板块营收有望维持快速增长，营收占比或将持续提升。

图26. 公司电力设备毛利率及募投项目毛利率水平 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图27. 智能电气设备生产基地建设项目产值估算

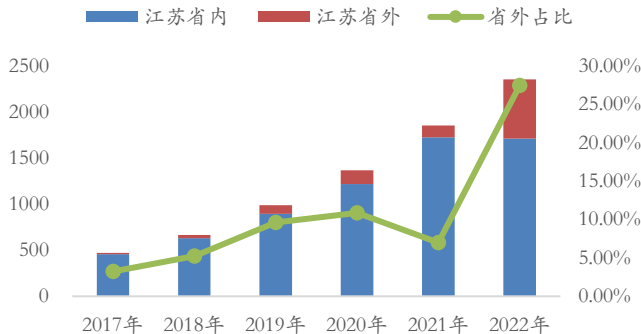
产品	产量 (台)	单价 (元/台)	产值 (万元)
真空断路器	8000	12000	9600
智能型万能式断路器	24000	12500	30000
塑料外壳式断路器	260000	600	15600
中压成套柜	8000	43000	34400
低压成套柜	15000	39000	58500
合计	315000		148100

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.4. 立足江苏剑指全国，省外业务快速突破

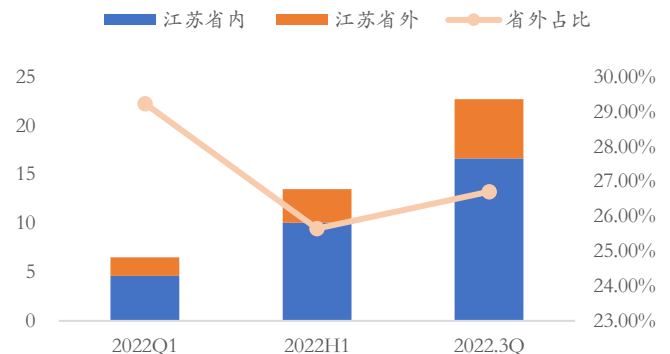
公司主营业务收入主要来源于江苏省内，凭借资质、技术和项目经验在江苏地区拥有良好的口碑和知名度，在省内竞争优势较为稳定，近几年省内收入总体呈现增长态势，2021年省内收入占93%，省外收入占7%。近年来，公司业务逐步由常州向江苏其他地市以及省外拓展，业务区域覆盖上海、安徽、浙江、湖南、内蒙、天津、广东、山东、陕西、河南等十余个省份，省外收入占比不断提升，公司业务的区域性特征逐渐减弱。2022年，实现省外营收6.47亿元，占比提升至27.46%，较2021年提升了20.48个pct。2022年公司省外新签合同迅速增长，2022H1和2022.3Q省外新签合同额占比分别为25.65%、26.71%。

图28. 2017-2022年公司省内外营收构成 (亿元, %)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图29. 2022年各季度省内外新签合同额构成 (亿元, %)

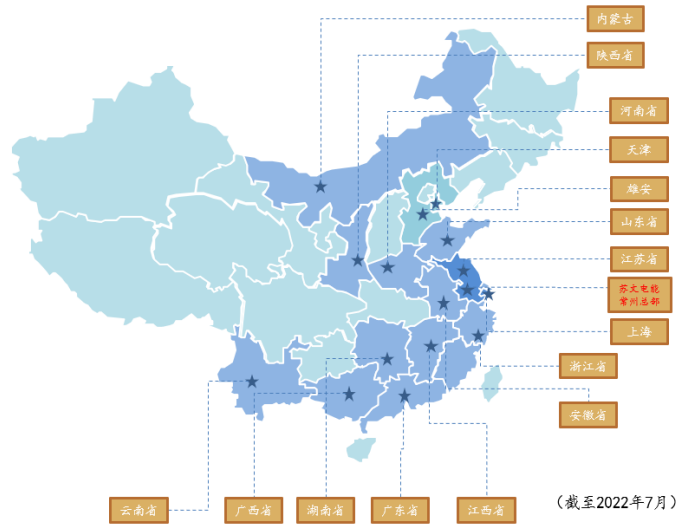


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

目前公司省外扩张有较为明确的路径优势，业务辐射半径逐渐扩大，全国布局卓有成效，根据公司公告，预计未来有望在设备销售领域增加海外项目，随着省外市场的逐步开拓，公司业务空间更加广阔，降低公司由于业务地域集中度高而面临一定的经营风险，逐步由地方性民营电力工程企业发展为全国型综合型电力全过程服务供应商。

- 1) 目前公司下游客户50%为工商企业，优质客户在省外进行产线投资建设时，为苏文电能提供设计、工程和设备项目资源，助力公司开展省外业务打造品牌影响力；
- 2) 公司以设计业务为切入点，参与项目前期工作，带动后端设备和工程业务承揽；
- 3) 公司目前有电力设备销售业务板块，可通过向省外销售设备扩大品牌知名度；
- 4) 设立外省分公司，配备项目市场人员和技术人员，进行市场开拓项目承揽及客户资源开发维护。

图30. 公司全国业务地域分布

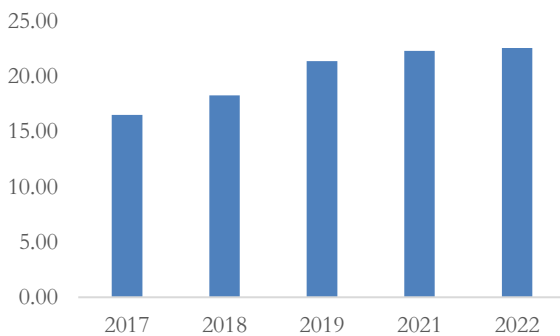


资料来源：公司公告，公司 2022 版公开宣传册，安信证券研究中心

2.5. 人均创收快速增长，员工激励机制充分突破

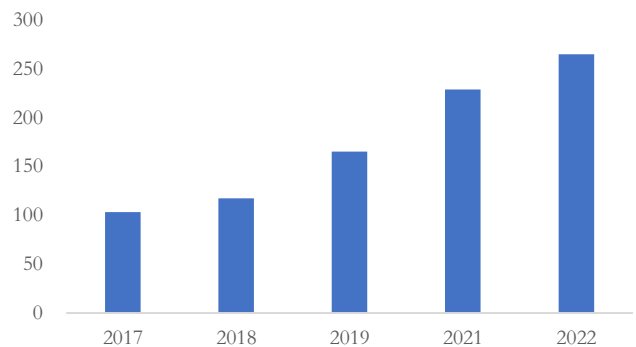
公司为电力工程建设领域民营企业，具备优秀的企业管理以及市场化的激励机制，配网侧市场注重客户体验，对电力建设单位服务水平要求更高，灵活到位的激励机制更能激发员工业务开发动力并助力服务质量提升。2017 年起，公司人均薪酬大幅提升，由 2017 年的 15.49 万元提升到 2022 年的 22.56 万元。同时，公司人均产出大幅提升，从 2017 年的 103.39 万元提升至 2022 年的 265.16 万元，实现翻倍增长，体现出公司人员效率的大幅提升优化。2021 年 8 月，公司实施股权激励计划，向 189 名员工授予限制性股票，首次授予价格为每股 29.44 元，归属条件对公司营收和个人绩效均作出考核要求。整体看来，公司作为民营企业，激励机制完善，有助于吸引和留住优秀人才，充分调动公司员工的积极性，有效将股东利益、公司利益和核心团队个人利益相结合。

图31. 公司各年度人均薪酬水平（万元/人）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图32. 公司各年度人均创收水平（万元/人）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 新兴业务：分布式光伏+储能快速突破，智能运维打造长期成长

3.1. 分布式光伏业务快速突破，储能板块布局日趋完善

在新能源光伏领域，公司具备新能源电力的 EPCO 一体化投建运营能力，主要承接分布式光伏的 EPCO 业务，已经为多个新能源电力投资企业提供全过程服务。早在 2017-2018 年，公司即承接江苏国清新能源投资有限公司的“常州地区 6 个分布式光伏电站”项目设计、常州市前黄镇 70MW 渔光互补项目工程施工总承包，2019 年，承接了晶科集团“广西那坡 15MW 光伏发电项目”、“云南宣威 27.568MW 光伏发电项目”。2022 年，在疫情压力下，公司市场开拓力度不减，在分布式光伏业务领域持续突破，完成安徽滁州明光项目、广德亨通新能源电磁线项目、比亚迪济南项目、内蒙古华耀项目的成功交付，并获得了多个工商企业用户的分布式光伏项目订单。公司总体业务的 50%以上来自于工商企业类客户，随政策驱动、企业能耗考核要求加强、光伏组件成本下行带来的光伏电站经济效益提升，同时为避免用电高

峰限电对生产经营造成影响，下游工商企业客户加装分布式光伏系统的需求逐步增强。公司具备分布式光伏系统从设计、建设至运营的全过程服务能力，项目实施经验丰富，同时依托丰富的工商企业客户资源以及自身的运维平台，在光伏项目需求挖掘和业务承接上优势明显，此外，公司在光伏领域可延伸至并网接入方案设计和电站运营业务等，业务模块丰富综合实力强劲。目前公司分布式光伏项目在手订单较为充足，未来光伏业务订单和营收有望保持快速增长，业绩贡献占比有望大幅提升。

表 3：公司代表性分布式光伏项目案例

年份	项目名称
2017 年	常州地区 6 个分布式光伏电站项目设计
2017-2018 年	常州市前黄镇 70MW 渔光互补项目工程
	沙钢分布式光伏电站
	蒂森克虏伯 1.2991MW 分布式光伏发电项目（常州）
2019 年	晶科集团“广西那坡 15MW 光伏发电项目”
2019 年	“云南宣威 27.568MW 光伏发电项目”
2022 年	中天钢铁集团有限公司 15.87MW 分布式光伏
2022 年	常州地铁 1、2 号线车辆基地分布式光伏屋顶
2022 年	豪爵铃木摩托车有限公司 屋顶 9.1MW 分布式光伏发电
2022 年	安徽皖能集团投资的合肥天海路工业厂房二期屋顶
2022 年	中德教育合作示范基地公共平台分布式发电

资料来源：公司公告，公司 2022 版公开宣传册，安信证券研究中心

在储能领域，随着新能源电力系统装机容量占比提升，电力消纳需求将逐步释放，为储能产业发展创造契机，公司近几年扩展储能领域业务，承接了多个储能电站集成业务，包括镇江扬中五峰山 24MW/48MWH 储能电站、南京江北储能电站等。公司在储能技术和产品研发上大力投入，2022 年定增募投项目之一“电力电子设备及储能技术研发中心建设项目”主要针对对储能领域进行技术研发，包括对储能变流器、逆变器、预制舱式储能电站、光伏储能一体化成套设备、有源滤波电力电子装置等技术，旨在进行电力电子设备技术升级，拓展新能源储能业务发展，根据年报，公司计划未来新增储能逆变器等设备生产销售业务，进一步提升储能业务盈利水平。公司通过产业协同方式为储能业务发展奠定技术、资源基础，2023 年 2 月，公司发布公告称，全资子公司思贝尔海纳储能与瑞浦兰钧能源股份有限公司签订了合作协议框架，合作内容覆盖项目承接、技术交流、电芯采购等，瑞浦兰钧可以基于自身在地方区域的优势、工控领域的积累向公司推荐相关高能耗企业，推进大型储能、工商业储能客户及优质项目合作。同时公司计划 2023 年及 2026 年四年向瑞浦兰钧分别采购电芯 500mwh、1000mwh、2000mwh、3000mwh。根据公司，公司于 2023 年 4 月和浙江东阳光明电力、上海海聚新能源签订了《100MWH 虚拟电厂项目合作框架协议》，项目内容包括 100MWH 的分布式储能建设并网以及一套虚拟电厂平台建设。

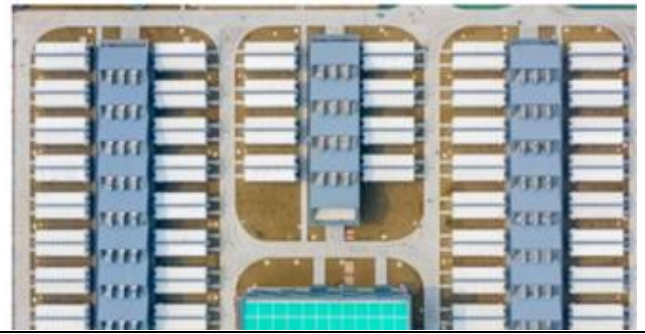
在新型电力建设推进下，工商业储能需求向好，随储能配比提升，公司现有工商业客户资源以及分布式光伏业务模块有望和储能业务实现业务协同。公司提前进行战略布局和技术积累，以多种模式切入储能市场，为后续储能端业务承揽奠定市场资源和技术基础，预计 2023 年公司储能业务规模有望实现快速增长。

图33. 镇江扬中五峰山 24MW/48MWH 储能电站



资料来源：公司 2022 版公开宣传册，安信证券研究中心

图34. 南京江北储能电站



资料来源：公司 2022 版公开宣传册，安信证券研究中心

3.2. 打造智能运维平台完善 O 端布局，智能用电注入长期成长动力

电力运维：电力产业链包括发电、输变电、配电、用电多个环节，公司积极发展面向终端用户的智能用电业务（O 端），由 EPC 模式成功拓展至 EPCO 模式，解决客户用电安全和能耗控制问题。公司已获得工业领域电力需求侧管理服务机构（一级）资质，可根据企业需求，为用户提供在线监测、节能改造、线下运维、售电交易等线上和线下相结合的供用电系统综合运营服务，并收取服务费用，或提供信息化节能工程服务，包括工程设计、施工改造安装等项目承接，收取合同营收。公司推出电能侠云平台系统，智能用电服务通过将用户端电力设备接至平台上，对电力设备运营情况实施在线监测、数据采集、源荷 AI 智能调度，将用户设备运行情况数据化、可视化，主要保证用电安全，同时可进行用电数据分析，协助用户进行用电管理和耗电控制决策制定。智能用电服务业务结合公司线下的专业运维队伍，能够降低客户用电管理成本，提高电气设备自动化、智能化水平，延长电气设备的使用寿命，提高供电可靠性和安全性，提升客户端用电管理效率。根据公司年报，截至 2022 年底，公司电能侠云平台接入变电站约 4300 家、光伏电站 100 家、储能占 30 家，接入的终端电力设备超 8 万套，先后承接了朗盛化学智能用电在线监测、中航锂电（江苏）有限公司电力运维、江南农村商业银行电力运维、常州金坛博源智能电力运维中心建设和无锡广盈区域能源中心建设等项目，在电力需求侧服务领域树立了良好的口碑，形成了一定的市场竞争力。

图35. 公司智能用电在线监测管理系统



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

多能源运维：打造能源互联网平台—富兰克林云，多应用领域提升用户能源管理效率。公司基于对电力行业多年耕耘与深刻理解，以及对电力行业与工业企业能源管理的需求准确把握，打造了苏文电能能源互联网平台—富兰克林云。该平台由公司自主设计，构建以电为中心的多元化信息交互的指挥能源监控平台，实现用户用能“可视化、数字化、网络化、专业化”，“富兰克林云”平台通过对客户用能单元的全面感知，对设备的联动控制，对数据的集中监控，进行智能建模与数据分析，为用电健康诊断、故障预警、状态检修、节能管理、运维调度等提供应用支撑。该平台应用范围广泛，应用场景涵盖分布式新能源发电、储能、微电网、充电桩、购售电、冷热电三联供等领域，满足终端客户对水、电、热、冷、气等多种能源监测分析需求，提高用户能源管理信息化和自动化水平，有效提升用户用能效率。

IPO 募集资金加快智能运维平台搭建。公司 IPO 募集资金部分用于智能用电服务平台建设——“苏管家”企业端供用电信息化运营服务平台，拟在现有智能用电服务业务基础上，构建涵盖用户端变电、配电、用电的信息化运营服务平台，并在线下建设运营分中心，提供用户在线监测、线下运维以及节能改造等服务，帮助客户提高用电管理水平、降低用电成本、实现节能减排。在项目建设上，计划在公司总部建设“苏管家”（即电能侠）集控中心，在上海、南京两地建设“苏管家”（即电能侠）运营分中心。在三大运营中心所辐射区域，客户均可以通过接入系统，获取在线监测、节能改造、线下运维等供用电系统综合运营服务。公司通过打造信息化运营服务平台，进一步增强自身技术优势，完善“线上+线下”的立体化智能用电服务模式，提升对终端客户的智能用电服务能力，增强公司核心竞争力。根据公司年报，预计“苏管家”服务平台项目将于 2023 年 6 月达到可使用状态，未来将助力公司完善智能用电综合服务，进一步扩大公司一站式供电服务优势，增强客户黏度，提升企业竞争力。

图36. 公司企业端供用电信息化运营服务平台业务架构

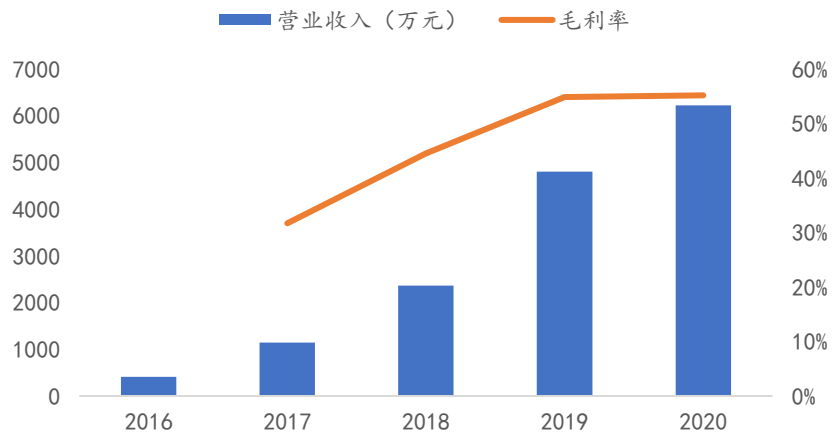


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

智能运维高毛利率有望助力公司整体盈利能力进一步提升。在能耗双控政策下，企业端能耗考核要求有所提升，公司对用电数据的监测和分析需求有所提升，通过采集的能耗数据，公司可对企业电力系统特性进行分析，并给出节能建议，通过实施节能措施，实现能耗控制和运营成本降低，随公司运维平台接入客户数量的增加，智能用电（0 端）业务营收快速增长。根据公司公告，从 2016-2020 年，公司智能用电服务营业收入从 413.01 万元增长至 6221.05 万元，2021 和 2022 年维持高增状态，同时，由于该板块毛利率较高且仍处于增长阶段，2019 年以来智能运维毛利率已超 50%，随着未来公司规模的不扩张，在分运营中心建设完成后，智能运维用户数量将保持高速增长，带动公司整体毛利率进一步提升。

电力智能化为未来趋势，高毛利智能用电服务贡献长期业绩，助力打造板块的业务协同效应。公司几大业务板块位居产业链不同环节，智能用电业务与其他业务板块可形成有效协同。公司 EPC 业务客户众多，电力工程项目交付后，若客户在运维端有用电服务需求，公司具备 O 端业务导入优势，实现 EPC 客户向 O 端客户的转化，客户开发成本相对较低。智能用电服务一方面为公司贡献运维营收，提升毛利率，助力业绩增长，同时，公司通过对用户长期用电阶段的电力系统监测，能和客户保持黏性，并及时发现客户用电系统的设备更换需求、电力系统扩容改造需求以及新型电力系统建设需求，与公司设备销售和工程总包业务形成协同。

图37. 公司智能用电板块营收及毛利率



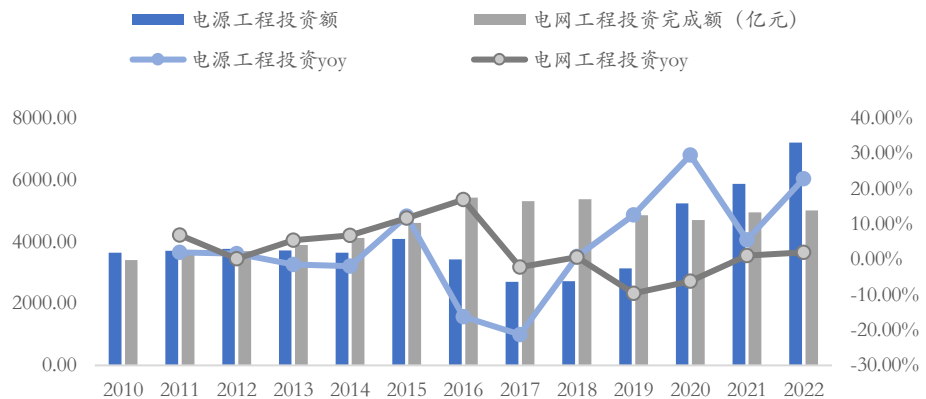
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4. 行业分析：“十四五”电网投资规划亮眼，分布式光伏+储能需求高增

4.1. 电力行业投资稳定增长，配网升级建设需求强劲

2022年发电投资高增，带动电网配套需求释放。据中电联数据，2010-2022年，电力工程建设投资额由7051亿元增长至12220亿元(yoy+12.93%)，期内CAGR为4.69%，电网工程建设投资额占比超40%，2021年占比约为45.75%，2022年电源工程投资额高增，电网工程投资占比降至41.01%。2010-2018年，电网工程建设投资额增长较为稳定，由3410亿元增长至5374亿元，2019与2020年投资额有略微下降，主要系特高压建设进度放缓所致，2021、2022投资同比增长1.10%、2.00%。2022年发电侧工程建设投资高增，有望带动后端电网侧配套需求释放。

图38. 2010-2022年全国电力工程建设投资额及同比增速(亿元, %)

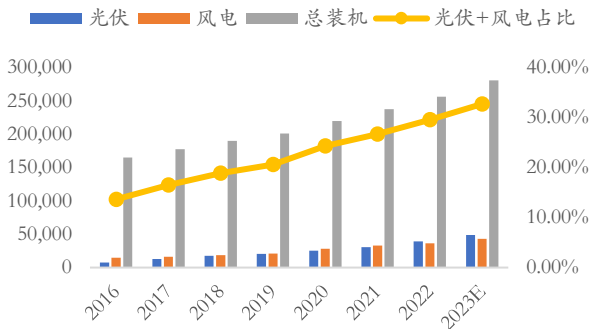


资料来源: 中电联, 安信证券研究中心

新型电力系统建设加速，电网投资有望快速增长。在“碳达峰、碳中和”背景下，大量的分布式光伏、风电、充电桩等接入，新型能源电力装机占比提升，给配电网工程带来新的挑战和发展机会，以满足新能源等多元化负荷发展需求。

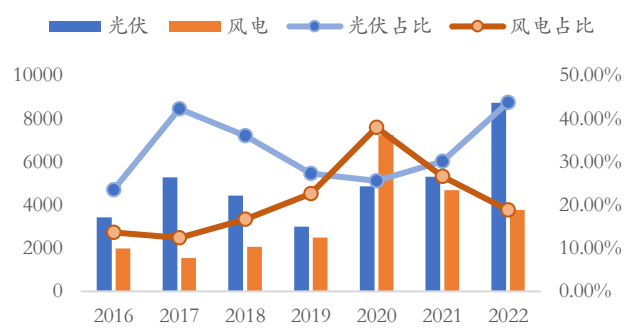
2016-2022年，我国发电装机容量由16.52亿kW增加至25.64亿kW，期内CAGR为7.60%。截至2022年末，我国风电、光电累计装机容量合计占比由2016年的13.63%提升至2022年的29.56%，其中，光伏发电并网装机容量达到3.93亿kW，同比增长28.1%，2016-2022年间CAGR为31.07%；风电累计装机容量达到3.66亿kW，2016-2022年间CAGR为16.24%。在各年新增装机容量上，2022年，我国风电、光电新增装机容量合计超过1.25亿kW，合计占比已超过60%，分别新增风电和光电装机容量3764万kW、8741万kW，占比分别为18.84%和43.76%。根据中电联发布的《2023年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2023年底全国发电装机容量增至28.1亿kW左右，其中非化石能源装机合计14.8亿kW，占比提升至52.5%，并网风电4.3亿kW（计算yoy+17.67%）、太阳能发电4.9亿kW（计算yoy+24.84%），两者合计占比提升至32.74%。

图39. 我国风光发电累计装机容量及占比（万kW,%）



资料来源：国家能源局，安信证券研究中心

图40. 我国风光发电新增装机容量及占比（万kW,%）

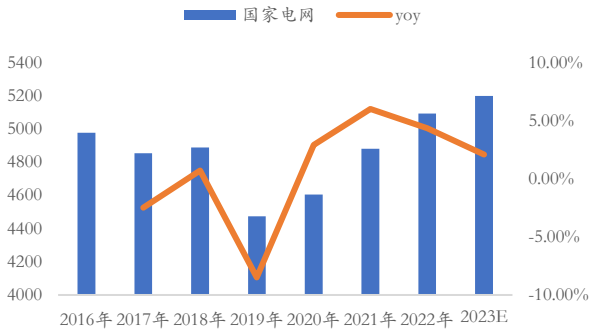


资料来源：国家能源局，安信证券研究中心

电网投资规划规模大，配电网为建设重点。

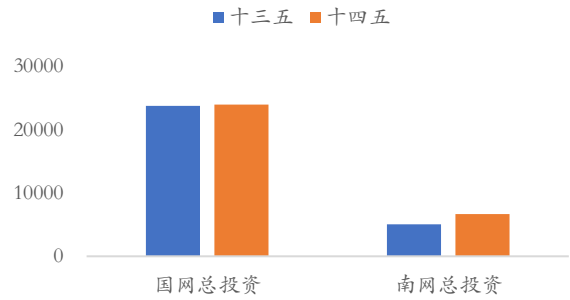
在电网内配网侧，国家电网、南方电网此前发布规划，提出“十四五”期间电网计划投资额总和约3万亿元，配网侧占比有望超过50%。2022年国家电网投资完成额首次突破5000亿元，2023年1月11日，国网发布消息，提出2023年国家电网将加大投资，发挥投资对经济社会的拉动作用，电网投资将超过5200亿元，再创历史新高，同比增长约4%。随新能源系统和分布式能源的快速发展，接入电网的电源结构、运行特性和负荷特性较过去均发生较大变化，电网安全稳定运行和协调难度加大，对配网的负荷承载能力和波动响应处理能力均提出更高要求，2022年发布的《“十四五”全国城市基础设施建设规划》即提出积极推动配电网扩容升级，配网建设为“十四五”期间国网和南网建设重点之一。国家电网计划“十四五”期间加快建设现代智慧配电网，促进微电网和分布式能源发展，满足各类电力设施便捷接入，根据国家电网发布的《国家电网：构建以新能源为主体的新型电力系统行动方案（2021-2030年）》，“十四五”配电网建设投资将超过1.2万亿元，占电网建设总投资60%以上，2025年城乡供电可靠率分别达到99.97%、99.88%；南方电网提出将配电网建设列入“十四五”工作重点，规划投资达到3200亿元，配网端投资占比约为48%。

图41. 国家电网各年投资完成额及 yoy (亿元, %)



资料来源: 国家电网, 安信证券研究中心

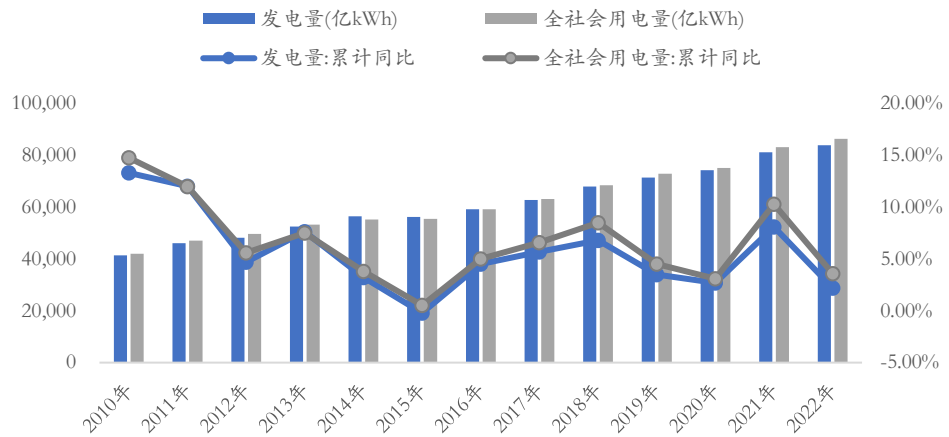
图42. 国网和南网“十四五”计划投资额 (亿元)



资料来源: 国家电网, 南方电网, 安信证券研究中心

在用户端配网侧, 根据中电联披露, 2010-2022年, 全社会用电量由 4.20 万亿 kWh 增长至 8.64 万亿 kWh, 预计终端用户用电负荷将持续增长, 此外用户侧各项用电负荷峰值或同步发生, 分布式新能源供电系统更靠近用户侧, 分布式能源、储能、电车等系统均接入配网, 易对配网负荷承载能力造成一定冲击, 用户侧配网系统扩容改造需求将逐步释放。

图43. 2010-2022 年发电量、用电量及同比增速



资料来源: 中电联, 安信证券研究中心

未来用户侧用电负荷增长来自以下几方面:

1) 经济发展城镇化率提升, 居民常规用电需求。截至 2022 年末, 我国城镇化率为 65.22%, 较 2000 年提升 29 个 pct, 提前完成“十四五”65%的目标, 根据中国社科院发布的《城市蓝皮书: 中国城市发展报告 No. 8》预测, 2030 年我国城镇化率将达到 70%左右, 未来几年我国城镇化率仍具有提升空间, 将有效带动固定资产投资建设需求, 电力安装量需求将同步释放。

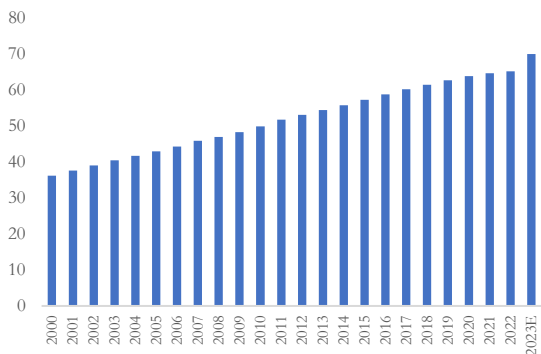
2) 制造业景气度提升, 工业用电需求增长。2022 年受疫情影响, 我国制造业景气度整体下行, 全年多个月份 PMI 低于 50%, 2023 年呈回升态势, 1-3 月 PMI 均高于临界点, 制造业保持扩张态势, 目前疫情影响消除, 稳增长政策持续推进, 国内经济有望迎来修复, 下游需求提升有望支撑制造业生产, 预计制造业全年有望维持高景气度区间。若观察工业用电量增速变化, 总体与 PMI 变化趋势较为一致, 工业用电量全年需求有望提速。

3) 终端设备电气化率提升, 用电设备电量需求增长。2023 年 2 月 24 日, 中国电力企业联合会发布 2022 年度《中国电气化年度发展报告》, 2022 年我国电能占终端能源消费比重是 27%, 高于世界平均水平, 中国电气化发展总体处于中期中级阶段, 其中, 工业部门电气化率达到 26.2%, 建筑部门电气化率达到 44.9%, 交通部门电气化率达到 3.9%, 建成充电基础设施约 520 万台, 形成了全球最大规模的充电网络; 尤其是广大农村地区, 农业农村电气化率达到 35.2%, 根据中国电力报内容, 2023-2025 年, 全国电气化进程由电气化中期成长阶段进入中期转型阶段, 到 2025 年, 全国电能占终端能源消费比重有望提升至 31.2%。

4) 新能源汽车行业快速发展, 电动车充电负荷需求。近几年我国汽车年销量稳中有升, 2006 年以来全国汽车销量稳定在每年 2500 万辆以上, 在政策大力驱动下, 新能源汽车销量从 2010

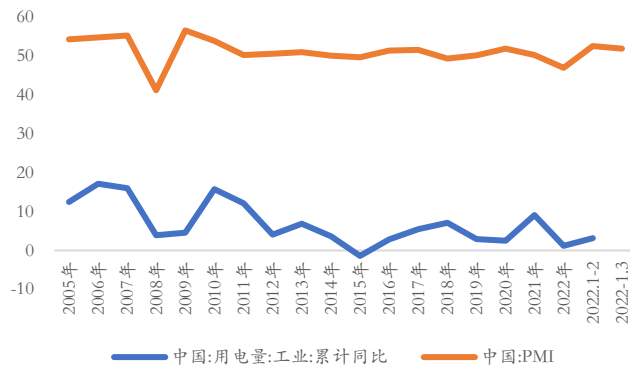
年的 4884 辆快速增长至 2022 年的 688.66 万辆，期内复合增速高达 82.94%，根据中国汽车工业协会预测，预计 2023 年中国汽车市场总销量为 2760 万辆，同比增长 3%。在碳达峰、碳中和背景下，未来新能源汽车占比提升趋势明朗，电动车充电负荷需求将同步释放。此外，通常私家电动汽车充电需求集中释放时段也为居民用电高峰期，加大了配网系统尖峰负荷压力，配网系统扩容及智能调节需求凸显。

图44. 我国城镇化率 (%)



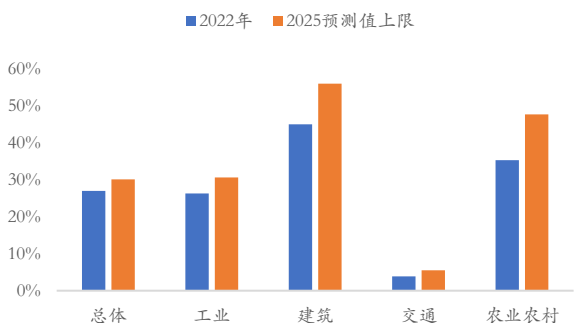
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图45. 我国工业用电量同比增速和 PMI 变化 (%)



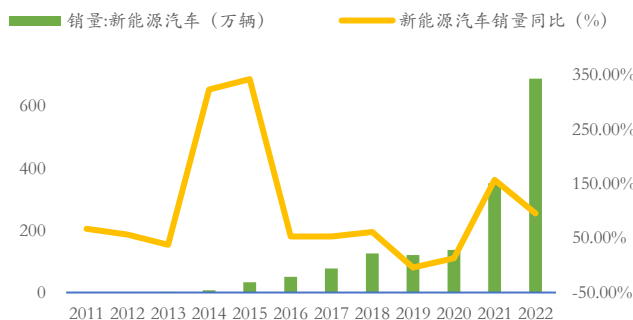
资料来源：wind，安信证券研究中心

图46. 2022 年各领域电气化率及 2025 年预测值 (%)



资料来源：《中国电气化年度发展报告 2022》、中国电力报，安信证券研究中心

图47. 我国新能源汽车产量及同比增速 (万辆, %)

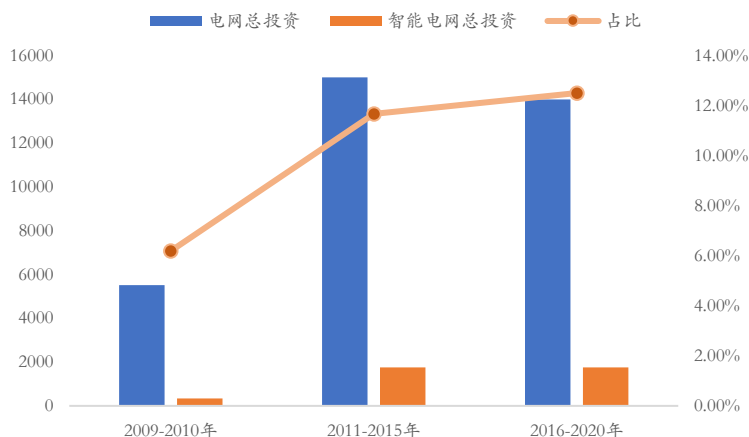


资料来源：wind，安信证券研究中心

4.2. 电网智能化大势所趋，智能用电市场需求广阔

随新能源系统快速发展，如何保证电网稳定安全运行以适应新能源并网成为新的挑战，电网数字化智能化转型为重要手段，目前我国电网建设由跨区域互联阶段逐步跨越至智能电网阶段，智能电网是以通信信息平台为支撑，具有信息化、自动化、互动化特征，旨在实现“电力流、信息流、业务流”高度一体化融合的现代电网，以充分满足用户对电力的需求和优化资源配置，需确保电力供应的安全性、可靠性和经济性，对电力设备和输配电网的智能监测需求不断提升。2009 年，国家电网首次提出坚强智能电网的发展规划，此后国家电网和南方电网公司均提出了智能电网建设规划，我国政府和各主管部门出台了一系列推进政策，行业迎来快速发展。2015 年 7 月，国家发改委、能源局发布《关于促进智能电网发展的指导意见》，提出提高电网智能化水平、推广应用输变电设备状态诊断和智能巡检技术；《2017 年能源工作指导意见》要求研究制定《智能电网 2030 战略》，推动建立智能电网发展战略体系；2021 年 3 月，中国“十四五”规划纲要提出，要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。今年 1 月，国家发展改革委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，文件明确，以电网为基础平台，增强电力系统资源优化配置能力，提升电网智能化水平，推动电网主动适应大规模集中式新能源和量大面广的分布式能源发展。2023 年 3 月 31 日，国家能源局发布《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》，提出到 2030 年，能源系统各环节数字化智能化创新应用体系初步构筑、数据要素潜能充分激活，一批制约能源数字化智能化发展的共性关键技术取得突破，能源系统智能感知与智能调控体系加快形成。

图48. 2009-2020 年国家电网智能电网投资及占比 (亿元, %)



资料来源:《国家电网智能化规划总报告(修订稿)》, 安信证券研究中心

智能电网概念范围较为广阔, 涵盖特高压、电网内系统以及配网侧等多个环节, 覆盖发电、输电、变电、配电、用电等, 目前配网智能化建设在政策端获显著推进, 未来配网智能化投资有望显著提升。根据国务院印发的《“十四五”数字经济发展规划》, 将加快能源领域数字化转型, 包括能源产运储销用各环节的数字化升级, 电厂、电网和终端用能领域设备设施、工艺流程的数字化建设和改造, 推进微电网等智慧能源技术试点示范应用。国家电网在《行动方案》中提出, 2021-2030 年间, 加强电网数字化转型, 提升配电网智慧化水平, 加大中压配电网智能终端部署、配电通信网建设和配电自动化实用化, 并向低压配电网延伸, 大幅提高可观性可测性可控性, 推动应用新型储能、需求侧响应, 通过多能互补、源网荷储一体化协调控制技术, 提高配电网调节能力和适应能力, 2025 年, 基本建成安全可靠、绿色智能、灵活互动、经济高效的智慧配电网。通过汇总过去国家电网在智能电网领域的投资构成占比, 配电和用电环节智能化投资占比最高, 合计占智能化投资总额比重为 54.00%, 且在各阶段两者智能化投资占比持续提升, 2016-2020 年, 用电环节智能化投资占比最高为 28.90%, 其次为配电环节, 占比为 26.00%, 目前配网建设仍为国家电网和南方电网建设重点, 预计配网智能化投资规模占比仍有望提升。

表 4: 国家电网分环节智能化投资占比 (%)

	第一阶段 (2009-2010)	第二阶段 (2011-2015)	第三阶段 (2016-2020)	总计
发电	1.90%	1.60%	1.50%	16.00%
输电	6.60%	5.20%	7.20%	6.20%
变电	5.00%	20.90%	20.90%	19.50%
配电	16.40%	21.70%	26.00%	23.20%
用电	29.50%	33.10%	28.90%	30.80%
调度	9.60%	3.50%	2.90%	3.80%
通信信息平台	30.90%	14.00%	12.60%	14.90%

资料来源:《国家电网智能化规划总报告》, 安信证券研究中心

能耗双控目标+用户端用电模式转变, 智能电力运维市场空间广阔。为实现全国“双碳”目标, 2021 年 9 月, 发改委发布《完善能源消费强度和总量双控制度方案》, 向各省分解下达能耗双控 5 年目标, 工业是产生碳排放的主要领域之一, 为实现碳达峰、碳中和目标的关键, 工商企业能耗考核和控制要求不断提升, 智能用电服务通过能耗数据分析以及提供节能措施建议可有效助力降低企业能耗。此外, 用户侧电力系统呈现多元化特点, 除传统大电网系统外, 同时接受分布式光伏、储能的接入, 用户端从单一的电力接受方逐步演变至供配储用多元化角色, 并且随着城市电网供电区域的不断扩大, 线路供电负荷迅速加大, 均对用电端配网的灵活调节能力提出更高要求, 数字化、智能化电力调节模式为未来趋势。在设备运维上, 传统的用户端电力设备运维主要停留在物业电工、外聘电工管理阶段, 运维成本高、响应速度慢。智能用电服务将用户端电力设备接入智能用电服务平台, 对设备运行情况进行实时在线监测和数据采集, 对数据进行相应的评估判断, 及时发现异常并处理, 有效减少维修停电

时间，节省运维成本，提高供用电的安全及可靠性。在能耗考核控制以及用电安全和稳定性的驱动下，智能用电服务迎来广阔发展空间。

4.3. 政策驱动分布式光伏放量，用户侧储能景气度持续上行

政策驱动清洁能源发展，中长期光伏有望成为主力军。2020年9月，习总书记在第七十五届联合国大会上承诺我国将在2030年前达到碳达峰，努力争取2060年前实现碳中和，12月在联合国气候雄心峰会上倡议到2030年我国非化石能源占一次能源消费比重达到25%左右，其中风电、太阳能发电总装机容量达到12亿kW以上。2021年3月，中央财经委员会第九次会议提出深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统，未来新能源发电占比将不断提升。截至2022年底，我国风电、太阳能总装机容量合计为7.6亿kW，占电源装机总量比重为29.69%。根据全球能源互联网经济研究院预测，短期到2025年我国风电、太阳能总装机为10.96亿kW，占比为37.2%，2030年风电、太阳能总装机目标有望提前实现；到2035年和2050年我国光伏总装机规模分别为12.7亿kW、22.48亿kW，占比分别为29%、37%，在电源装机总量中排名第一，预计光伏行业中长期仍有望维持较高景气度。

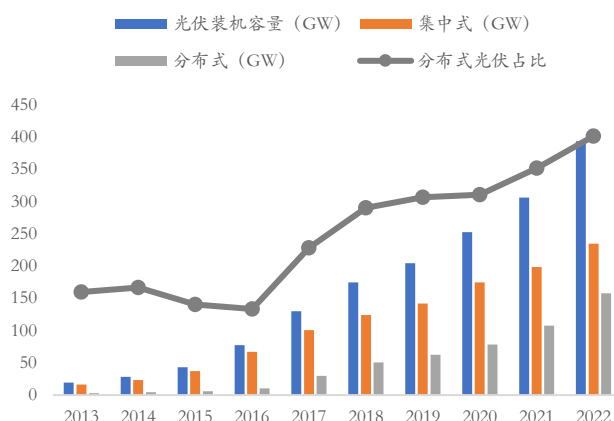
表5：短、中、长期我国电源装机总量及结构预测（亿kW，%）

类别	2021		2025		2035年		2050年	
	装机（亿千瓦）	占比（%）	装机（亿千瓦）	占比（%）	容量（亿千瓦）	占比（%）	容量（亿千瓦）	占比（%）
装机合计	23.77	100%	29.5	100.0%	43.7	100%	60.1	100%
常规水电	3.55	14.93%	3.92	13.3%	4.86	11%	5.71	9%
抽蓄	0.36	1.51%	0.68	2.3%	1.37	3%	1.74	3%
煤电	11.1	46.70%	11.01	37.3%	9.11	21%	4.03	7%
气电	1.1	4.60%	1.52	5.2%	1.92	5%	2.29	4%
核电及其他火电	0.77	3.20%	0.72	2.5%	1.25	3%	1.77	3%
风电	3.28	13.80%	5.36	18.2%	11.07	25%	19.67	33%
光伏	3.06	12.87%	5.51	18.7%	12.7	29%	22.48	37%
光热	0.01	0.04%	0.09	0.3%	0.41	1%	1.1	2%
生物质及其他	0.38	1.60%	0.65	2.2%	0.97	2%	1.31	2%
清洁装机占比	48.00%		57.50%		74.70%		89.50%	

资料来源：国家能源局，《中国能源转型与“十四五”电力规划研究》，安信证券研究中心

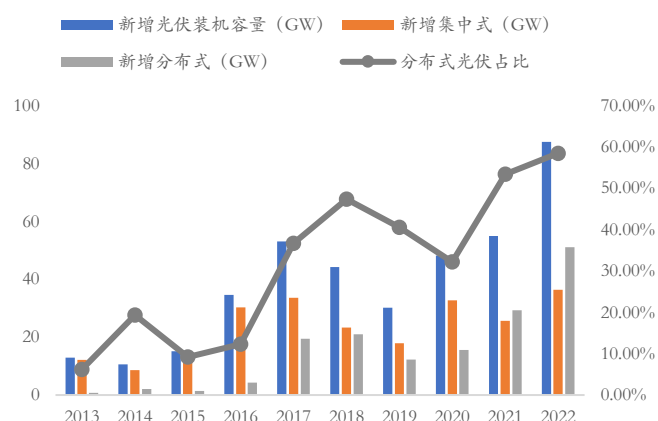
分布式光伏装机增长迅速，新增装机容量超集中式光伏。2013-2022年我国光伏累计装机容量从0.19GW增长至3.93GW，CAGR为39.68%，其中分布式光伏累计装机容量从0.03GW大幅增长至1.58GW，CAGR高达54.73%，占比从16%快速增长至40%。2021年我国光伏新增装机容量54.88GW，集中式光伏和分布式光伏新增装机容量分别为25.60GW和29.28GW（yoy+88.66%），分布式光伏新增装机容量首次超过集中式光伏，2022年分布式光伏新增装机维持高增态势，新增装机容量为51.10GW，yoy+74.52%，占新增光伏装机比重为58.46%（同比+5.11个百分点）。

图49. 我国光伏累计装机容量（GW）



资料来源：国家能源局，安信证券研究中心

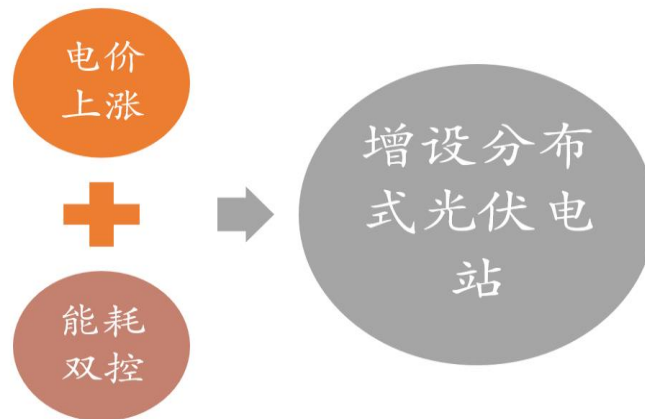
图50. 我国光伏新增装机容量（GW）



资料来源：国家能源局，安信证券研究中心

电价上涨叠加能耗双控，工商业分布式光伏电站增设意愿增强。工商业分布式光伏电站主要应用场景涵盖工业厂房、园区、学校、医院和酒店等，包括自发自用余额上网及全额上网等模式，随着全国及各省份陆续出台分时电价政策，大工业平均用电成本提高，此外，各地“能耗双控”政策频出，部分企业被通过停产、限电的方式控制能耗以完成年度能源“双控”目标，2022年在用电高峰的高温季节，部分地区电力供应不足，工商企业被迫限电停产，生产用电难以保障。使用分布式光伏电站供电，在电价上涨背景下可帮助工商业主降低用电成本，同时部分用电需求可不依赖电网侧提供，一定程度缓解限电压力，此外，光伏电消耗不纳入企业能源消费总量考核，下游用户出于降本增效的目的，安装光伏电站的意愿增强。2021年9月，国家能源局正式启动整县屋顶分布式光伏开发试点工作，要求党政机关建筑、公建、工商业厂房、农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例分别不低于50%、40%、30%、20%。“整县推进”政策驱动下，屋顶光伏电站EPC及运维需求将逐步释放。

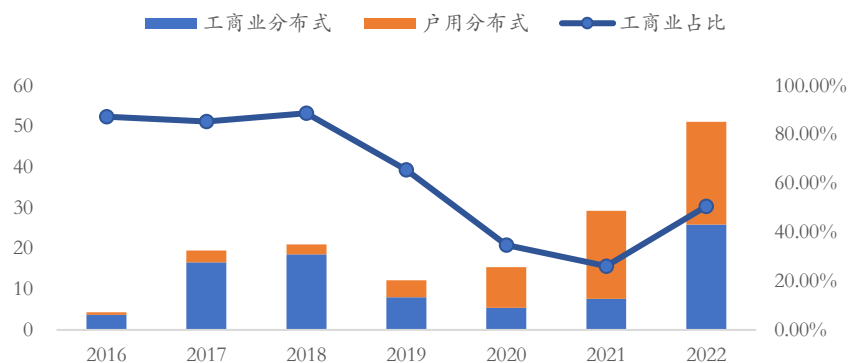
图51. 工商企业增设分布式光伏电站意愿增强



资料来源：公司年报，安信证券研究中心整理

若观察分布式光伏装机容量的结构，工商业分布式光伏新增装机规模激增，2022年，分布式光伏新增装机容量为51.1GW，其中工商业分布式光伏新增装机25.86GW，同比高增237.60%，占比超50%，未来有望持续主导分布式光伏市场发展。

图52. 分布式光伏新增装机容量结构 (GW, GW, %)



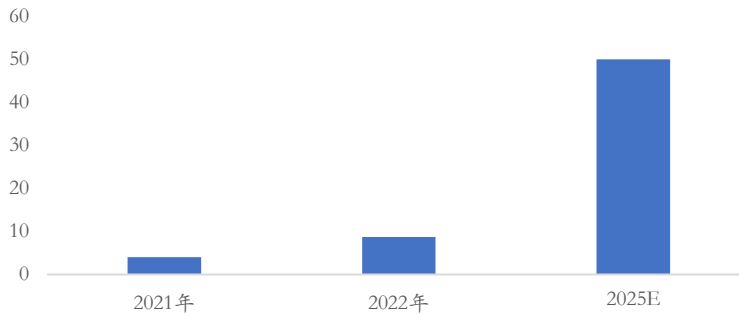
资料来源：中国光伏行业协会，安信证券研究中心

新能源消纳需求突出，储能配比提升趋势明确，峰谷价差推进新型储能发展。

随新型电力系统占比提升，对电网系统造成一定冲击，电力消纳和电网稳定性问题凸显，储能为新型电力系统的重要技术和基础装备，建设需求持续释放，新型储能系统具备选址灵活、建设周期短、响应快速灵活、应用场景多元等优势，可与抽水蓄能形成优势互补。2021年7月和2022年3月，国家发改委和能源局分别联合发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》、《“十四五”新型储能发展实施方案》，提出2025年实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，电化学储能技术性能进一步提升，系统成本降低30%以上，2030年，实现新型储能全面市场化发展，同时提出大力推进电网侧储能合理化布局，积极支持用户侧储能多元

发展，探索智慧能源、虚拟电厂等多种商业模式。全国多个地区发布新能源配套建设储能的相关文件，其中山东、河南、湖南等地新能源配储比例已经高达 40%以上，部分地区发布十四五新型储能计划，十四五末装机容量接近 60GW。在实际需求和政策推进下，我国新型储能新增装机容量高速增长，根据国家能源局数据，截至 2022 年底，我国已投运新型储能项目累计装机规模 8.7GW，较 2021 年底的 4GW 增长 110%，根据电力规划设计总院发布的《中国新型储能发展报告 2023》，预计 2025 年末，我国新型储能装机有望超过 5000 万千瓦，20 根据上述数据进行测算，2022-2025 年新型储能装机规模 CAGR 超 90%。

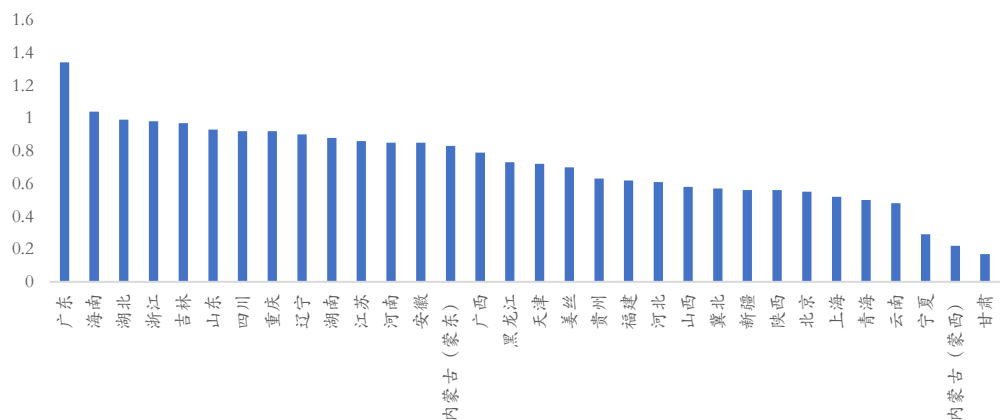
图53. 我国新型储能装机容量预测 (GW)



资料来源：国家能源局、《中国新型储能发展报告 2023》，安信证券研究中心

利于峰谷电价套利为工商业储能盈利方式之一，2021 年 7 月，发改委印发《关于进一步完善分时电价机制的通知》，部署各地进一步完善分时电价机制，要求尖峰电价在峰段电价基础上上浮比例原则上不低于 20%。根据储能联盟数据，2023 年 3 月，全国 18 个地区 10kV 工商业用电峰谷价差超过 0.7 元/kWh，工商业用电峰谷价差拉大有助于提升工商业储能盈利能力，投资建设单位储能装机有望增强。此外，2022 年 1 月，发改委发布《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》，提出到 2025 年全国统一电力市场体系初步建成，有利于新能源、储能等发展的市场交易和价格机制初步形成，到 2030 年，新能源全面参与市场交易。2022 年 9 月，《浙江省电力条例》通过，于 2023 年 1 月 1 日起施行，提出分布式发电企业可以与周边用户按照规定直接交易，一定程度上意味着“隔墙售电”可以开始实施，进一步促进工商业侧储能经济性和商业模式优化。

图54. 2023 年 3 月各地峰谷价差 (一般工商业 1-10kV) (元/kWh)



资料来源：CNESA，安信证券研究中心

5. 投资建议：用户侧电力全过程服务稀缺标的，经营韧性强劲多元布局成长可期

5.1. 盈利预测：传统供配电稳步增长，新能源业务有望提速，电力设备及运维高增，盈利能力提升可期

我们根据目前公司新签订单、订单完成进度特征、行业需求和公司业务规划等，对公司未来营收及毛利率等进行测算：

- 1) 预计公司 2023-2025 年电力工程建设业务营业收入分别为 19.29 亿元、24.71 亿元和 31.68 亿元，分别同比增长 35.77%、28.15%、28.20%，其中传统供配电工程维持 10-15% 的稳健增速，由于公司目前分布式光伏和储能订单充足，行业景气度持续上行，预计 23-25 年仍维持高速增长，营收占比提升，未来随光伏和储能成本下行，有望改善工程板块整体毛利率水平，预计 2023-2025 年各年毛利率分别为 25.00%、25.20%、25.40%；
- 2) 公司电力设备板块过去几年维持高速增长，随定增募投项目实施完毕，电力设备产线投产放量，营收仍有望维持高速增长，预计 2023-2025 年电力设备销售业务营收分别为 10.55 亿元、15.82 亿元和 22.15 亿元，分别同比增长 60.00%、50.00%和 40.00%，随高毛利开关断路器占比提升，板块整体毛利率水平或将上行，2023-2025 年各年毛利率分别为 23.20%、23.40%和 23.40%；
- 3) 公司电力咨询设计业务发展成熟，近几年增速放缓，未来设计业务或维持小幅增长状态，预计 2023-2025 年电力设计咨询业务营收分别为 1.47 亿元、1.49 亿元和 1.50 亿元，分别同比增长 1.00%、1.00%和 1.00%，毛利率维持高位水平，分别为 47.00%、47.00%、47.00%；
- 4) 公司智能用电业务发展迅猛，未来为公司 0 端重点业务，随接入运维平台客户数量增长，将维持高增，预计 2023-2025 年智能用电业务营收分别为 1.96 亿元、2.84 亿元和 3.97 亿元，分别同比增长 50.00%、45.00%和 40.00%，毛利率维持高位，分别为 55.00%、50.00%、50.00%；

综上，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 33.29 亿元、44.94 亿元和 59.42 亿元，分别同比增长 41.2%、35.0%、32.2%，预计 2023-2025 年公司综合毛利率分别为 27.20%、26.90%和 26.90%，实现归母净利润 4.71 亿元、6.23 亿元和 8.20 亿元，分别同比增长 84.0%、32.2%、31.6%，实现 EPS 分别为 2.75 元、3.63 元、4.78 元。

5.2. 估值分析：下游行业景气度高需求强劲，业绩快速增长估值提升空间充足

我们将公司与永福股份（主营电力设计咨询和 EPC 业务，覆盖传统能源和新能源）和安科瑞（智能用电服务商）进行估值比较，公司 2023-2024 年预测 PE 分别为 20.4 和 15.5 倍，在可比板块中有较强的估值优势。公司业务多元，下游供配电、光伏、储能、智能运维等行业需求强劲，同时，公司 2023-2025 年各年业绩增速均在 30% 以上，业绩增速可持续性较强，我们结合公司业绩增速和历史估值水平，给予 2023 年 27 倍估值，目标价 74.25 元，维持公司“买入-A”投资评级。

表 6：可比公司估值分析

上市公司	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)							市盈率 (2023/4/25 收盘价计算)		
		22A	23E	YOY	24E	YOY	25E	YOY	22A	23E	24E
永福股份	66.34	1.47	2.70	84%	4.14	53%	-	-	45.2	24.6	16.0
安科瑞	72.04	1.71	2.67	56%	3.68	38%	5.03	36%	42.2	27.0	19.6
苏文电能	96.38	2.56	4.71	84%	6.23	32%	8.20	32%	37.6	20.4	15.5

资料来源：WIND，安信证券研究中心

（注：除苏文电能为安信证券研究中心预测，其他公司数据均为 wind 一致预期；永福股份 22 年业绩为 wind 一致预期）

图55. 公司历史市盈率 PE (TTM)

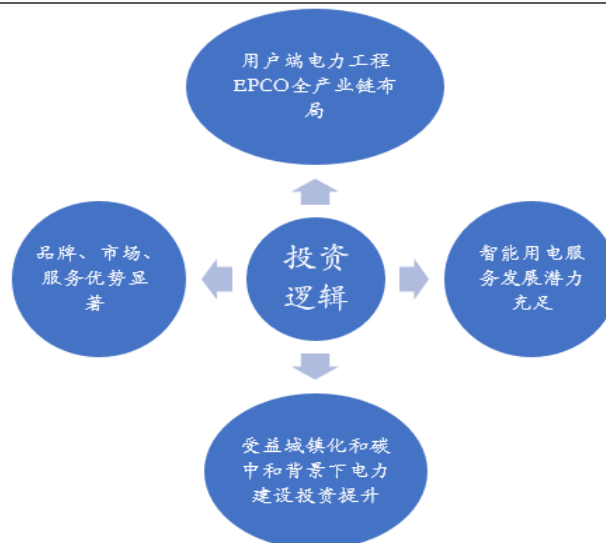


资料来源: WIND, 安信证券研究中心

5.3. 投资建议: 电力 EPCO 优质服务商品牌服务实力突出, 拓展新能源和电力智能化成长可期

公司为用户侧优质电力工程和运维服务商龙头 (EPCO), 设计、设备、工程及运维全产业链布局, 近几年营业业绩和新签订单快速增长, 紧跟下游行业景气度变化, 灵活进行客户结构优化, 立足江苏全国扩展成效显著, 省外营收占比显著提升, 具备较强的经营韧性。在新型电力建设推进下, 除传统供配电工程外, 公司积极发展光伏、储能和微电网业务, 通过内生外延方式提升新兴业务领域综合实力, 在手订单充足, 助力新能源业务规模扩大。公司电力设备营收高增, 并丰富产品类型, 定增募投的设备生产项目投产后有助于设备业务占比再提升。在运维端 (O 端), 公司智能用电业务竞争力突出, 拥有自主研发的智能运维平台, 为客户提供数字化解决方案, 目前已接入众多下游客户, 打造长期持续业绩增长点。公司作为稀缺的用户侧电力 EPCO 全过程服务商, 自身品牌、技术和市场扩展实力强劲, 有望充分受益新型电力系统建设推进下的电网投资规模扩大、光伏储能需求释放以及电网智能化运维的推进, 我们看好公司全产业链拓展战略和未来成长性, 预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 33.29 亿元、44.94 亿元和 59.42 亿元, 分别同比增长 41.2%、35.0%、32.2%, 实现归母净利润 4.71 亿元、6.23 亿元和 8.20 亿元, 分别同比增长 84.0%、32.2%、31.6%, 实现 EPS 分别为 2.75 元、3.63 元、4.78 元, PE 分别为 20.4、15.5 和 11.8 倍。

图56. 公司核心投资逻辑示意图



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6. 风险提示

(1) 政策力度不及预期的风险

公司主要从事电力工程领域工程建设和咨询设计业务，所处行业与相关产业政策及连理行业投资规模密切相关。目前，国家相关部门陆续颁发了一系列引导和支持电力相关产业投资建设和电力需求侧产业发展的政策文件，但仍然可能面临具体政策落实程度不确定等风险，从而给公司未来发展带来一定政策风险。

(2) 公司业务区域相对集中风险

公司主要业务在江苏省内，省内实现业务收入占主营业务收入比例较高。如果江苏省电力投资大幅下降或市场竞争持续加剧，将对公司的经营业绩、成长性和持续经营能力产生不利影响。

(3) 安全质量控制风险

电力工程项目建设是一项复杂且综合的工程，公司经过多年累积，已经建立了一套成熟、可靠地质量控制体系和安全作业标准。但随着公司经营规模持续扩大，若公司无能持续有效地对服务质量和生产安全进行严格把控和监督，出现工程质量问题或安全事故，将对公司经营业绩和市场声誉造成不利影响。

(4) 市场竞争加剧

随着国家电力体制改革的深入推进，电力工程施工与设计服务行业面临巨大的发展机遇。若公司不能充分认识到市场竞争换机的变化趋势，强化自身综合竞争实力，公司可能面临因竞争优势减弱而导致经营业绩不能达到预期目标的风险

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,855.9	2,357.2	3,330.4	4,496.0	5,944.3	成长性					
减:营业成本	1,324.8	1,728.6	2,425.7	3,286.9	4,344.9	营业收入增长率	35.6%	27.0%	41.3%	35.0%	32.2%
营业税费	2.2	9.8	15.7	22.5	29.7	营业利润增长率	24.1%	-13.4%	86.0%	32.8%	31.9%
销售费用	41.5	58.1	89.9	119.0	156.3	净利润增长率	26.8%	-14.9%	84.0%	32.2%	31.6%
管理费用	68.6	110.4	143.4	188.8	249.7	EBITDA 增长率	33.6%	5.3%	40.2%	31.7%	31.9%
研发费用	64.9	84.6	126.6	175.3	232.9	EBIT 增长率	34.6%	4.6%	42.0%	32.0%	32.1%
财务费用	-2.8	2.0	-1.5	-6.4	-6.7	NOPLAT 增长率	24.0%	-10.7%	81.1%	31.7%	32.4%
资产减值损失	-3.4	-4.0	-6.0	-4.5	-4.8	投资资本增长率	191.7%	88.7%	34.4%	25.9%	27.6%
加:公允价值变动收益	1.5	-	-	-	-	净资产增长率	103.4%	109.2%	11.6%	13.7%	15.9%
投资和汇兑收益	5.2	10.9	5.5	5.8	7.4						
营业利润	336.5	291.6	542.2	720.1	949.7	利润率					
加:营业外净收支	14.2	1.1	7.1	7.4	5.2	毛利率	28.6%	26.7%	27.2%	26.9%	26.9%
利润总额	350.7	292.6	549.3	727.5	954.9	营业利润率	18.1%	12.4%	16.3%	16.0%	16.0%
减:所得税	49.5	37.5	78.5	105.5	137.0	净利润率	16.2%	10.9%	14.2%	13.9%	13.8%
净利润	301.2	256.1	471.4	623.1	819.8	EBITDA/营业收入	20.3%	16.8%	16.7%	16.3%	16.2%
						EBIT/营业收入	19.6%	16.1%	16.2%	15.9%	15.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	16	21	21	17	14
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	46	76	90	97	100
货币资金	559.4	1,931.2	1,876.4	1,948.7	2,048.9	流动资产周转天数	342	473	457	390	360
交易性金融资产	271.5	-	-	-	-	应收帐款周转天数	163	187	191	180	186
应收帐款	981.7	1,467.0	2,058.1	2,443.7	3,695.9	存货周转天数	12	21	21	24	22
应收票据	26.6	140.1	4.9	207.4	112.5	总资产周转天数	383	548	523	433	393
预付帐款	44.6	90.9	95.5	157.0	170.1	投资资本周转天数	72	122	132	126	121
存货	73.7	199.4	191.3	398.3	323.6						
其他流动资产	172.7	229.1	166.7	189.5	195.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	20.7%	8.4%	13.9%	16.1%	18.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	5.4%	9.6%	10.6%	11.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	151.7%	46.4%	44.5%	43.7%	45.9%
投资性房地产	-	3.4	3.4	3.4	3.4	费用率					
固定资产	89.3	186.1	205.0	226.5	250.1	销售费用率	2.2%	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%
在建工程	91.2	149.3	119.4	83.6	41.8	管理费用率	3.7%	4.7%	4.3%	4.2%	4.2%
无形资产	40.3	82.7	79.0	75.4	71.7	研发费用率	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	76.0	269.3	123.1	156.1	182.6	财务费用率	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产总额	2,427.0	4,748.4	4,922.9	5,889.6	7,095.7	四费/营业收入	9.3%	10.8%	10.8%	10.6%	10.6%
短期债务	-	196.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	506.5	619.1	837.4	938.8	1,456.7	资产负债率	40.0%	35.8%	30.9%	34.4%	36.9%
应付票据	230.2	504.0	244.9	745.0	753.4	负债权益比	66.7%	55.9%	44.8%	52.4%	58.4%
其他流动负债	211.5	361.1	419.5	318.0	385.0	流动比率	2.25	2.42	2.93	2.67	2.52
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.17	2.30	2.80	2.47	2.40
其他非流动负债	22.9	21.9	21.7	22.1	21.9	利息保障倍数	-128.29	193.11	-359.99	-110.98	-140.32
负债总额	971.1	1,702.1	1,523.5	2,023.9	2,617.1	分红指标					
少数股东权益	-	-0.4	-1.0	-2.0	-3.9	DPS(元)	0.49	-	0.69	0.91	1.20
股本	140.3	171.5	171.5	171.5	171.5	分红比率	28.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	1,315.6	2,875.3	3,228.9	3,696.2	4,311.1	股息收益率	0.9%	0.0%	1.2%	1.6%	2.1%
股东权益	1,455.9	3,046.4	3,399.4	3,865.7	4,478.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	301.2	255.1	471.4	623.1	819.8
						加:折旧和摊销	12.0	15.5	14.7	18.0	21.8
						资产减值准备	3.4	4.0	-	-	-
						公允价值变动损失	-1.5	-	-	-	-
						财务费用	0.4	5.6	-1.5	-6.4	-6.7
						投资收益	-5.2	-10.9	-5.5	-5.8	-7.4
						少数股东损益	-	-1.0	-0.6	-1.1	-1.9
						营运资金的变动	-550.8	-708.6	-226.0	-412.4	-534.5
						经营活动产生现金流量	46.6	-219.1	252.4	215.4	291.1
						投资活动产生现金流量	-409.6	77.6	5.5	5.8	7.4
						融资活动产生现金流量	420.2	1,484.5	-312.7	-148.9	-198.3
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.76	1.49	2.75	3.63	4.78
						BVPS(元)	8.49	17.77	19.83	22.56	26.14
						PE(X)	32.0	37.6	20.4	15.5	11.8
						PB(X)	6.6	3.2	2.8	2.5	2.2
						P/FCF	-157.3	-258.7	-116.6	36.8	28.9
						P/S	5.2	4.1	2.9	2.1	1.6
						EV/EBITDA	25.1	16.3	13.7	10.3	7.7
						CAGR(%)	27.3%	47.5%	25.6%	27.3%	47.5%
						PEG	1.2	0.8	0.8	0.6	0.2
						ROIC/WACC	14.4	4.4	4.2	4.2	4.4
						REP	1.2	1.4	1.3	1.0	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034