

威胜信息 (688100.SH)

能源物联网领军企业，受益能源数字化智能化

增持

核心观点

能源物联网领军企业，集团深耕电网市场，持续稳健成长。公司是国内能源物联网领军企业，长期位居电网数字化第一梯队供应商。产品布局包括感知层的监测与传感终端，网络层通信模块和网关、系统层 SaaS 等，应用于数字电网和智慧城市等不同领域。母公司威胜控股在电网市场耕耘多年，实控人旗下产业资源丰富，助力公司发展。2016 年至今，公司营收复合增速为 17%，归母净利润复合增长率为 26%，实现长期稳健成长。截至 2022 年末，公司在手合同 25.2 亿元（同比增长 42%），奠定后续增长基础。

新型电力系统建设加速电网数字化进程。公司所在电网数字化市场加速发展：“十四五”两网规划投资约 3 万亿，23-25 年节奏有望加速，且结构上向配网倾斜，两网规划“十四五”配网投资超 1.5 万亿；存量市场方面，通信模块迎双模升级，迭代需求仍处高峰期，而通信网关新标准下价格回升，有望协同电表招标提升需求；增量市场方面，配网智能化推动配变台区升级，仅公变台区改造升级对应的设备市场空间超千亿，且通信模块也有望从电表向其他智能化设备渗透应用，打开增长空间。

海外“一带一路”沿线国家市场空间广阔。“一带一路”沿线国家基建项目丰富，智能电表渗透率普遍低于 10%，渗透空间广阔。公司前瞻布局下已进入收获期，电力 AMI 和智慧水务等产品先后中标埃及、孟加拉、印尼等地项目，2022 年与沙特签署合作备忘录，后续有望实现持续增长。

智慧城市应用市场不断突破。预计 2026 年全国智慧水务中智能电表需求有望超 7000 万；智慧消防市场规模突破 180 亿元。公司以点带面实现突破，例如智慧水务业务立足湖南拓展全国，智慧消防以标杆企业（如银行）为抓手，实现后续中标份额、中标范围的不断提升。

核心技术为基，产品竞争力突出。公司的核心竞争力包括：（1）产业链布局全面，但不盲目扩张，根基在于领先的感知与通信技术能力；（2）持续研发投入，夯实核心壁垒；（3）前瞻布局海外市场，营销网络建设全面；（4）股东与集团层面具备丰富的产业资源，与公司具有业务协同效应。

盈利预测与估值：预计公司 23-25 年收入为 26/32/40 亿元，归母净利润为 5.2/6.5/8.0 亿元，股价合理区间在 28.9-32.9 元，对应 23 年 PE 区间为 28-32 倍，相对于目前股价有 8%-23%的溢价空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：电网数字化进程不及预期；智慧城市投资不及预期；海外市场拓展不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,826	2,004	2,572	3,237	4,026
(+/-%)	26.0%	9.7%	28.4%	25.9%	24.4%
净利润(百万元)	341	400	516	646	799
(+/-%)	24.0%	17.2%	29.0%	25.2%	23.6%
每股收益(元)	0.68	0.80	1.03	1.29	1.60
EBIT Margin	17.7%	19.8%	20.7%	20.8%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	14.7%	16.8%	18.3%	19.5%
市盈率 (PE)	39.2	33.5	26.0	20.7	16.8
EV/EBITDA	42.5	34.9	26.4	21.5	17.9
市净率 (PB)	5.15	4.93	4.35	3.80	3.28

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·深度报告

通信·通信设备

证券分析师：马成龙 联系人：钱嘉隆
021-60933150 021-60375445
machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	28.90 - 32.90 元
收盘价	26.79 元
总市值/流通市值	13395/13395 百万元
52 周最高价/最低价	31.39/16.10 元
近 3 个月日均成交额	66.95 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

内容目录

能源物联网领军企业，持续稳健成长	6
能源物联网领先企业，产业链布局广泛	6
集团深耕电能计量领域，管理层行业背景深厚	9
长期稳健增长，在手订单充裕	11
电网数字化：新型电力系统趋势下加速推进	15
新型电力系统加速建设，推动电网数字化转型	15
用电侧标准迭代升级，配网智能化投资加速	17
用电信息采集设备龙头，稳居电网第一梯队供应商	22
海外市场：乘“一带一路”东风，市场空间广阔	25
智慧城市：数字经济时代建设加速	28
数字经济助推智慧城市建设	28
以点带面布局，拓展市场份额	31
核心技术为基，产品竞争力突出	32
优势一：感知与通信技术为基，形成完整产业链布局	32
优势二：重视研发投入，夯实核心壁垒	34
优势三：前瞻布局海外市场，营销网络建设完善	35
优势四：集团层面具备协同效应，引入腾讯战投	36
财务分析	39
资本结构及偿债能力分析	39
经营效率分析	39
盈利能力分析	40
成长性分析	41
现金流量分析	42
盈利预测	43
假设前提	43
未来3年业绩预测	44
盈利预测的敏感性分析	45
估值与投资建议	46
绝对估值：28.9-37.4元	46
相对估值：28.8-32.9元	48
投资建议	49
风险提示	50
财务预测与估值	51

图表目录

图 1: 威胜信息发展历史 (单位: 百万元)	6
图 2: 威胜信息产业链布局	6
图 3: 威胜信息 2022 分业务收入占比 (单位: %)	8
图 4: 威胜信息 2022 分业务毛利占比 (单位: %)	8
图 5: 各业务板块毛利率 (2022)	8
图 6: 公司前五大客户情况	9
图 7: 公司部分客户举例	9
图 8: 公司境外营收规模及占比	9
图 9: 公司股权结构 (截至 2023 年 1 月 30 日)	10
图 10: 2018-2022 年威胜控股收入 (百万元) 及增速	10
图 11: 母公司威胜控股客户丰富	10
图 12: 威胜控股智能配用电解决方案主要产品	11
图 13: 威胜控股海外市场收入 (按国家和业务划分)	11
图 14: 2016-2022 年威胜信息收入 (百万元) 及增速	12
图 15: 2016-2022 年威胜信息归母净利润 (百万元) 及增速	12
图 16: 威胜信息毛利率及净利率 (单位: %)	12
图 17: 威胜信息单季度毛利率与净利率 (单位: %)	12
图 18: 威胜信息三项费用率情况 (%)	13
图 19: 威胜信息三项费用率情况 (%)	13
图 20: 威胜信息存货 (百万元) 及环比变动	14
图 21: 威胜信息营运能力 (周转天数)	14
图 22: 威胜信息现金流情况 (%)	14
图 23: 新型电力系统构建“三步走”规划	15
图 24: 2012-2022 年我国电力系统投资情况 (亿元)	16
图 25: 2012-2022 年国网与南网实际投资额 (亿元)	16
图 26: 2009-2020 年国家电网智能化投资额及占比 (亿元)	17
图 27: 用电信息采集系统架构	17
图 28: 国家电网智能电表招标量 (万只)	18
图 29: 南方电网智能电表招标金额 (亿元)	18
图 30: 2019-2022 年国网通信单元招标情况 (万只)	19
图 31: 2014-2022 年国网用户信息采集系统招标情况 (万只)	20
图 32: 2014-2022 年国网用户信息采集系统招标情况 (万只)	21
图 33: 智能配电台区系统架构	22
图 34: 22H1 国网 HPLC 招标芯片方案情况	22
图 35: 2022 年南网通信模块招标份额情况	23
图 36: 2021 年国网总部用电信息采集设备中标份额	24
图 37: 2022 年国网总部用电信息采集设备中标份额	24

图 38: 2021 年南方电网计量自动化终端中标份额	24
图 39: 2022 年南方电网计量自动化终端中标份额	24
图 40: 公司海外电力 AMI 解决方案	25
图 41: 公司海外 AMR/AMI 智能水表及解决方案	25
图 42: 埃及开罗新首都建设计划	25
图 43: 印尼新首都建设规划	25
图 44: 拉美等地区智能电表渗透率低 (2021)	26
图 45: 亚太地区多数国家和地区处于智能表计第一次应用阶段	26
图 46: 全球水务数字化投资预测 (十亿美元)	27
图 47: 公司智慧水务综合抄表解决方案	28
图 48: 公司智慧消防解决方案	28
图 49: 2020-2026 年全国智能水表行业产销预测	30
图 50: 中国智慧消防市场规模 (亿元)	31
图 51: 公司产品布局完整	32
图 52: 2022 年公司九大重点知识产权	33
图 53: 2022 年公司国内及海外新上市产品	33
图 54: 威胜信息研发费用及研发费用率 (单位: 百万元, %)	34
图 55: 威胜信息研发人员情况	34
图 56: 中沙产能合作投资推介会暨签约仪式	36
图 57: 集团及实控人旗下资产丰富	37
图 58: 集团层面积极布局海外市场	37
图 59: 公司与集团层面关联交易 (出售商品, 百万元)	37
图 60: 公司与腾讯云联合解决方案架构	38
图 61: 公司携手腾讯云打造家庭能耗管理服务等解决方案	38
图 62: 2016-2022 年公司资产负债率和有息负债率	39
图 63: 电网行业公司 22Q3 资产负债率和有息负债率对比	39
图 64: 2016-2022 年公司流动比率、速动比率和权益乘数	39
图 65: 2016-22Q3 应收账款周转天数对比	40
图 66: 2016-22Q3 应付账款周转天数对比	40
图 67: 2016-22Q3 总资产周转率对比	40
图 68: 2016-22Q3 存货周转天数对比	40
图 69: 2016-22 年公司毛利率和净利率	41
图 70: 22Q3 电网行业公司毛利率、净利率和 ROE 对比	41
图 71: 2017-22Q3 营业收入增速对比	41
图 72: 2017-2021 归母净利润增速对比	41
图 73: 电网行业近五年收入复合增速	42
图 74: 电网行业近五年归母净利润复合增速	42
图 75: 公司现金流量情况	42
图 76: 公司 PE Band (PE TTM)	49

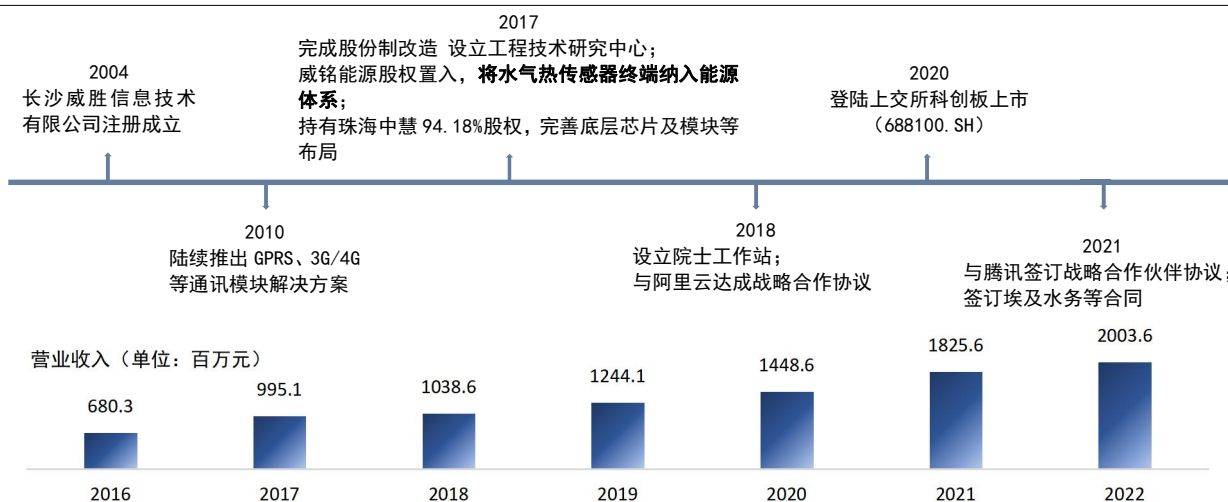
表 1: 威胜信息主要产品（部分）	7
表 2: 公司管理层情况	11
表 3: 我国近期电网数字化相关政策	16
表 4: 国内电网用电信息采集本地通信技术演进及发展	18
表 5: 2022-2023 年国网部分 PLC 通信单元招标情况	19
表 6: 2021-2022 年国网总部用电信息采集情况	20
表 7: 国家电网、南方电网“十四五”期间配电网投资规划	21
表 8: 22H1 国网 HPLC 招标前十大中标厂商（按中标数量，包括珠海中慧）	23
表 9: 《数字中国建设整体布局规划》要点	29
表 10: 近年智慧水务相关国家政策	30
表 11: 2022 年公司智慧水务、智慧水利部分中标情况	31
表 12: 2021 年电网信息化相关公司财务对比	32
表 13: 公司 2022 年部分先进研发成果	33
表 14: 威胜信息集中器/采集器产品技术对比	34
表 15: 2021-2022 年用电信息采集设备企业中标金额及排名（单位：万元）	35
表 16: 公司部分海外中标项目	35
表 17: 威胜信息业务拆分	44
表 18: 未来 3 年盈利预测表（百万元）	44
表 19: 情景分析（乐观、中性、悲观）	45
表 20: 公司盈利预测假设条件（%）	46
表 21: 资本成本假设	47
表 22: 威胜信息 FCFF 估值表	47
表 23: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	47
表 24: 同类公司估值比较	48

能源物联网领军企业，持续稳健成长

能源物联网领先企业，产业链布局广泛

公司是领先的能源物联网解决方案提供商。威胜信息成立于2004年，是中国最早专业从事智慧公用事业的厂商，深耕行业十八年，目前已成为全国领先的电力物联网企业及智慧城市领域的专业公司。2020年1月，公司在上海证券交易所科创板成功挂牌上市。

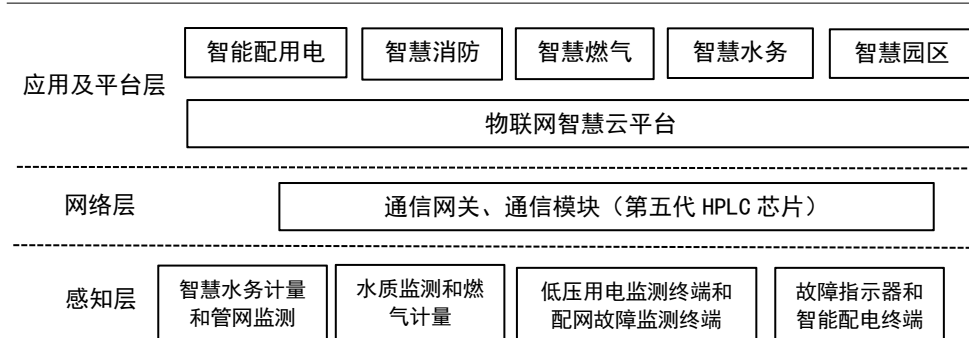
图1：威胜信息发展历史（单位：百万元）



资料来源：公司官网、公告，国信证券经济研究所整理

网络产品为核心，产业链布局完善。公司总体业务范围广泛，横向上包括围绕电网数字化和智慧城市的全方位产品的研发、生产及销售，提供综合电力互联网解决方案、智慧城市解决方案等，产品及服务覆盖感知层、网络层、应用与平台层，具备广泛的产业链布局。

图2：威胜信息产业链布局



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理


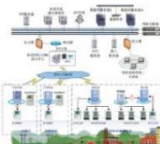

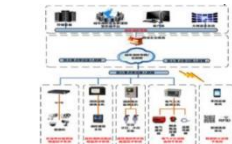













具体来看：

- **应用层产品：**主要是智慧公用事业管理系统，包括能源管理系统，配电监测系统，电、水、气、热一体化信息采集系统等，主要用于对客户电、水、气、

热的用能进行数据采集、分析管理及监测。主要客户有电网企业、工商业园区、大型公建、智慧城市等。

- **网络层产品：**包括通信网关和通信模块。主要产品包括智能融合终端、能源控制器，载波模块，双模模块，无线模块等，可应用于智慧路灯、智慧消防、智能电表、路灯控制器等多种应用场景。主要客户有电网企业、公用事业单位、公共建筑等。
- **感知层产品：**包括电监测终端和水热气传感终端。可用于监测配用电线路及网络的运行状态、传感水、气、热用量、故障检测等。主要客户有电网企业、工业园区、燃气公司、热力公司等。

表1：威胜信息主要产品（部分）

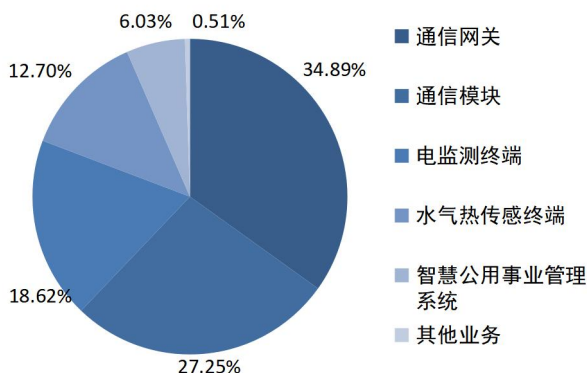
品类	代表产品						
应用层 智慧公用事业管理系统							
	能源管理系统	用电信息采集系统	电能质量分析系统	智慧消防城市远程监控平台	电气安全监控预警云平台		
网络层 通信模块、通信网关							
	载波模块	双模模块	无线模块	集中器	采集器	网络表模块	配变终端
感知层 电监测终端 水气热传感终端							
	IC卡燃气传感器	预付费水传感器	智能路灯控制器	有线远传热量传感器	智慧消防监控产品		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从营收方面来看，网络层业务占比高，感知层业务增长快。2022年，公司的通信网关实现营收6.99亿元，占比34.89%，实现毛利3.20亿元，占比43.05%；通信模块实现营收5.46亿元，占比27.25%，实现毛利1.47亿元，占比19.75%。其中，感知层业务营收增长较快，水气热传感终端实现营收2.55亿元，占比12.7%，同比增长37.83%。

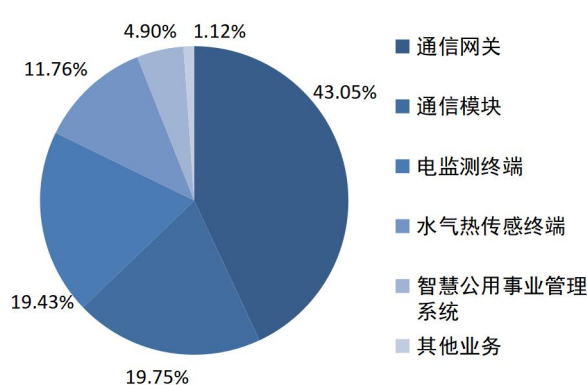
各板块业务毛利率向好。近六年，公司整体毛利率持续维持在30%-40%之间，2022年毛利率为37.12%，同比增长6.27%。各类业务毛利率均有所增长。其中，网络层毛利率为37.51%，同比增长1.41%，感知层毛利率为36.96%，同比增长2.52%，应用层毛利率为30.12%，同比增长7.3%。

图3: 威胜信息 2022 分业务收入占比 (单位: %)



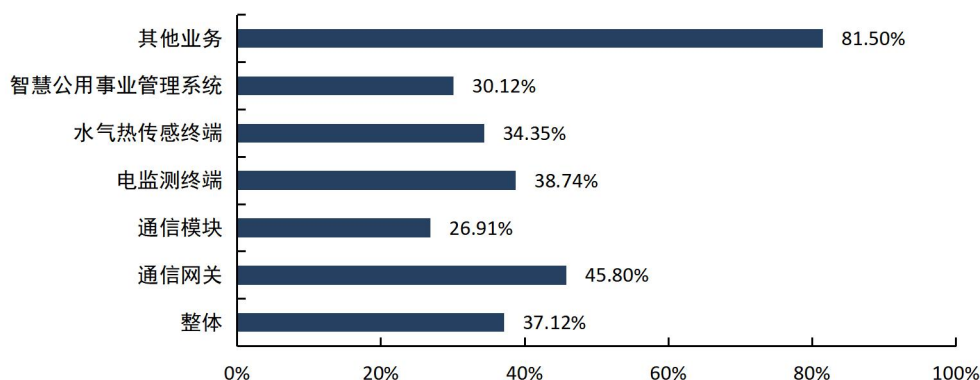
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 威胜信息 2022 分业务毛利占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 各业务板块毛利率 (2022)

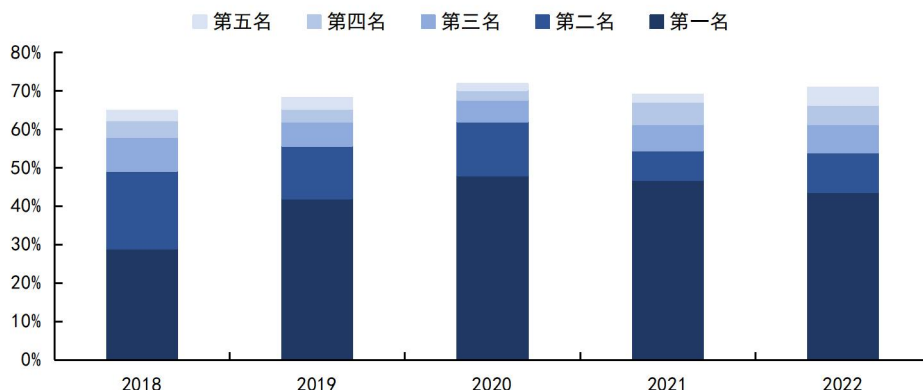


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

销售模式以直销模式为主, 分地区来看, 海外市场收入快速提升。公司目前收入结构主体为境内市场, 2022 年, 公司境内实现收入 16.93 亿元, 占主营收入比重为 84.93%, 同比增长 6.10%。同时, 公司持续拓展海外业务, 销售网络已经覆盖亚洲、非洲、南美等市场, 陆续进入埃及、巴勒斯坦、加纳、印尼等国家, 在国际市场实现了千万个以上的用户连接数, 海外业务占比不断提升, 2022 年, 公司境外收入 3.0 亿元, 占主营收入比重为 15.07%, 同比增长 34.84%。

客户结构上, 集中度较高,公司客户主要为国家电网、南方电网等电力客户, 两网收入占比超 50%。

图6: 公司前五大客户情况



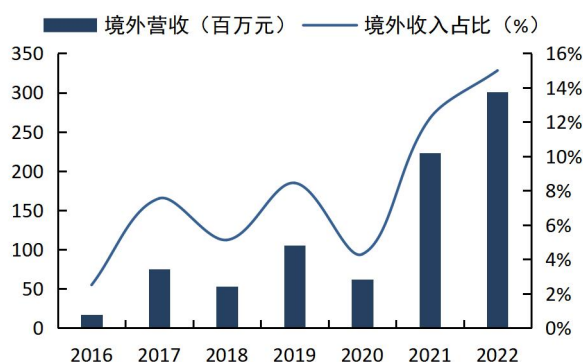
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司部分客户举例



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司境外营收规模及占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

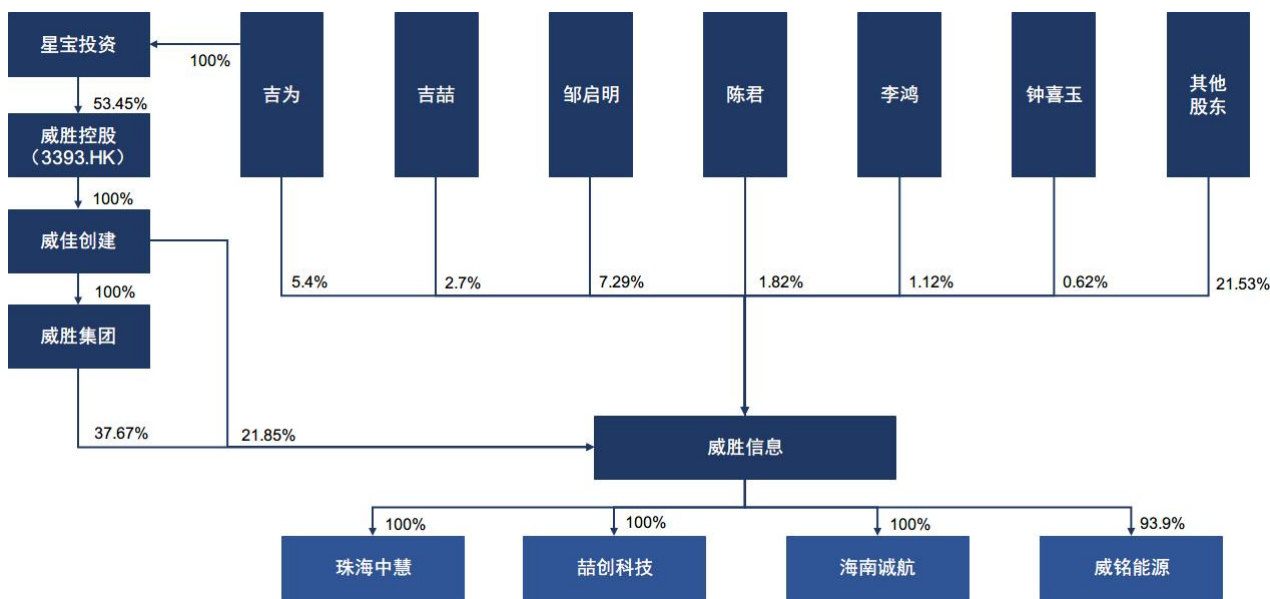
集团深耕电能计量领域，管理层行业背景深厚

实控人为吉为、吉喆先生，母公司威胜控股电网市场耕耘历史悠久。吉为先生与吉喆先生系父子关系，分别直接持股 5.4%和 2.7%。同时，港股上市公司威胜控股（3393.HK）持有公司 59.51%股权，吉为先生通过星宝投资持有威胜控股 53.45%股权。

母公司威胜控股深耕国内电能计量领域，是国内老牌的电表生产商，2005 年香港主板上市，业务范围从电能表产品扩充，目前主要从事电智能计量（智能电表）、通信及流体智能计量（威胜信息）与智能配用电系统及解决方案。

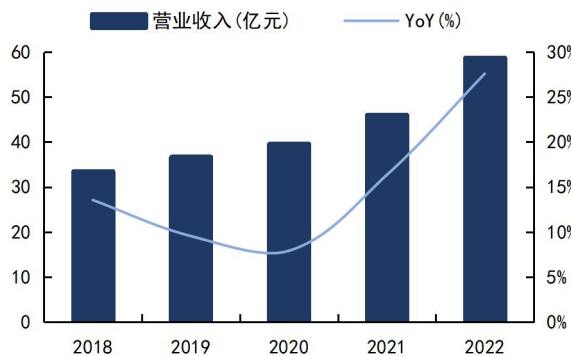
子公司中，珠海中慧主要从事底层芯片的研发、生产与销售，包括电力线载波通信芯片、电力计量芯片、MCU 等；威铭能源为公司水气热传感器等终端产品的主要销售单位。

图9：公司股权结构（截至 2023 年 1 月 30 日）



资料来源：公司公告，威胜控股公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

图 10：2018–2022 年威胜控股收入（百万元）及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：母公司威胜控股客户丰富



资料来源：威胜控股推介材料，国信证券经济研究所整理

股东旗下产业资源丰富，协助资源导流、业务协同。集团及公司实控人旗下产业资源丰富，从业务协同性的角度，集团智能电表业务和智能配用电业务参与到新型电力系统的建设方向上，并积极出海，与公司网关、模块等核心产品协同性较高；从股东角度，吉为先生自 2007 年起连续三届担任湖南省政协委员，任威胜控股执行董事、湖南省工商联副主席、金盈投资有限公司董事兼总经理、锐顶国际电力技术有限公司董事等（详见图 56）。

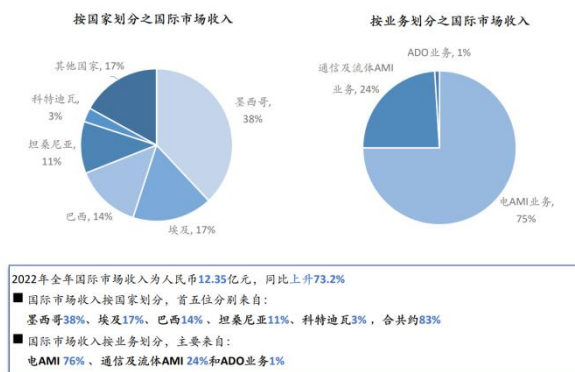
图12: 威胜控股智能配用电解决方案主要产品



资料来源: 威胜控股推介材料, 国信证券经济研究所整理

图13: 威胜控股海外市场收入 (按国家和业务划分)

收入分析 (国际市场)



资料来源: 威胜控股推介材料, 国信证券经济研究所整理

公司管理层技术背景浓厚, 产业经验丰富。公司管理团队、核心技术人员长期从事智慧公用事业领域研究, 协助公司获得多项专利, 具备丰富的物联网行业技术及管理工作经验。

表2: 公司管理层情况

姓名	职务	学历	管理层简历
李鸿	董事长、董事	硕士	长沙市第十二届政协委员, 长沙市工商联副主席, 历任威胜集团有限公司人事部经理、人事总监、行政副总裁、行政中心主任、总裁、湖南威胜信息技术有限公司监事、董事兼总裁。2017年6月至今, 担任威胜信息技术股份有限公司董事兼总经理(总裁)、湖南威铭能源科技有限公司董事长、湖南喆创科技有限公司执行董事、珠海中慧微电子有限公司董事长, 兼任威胜控股有限公司执行董事、威佳创建有限公司董事。
吉喆	董事	本科	历任麦格理大中华区股票资本市场部经理、湖南经典投资有限公司董事、湖南建和房地产开发有限公司副总经理、董事兼总经理、湖南威胜信息技术有限公司董事长, 现任威胜信息技术股份有限公司董事长, 并兼任威胜控股有限公司非执行董事、锐顶国际电力技术有限公司董事、锐顶音响有限公司董事、锐顶全媒体科技有限公司董事、锐顶微电子有限公司董事、深圳锐顶全媒体动力科技有限公司董事、力升投资有限公司董事。于2022年6月1日委任为威胜控股有限公司执行董事及首席执行官。
李先怀	董事、总经理	硕士	高级工程师, 历任长沙人民无线电厂技术员、湖南省水利电力厅职员、威胜集团有限公司研发工程师、副总裁、总监、总经理、湖南威胜信息技术有限公司董事兼副总经理, 2017年6月至今, 担任威胜信息技术股份有限公司董事、副总经理(副总裁), 珠海中慧微电子有限公司董事、珠海慧信微电子有限公司执行董事。
张振华	董事、副总经理	本科	电气工程师, 历任湖南威胜电子有限公司生产工程师、威胜集团有限公司人事部经理助理、出口部经理助理、经理、国际营销副总经理、长沙威胜进出口有限公司国际营销副总经理、威胜集团有限公司海外事业部副总经理, 2016年10月至2017年6月, 历任湖南威胜信息技术有限公司国际营销总经理、副总经理、董事兼副总经理, 2017年6月至今, 担任威胜信息技术股份有限公司董事兼总经理助理、国际营销总经理。
范律	董事、副总经理	硕士	高级程序员, 历任湖南威胜信息技术有限公司软件开发管理员、终端软件部副经理、终端开发部经理、终端总工程师、终端副总经理、终端总经理、董事兼副总经理, 2017年6月至今, 担任公司董事兼总经理助理, 并兼任长沙明启企业管理咨询中心(有限合伙)执行事务合伙人。
钟喜玉	副总经理、董事会秘书、财务总监	硕士	高级会计师, 注册会计师, 历任湖南威胜电子有限公司出纳、会计、威胜集团有限公司财务主管、上市办主任、财务管理部经理、财务总监; 财务中心主任、湖南威胜信息技术有限公司财务总监兼董事会秘书, 2017年6月至今, 担任威胜信息技术股份有限公司财务总监兼董事会秘书、湖南威铭能源科技有限公司董事、珠海中慧微电子有限公司董事。

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

长期稳健增长, 在手订单充裕

公司成长能力稳健, 近年来收入、利润均实现长期增长。2022年营业收入为20.04亿元, 同比增长9.75%; 2016年至2022年, 公司营业收入呈持续增长趋势, 复合增长率为16.70%。利润方面, 2022年公司归母净利润为4.0亿元, 同比增长17.20%, 2016-2022年复合增长率为25.75%。

图14: 2016-2022年威胜信息收入(百万元)及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

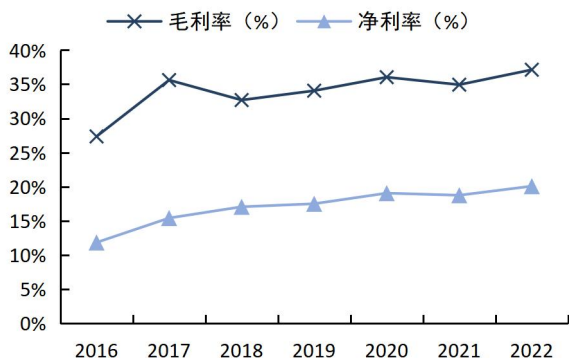
图15: 2016-2022年威胜信息归母净利润(百万元)及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

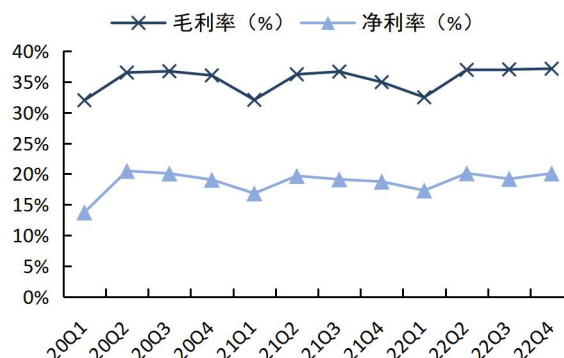
利润增速高于收入增长, 盈利能力有所提升。由于公司产品结构变化、规模效应提升、生产效率提升等因素, 公司整体盈利能力稳步提升。2022年, 公司毛利率为37.12%, 同比上升2.19pct, 2022年公司净利率20.08%, 同比上升1.33pct。

图16: 威胜信息毛利率及净利率(单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

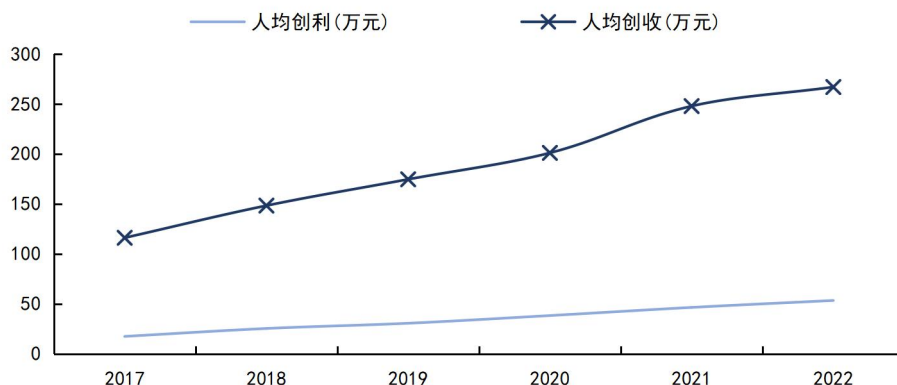
图17: 威胜信息单季度毛利率与净利率(单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

其中, 公司经营效率提升显著, 人均创收、人均创利持续增长。公司运用智能制造技术, 提升了自动化生产覆盖率, 生产效率及质量均有提升。2022年公司生产人均产值同比提升了15%, 关键工序的质量直通率达到了99.05%, 提升1.6个百分点。总体来看, 近年来, 公司人均创收、人均创利均持续提升。

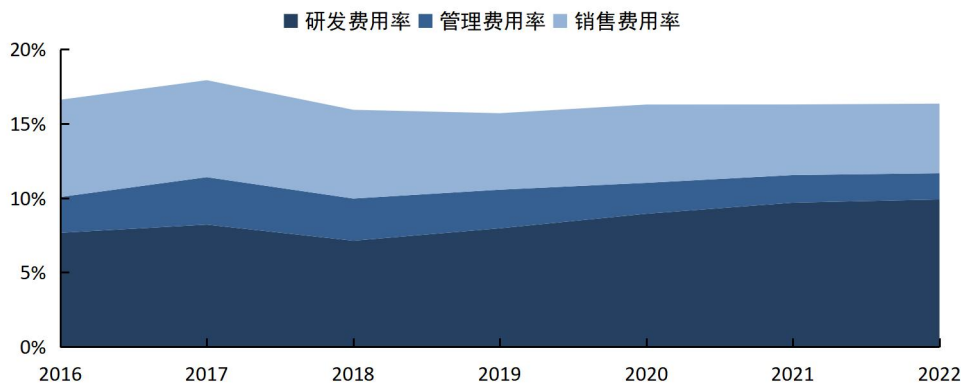
图18: 威胜信息三项费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

费用率水平稳定, 控费能力显著。近三年, 公司费用率基本维持在 16%左右, 控费能力突出。在“双碳”国家战略目标和新型电力系统构建下, 公司持续提升研发能力、积极参与新产品新技术规范标准建设, 研发投入不断增加, 2022 年公司的研发费用为 1.99 亿元, 同比增长 4.17%, 研发费用率为 9.91%, 同比上升 2.25%; 销售费用率和管理费用率呈下降趋势, 2022 年公司的销售费用率和管理费用率分别为 4.68%和 1.76%, 分别同比下降 1.46%和 5.09%。

图19: 威胜信息三项费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

营运能力表现总体稳定。2022 年公司存货规模达 2.63 亿元, 较 2021 年 2.37 亿元增加 0.26 亿元。分结构来看, 原材料等库存同比减少, 增加主要来源于在产品——22 年期末余额为 1.02 亿元, 同比增长超 5000 万元。考虑到公司在手订单充裕 (详见后文), 在产品增长具有合理性, 整体供应链管控能力维持稳健。

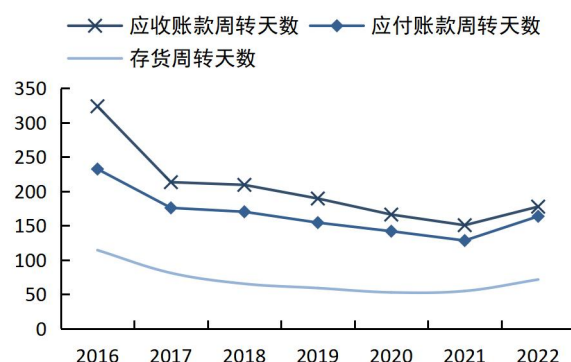
其他营运能力方面, 总体来看, 由于以电网客户为主, 公司账期相对较长, 近年来公司应收、应付账款周转天数总体呈现下降态势, 2022 年应收账款周转天数增长主要原因为收入增长和受疫情反复影响部分客户履约周期延长影响。

图20: 威胜信息存货(百万元)及环比变动



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

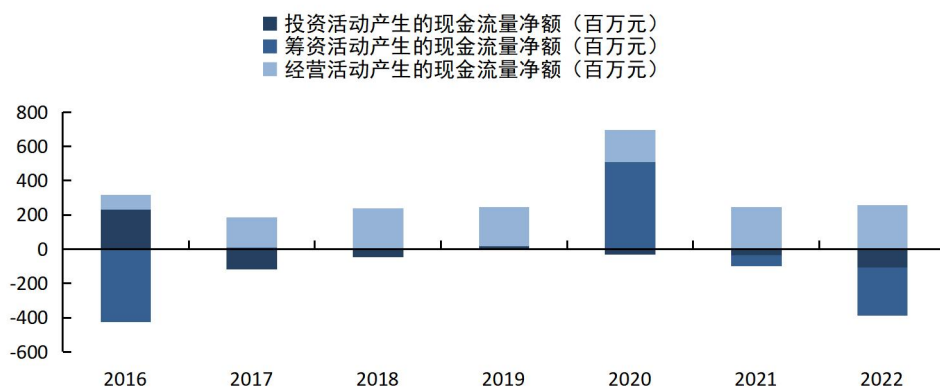
图21: 威胜信息营运能力(周转天数)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营活动现金流稳定。公司 2022 年经营活动净现金流为 2.57 亿元, 公司经营性净现金流量常年为正, 凸显运营能力。

图22: 威胜信息现金流情况(%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

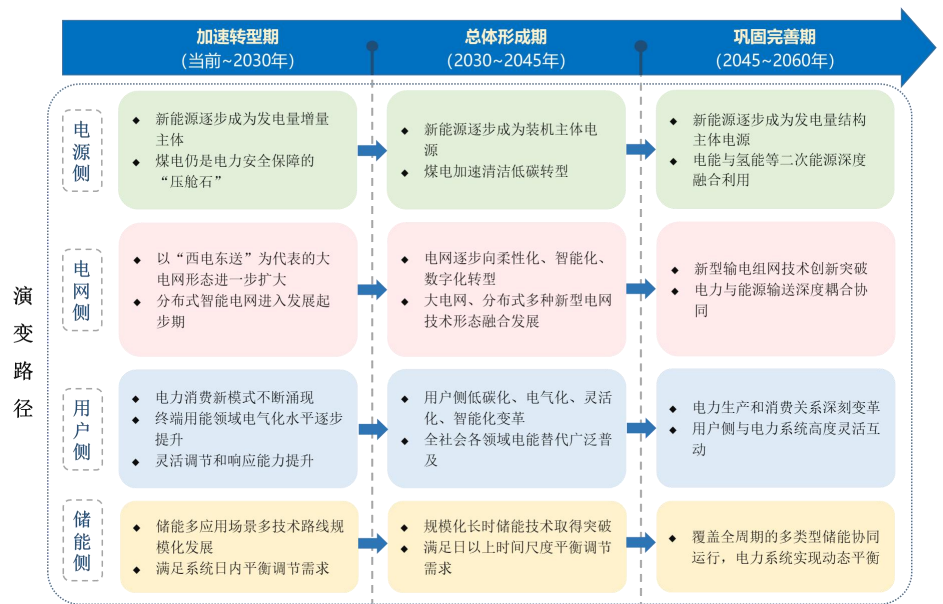
公司在手订单充盈, 支撑后续持续发展。根据公司公告, 截至 2022 年末, 公司在手合同 25.16 亿元, 同比增长 42.19%; 2022 年新签合同 31.76 亿元, 同比增长 28.42%, 为后续业绩发展提供有力支撑。

电网数字化：新型电力系统趋势下加速推进

新型电力系统加速建设，推动电网数字化转型

新型电力系统是实现“双碳”目标的关键载体，我国正处于加速转型期。新型电力系统以高比例新能源供给消纳体系建设为主线任务，以源网荷储多向协同、灵活互动为坚强支撑，以坚强、智能、柔性电网为枢纽平台，具备安全高效、清洁低碳、柔性灵活、智慧融合四大重要特征。根据《新型电力系统发展蓝皮书（征求意见稿）》，我国正处于新型电力系统构建的加速转型期。而智慧融合是构建新型电力系统的基础保障，推动电力数字化进程加速。

图 23：新型电力系统构建“三步走”规划



资料来源：国家能源局《新型电力系统发展蓝皮书（征求意见稿）》，国信证券经济研究所整理

政府部门与电网企业对于电网数字化转型大力支持，政策重视度高，电网相关投资有望加速落地：

政策来看，近年来，国家高度重视电网数字化的建设，陆续出台相关政策支持例如近期，国家能源局先后发布《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》，提出以数字化智能化电网支撑新型电力系统建设。

表3：我国近期电网数字化相关政策

时间	政策名称	部门	重点内容解读
2023.3	《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》	国家能源局	以数字化智能化电网支撑新型电力系统建设如推动实体电网数字呈现、仿真和决策等；以数字化智能化用能加快能源消费环节节能提效，如推动柔性负荷智能管理、虚拟电厂优化运营、分层分区精准匹配需求响应资源等
2023.4	《2023年能源工作指导意见》	国家能源局	加快建设智能配电网、主动配电网，提高接纳新能源的灵活性和多元负荷的承载力，提升生产生活用电电气化水平，重点推进工业、建筑、交通等领域清洁低碳转型。
2022.4	《安徽省国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	安徽省人民政府	重点研发可控核聚变、制氢、储氢及运输，小分子催化，煤炭清洁利用，智能电力电网、分布式能源等技术。
2022.5	《四川省“十四五”能源发展规划》	国务院、四川省政府	统筹推进电源建设、推动电网提档升级培育能源新技术新业态、强化能源民生服务保障、推进能源合作、建立健全现代能源治理体系。
2022.6	《山东省电力发展“十四五”规划》	山东省人民政府	持续构建坚强高效网架结构，建立完善电力智慧运行体系，集中攻关新型电力系统技术，着力打造新型高端电力智库。
2022.6	《重庆市能源发展“十四五”规划（2021-2025年）》	重庆市人民政府	坚持创新驱动，智慧融合。把创新作为推动能源发展的第一动力，着力提升能源科技创新能力、加快能源产业数字化和智能化升级。
2022.6	《北京市“十五”时期电力发展规划》	北京市城市管理委员会	依托互联网、大数据等信息技术，探索支持用户配电室打造无人值守、远程集控、智慧巡检、智能诊断等智能运行新模式，实现全自动故障处理，进一步提高用电安全水平。结合先进信息通信技术，推动电力领域智能化运维水平升级和设备性能优化。

资料来源：国家能源局等政府官网，国信证券经济研究所整理

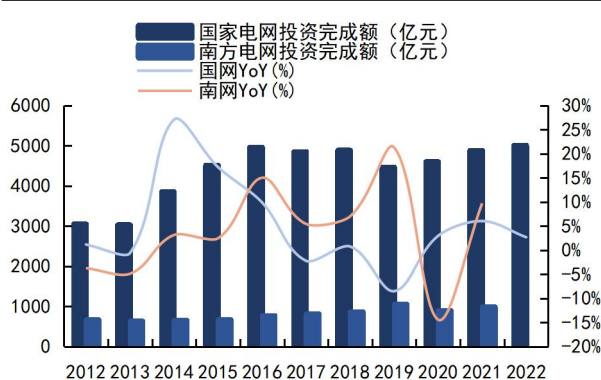
实际建设投资支持也在持续落地。我国电网投资已进入新型电力系统建设阶段，投资规模重新增长。分电网企业来看，即便疫情干扰，2022年国网完成投资5012亿元，同比增长2.7%；规划2023年完成投资额5200亿元，“十四五”总规划投资3500亿美元。南网方面，根据其“十四五”规划，南网计划投资6700亿元，年均投资额为1340亿元。

图24：2012-2022年我国电力系统投资情况（亿元）



资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

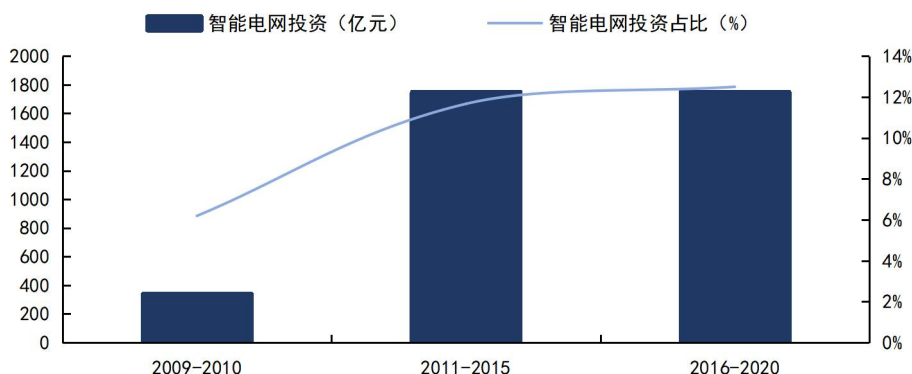
图25：2012-2022年国网与南网实际投资额（亿元）



资料来源：国家电网，南方电网，国信证券经济研究所整理

其中，电网智能化占投资额比例不断提升。智能电网是实施新能源战略和优化能源资源配置的重要平台，也是构建新型电力系统、提高源网荷储协同互动能力的重要基础。2009-2020年国家电网的智能化投资占总投资比例不断上升，预计“十四五”期间智能电网投资有望再加速。

图 26: 2009-2020 年国家电网智能化投资额及占比 (亿元)

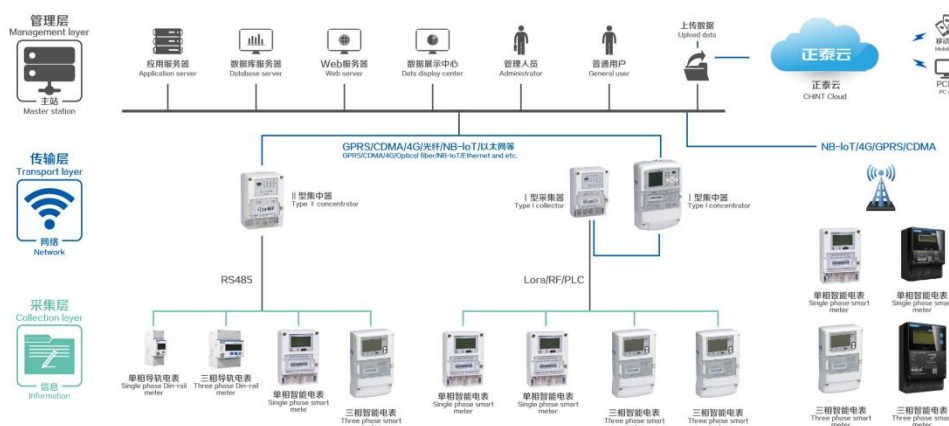


资料来源: 国家电网《国家电网智能化规划总报告(修订稿)》, 国信证券经济研究所整理

用电侧标准迭代升级, 配网智能化投资加速

用电侧的信息化改造历史已久。回顾历史来看, 2009 年国家电网启动“坚强智能电网”发展计划, 其中智能化投资环节中用电侧占比最高, 核心用于建设用电信息采集系统, 相关设备迎来快速发展期。用电信息采集系统又被称为自动抄表系统, 一般由采集器、集中器和智能电表等部分组成, 主要用于对电力耗用情况进行自动读取和处理。公司在用电信息采集, 涉及产品主要包括通信模块以及通信网关(包括采集器、集中器、专变采集终端等)。

图 27: 用电信息采集系统架构



资料来源: 国家电网《国家电网智能化规划总报告(修订稿)》, 国信证券经济研究所整理

基于此, 存量市场中: 通信模块处于双模切换周期: (1) 2014 年以前, 随着第一轮智能电表改造开始实施, 智能电表的市场需求迅速上升, 为智能电表行业快速发展时期, 这一阶段的通信产品主要以窄带电力线载波通信产品为主; (2) 2015-2017 年, 国家电网智能电表的覆盖率全面提升, 智能电表需求逐渐趋于饱和, 招标量开始逐年下降, 并于 2017 年达到低谷; (3) 2018-2022 年, 2018 年四季度国家电网启动新一轮改造, 开始对宽带电力线载波通信产品进行招标, 存量智能电表的更新换代需求拉动了智能电表市场需求的又一轮回升; (4) 2022 年四季度开始, 国网招标开始完全导向双模产品(HPLC+HRF)。

图 28: 国家电网智能电表招标量 (万只)



资料来源: 国家电网, 国信证券经济研究所整理

图 29: 南方电网智能电表招标金额 (亿元)



资料来源: 南方电网, 国信证券经济研究所整理

表 4: 国内电网用电信息采集本地通信技术演进及发展

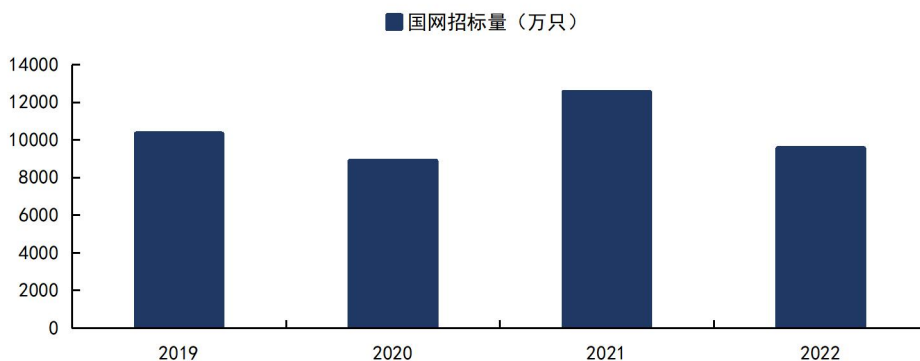
通信速率	窄带通信		高速通信		
技术演进	窄带单载波		窄带 OFDM 多载波	高速 OFDM 多载波	高速 OFDM 双模 (电力线及射频无线)
传输介质类型	单载波电力线	单载波微功率无线	OFDM 电力线通信	OFDM 电力线通信	OFDM 电力线/无线双模
应用时间	自 2007 年开始规模试点; 2009 年智能电网建设开始	2011 年国网有应用; 2013 年国网颁布电力用户用电信息采集系统微功率无线通信协议标准	2010 年在国内电网开始应用; 2017 年形成窄带 OFDM 统一规范; 2018 年第四季	2017 年 6 月国家电网发布	2020 年标准发布; 2022 年 5 月江苏省网首次
建设周期	国内电网窄带通信用电信息采集系统第一期建设		始于 2018 年第四季		始于 2022 年第四季
工艺设计	0.35 μm - 55nm 制程		90nm - 28nm 制程		
产品性能	最高通信速率: 5.6kbps-45kbps		最高通信速率: 300kbps	最高通信速率 10Mbps, 典型通信速率 < 500kbps	
市场分布	国网及南网用电信息采集本地通信, 以及非电网物联网应用			国网互联互通高速载波规范目前主要用于国网高速用电信息采集。	
产品替代	由于电网公司在窄带载波没有统一、互联互通的标准, 因此产品可替代性不强。			由于电网公司在高速载波有统一、互联互通的标准, 因此产品可替代性强。	

资料来源: 力合微招股说明书, 华为, 环球表计, 国信证券经济研究所整理

因此, 通信模块市场方面, 考虑到双模产品将主要替换前期窄带模块, 预期 23 年国网招标在 1 亿只左右。从总量来看, 据志翔科技, 截至 2022 年 12 月, 全国智能电表保有量已超过 6.5 亿只, 2019-2022 年国网 HPLC 模块招标量估算在 3.5 亿个, 窄带市场替换空间约在 2 亿只左右。基于此, 参考 2019 年 HPLC 应用的首个完整年度, 我们预计 2023 年国网双模招标在 1 亿只左右。

价格方面, 目前来看双模产品价格提升有限。从 2022-2023 年已招标的双模产品项目来看, 双模模块综合中标价格约在 60-75 元之间, 对比单模价格来看提升有限。结合量价关系来看, 预计 2023 年电网企业直采的双模模块市场总体维持稳定。

图30: 2019-2022年国网通信单元招标情况(万只)



资料来源: 环球表计, 国家电网, 国信证券经济研究所整理; 注: 2022年数据根据各省网公司配网物资招标数量加总计算, 非完全统计

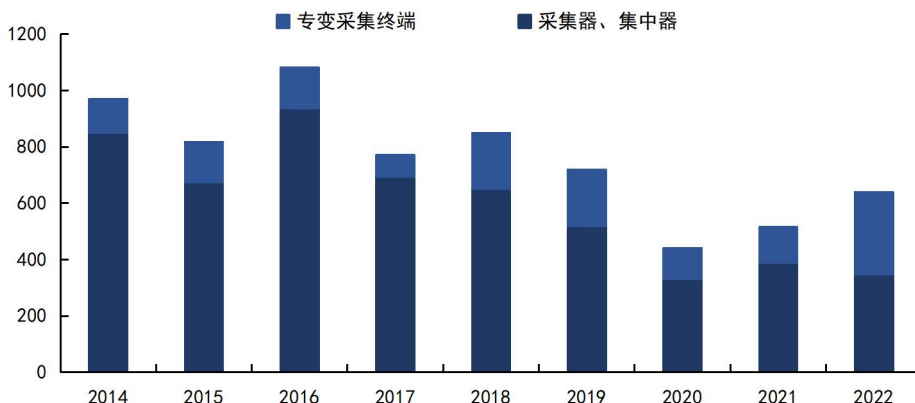
表5: 2022-2023年国网部分PLC通信单元招标情况

中标日期	招标项目	物资名称	数量(万个)	投标报价(万元)	综合ASP(元/个)
2023.04	上海市电力公司2023年第二次配网物资协议库存招标采购	通信单元, 本地, 1级三相表, HPLC+HRF, 无, OFDM	50	13680.0	61.2
		通信单元, 本地, 2级单相表, HPLC+HRF, 无, OFDM	170		
		通信单元, 本地, 集中器I型, HPLC+HRF, 无, OFDM	3.5		
2022.12	国网新疆电力有限公司2022年第二次配网物资协议库存招标采购	通信单元, 本地, 1级三相表, HPLC+HRF, 无, OFDM	20.17	4973.5	63.4
		通信单元, 本地, 2级单相表, HPLC+HRF, 无, OFDM	57.13		
		通信单元, 本地, 集中器I型, HPLC+HRF, 无, OFDM	1.15		
2022.11	国网河南省电力公司2022年第三次配网物资协议库存招标采购	能源控制器模组, 公变, 本地通信, HPLC	0.56	66662.1	59.1
		通信单元, 本地, 1级三相表, HPLC, 无, OFDM	167.55		
		通信单元, 本地, 2级单相表, HPLC, 无, OFDM	949.45		
2022.11	国网湖北省电力有限公司2022年第二次配网物资协议库存招标采购	通信单元, 本地, 集中器I型, HPLC, 无, OFDM	10.61	16320	64.5
		通信单元, 本地, 1级三相表, HPLC, 无, OFDM	38.50		
		通信单元, 本地, 2级单相表, HPLC, 无, OFDM	211.00		
		通信单元, 本地, 集中器I型, HPLC, 无, OFDM	3.54		

资料来源: 国家电网, 国信证券经济研究所整理

通信网关方面, 招标产品结构与标准迭代驱动2022年量价齐升。总部共招标采购采集器、集中器176.9万套, 专变采集终端(含能源控制器专变)127.7万套, 同比增长22.5%; 采集器、集中器招标金额约30.1亿元, 专变采集终端招标金额约28.5亿元, 同比增长86.9%, 呈现量价齐升趋势。

具体来看, 由于2022年国网发布了2022年版本的集中器I型和专变采集终端物资采购标准, 新标准下产品价值量提升。且2022年国网集采对于集中器I型(同比提升83%)和专变采集终端(同比提升23%)采购数量提升, 推动综合采购均价提升显著。

图 31：2014–2022 年国网用户信息采集系统招标情况（万只）


资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理；注：招标数量包含通信单元、能源控制器模组等

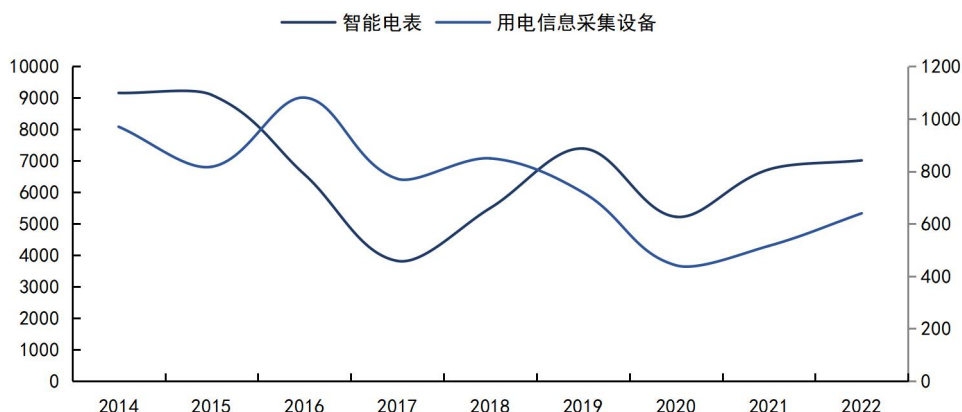
表 6：2021–2022 年国网总部用电信息采集情况

中标日期	招标项目	物资名称	数量（万个）	投标报价（万元）	综合 ASP（元/个）
2021-06	国家电网有限公司 2021 年第二批采购（营销项目第一次电能表（含用电信息采集）招标采购）	采集器	3.0	141521.1	1207.1
		集中器 I 型	31.4		
		集中器 II 型	35.1		
		能源控制器（公变）	15.3		
		专变采集终端	26.7		
2021-11	国家电网有限公司 2021 年第四十八批采购（营销项目第二次电能表（含用电信息采集）招标采购）	能源控制器模组、通信单元	129.9	179459.4	1307.8
		集中器 I 型	50.4		
		集中器 II 型	49.2		
		台区智能融合终端	1.6		
		专变采集终端	36.1		
2022-03	国家电网有限公司 2022 年新增第三批采购（营销新增批次电能表（含用电信息采集）招标采购）	能源控制器模组、通信单元	136.9	35078.7	1187.5
		集中器 I 型	14.7		
		专变采集终端	14.9		
		能源控制器模组、通信单元	21.6		
		集中器 I 型	71.9		
2022-06	国家电网有限公司 2022 年第三十批采购（营销项目第一次电能表（含用电信息采集）招标采购）	集中器 II 型	15.1	324129.1	2125.0
		专变采集终端	65.5		
		能源控制器模组、通信单元	180.6		
		集中器 I 型	62.9		
		集中器 II 型	35.2		
2022-11	国家电网有限公司 2022 年第六十一批采购（营销项目第一次电能表（含用电信息采集）招标采购）	专变采集终端	47.3	227012.0	1852.2
		能源控制器模组、通信单元	133.0		
		采集器/集中器、专变采集终端（不含模组、控制器单元）	248.6		
		采集器/集中器、专变采集终端（不含模组、控制器单元）	304.6		
		采集器/集中器、专变采集终端（不含模组、控制器单元）	304.6		
2021 小计			248.6	320980.5	1290.9
2022 小计			304.6	586219.8	1924.3
同比			22.5%	86.9%	

资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理；注：表中 ASP 计算基于投标报价和设备采购数量计算，不包含通信单元、控制器模组采购数量

电表采购周期有望到来，用电侧投资加大，用电信息采集设备同步受益。如前文所示，上一轮电表采购周期以 2014–2015 年为高峰，年采购规模超 9000 万台。智能电表的替换周期约为 7–8 年，考虑到 21 年缺芯、22 年疫情压制替换节奏等因素，实际电表采购高峰有望在 2023 年起落地，用电信息采集设备需求或同步趋势。

图 32: 2014-2022 年国网用户信息采集系统招标情况 (万只)



资料来源: 国家电网, 国信证券经济研究所整理; 注: 招标数量包含通信单元、能源控制器模组等

增量市场方面, 配网侧智能化改造有望成为后续投资重点。配电网是能源生产、转换、消费的关键环节, 协助可再生能源消纳, 联接多方市场主体, 正逐渐成为电力系统的核心。据《南方电网“十四五”电网发展规划》, “十四五”期间南方电网将投资约 6700 亿元, 其中 3200 亿元投向配电网, 占比 47.8%。各地电网公司陆续提出建设世界一流城市配电网, 即在能源互联网连接之下, 满足分布式可再生能源和市场化灵活负荷接入需求的、设备高度互联互通的智能配电网。电网建设有望进入配网侧智能化改造的高景气周期。

表 7: 国家电网、南方电网“十四五”期间配电网投资规划

发起主体	规划内容
国家电网	到 2025 年, 公司经营区跨省跨区输电能力约 3.0 亿千瓦, 2030 年约 3.5 亿千瓦, 输送清洁能源占比达到 50% 以上; 加大配电网建设投入, “十四五”配电网建设投资超过 1.2 万亿元, 占比将超 60%。配电网建设列入“十四五”工作重点, 规划投资 3200 亿元, 占比约 48%。全面推进以故障自愈为方向的配电自动化建设, 有效实现配网状态监测、故障快速定位、故障自动隔离和网络重构自愈。逐步延伸自动化覆盖面, 推进智能配电站、智能开关站、台架变智能台区建设, 推进微电网建设, 推广应用智能网关, 开展配电网柔性化建设。
南方电网	全面推进以故障自愈为方向的配电自动化建设, 有效实现配网状态监测、故障快速定位、故障自动隔离和网络重构自愈。逐步延伸自动化覆盖面, 推进智能配电站、智能开关站、台架变智能台区建设, 推进微电网建设, 推广应用智能网关, 开展配电网柔性化建设。

资料来源: 国家电网, 南方电网, 国信证券经济研究所整理

配电网智能化改造中, 公司有望核心受益台区的智能改造。面临新型电力系统发展趋势, 现有配电台区面临较多问题, 例如供电路径较为复杂, 设备通讯方式、协议种类较多、抢修效率低等。总体来看, 台区智能化改造升级主要由以下几个方向构成:

(1) 台变侧升级台区智能融合终端, 汇集台区物联感知设备, 依托边缘计算技术实现数据采集、通信连接、就地计算和分析的功能。

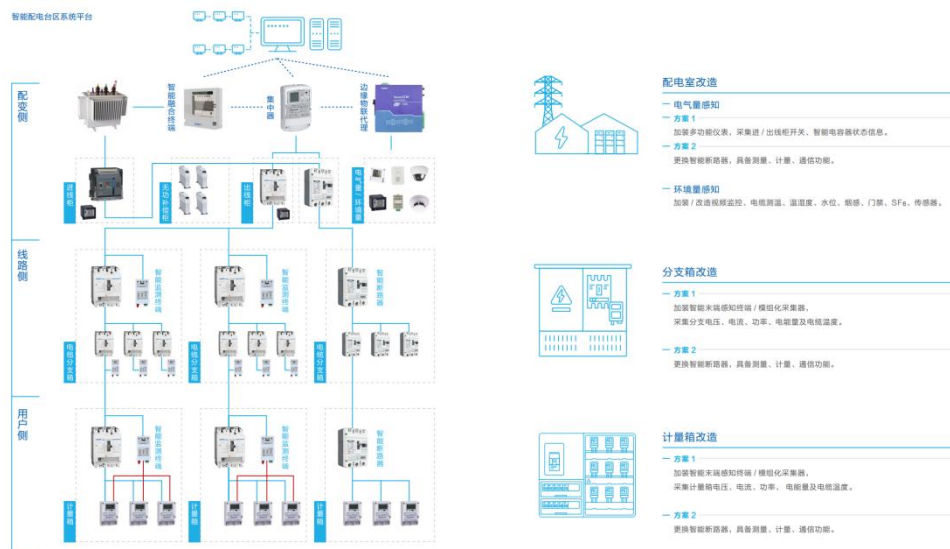
(2) 线路侧改造方案主要针对分支箱增加监测终端, 新建方案采用智能断路器。智能断路器通过微功率无线、HPLC 等多种通信方式接入融合终端, 将增加通信模块需求, 实现对配电线路环境变量、地理位置、分支箱状态、负荷数据、开关状态等信息的监测, 支撑电气拓扑识别、线路故障告警、线损分析等功能。

(3) 用户侧除智能电表外, 新增如智能隔离开关等设备, 可通过 HPLC 直接采集用户侧感知数据的有效监测实现电价计量、用户负荷感知、用电安全隐患辨识等。

根据物联传媒数据, 我国约有 800 万个公变台区, 基于此, 参考 2021 年国网总部集采台区智能融合终端价格 (约 4717 元), 估算市场容量超 370 亿元; 参考联桥

科技的台区试点方案，即一个台区智能融合终端配套 6 套分支箱监测终端、15 套表箱监测终端，假设分支箱监测终端单价 1000 元、表箱监测终端单价 400 元，综合来看单个台区改造成本约 2 万元（实际情况由于台区覆盖规模及适配产品档次有变动），综合市场空间超过 1300 亿元。

图 33: 智能配电网台区系统架构

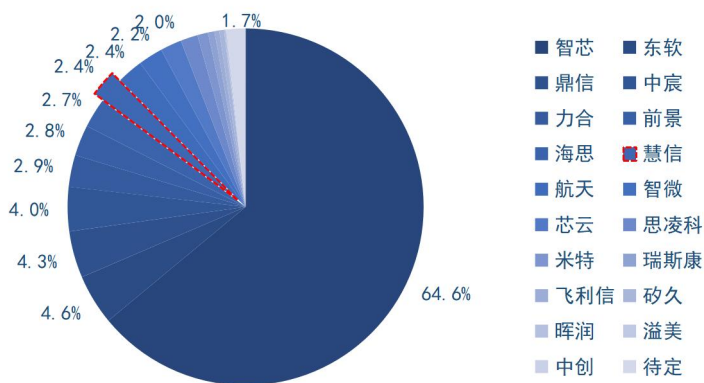


资料来源：正泰集团，国信证券经济研究所整理

用电信息采集设备龙头，稳居电网第一梯队供应商

通信模块：国网市场芯片方案智芯微一家独大。电力线载波模块市场中，从芯片方案份额来看，国网招标中智芯微具有垄断性，其市场份额常年在 60%以上，公司孙公司珠海惠信方案市场份额在 2-3%左右。

图 34: 22H1 国网 HPLC 招标芯片方案情况



资料来源：国家电网，环球表计，国信证券经济研究所整理

从公司中标角度，总体格局相对分散，公司份额处于第一梯队。国网市场方面，以 22H1 招标情况为例，单一公司中标份额的上限仅在 5-6%左右；公司份额方面，包括威胜信息及子公司珠海中慧，合计份额约 4-5%，处于行业领先。

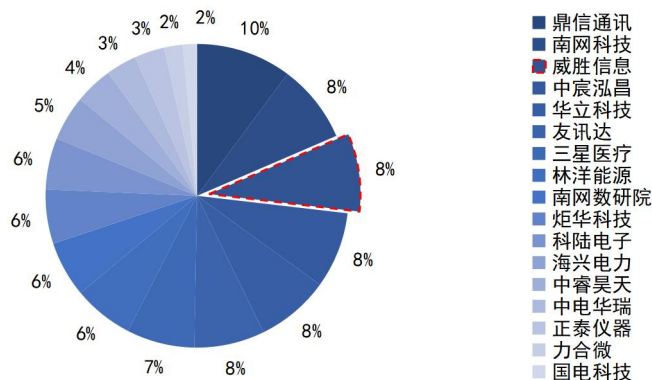
南网市场方面，2022 年南网完成两次计量产品框架项目招标，其中通信模块合计招标金额约 9.1 亿元，其中公司中标约 7616 万元，市场份额约 8.3%，位居第一梯队。

表 8: 22H1 国网 HPLC 招标前十大中标厂商（按中标数量，包括珠海中慧）

厂商名称	中标数量（万个）	份额	中标金额（万元）	份额
国电科技	322	5.5%	18446	4.9%
中宸微	236	4.0%	14105	3.7%
鼎信通讯	229	3.9%	14781	3.9%
友讯达	201	3.4%	12473	3.3%
东软载波	196	3.4%	12637	3.3%
威胜信息	179	3.1%	11728	3.1%
许继仪表	175	3.0%	11745	3.1%
前景无忧	172	2.9%	11664	3.1%
华立科技	168	2.9%	9727	2.6%
智芯微	163	2.8%	10506	2.8%
珠海中慧	74	1.3%	4606	1.2%
总计招标	5832	100%	379225	100%

资料来源：国家电网，环球表计，国信证券经济研究所整理

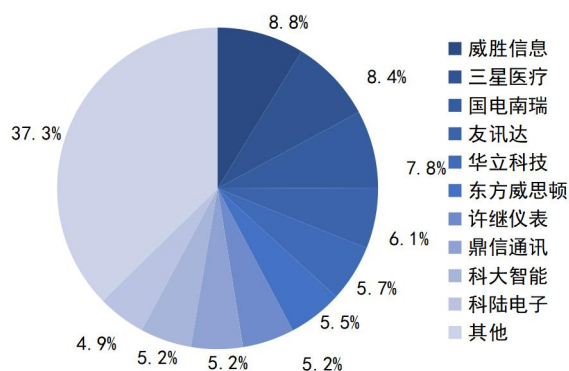
图 35: 2022 年南网通信模块招标份额情况



资料来源：南方电网，国信证券经济研究所整理

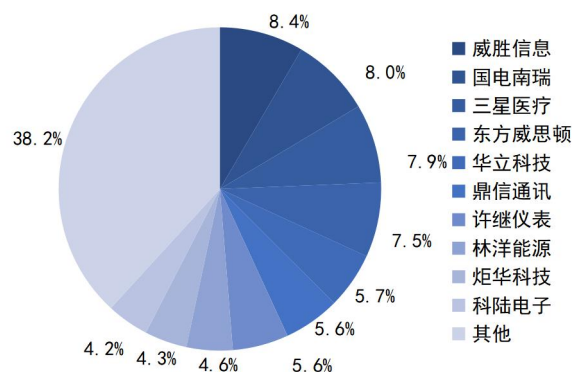
公司是用电信息采集设备的龙头供应商，招标份额长期位居前列。国网市场方面，公司长期位于用电信息采集设备招标前五厂商，2021-2022 年均位居行业首位，份额超过 8%。从南网计量自动化终端（包括低压集抄系统设备、厂站电能量采集终端、负荷管理终端及配变监测计量终端）招标情况来看，2021-2022 年公司份额均为第一，2022 年份额提升至 30%。

图 36: 2021 年国网总部用电信息采集设备中标份额



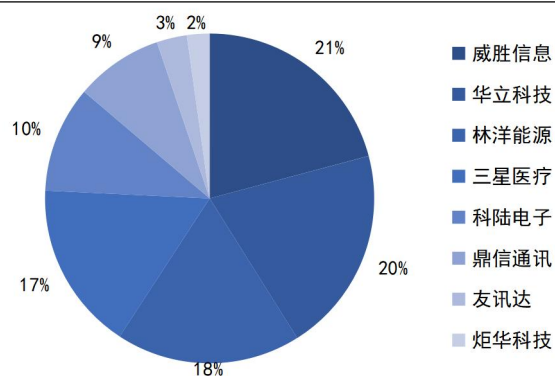
资料来源: 国家电网, 国信证券经济研究所整理; 注: 国电南瑞份额包括安徽南瑞中天电力电子有限公司、南控公司及国电南瑞三能电力仪表(南京)有限公司, 后同

图 37: 2022 年国网总部用电信息采集设备中标份额



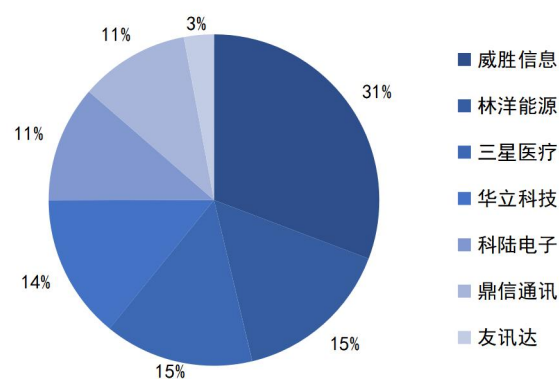
资料来源: 国家电网, 国信证券经济研究所整理

图 38: 2021 年南方电网计量自动化终端中标份额



资料来源: 南方电网, 国信证券经济研究所整理

图 39: 2022 年南方电网计量自动化终端中标份额



资料来源: 南方电网, 国信证券经济研究所整理

海外市场：乘“一带一路”东风，市场空间广阔

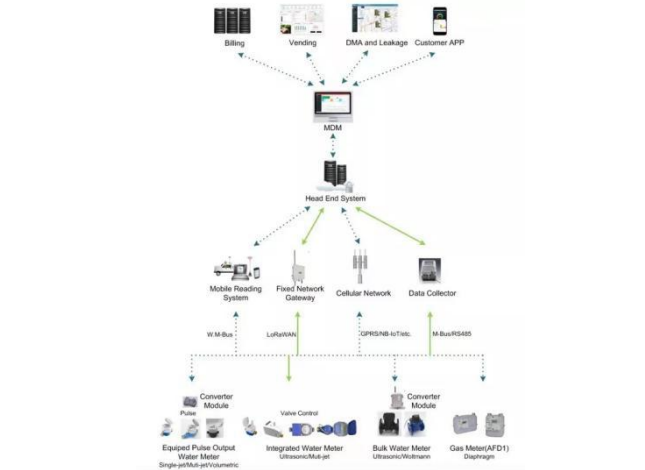
除国内电网的数字化进程，公司在海外市场的布局也逐渐走向收获期：公司在海外布局的业务主要涉及两大类，第一类是以 AMI 整体解决方案为基础的电力物联网建设业务，另一类是以电水气热综合能源解决方案为基础的智慧城市业务。

图 40：公司海外电力 AMI 解决方案



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图 41：公司海外 AMR/AMI 智能水表及解决方案



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

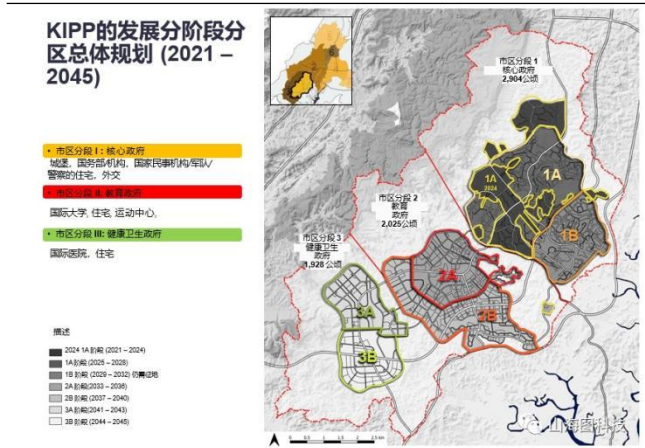
“一带一路”沿线国家城市新基建计划陆续推出。近年来，随着“一带一路”沿线国家的经济发展，多个国家提出了城市新基建计划，例如埃及启动新行政首都智慧城市建设计划、印尼发布新首都智慧城市建设计划、缅甸推出新仰光智慧城市建设规划、孟加拉提出‘数字孟加拉’发展愿景、印度提出 100 个智慧城市建设计划。公司在相关国家和地区已有前瞻布局，在包括埃及、印尼、巴勒斯坦、孟加拉、墨西哥、巴西以及沙特等地持续拓展。

图 42：埃及开罗新首都建设计划



资料来源：开罗新城社区管理局，国信证券经济研究所整理

图 43：印尼新首都建设规划



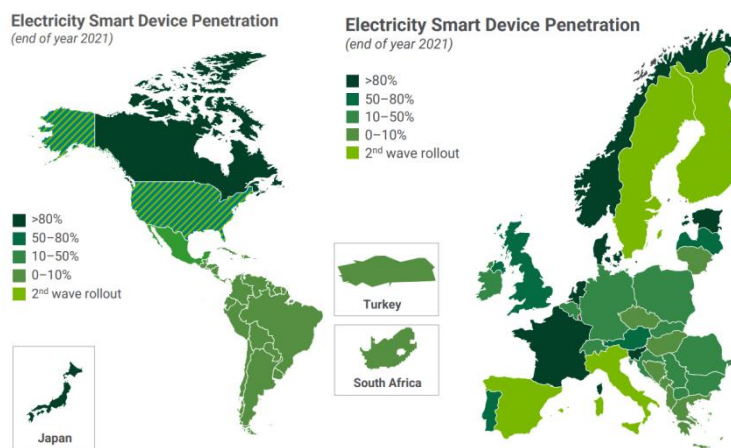
资料来源：山海图科技，国信证券经济研究所整理

随着基建投资落地，相关国家和地区电力 AMI、智慧水务等相关需求将持续释放：

- (1) “一带一路”沿线国家电力 AMI 起步较晚，发展空间广阔。据仪表网，相

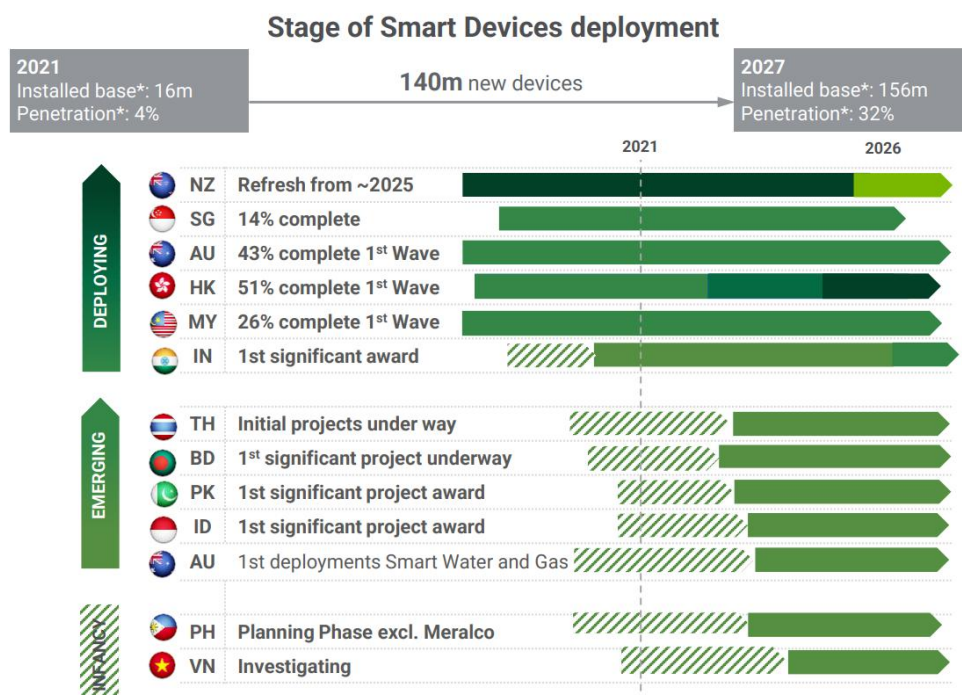
比美欧及中国等地区，“一带一路”沿线的东欧、东南亚、中亚和西非等地区的智能电表和用电信息采集起步较晚，落后国内约5-10年。据Frost&Sullivan数据，2021年东南亚、拉美大部分地区智能电表的渗透率在10%以下。

图44: 拉美等地区智能电表渗透率低（2021）



资料来源: Frost & Sullivan, Landis+Gyr Intelligence, 国信证券经济研究所整理

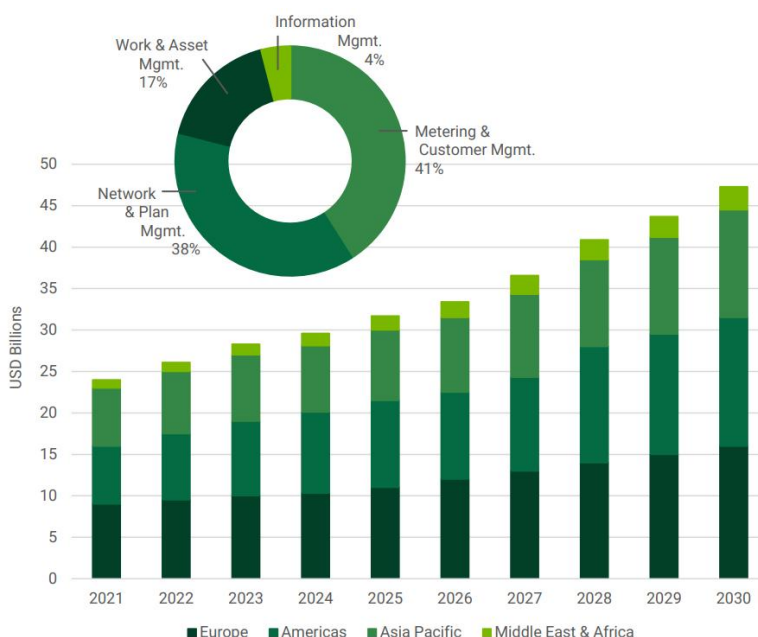
图45: 亚太地区多数国家和地区处于智能表计第一次应用阶段



资料来源: Frost & Sullivan, Landis+Gyr, 国信证券经济研究所整理

(2) 海外智能水务市场方面，据Bluefield Research数据，预计2025年全球智能水务相关投资将突破300亿美元，21-30年全球累计投资规模达到3380亿美元，年复合增速约8.8%，其中41%的投资将用于计量与客户管理解决方案。

图 46: 全球水务数字化投资预测 (十亿美元)



资料来源: Bluefield Research, Landis+Gyr, 国信证券经济研究所整理

公司海外市场持续拓展, 在电力、水务等不同领域持续中标。2022 年全年公司海外中标合同额预计超 6.5 亿, 其中智慧水务合同额超 1.65 亿, 占比达 25.38%; 公司多次在埃及市场成功获得国有水司智慧水务项目订单。电力 AMI 方面, 在 2022 年孟加拉国电力发展委员会组织的公开国际招标项目中, 公司在其中三个电力 AMI 标段中综合排名第一, 预中标金额合计折合近 1 亿元人民币; 9 月份非洲市场新增电力 AMI 产品订单 15 万台/套, 三季度持续收获订单超 50 万台/套。总体来看, 目前海外市场主要以监测终端为主 (如各类表计产品), 随着电力 AMI 持续建设, 公司在国内具备极强竞争力的网络层产品有望加速出海。

表9：《数字中国建设整体布局规划》要点

项目	详情
“2522”框架	
夯实数字基础设施	打通数字基础设施大动脉。加快 5G网络与千兆光网协同建设，深入推进IPv6规模部署和应用，推进移动物联网全面发展，大力推进北斗规模应用。系统优化算力基础设施布局 ，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。整体提升应用基础设施水平，加强传统基础设施数字化、智能化改造。
“两大基础”	畅通数据资源大循环。构建国家数据管理体制机制，健全各级数据统筹管理机构。推动公共数据汇聚利用，建设公共卫生、科技、教育等重要领域国家数据资源库。释放商业数据价值潜能， 加快建立数据产权制度，开展数据资产计价研究，建立数据要素按价值贡献参与分配机制。
数据资源体系	
“五位一体”	经济、政治、文化、社会、生态文明建设
	推进数字技术与 经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体” 深度融合
数字技术创新体系	构筑自立自强的数字技术创新体系。健全社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制，加强企业主导的产学研深度融合。强化企业科技创新主体地位，发挥科技型骨干企业引领支撑作用。加强知识产权保护，健全知识产权转化收益分配机制。
“两大能力”	
数字安全屏障	筑牢可信可控的数字安全屏障。切实维护网络安全，完善网络安全法律法规和政策体系。增强数据安全保障能力，建立数据分类分级保护基础制度，健全网络数据监测预警和应急处置工作体系。
“两个环境”	国内国际
	建设公平规范的数字治理生态、构建开放共赢的数字领域国际合作格局。
目标	
	基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，数字中国建设取得重要进展。数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放，数字经济发展质量效益大幅增强，政务数字化智能化水平明显提升，数字文化建设跃上新台阶，数字社会精准化普惠化便捷化取得显著成效，数字生态文明建设取得积极进展，数字技术创新实现重大突破，应用创新全球领先，数字安全保障能力全面提升，数字治理体系更加完善，数字领域国际合作打开新局面。
2025	
2035	数字化发展水平进入世界前列，数字中国建设取得重大成就。数字中国建设体系化布局更加科学完备，经济、政治、文化、社会、生态文明建设各领域数字化发展更加协调充分，有力支撑全面建设社会主义现代化国家。
保障措施	
加强组织领导	坚持和加强党对数字中国建设的全面领导，在党中央集中统一领导下，中央网络安全和信息化委员会加强对数字中国建设的统筹协调、整体推进、督促落实。充分发挥地方党委网络安全和信息化委员会作用，健全议事协调机制，将数字化发展摆在本地区工作重要位置，切实落实责任。各有关部门按照职责分工，完善政策措施，强化资源整合和力量协同，形成工作合力。
健全体制机制	建立健全数字中国建设统筹协调机制，及时研究解决数字化发展重大问题，推动跨部门协同和上下联动，抓好重大任务和重大工程的督促落实。开展数字中国发展监测评估。 将数字中国建设工作情况作为对有关党政领导干部考核评价的参考。
保障资金投入	创新资金支持方式，加强对各类资金的统筹引导。发挥国家产融合作平台等作用，引导金融资源支持数字化发展。鼓励引导资本规范参与数字中国建设，构建社会资本有效参与的投融资体系。
强化人才支撑	增强领导干部和公务员数字思维、数字认知、数字技能。统筹布局一批数字领域学科专业点，培养创新型、应用型、复合型人才。构建覆盖全民、城乡融合的数字素养与技能发展培育体系。
营造良好氛围	推动高等学校、研究机构、企业等共同参与数字中国建设，建立一批数字中国研究基地。统筹开展数字中国建设综合试点工作，综合集成推进改革试验。办好数字中国建设峰会等重大活动，举办数字领域高规格国内国际系列赛事，推动数字化理念深入人心，营造全社会共同关注、积极参与数字中国建设的良好氛围。

资料来源：国务院，国信证券经济研究所整理

公司产品在智慧水务、智慧水利、智慧消防等领域持续发展

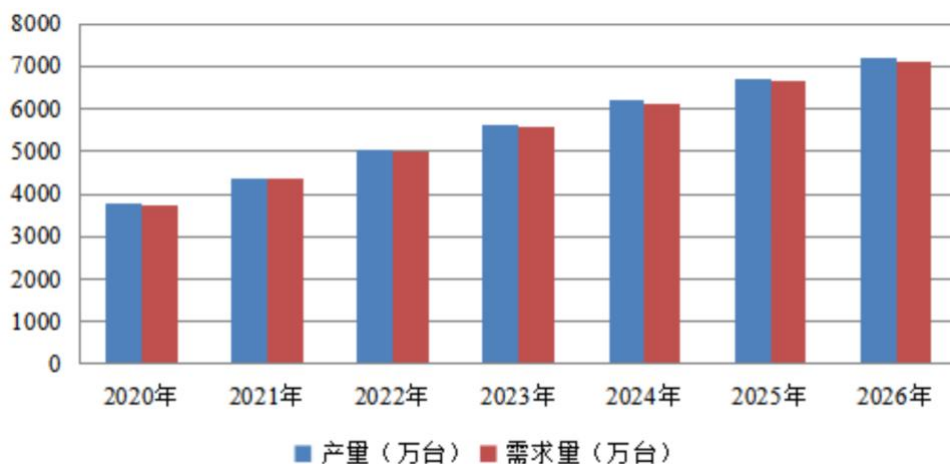
(1) 智慧水务：智慧城市建设重要一环，节水政策推动智能化提升。《国家智慧城市（区、镇）试点指标体系（试行）》、《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》等国家政策反复强调全面推进水务行业信息化建设，2022年，住房和城乡建设部办公厅、国家发展改革委办公厅发布《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》强调进一步加强公共供水管网漏损控制。水务企业信息化建设持续深化，水务信息化行业迎来发展新机遇

表 10: 近年智慧水务相关国家政策

发布时间	发布部门	政策名称	相关内容
2020.7	发改委	《关于加快落实新型城镇化建设补短板强弱项工作 有序推进县城智慧化改造的通知》	新型城镇化建设的重点方向:推进县城公共基础设施数字化建设改造。加快交通、水电气热等市政领域数字终端、系统改造建设。
2021.10	发改委、水利部、住建部、工信部、农业部	《“十四五”节水型社会建设规划》	主要目标:到 2025 年,基本补齐节约用水基础设施短板和监管能力弱项,水资源利用效率和效益大幅提高。到 2035 年全国用水量控制在 7000 亿立方米以内。任务:补齐设施短板(推进农业节水设施建设,实施城镇供水管网漏损治理工程,建设非常规水源利用设施,配齐计量监测设施)。强化科技支撑,健全市场机制。
2022.1	水利部	《关于大力推进智慧水利建设的指导意见》	工作要求:到 2025 年,通过建设数字孪生流域、“2+N”水利智能业务应用体系水利网络安全体系、智慧水利保障体系,推进水利工程智能化改造,建成七大江河数字孪生流域。主要任务:(1)建设数字孪生流域,包括建设数字孪生平台、完善信息基础设施。(2)构建“2+N”水利智能业务应用体系,包括建设流域防洪应用、建设水资源管理与调配应用、建设 N 项业务应用。(3)强化水利网络安全体系,包括水利网络安全管理、水利网络安全防护、水利网络安全监督。
2022.2	住建部、发改委	《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》	主要目标:到 2025 年,城市和县城供水管网设施进一步完善,管网压力调控水平进一步提高。工作任务:(1)实施供水管网改造工程。(2)推动供水管网分区计量工程。(3)推进供水管网压力调控工程。(4)开展供水管网智能化建设工程。(5)完善供水管网管理制度。中央预算内投资支持开展公共供水管网漏损治理试点。

资料来源:发改委、水利部官网,国信证券经济研究所整理

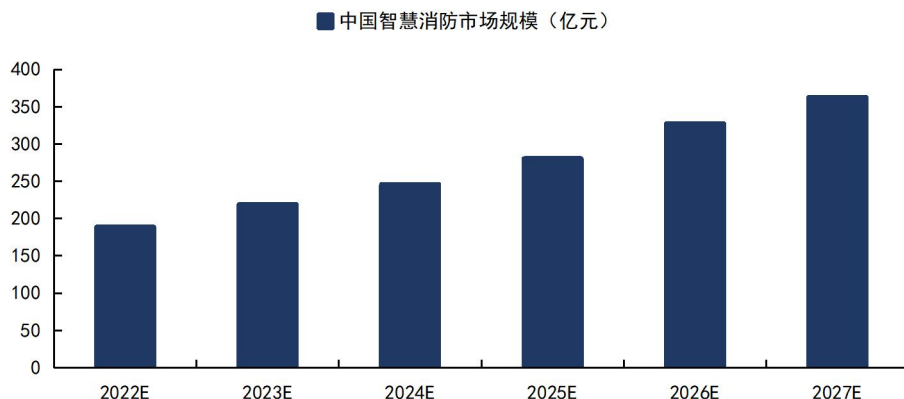
其中,智能水表是智慧水务建设的重要一环。一方面,智慧水务需要通过智能水表实时感知城市供排水系统的运行状态;另一方面,通过智能水表实时采集并将用水数据上传至云端有利于为供水部门提供智慧化决策支持。此外,农水改造政策要求各地方加快供水计量体系建设,智能水表是其水计量体系建设的重要硬件基础。据迈拓股份招股说明书,预计我国 2026 年智能水表产量上升至 7174 万台,需求量上升至 7094 万台。其中超声波表渗透率快速提升,预计 2024 年超声波表占智能水表的渗透率将达到最高可达 12.38%,对应 759 万只。

图 49: 2020-2026 年全国智能水表行业产销预测


资料来源:迈拓股份招股说明书,国信证券经济研究所整理

(2) 智慧消防是利用物联网、人工智能、虚拟现实、移动互联网+等技术,配合大数据云计算平台、火警智能研判等专业应用,实现城市消防的智能化,提升感知预警能力、应急指挥智慧和信息传递效率、保障消防设施的完好率、改善执法及管理效果、增强救援能力、降低火灾发生及损失。据威胜控股推介材料,2022 年中国智慧消防服务市场规模预计达到 188.4 亿元,预计到 2027 年约为 362.5 亿元。

图50: 中国智慧消防市场规模（亿元）



资料来源：中研普华，国信证券经济研究所整理

以点带面布局，拓展市场份额

智慧水务立足湖南本地，以点带面扩大市场份额。公司智慧水务业务主要面对水务局、水务公司等，提供的产品有智慧水务管理整体解决方案主要提供水量传感、通信传输、应用软件等一揽子服务。从客户角度，公司与长沙本地的水务局、供水公司等长期合作，2022 年公司在湖南新获智慧水务订单超 1 亿元。以此为根基向全国其他省份拓展，2022 年威胜信息及子公司威铭能源共计新增入围水司 18 家，中标 35 个智慧水务项目，新获订单超 4.5 亿元，湖南省外云南新增订单超 8000 万元，在湖北、山东、广西等省也新获订单超千万。

表 11: 2022 年公司智慧水务、智慧水利部分中标情况

发布时间	招标项目	采购人	项目预算（万元）	公司份额
2022.06	济南东区供水有限公司小口径智能水表（光电直读）采购	济南东区供水有限公司		一标段第三 （投标报价 390.5 万元）
2022.08	长沙供水有限公司大口径电子远传水表采购项目标段一	长沙供水有限公司	400	第二
2022.08	长沙供水有限公司小口径远传阀控水表采购项目标段一	长沙供水有限公司	3500	第一
2022.08	长沙供水有限公司小口径远传阀控水表采购项目标段二	长沙供水有限公司	500	第一
2022.08	广州市自来水有限公司 2022 年-2024 年有线智能水表电子组件采购项目（第一包）	广州市自来水有限公司		第二（中标金额 937 万）
2022.08	黄石市自来水有限公司 2022 年-2024 年远传水表供应商年度采购项目	黄石市自来水有限公司		01 包（有线光电直读远传水表（冷水表））第二
2022.09	郴州市自来水有限责任公司 2022 年年度 DN15-DN25 水表采购	郴州市自来水有限责任公司		第一 （投标报价 212.8 万元）
2022.12	湖南省国家基本水文站能力提升项目包第四标段	湖南省水文水资源勘测中心机关		第一 （投标报价 384.1 万元）

资料来源：天眼查，公司官微，国信证券经济研究所整理

智慧消防以银行等重点企业为突破口。在智慧消防市场，公司 2022 年先后中标交通银行、建设银行、农业银行、邮政储蓄银行等大型银行的电气火灾监测系统建设项目，在银行用电安全领域取得重大突破。以银行等重点企业为突破口，有望打造样板工程实现经验复制和市场推广。

核心技术为基，产品竞争力突出

公司竞争优势突出，依托于公司在感知与通信上的核心能力以及持续的研发投入，公司产业链布局完善，纵向上从感知层到应用层全面布局，横向上从电网领域向智慧城市拓展。且产品竞争力突出，深得电网等客户认可，常年处于电网行业供应商第一梯队。展望后续，公司在海外市场的前瞻布局正迎来收获期，智慧城市业务前景广阔。

表 12：2021 年电网信息化相关公司财务对比

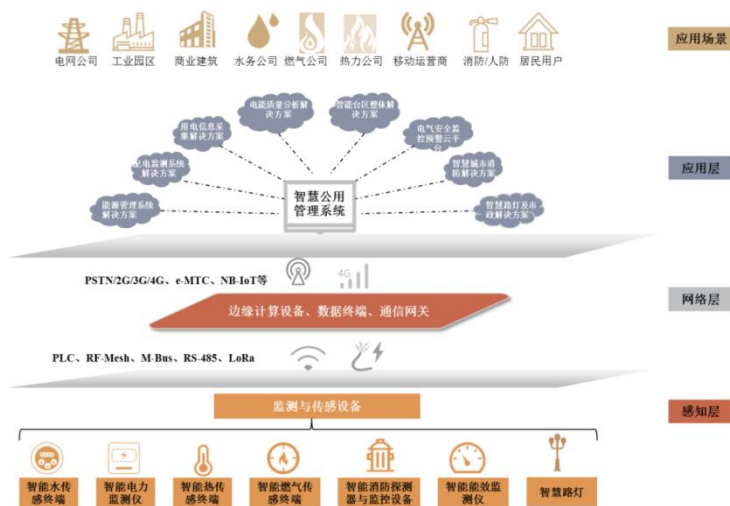
	威胜信息	国电南瑞	鼎信通讯	力合微	东软载波	三星医疗	友讯达	新联电子
营业收入(亿元)	18.3	424.1	28.2	3.6	9.1	70.2	8.7	4.6
毛利率	34.9%	26.9%	41.1%	41.6%	46.9%	25.4%	27.3%	33.8%
销售费用率	4.7%	4.0%	17.0%	9.1%	6.0%	7.3%	7.5%	4.7%
管理费用率	1.9%	2.2%	6.3%	5.6%	12.4%	4.8%	5.1%	8.5%
研发费用率	9.7%	5.1%	13.8%	15.6%	17.3%	4.2%	8.7%	9.2%
净利率	18.7%	14.2%	5.6%	11.7%	14.6%	10.1%	6.6%	47.5%
员工总数(人)	737	9551	3689	265	865	6573	668	796
人均创收(万元/人)	247.7	444.0	76.5	135.9	104.7	106.8	129.6	58.4
人均创利(万元/人)	46.3	59.1	4.2	15.9	15.4	10.5	8.6	28.0

资料来源：公司公告，信证证券经济研究所整理

优势一：感知与通信技术为基，形成完整产业链布局

公司产业链布局完整，横向上具备电网、智慧城市等多领域布局，纵向上跨越感知、网络与应用层。公司在电网领域深耕多年，同时在智慧水务、智慧消防等场景持续深耕布局，形成了多领域、跨层次的产品能力。电网外，例如子公司威铭能源提供基于城市、企业、园区、家庭不同场景的水、气、热等领域的能源信息传感器、数据采集与数据分析管理，提供面向行业的垂直应用解决方案。

图 51：公司产品布局完整



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司具备领先的感知与通信核心技术能力，是公司完整产业链布局的根基。公司在通信技术、传感技术、嵌入式系统技术、边缘计算技术等领域有深入的研究和应用经验，相关技术处于行业领先地位。以 2022 年公司九大重点知识产权为例，

重点涉及到载波与无线通信相关能力、计量与监测等技术能力。

图 52: 2022 年公司九大重点知识产权



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图 53: 2022 年公司国内及海外新上市产品

2022年上市新产品（国内）			
数字电网（4项）	通信及芯片（4项）	智慧城市（12项）	
<ul style="list-style-type: none"> 智能物联（WFE1-1900-V3.0） 集中能源（WFE1-1900-V3.0） 专家诊断（WFE1-1900-V3.0） 专家诊断（WFE1-1900-V3.0） 专家诊断（WFE1-1900-V3.0） 专家诊断（WFE1-1900-V3.0） 专家诊断（WFE1-1900-V3.0） 专家诊断（WFE1-1900-V3.0） 专家诊断（WFE1-1900-V3.0） 专家诊断（WFE1-1900-V3.0） 	<ul style="list-style-type: none"> HPLC载波通信模块(2022版) HPLC载波通信模块(2022版) HPLC载波通信模块(2022版) HPLC载波通信模块(2022版) HPLC载波通信模块(2022版) HPLC载波通信模块(2022版) HPLC载波通信模块(2022版) HPLC载波通信模块(2022版) HPLC载波通信模块(2022版) HPLC载波通信模块(2022版) 	<ul style="list-style-type: none"> 多源异构气路管理（ZJ-WG100） 工业安全气体探测（GT-WG100） 燃气泄漏探测（WG500） 燃气安全报警系统（WS510） 人脸识别门禁系统（WS530） 人脸识别门禁系统（WS530） 人脸识别门禁系统（WS530） 人脸识别门禁系统（WS530） 人脸识别门禁系统（WS530） 人脸识别门禁系统（WS530） 	<ul style="list-style-type: none"> DTSD342-115单相电能表 WPFM-SZV1.1智能式电能表 DD03102-1多费率单相电能表 DTSD342-115单相电能表 WPFM-SZV1.1智能式电能表 DD03102-1多费率单相电能表 DTSD342-115单相电能表 WPFM-SZV1.1智能式电能表 DD03102-1多费率单相电能表 DTSD342-115单相电能表
2022年上市新产品（海外）			
产品类型	解决方案与产品上市	具体产品	
电力及能源解决方案	2个解决方案	国际电力AM-BPLC载波解决方案	国际电力AM-VL-Sun无线解决方案
能源监测产品	4项产品	国际单相能效V5	国际单相能效V6
通信及模块产品	4项产品	BPLC载波模块	BPLC载波DCU
水务解决方案	3个解决方案	国际智能水表5TS软件解决方案	国际AM-BPLC-LoRaWAN无线解决方案
水务产品	4项产品	国际小口径AM-BPLC-LoRaWAN	国际小口径AM-BPLC-LoRaWAN

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

表 13: 公司 2022 年部分先进研发成果

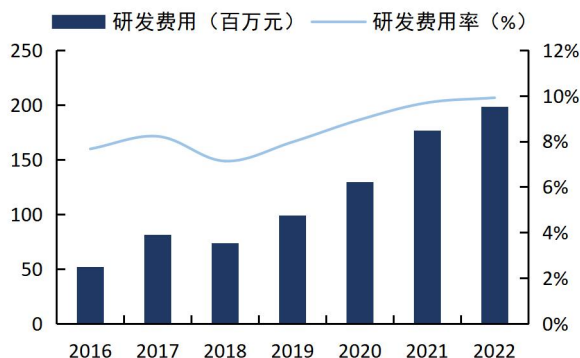
领域	类别	产品/技术	简介
新型电力系统领域	行业新品	WTZ30 系列芯片	符合国家电网互联互通技术规范的 HPLC+HRF 双模 SoC 通信芯片
	行业新品	台区智能融合终端	新型营配融合配变终端，基于“软件定义终端及边缘计算架构”的思想，综合物联网平台技术、容器技术、软件 app、高性能处理器及多通道通信等技术，实现营配业务集成。实现低压台区线路的全面监控及远程交互，具备对线路的分合闸、过载、短路、过压、欠压、WFM 系列智能量测开关缺相等基本保护功能，扩展功能包括三遥（遥信、遥测、遥控）、电能计量、远程升级，可支撑拓扑识别、线损分析、阻抗分析等高级应用。
	行业新品	WFM 系列智能量测开关	基于新能源的分布式低压负荷智能调控系统
数字经济	标杆技术	“数字电网关键技术”国家重点项目	由公司主导研究的“面向多业务协同的数字电网边缘计算控制装置”在 2022 年取得阶段性成果，该装置技术水平由院士专家团队鉴定为国际领先。
	行业新品	新品高精度故障定位装置	采用无线同步技术，同步时间误差小于 30 微秒，通过就地位置装置与主站软件平台相结合的形式分析定位故障点位置，形成故障定位解决方案，实现配电网故障快速定位、隔离与恢复。综合运用物联网、地理信息、大数据挖掘等技术手段，实现火灾报警、监管、故障等多种信号进行实时监测，提高火灾报警的及时性和可靠性，实现对消防设施的网络化集中管理，对重要场所的报警处置实行定位跟踪，提高消防管理的针对性和有效性。
	行业新品	物联网智慧消防监控系统	由水库物联网数据监测、物联网信息通信、系统云平台组成，可接入 GNSS、水位计、雨量计、量水堰计、渗压计、摄像头等物联网传感设备，实时采集监测水库水利水文信息以及水利工程信息，并支持预警和报警功能。
海外市场	行业新品	水库雨水情测报和大坝安全监测系统	基于区块链技术的可信综合能源管理系统项目
	标杆技术	基于区块链技术的可信综合能源管理系统项目	采用自主研发的智能感知、智能通信等智能化硬件设备，基于区块链技术打造综合能源服务平台，该项目填补了国内综合能源数据结合隐私计算的安全交互技术空白。
	行业新品	WTR100 新一代海外超声波水表系列产品	Wi-SUN 专用 SoC 芯片，该芯片配套模块支持 IEEE802.15.4g/e、6LowPAN 等国际标准，支持 mesh 组网，可应用于 AMI、智慧城市以及其他物联网通信应用场景。应用流量与管段流场设计相关专利技术，在高量程比、低始动、低压损等关键技术特性上处于行业领先水平。实现水表防拆自动上报等特色功能。
标杆技术	智慧水务计量解决方案	涵盖了高安全的预付费解决方案，获得多国安全认证；基于物联网技术的 AMI 解决方案，支持 NB-IoT、LoRaWAN、WirelessM-Bus 等主流物联网通讯技术	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

优势二：重视研发投入，夯实核心壁垒

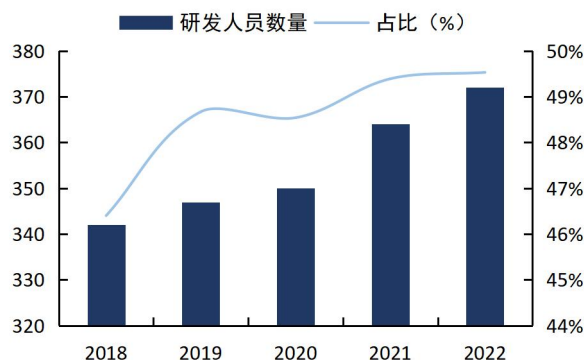
公司持续研发支出持续提高，研发投入力度增强。2022年，公司研发费用1.99亿元，占营业收入的9.91%，同比增长12.22%。近年来，公司研发投入强度上呈现提升态势，占营收比重从7%增长10%，体现出在新型电力系统等发展趋势下公司的投入决心。人员方面，2022年，公司研发人员总数达到372名，占公司总人数的49.5%。

图54：威胜信息研发费用及研发费用率（单位：百万元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图55：威胜信息研发人员情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

技术实力深得电网认可，产品能力领先，位居电网领域供应商第一梯队。公司技术能力深得电网市场认可，例如公司是唯一一家网外企业参与“数字电网关键技术”国家重点项目，其中由威胜信息主导研究的“面向多业务协同的数字电网边缘计算控制装置”在2022年取得阶段性成果，该装置技术水平由院士专家团队鉴定为国际领先。相关技术实力也转化为产品竞争力，以集中器/采集器为例，对公司产品性能指标领先，形成核心竞争壁垒。

2022年公司成为唯一一家在国家电网、南方电网、蒙西电网三大主流电网用电信息采集领域招标中均有中标的企业，中标金额排名第一。

表14：威胜信息集中器/采集器产品技术对比

产品	序号	技术参数	国家电网招标技术要求	公司产品	光一科技	友讯达
集中器	1	长期工作温度范围	-40℃~+70℃	-45℃~+75℃	-40℃~+70℃	-40℃~+70℃
	2	无功功率、功率因数精度	±2%	±0.5%	±2%	/
	3	与主站对时误差	≤5s	≤2s	/	/
	4	正常工作电压允许偏差	正常工作电压允许偏差-20%~+20%	正常工作电压允许偏差-30%~+30%	正常工作电压允许偏差-20%~+20%	正常工作电压允许偏差-30%~+30%
	5	终端电院能够耐受的长期过压能力	相线和零线能承受420V，压不小于4小时	相线和零线能承受480V，压不小于12小时	/	/
	6	工作电源功耗	非通信状态，三相：有功10W，视在≤15VA	非通信状态，三相：有功≤4.05W，视在≤8.49VA	非通信状态下≤15VA	功耗≤6W；视在功率≤10VA
采集器	1	与主站对时误差	≤5s	≤3s	/	/
	2	连接数量	32块	64块	45块	/
	3	产品正常长期工作的温度范围	-40℃~+70℃	-45℃~+75℃	-40℃~+70℃	-40℃~+70℃
	4	正常工作电压允许偏差	正常工作电压允许偏差-20%~+20%	正常工作电压允许偏差-30%~+30%	正常工作电压允许偏差-20%~+20%	正常工作电压允许偏差-20%~+20%
	5	终端电院能够耐受的长期过压能力	相线和零线能承受420V，压不小于4小时	相线和零线能承受480V，压不小于12小时	/	/
	6	存储器擦写次数	可擦写次数10万次	可擦写次数大于100万次	/	/

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 15: 2021-2022 年用电信息采集设备企业中标金额及排名 (单位: 万元)

公司名称	2021		2022	
	中标金额	排名	中标金额	排名
威胜信息	28136.57	1	49481.91	1
三星医疗	26858.98	2	46330.59	2
东方威思顿	17595.79	5	43712.30	3
华立科技	18320.07	4	33148.83	4
鼎信通讯	16644.93	7	33094.47	5
许继仪表	16785.04	6	32820.19	6
安徽南瑞中天电力电子有限公司	7819.87	15	32111.11	7
林洋能源	6377.20	18	27020.88	8
炬华科技	15542.13	10	24982.32	9
科陆电子	15597.41	9	24781.81	10
新联电子	8820.90	13	24131.53	11
万胜智能	6780.50	17	22367.34	12
深国电	8522.60	14	20182.35	13
友讯达	19616.49	3	19722.48	14

资料来源: 国家电网, 南方电网, 国信证券经济研究所整理

优势三: 前瞻布局海外市场, 营销网络建设完善

公司在海外市场前瞻布局, 面向电力、水务及智慧城市领域。公司较早成立海外事业部, 积极开拓海外市场, 目前在埃及、孟加拉、坦桑尼亚、印尼、韩国、俄罗斯等地成立了业务代表处, 销售网络覆盖非洲、亚洲、欧洲等全球主流市场, 海外连接数超过一千万用户。

表 16: 公司部分海外中标项目

时间	项目	中标金额	产品
2020-01	非洲智能配网建设总包项目供货议标	约 1500 万美元 (折合人民币约 1.05 亿元)	能效监测、户内监测装置 G3-PLC 通信模块 采集设备终端
2020-08	埃及新城水表改造项目	281.37 万美元 (折合人民币约 1980 万元)	高精度水计量产品结合费 控解决方案和通信技术
2021-01	埃及国有水司招标	193.84 万美元 (折合人民币约 1252.61 万元)	预付费水表
2021-03	埃及电力公司智能电网改造招标项目	169.05 万美元 (折合人民币约 1110.10 万元)	能效监测与管理装置
2021-06	埃及国有水司招标	222.8 万美元 (折合人民币约 1437.06 万元)	预付费水表
2021-07	埃及国有水司招标	289.64 万美元 (折合人民币约 1882.66 万元)	预付费水表
2021-09	能效产品常规采购	168.95 万美元 (折合人民币约 1093 万元)	能效监测与管理装置
2021-10	能效产品常规采购	591.58 万美元 (折合人民币约 3780 万元)	能效监测与管理装置
2021-10	AMI 改造试点 (招标人: PT ELECTRA INTI PERKASA)	186.40 万美元 (折合人民币约 1191 万元)	能效监测与管理装置、宽带 载波、采集终端、HES 前置 机
2022-01	ISKRAEMECO ENERGY MEASUREMENT 智能水表产品常规采购项目	181.88 万美元 (折合人民币约 1150 万元)	智能水表
2023-01	ISKRAEMECO ENERGY MEASUREMENT 能效产品常规采购项目	339 万美元 (折合人民币约 2290 万元)	能效监测与管理装置

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

受益于领先的海外布局, 公司近年来取得不断突破, 例如 22 年与沙特丝路公司签订合作备忘录。2022 年 12 月 5 日, 公司与沙特丝路公司签署沙特威胜信息智能仪表生产项目合作备忘录。中沙产能合作项目是中沙两国政府首次开展产能对接项目, 是广东省和宁夏回族自治区贯彻落实国家“一带一路”倡议的重要举措, 已纳入国家“一带一路”建设重点项目清单。

图56: 中沙产能合作投资推介会暨签约仪式



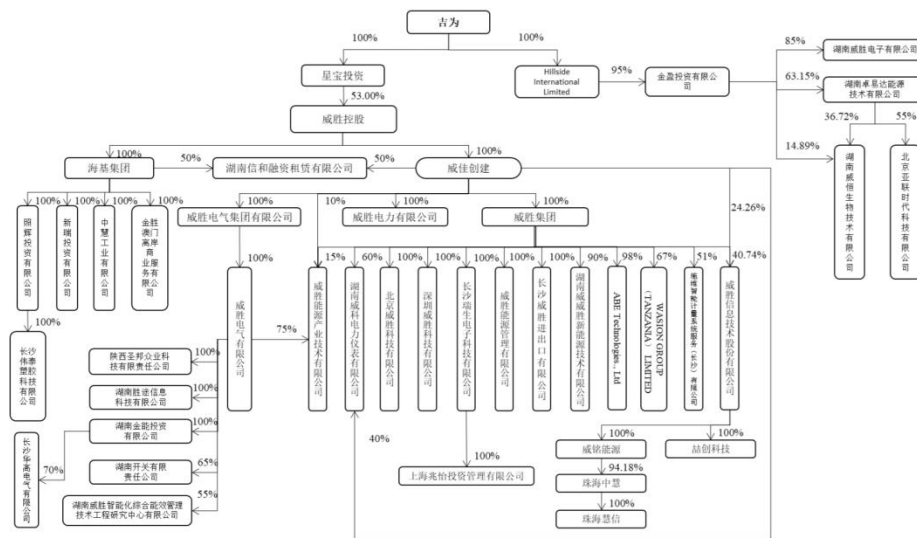
资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

国内市场上公司也具有完善的销售布局。在数字电网领域, 公司在集采和省采业务中保持领先地位, 产品已覆盖 30 个省级电网公司、250 多个地市电力公司以及 2800 个区县电力公司, 电力物联网设备的连接数过亿。在智慧城市领域, 公司产品渗透到全国 700 多个城市, 水务水利业务辐射到超过 2000 个县区, 服务客户包括央企、世界 500 强、水务百强等超过 10 万家用电、供用水气热企业, 健全的营销网络助力公司产品的销售增长与规模扩大。

优势四: 集团层面具备协同效应, 引入腾讯战投

集团层面与公司具有较强协作效应。一方面, 公司集团及实控人旗下资产丰富, 具备较好的资源导流能力。另一方面, 公司与集团层面是有良好产业协作能力, 例如在海外市场拓展中, 部分地区采购一体化电表(带通信模块), 公司产品部分通过集团电表实现出海, 与集团的部分关联交易也来源于上述产业合作。

图57：集团及实控人旗下资产丰富



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理；注：图示股权比例为招股说明书披露期，非当前股权结构

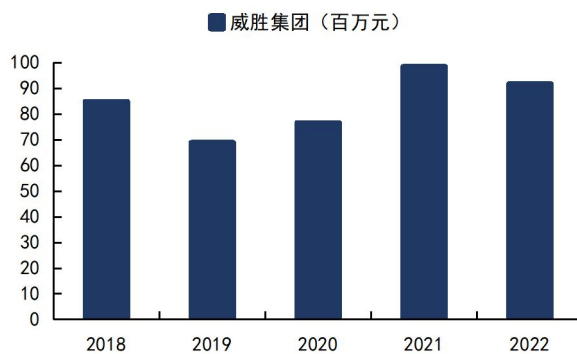
图58：集团层面积极布局海外市场

国际业务



资料来源：威胜控股推介材料，国信证券经济研究所整理

图59：公司与集团层面关联交易（出售商品，百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

引入腾讯战略投资，发力智慧城市。除集团母公司外，公司 2021 年与腾讯云达成战略合作协议，同年 5 月子公司威铭能源引入腾讯创投作为战略投资人，目前持股 6.1%。公司在智慧能源、智慧消防、智慧水务和智慧用电等解决方案已经与腾讯产品实现了深度融合，并探索智慧家庭等 C 端应用。

图 60：公司与腾讯云联合解决方案架构



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图 61：公司携手腾讯云打造家庭能耗管理服务解决方案



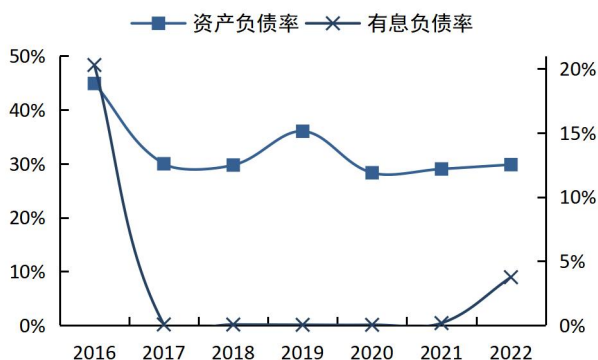
资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

财务分析

资本结构及偿债能力分析

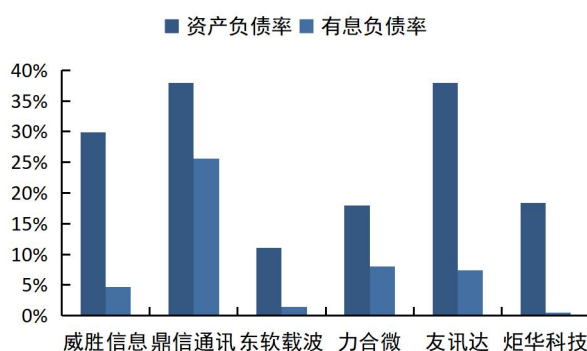
公司资本结构与偿债能力较为稳定，总体健康。2022年，公司资产负债率为29.82%，有息负债率为3.75%，从公司历史变动来看，资产负债率在2017-2019年上升，后有所下降，近几年基本稳定在29%左右；2017-2020年，公司的有息负债率持续低于0.1%，21年起公司有息负债率上升。对比同行来看，22Q3公司资产负债率和有息负债率处于行业中等水平。公司2022年流动比率、速动比率分别为2.96和2.61，权益乘数为1.42，与2021年水平基本持平。

图62：2016-2022 公司资产负债率和有息负债率



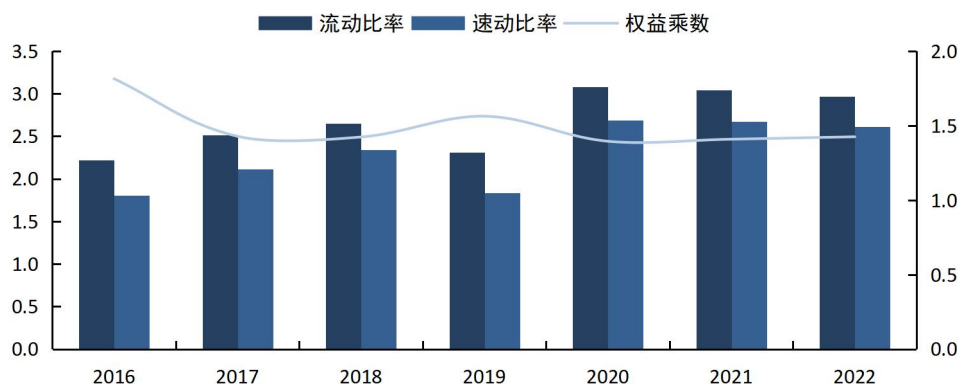
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图63：电网行业公司 22Q3 资产负债率和有息负债率对比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图64：2016-2022 年公司流动比率、速动比率和权益乘数

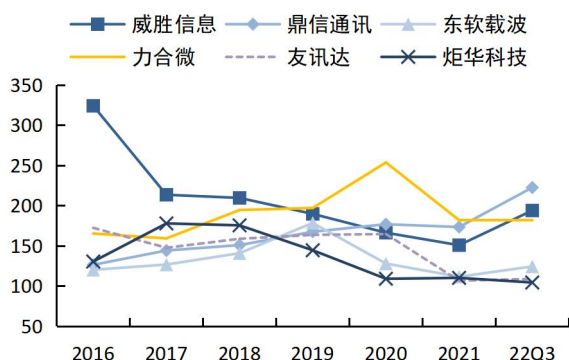


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营效率分析

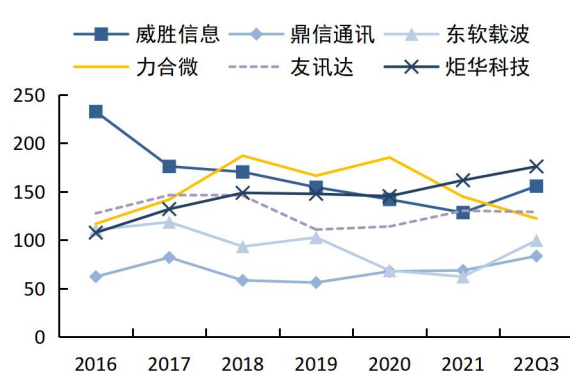
2022年公司应收账款周转天数/应付账款周转天数分别为177.64/163.58天，高于同行业其他公司水平。2016-2021年，公司应收账款周转天数/应付账款周转天数持续降低，2022年呈上升趋势，主要由于新增对外股权投资、购买理财产品未到期以及股票回购等原因，总体经营状况稳健。

图 65: 2016-22Q3 应收账款周转天数对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理;
注: 为便于观察, 仅列举部分公司, 下同

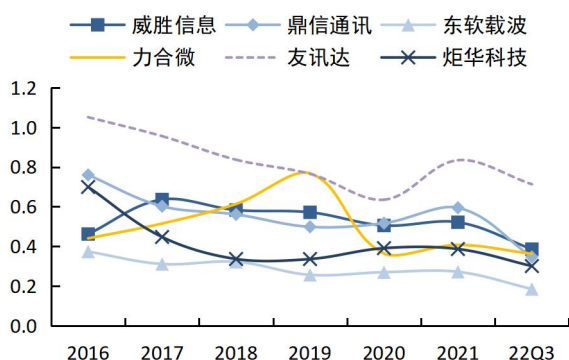
图 66: 2016-22Q3 应付账款周转天数对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

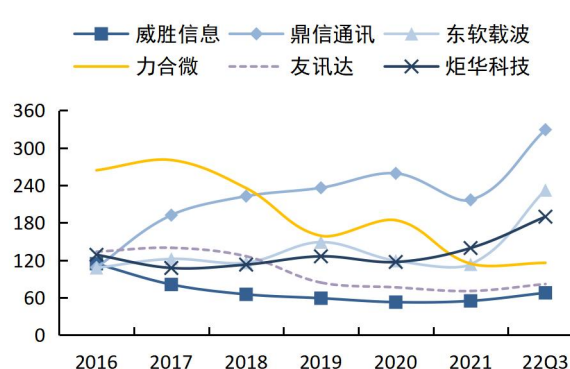
公司 2022 年总资产周转率为 0.53, 存货周转天数为 71.45, 存货周转天数略有上升; 公司的存货周转天数低于同行业其他公司, 总资产周转率处于行业中游水平, 总体营运能力稳定。

图 67: 2016-22Q3 总资产周转率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 68: 2016-22Q3 存货周转天数对比



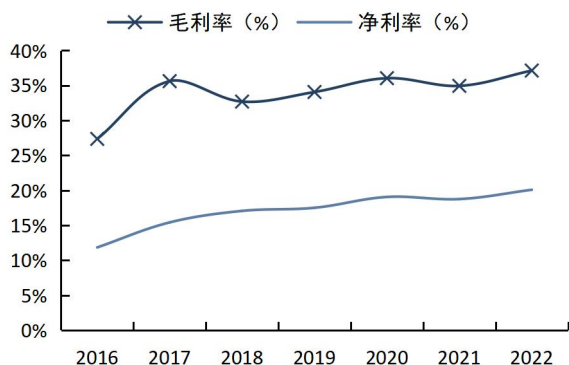
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

盈利能力方面, 公司毛利率持续上升。2022 年, 公司毛利率为 37.12%, 较 2021 年上升 2.19pct; 22Q4 单季度公司毛利率环比上升 22.06pct, 同比上升 0.35pct 至 37.46%。随着产品结构优化及营业收入的增加, 公司毛利率持续增加。

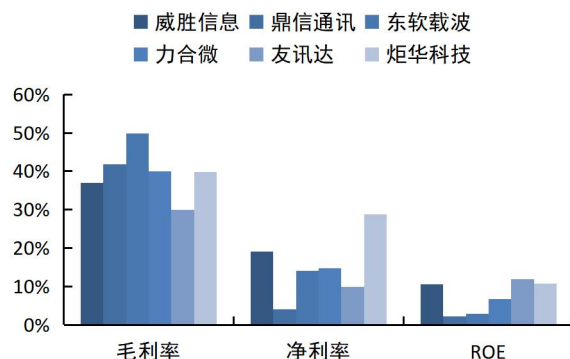
净利率方面, 2022 年公司的净利率为 18.75%, 同比增长 7.10%, 近五年, 公司的净利率均在 17%以上, 与同行业其他公司相比, 公司的净利率处于较高水平。

图 69：2016-22 公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 70：22Q3 电网行业公司毛利率、净利率和 ROE 对比

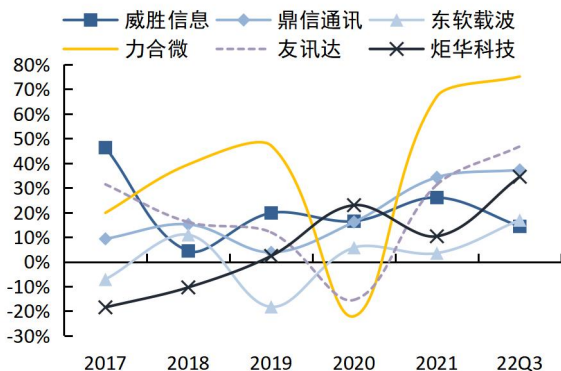


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成长性分析

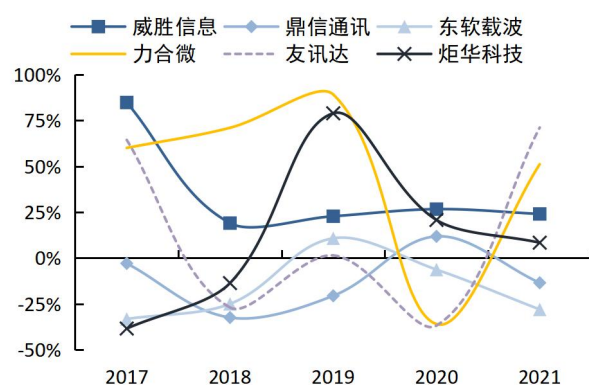
总的来看，公司近年来营业收入增速表现稳定。2022 年公司收入增长 9.75%，综合来看，近五年（截至 2021 年），公司收入复合增长率为 12.9%，归母净利润复合增长率为 18.13%，公司营收及归母净利润稳步增长，主要由于公司坚持以能源物联网系统解决方案为发展主线，不断开拓国内及国际市场业务。

图 71：2017-22Q3 营业收入增速对比



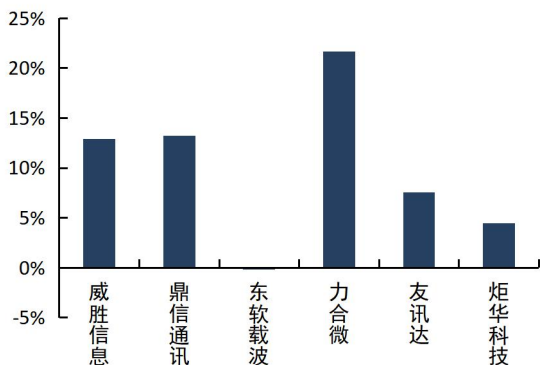
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 72：2017-2021 归母净利润增速对比



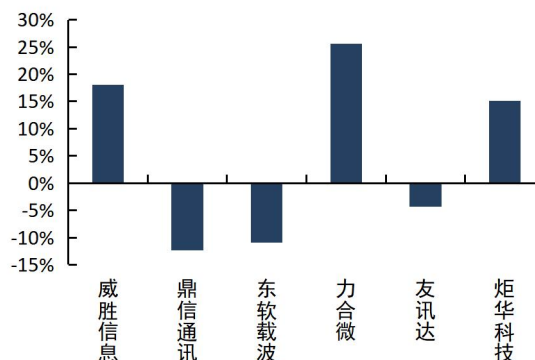
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 73: 电网行业近五年收入复合增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 2021)

图 74: 电网行业近五年归母净利润复合增速

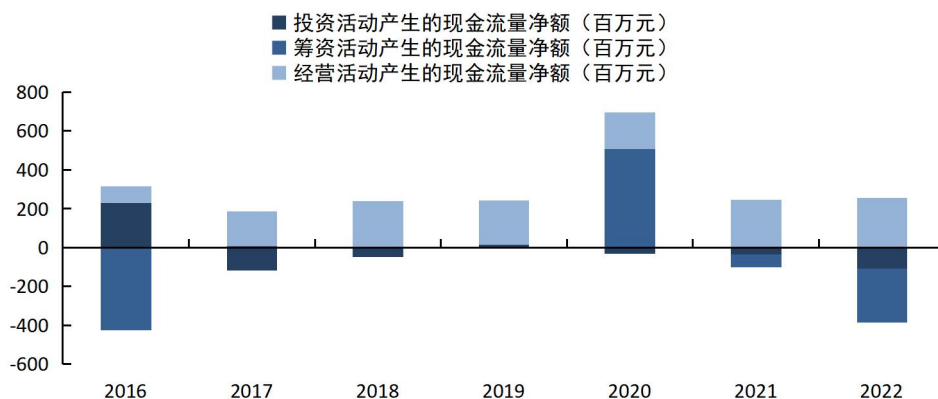


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (截至 2021)

现金流量分析

经营活动现金流持续优化。2022 年, 公司经营活动现金流净额达 2.57 亿元, 经营活动净现金情况持续改善, 主要由于本年度收到回款增加。投资活动产生的现金流量净额由 2021 年的-3583.17 万元变动至-1.06 亿元, 主要系新增对外股权投资及购买理财产品未到期所致。筹资活动产生的现金流量净额由 2021 年的-6434.18 万元变动至-2.81 亿元, 主要系股票回购、现金分红增加及上年度收到腾讯投资款所致。

图 75: 公司现金流量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

威胜信息纵向上具备感知层、网络层和应用层的完整解决方案能力，横向上，从电网市场向智慧城市拓展。展望后续，第一，电网信息化在新型电力系统发展趋势下将持续加速；第二，乘“一带一路”东风，公司前瞻的海外市场布局正迎来收获期；第三，公司以点带面的形式加强智慧城市业务突破，数字经济催化下有望迎来加速成长。

感知层：(1)电监测终端业务方面，公司相关故障指示器、智能配电终端(DTU/FTU)等产品持续中标国网、南网中标项目，在新型电力系统建设趋势下，台区改造也对分支箱、表箱监测终端有扩充需求；海外市场方面，目前公司出货以监测终端为主，海外布局迎来收获期，业务有望持续快速增长。基于此预计 23-25 年公司电监测终端业务营收分别为 4.9/6.4/8.1 亿元，同比增速分别为 32%/29%/28%。

(2)水气热传感终端方面，一方面国内智慧水务、智慧消防等业务拓展，带动水表、传感器等监测终端需求持续成长，另一方面，海外业务陆续中标埃及等地水表项目，增长有望持续。基于此，预计水气热传感终端 23-25 年收入分别为 3.4/4.4/5.5 亿元，同比增长 34%/29%/25%。

网络层：(1)通信网关，公司用电信息采集设备近年来均处于国网、南网招标头名，竞争力领先，且有望核心受益后续台区智能化改造；海外市场方面，电力 AMI 业务进展加速，网络层产品需求有望提升。基于此，预计公司通信网关业务 23-25 年分别实现收入与 9.2/11.6/14.4 亿元，同比增长 32%/25%/25%。

(2)通信模块，国内市场迎双模升级迭代，公司份额位居第一梯队，总体增长稳健；配电智能化趋势下，断路器、开关等各类设备智能化均需要实现通信功能，模块需求有望持续增长。基于此，预计 23-25 年公司模块产品分别实现收入 6.5/8.1/10.1 亿元，同比增长 20%/25%/23%。

应用层：智慧公用事业管理系统，后端系统是完整能源物联网解决方案的重要一环，伴随公司不同领域业务拓展稳步增长，预计 23-25 年分别实现收入 1.5/1.8/2.0 亿元，同比增长 24%/18%/13%。

其他业务：其他业务占公司收入比重较小，假设 22-24 年贡献收入较为稳定。

费用率方面：公司回购股份拟用于股权激励，假设相关激励于 2023 年落地，影响短期内公司管理费用水平；研发、销售费用率方面，随着规模效应释放，假设相关费用率稳步下降。

综上所述，预计未来 3 年公司营收 26/32/40 亿元，同比+28%/26%/24%，毛利率 37.5%/37.4%/37.3%，对应毛利额为 10/12/15 亿元，同比+30%/26%/24%。

表 17: 威胜信息业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
感知层					
电监测终端（万元）	39372.4	37303.1	49370.6	63612.2	81446.1
增速	85.66%	-5.26%	32.35%	28.85%	28.04%
毛利率	34.60%	38.74%	38.50%	38.00%	38.00%
水气热传感终端（万元）	18468.2	25454.1	34108.5	44162.9	55210.0
增速	30.70%	37.83%	34.00%	29.48%	25.01%
毛利率	34.10%	34.35%	35.00%	35.00%	35.00%
网络层					
通信网关（万元）	66217.9	69906.6	92405.7	115636.9	144155.4
增速	20.87%	5.57%	32.18%	25.14%	24.66%
毛利率	36.53%	45.80%	45.00%	45.00%	45.00%
通信模块（万元）	46838.6	54591.2	65288.1	81471.2	100567.9
增速	5.38%	16.55%	19.59%	24.79%	23.44%
毛利率	35.50%	26.91%	28.50%	28.50%	28.00%
应用层					
智慧公用事业管理系统	10948.4	12088.3	14950.8	17713.8	19997.6
增速	14.21%	10.41%	23.68%	18.48%	12.89%
毛利率	22.82%	30.12%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务（万元）	716.9	1018.1	1069.0	1122.4	1178.5
合计					
总营收（百万元）	182562.4	200361.4	257192.7	323719.4	402555.5
增速	26.03%	9.75%	28.36%	25.87%	24.35%
毛利（百万元）	63765.7	74193.5	96315.4	120929.3	150067.3
增速	22.18%	16.35%	29.82%	25.56%	24.10%
毛利率	34.93%	37.12%	37.45%	37.36%	37.28%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表 18: 未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1826	2004	2572	3237	4026
营业成本	1188	1260	1609	2028	2525
销售费用	87	94	116	142	173
管理费用	34	35	45	55	67
研发费用	177	199	247	308	380
财务费用	(27)	(40)	(40)	(47)	(56)
营业利润	396	457	588	738	916
利润总额	395	458	591	741	919
归属于母公司净利润	341	400	515	645	800
EPS	0.68	0.80	1.03	1.29	1.60
ROE	13%	15%	17%	18%	20%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 23-25 年公司收入分别为 26/32/40 亿元; 归属母公司净利润分别为 5.2/6.5/8.0 亿元, 增速分别为 29%/25%/24%。每股收益 23-25 年分别为 1.03/1.29/1.60 元。

盈利预测的敏感性分析

对盈利预测结果做敏感性分析，其中，乐观场景下营收增速及成本分别提高 5%；悲观场景下，营收增速和成本分别降低 5%。敏感性测试结果如表所示：

表 19：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,826	2,004	2,600	3,307	4,152
(+/-%)	26.0%	9.7%	29.8%	27.2%	25.6%
净利润(百万元)	341	400	615	779	973
(+/-%)	24.0%	17.2%	53.7%	26.6%	25.0%
摊薄 EPS	0.68	0.80	1.23	1.56	1.95
中性预测					
营业收入(百万元)	1,826	2,004	2,572	3,237	4,026
(+/-%)	26.0%	9.7%	28.4%	25.9%	24.4%
净利润(百万元)	341	400	516	646	799
(+/-%)	24.0%	17.2%	29.0%	25.2%	23.6%
摊薄 EPS(元)	0.68	0.80	1.03	1.29	1.60
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,826	2,004	2,544	3,169	3,902
(+/-%)	26.0%	9.7%	26.9%	24.6%	23.1%
净利润(百万元)	341	400	420	521	636
(+/-%)	24.0%	17.2%	5.0%	23.8%	22.1%
摊薄 EPS	0.68	0.80	0.84	1.04	1.27
总股本(百万股)	500	500	500	500	500

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：28.9-37.4 元

我们将公司分为可预测期（2023-2025 年）、过渡期（2025-2032 年）和永续期（2033 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法反映公司的长期成长价值。

对于 2023-2025 年可预测期，参考盈利预测拆解，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 26/32/40 亿元，增速分别为 29%/25%/24%。

对于 2024-2031 年过渡期，假设公司营业收入增速逐步收窄。

对于 2032 年起的永续增长期，基于审慎原则假设永续增长率为 2.0%。

费用率方面，公司回购股份拟用于股权激励，假设相关激励于 2023 年落地，影响短期内公司管理费用水平；研发、销售费用率方面，随着规模效应释放，假设相关费用率稳步下降。

所得税率方面，公司及子公司珠海中慧、威铭能源均属于高新技术企业，享受 15% 的企业所得税优惠税率；同时公司受益研发费用加计扣除，基于此假设公司所得税税率为在 12.5% 左右。

分红率方面，公司在 2020-2022 年股利分配比例均处于 32% 左右，参考历史水平，假设公司后续股利分配比例为 30%。

基于此，公司未来 5 年估值假设条件见下表：

表 20：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	16.44%	26.03%	9.75%	28.36%	25.87%	24.35%	22.85%	21.35%
营业成本/营业收入	63.97%	65.07%	62.88%	62.55%	62.64%	62.72%	63.30%	62.80%
管理费用/营业收入	1.91%	1.72%	1.64%	1.66%	1.62%	1.60%	1.55%	1.52%
销售费用/销售收入	8.95%	9.69%	9.91%	9.60%	9.50%	9.45%	9.30%	9.30%
研发费用/销售收入	5.27%	4.75%	4.68%	4.50%	4.40%	4.30%	4.20%	4.20%
营业税及附加/营业收入	0.91%	0.92%	0.94%	0.90%	0.92%	0.92%	0.91%	0.92%
所得税税率	15.02%	13.43%	12.11%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%
股利分配比率	31.78%	32.95%	32.50%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

资本成本假设方面，无杠杆 Beta 取电网信息化产业相关公司近 2 年平均 Beta 值 1.1；无风险利率假设为 2.5%；股票风险溢价采用沪深 300 指数过去 10 年的年化收益率与无风险利率的差值 7%；债务成本采用 5.30%。

由此计算出 WACC 为 9.65%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值为 32.6 元。

表21: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	12.50%
无风险利率	2.50%	Ka	9.65%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.10
公司股价 (元)	26.79	Ke	9.65%
发行在外股数 (百万)	500	E/(D+E)	99.93%
股票市值 (E, 百万元)	13395	D/(D+E)	0.07%
债务总额 (D, 百万元)	10	WACC	9.65%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司股价的合理价值区间为 28.9-37.4 元。

表22: 威胜信息 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	532.0	674.4	843.0	1,022.8	1,273.3
所得税税率	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%
EBIT*(1-所得税税率)	465.5	590.1	737.6	895.0	1,114.2
折旧与摊销	32.2	34.2	35.9	37.7	39.5
营运资金的净变动	(101.2)	(223.4)	(273.3)	(208.2)	(352.2)
资本性投资	(31.0)	(31.0)	(26.0)	(29.3)	(28.8)
FCFF	365.5	369.8	474.2	695.1	772.7
PV (FCFF)	333.4	307.6	359.7	480.9	487.4
核心企业价值	16,065.4				
减: 净债务	(251.7)				
股票价值	16,317.1				
每股价值	32.63				

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表23: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.7%	9.2%	9.65%	10.2%	10.7%
永续 增长 率变 化	2.6%	47.16	42.27	38.21	34.78	31.84
	2.4%	43.89	39.65	36.07	33.01	30.37
	2.2%	41.16	37.42	34.23	31.48	29.08
	2.0%	38.84	35.51	32.63	30.13	27.93
	1.8%	36.84	33.84	31.23	28.94	26.92
	1.6%	35.10	32.38	29.99	27.88	26.00
	1.4%	33.58	31.09	28.89	26.93	25.18

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：28.8-32.9 元

公司是电网信息化领域的第一梯队供应商，横向上布局智慧水务、智慧消防等智慧城市领域。从产品可比性角度，相关电网信息化供应商与公司具有较高可比性，其中通信模块主要上市公司包括鼎信通讯、力合微、东软载波等，通信网关涉及上市公司包括三星医疗、友讯达等厂商。

考虑到部分上市公司未具备未来三年的 Wind 一致性预期，因此综合来看我们主要选取力合微、鼎信通讯与作为公司可比公司：

- **力合微（688589.SH）**：公司主营电力线载波通信、无线通信等物联网芯片设计，但产品出货上主要以通信模块为主，直接参与电网公司招标或面向电表厂商等客户销售，因此与威胜信息通信模块业务具有可比性。2022 年公司实现营业收入 5.0 亿元，实现归母净利润 7507 万元。
- **东软载波（300183.SZ）**：在用电信息采集领域，公司提供从表计到主站系统的全方位解决方案；在低压配电物联网领域，公司以 HPLC 及双模通信技术提供低压配电端检测设备（TTU、LTU 等）。能源互联网板块业务与威胜信息具有较高可比性，2022 年公司整体实现收入 9.4 亿元，实现归母净利润 1.6 亿元。
- **鼎信通讯（603421.SH）**：公司主要产品包括载波模块产品、智能电能表、用电信息采集设备、配网产品及消防产品等，与公司重叠程度较高，具有较强可比性。2022 年前三季度，公司实现营业收入 18.1 亿元，实现归母净利润 7463 万元。

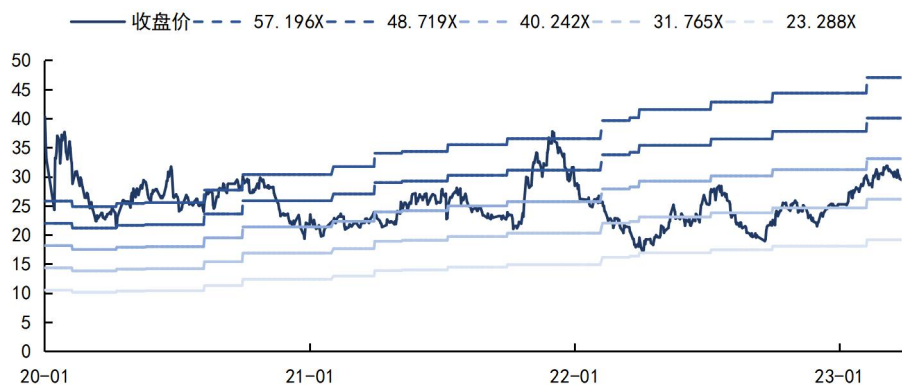
根据 Wind 一致预期，可比公司 2023-2024 年平均 PE 分别为 28/21 倍。考虑到公司在用电信息采集市场处于国内龙头地位，有望核心受益电网数字化建设，同时海外业务、智慧城市正处于上升期，有望迎来加速发展。进一步结合公司历史估值水平，我们认为给予公司 2023 年 28-32 倍估值较为合理，对应目标股价为 28.8-32.9 元。

表 24：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (4月24日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
688100.SH	威胜信息	买入	26.79	0.80	1.03	1.29	33.5	26.0	20.7	4.9	134
688589.SH	力合微	无评级	46.63	0.75	1.54	2.11	45.1	30.3	22.1	5.7	47
300183.SZ	东软载波	无评级	15.78	0.35	0.46	0.59	34.1	34.3	26.9	2.3	73
603421.SH	鼎信通讯	无评级	11.09	0.47	0.59	0.74	23.8	18.9	15.1	2.2	72
	平均						34.4	27.8	21.4	3.4	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；力合微、东软载波、鼎信通讯采用 Wind 一致预期

图76: 公司 PE Band (PE TTM)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 28.9-32.9 元之间,对应 2023 年估值区间为 28-32 倍,相对于公司目前股价有 8%-23%的溢价空间,考虑公司龙头地位和较好的成长性,首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 28.9-32.9 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，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、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，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；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的电网信息化厂商比如力合微、东软载波、鼎信通讯等作为公司可比公司，以可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位、成长性和历史估值水平，最终给予公司 23 年 28-32 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 28%/26%/24%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 37.5%/37.4%/37.3%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

- ◆ 公司前瞻布局海外市场，但是疫情、地缘政治风险、宏观经济波动等因素下，“一带一路”沿线的新兴国家地区可能面临经济放缓等压力，导致基建投资等节奏放缓，影响公司海外收入。
- ◆ 公司上游电子元器件若因为缺货或是原材料涨价，将影响到公司整体的业绩。

市场风险

电网投资力度不达预期风险。电网市场高度依赖国家电网、南方电网的投资，若后续电网数字化进程受制于电网投资趋缓、招标节奏不达预期因素影响，对公司经营将产生不利影响。

智慧城市投资不达预期。智慧水务等建设需求主要来源于不同地区的水务公司，相关公司经营质量参差不齐，存在一定经营风险，后续持续投资或存在一定压力。若相关招标节奏不达预期，对公司经营将产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1712	1570	1828	2060	2357	营业收入	1826	2004	2572	3237	4026
应收款项	936	1177	1371	1762	2234	营业成本	1188	1260	1609	2028	2525
存货净额	237	263	289	397	493	营业税金及附加	17	19	23	30	37
其他流动资产	358	353	583	647	809	销售费用	87	94	116	142	173
流动资产合计	3244	3398	4105	4900	5927	管理费用	34	35	45	55	67
固定资产	250	260	263	264	258	研发费用	177	199	247	308	380
无形资产及其他	69	67	66	64	62	财务费用	(27)	(40)	(42)	(48)	(55)
投资性房地产	148	193	193	193	193	投资收益	3	13	13	15	15
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	(20)	3	2	2
资产总计	3711	3918	4627	5421	6441	其他收入	(137)	(171)	(247)	(308)	(380)
短期借款及交易性金融负债	2	13	10	10	10	营业利润	396	457	590	740	915
应付款项	904	928	1265	1543	1928	营业外净收支	(1)	0	3	3	3
其他流动负债	160	206	212	267	332	利润总额	395	458	593	743	918
流动负债合计	1066	1146	1487	1820	2270	所得税费用	53	55	74	93	115
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	2	3	3	4
其他长期负债	10	22	27	33	40	归属于母公司净利润	341	400	516	646	799
长期负债合计	10	22	27	33	40	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1077	1168	1514	1853	2311	净利润	341	400	516	646	799
少数股东权益	32	35	37	39	42	资产减值准备	5	7	0	(0)	(1)
股东权益	2603	2715	3076	3529	4088	折旧摊销	17	20	32	34	36
负债和股东权益总计	3711	3918	4627	5421	6441	公允价值变动损失	(2)	20	(3)	(2)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	(27)	(40)	(42)	(48)	(55)
每股收益	0.68	0.80	1.03	1.29	1.60	营运资本变动	(81)	(220)	(101)	(223)	(273)
每股红利	0.23	0.26	0.31	0.39	0.48	其它	(4)	(6)	2	3	3
每股净资产	5.21	5.43	6.15	7.06	8.18	经营活动现金流	275	222	446	457	562
ROIC	12%	14%	18%	21%	25%	资本开支	0	(15)	(31)	(31)	(26)
ROE	13%	15%	17%	18%	20%	其它投资现金流	(1)	(33)	0	0	0
毛利率	35%	37%	37%	37%	37%	投资活动现金流	(1)	(47)	(31)	(31)	(26)
EBIT Margin	18%	20%	21%	21%	21%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	21%	22%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	26%	10%	28%	26%	24%	支付股利、利息	(113)	(130)	(155)	(194)	(240)
净利润增长率	24%	17%	29%	25%	24%	其它融资现金流	121	(56)	(3)	0	0
资产负债率	30%	31%	34%	35%	37%	融资活动现金流	(106)	(316)	(158)	(194)	(240)
股息率	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.8%	现金净变动	168	(142)	257	233	297
P/E	39.2	33.5	26.0	20.7	16.8	货币资金的期初余额	1544	1712	1570	1828	2060
P/B	5.1	4.9	4.4	3.8	3.3	货币资金的期末余额	1712	1570	1828	2060	2357
EV/EBITDA	42.5	34.9	26.4	21.5	17.9	企业自由现金流	0	135	366	370	474
						权益自由现金流	0	79	399	412	522

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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