

深耕水务信息化二十余年，龙头规模效应显著

和达科技（688296.SH）首次覆盖

证券研究报告

2022年12月25日

核心结论

深耕水务信息化二十余年，龙头规模效应显著。公司拥有漏损控制全栈产品线，公司核心业务之一是专业提供智慧物联系列产品；核心业务之二是专业提供智慧水务系列的水务管理系统；核心业务之三是向水务行业客户提供咨询、设计、培训、信息安全、合同节水及托管运营服务。22年前三季度实现营收3.34亿元，同比+20%，归母实现0.47亿元，同比+1.7%，增速略有下降，主要受上半年疫情影响，政策落地有延迟。

水务信息化行业处于发展初期，安全用水和节水是当下发展主要方向。1) 供水管网迅速扩张管理压力大，高漏损率使得安全用水和节水成为当下主要方向。前瞻研究院数据显示，我国供水管网漏损率较高，2012-2019年，我国城市供水管网漏损率保持14%以上，2019年为16.99%。2) 我国大多数智慧水务项目的开展由政府主导，主要由当地水务主管部门以及水务企业进行项目招标，由工程设备公司或智慧水务系统公司来进行投标。从中国政府采购网看，截至2022年12月14日，全年共有459条相关招标内容。

漏损控制行业绝对龙头，政策加持抬高发展空间。1) 行业龙头地位稳固，产品线覆盖广泛。公司对比漏损行业其他公司来看，具有绝对优势地位。产品维度看，公司产品线覆盖全面，拥有针对漏损控制的智慧水务全栈解决方案；整体营收角度看，公司在漏损领域的营收具有绝对领先地位。2) 公司拥有超过600家以上的水务企业客户，对不同规模水务企业客户的需求了解更全面和更准确，更能引导客户的发展。3) 农村用水标准提升+漏损率考核+涨水价驱动公司未来成长。2025年农村自来水88%的普及率目标为公司带来新的业务拓展空间。漏损率标准提升，为公司漏损业务带新的机会。水价有望提升带动水务信息化建设持续。

投资建议：我们预计公司22-24年营收分别为6.50、8.71、11.43亿元，归母净利润分别为1.19、1.62、2.24亿元，对应EPS为1.11、1.51、2.08元。结合行业平均估值水平以及公司水务漏损控制龙头地位，给予2023年23倍PE，对应目标价为34.78元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：政策目标完成不及预期；下游客户开展不及预期；政府预算发生倾斜。

核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	363	507	650	871	1,143
增长率	54.3%	39.6%	28.1%	34.1%	31.2%
归母净利润（百万元）	76	100	119	162	224
增长率	141.0%	32.4%	18.8%	36.4%	37.7%
每股收益（EPS）	0.70	0.93	1.11	1.51	2.08
市盈率（P/E）	36.5	27.6	23.2	17.0	12.3
市净率（P/B）	6.0	3.8	3.3	2.8	2.3

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级

买入

股票代码

688296.SH

前次评级

--

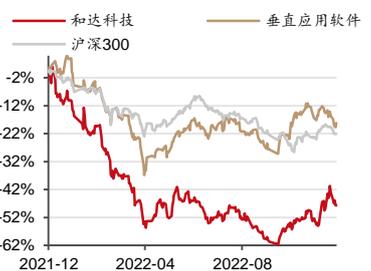
评级变动

首次

当前价格

25.71

近一年股价走势



分析师



邢开允 S0800519070001



13072123839



xingkaiyun@research.xbmail.com.cn



赵宇阳 S0800522090002



19534078860



zhaoyuyang@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设	4
区别于市场的观点	4
股价上涨催化剂	4
估值与目标价	4
和达科技核心指标概览	6
一、深耕水务信息化二十余年，龙头规模效应显著	7
二、行业：政策利好，下游漏损控制需求增强	9
2.1 政策利好，智慧水利体系逐渐形成	9
2.2 供水管网迅速扩张管理压力大，高漏损率使得安全用水和节水成为当下主要方向	10
2.3 行业现状：智慧水务行业处于探索阶段，企业众多行业较为分散	11
三、和达科技：漏损控制行业绝对龙头，政策加持抬高发展空间	13
3.1 行业龙头地位稳固，产品线覆盖广泛	13
3.2 强产品力使得公司客户群丰富，大订单验证公司实力	14
3.3 农村用水标准提升+漏损率考核+涨水价驱动公司未来成长	18
四、盈利预测及估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值	20
五、风险提示	21

图表目录

图 1：和达科技核心指标概览图	6
图 2：和达科技发展历程	7
图 3：和达科技产品和服务	7
图 4：和达科技股权结构	8
图 5：公司营收表现	8
图 6：公司归母净利润表现	8
图 7：公司毛利率净利率表现	8
图 8：公司销售费用表现	8
图 9：公司管理费用表现	9
图 10：公司研发费用表现	9
图 11：智慧水务上中下游构成	9
图 12：2012-2020 年中国城市供水管道长度及供水普及率情况	11

图 13: 2012-2020 年中国城市平均供水管网漏损率.....	11
图 14: 2014-2021 年中国智慧水务行业市场规模.....	11
图 15: 2012-2021 年中国新注册智慧水务企业数量.....	11
图 16: 中国智慧水务行业市场规模结构.....	12
图 17: 截至 2022 年 2 月中国智慧水务相关企业数量分布.....	12
图 18: 和达科技和同行业营收增速对比.....	14
图 19: 和达科技和同行业利润率对比.....	14
图 20: 公司产品线.....	14
图 21: 和达科技产品架构.....	14
图 22: 和达科技水务运营体系.....	15
图 23: 和达科技和同行业研发费用率对比.....	15
图 24: 和达科技主要客户群.....	16
表 1: 近年中国智慧水务相关政策汇总.....	9
表 2: 2022 年以来部分单价 500 万元+招标订单.....	12
表 3: 公司竞争对手.....	13
表 4: 和达科技掌握的核心技术.....	16
表 5: 2021 年和达科技中标的部分大额订单项目.....	17
表 6: 和达科技农饮水设备.....	18
表 7: 和达科技盈利预测.....	19
表 8: 相对估值下公司目标价为 34.78 元.....	20
表 9: 绝对估值下公司目标价为 37.34 元.....	20
表 10: 绝对估值敏感性测试.....	21

投资要点

关键假设

- 1、**水务管理系统**：2022年整体信息化行业公司发展受疫情影响，但水务行业政策有明确指引，我们认为随着疫情放开，政策催化行业发展，一些原有具备硬件服务的水司拥有软件服务的需求，公司自主研发的水务管理系统有望进一步增长，我们预计公司22-24年该业务增速分别为35%/44%/40%，毛利率为51%/52%/53%。
- 2、**智能感传终端**：公司智能终端一般配套系统形成解决方案出售，我们认为前期智能终端基本渗透完成，后期增长较为平稳，假设22-24年该业务增速为5%/4%/3%，毛利率为46%/46.5%/46.8%。
- 3、**系统集成**：该业务是公司主要发力方向，公司作为水务漏损控制信息化龙头企业，我们认为随着行业政策的逐渐落地，公司的全栈解决方案更能吸引客户，为客户节约更多的时间成本，公司有望持续抢占市场份额，迎来量价齐升阶段，我们预计22-24年该业务增速分别为40%/45%/38%，毛利率分别为43%/44%/44.5%。
- 4、**技术服务**：随着公司集成业务的发展，后续增值服务呈现稳健发展趋势，假设22-24年该业务增速为10%/9.5%/9%，毛利率分别为46.5%/47%/47.4%。

区别于市场的观点

市场上认为目前城镇和乡村水务基础设施渗透率已经很高，公司作为水务领域信息化厂商目前空间不大，我们认为从这几年的发展来看，政策端农村饮用自来水渗透率标准提升+漏损率标准提升+水价新定价机制，整体为公司发展带来新的机会，公司一直作为水务漏损控制龙头，紧跟行业发展趋势，布局前瞻业务，空间可观。

股价上涨催化剂

- 1、2025年农村自来水88%的普及率目标为公司带来新的业务拓展空间。2021年8月，水利部日前联合国家发改委、财政部、人社部、生态环境部、住建部、农业农村部、国家卫健委、国家乡村振兴局等有关部门印发《关于做好农村供水保障工作的指导意见》指出，到2025年，全国农村自来水普及率达到88%，农村供水工程布局将更加优化，运行管理体制机制将不断完善，工程运行管护水平将不断提升，水质达标率将不断提高。
- 2、漏损率标准提升，为公司漏损业务带新的机会。2022年，住房和城乡建设部、国家发展改革委发布《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》和《关于组织开展公共供水管网漏损治理试点建设的通知》，公共供水管网漏损率高于12%（2020年）的试点城市（县城）建成区，2025年漏损率不高于8%；其他试点城市（县城）建成区，2025年漏损率不高于7%。
- 3、水价有望提升带动水务信息化建设持续。城镇供水定价成本包括固定资产折旧费、无形资产摊销和运行维护费。这意味着未来水司水厂的信息化建设费用都将计入到水司水价的定价成本中，未来水价会面临进一步上行调整，而水司的收入中大部分都会用来水厂的基础设施建设，因此我们认为，未来水务信息化建设市场会因此变得更大。

估值与目标价

我们预计公司22-24年营收分别为6.50、8.71、11.43亿元，归母净利润分别为1.19、1.62、

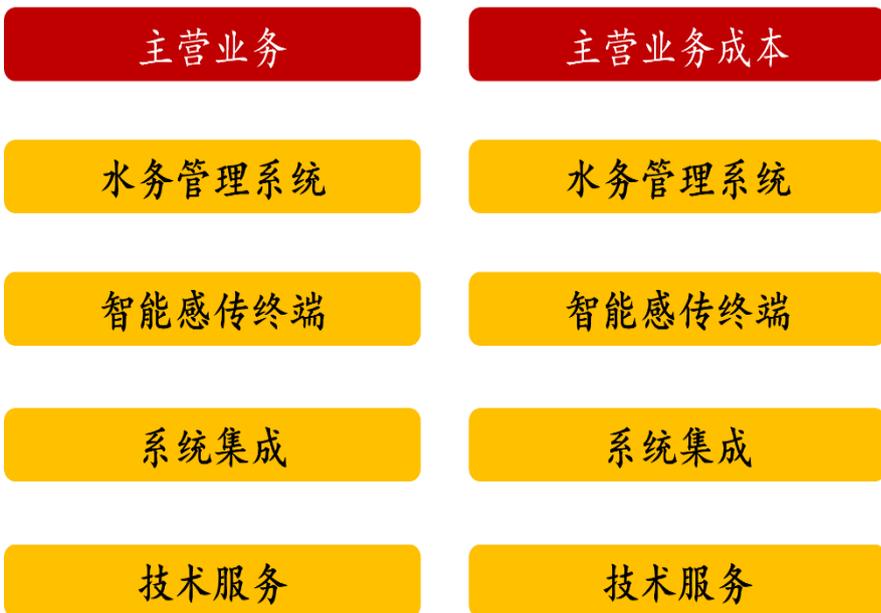
2.24 亿元，对应 EPS 为 1.11、1.51、2.08 元。结合行业平均估值水平以及公司水务漏损控制龙头地位，给予 2023 年 23 倍 PE，对应目标价为 34.78 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

和达科技核心指标概览

图 1：和达科技核心指标概览图



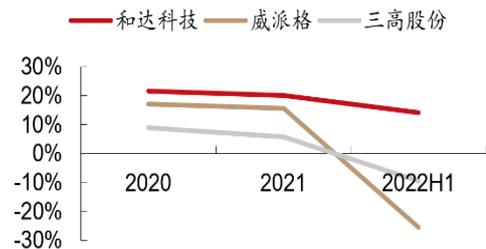
公司成立于 2000 年 10 月，是一家专注于水务领域信息化建设的整合运用物联网、大数据、边缘计算等新一代信息技术提升水务行业的行业落实国家节水行动计划、防治水污染、提高服务水平提供支持，



营业收入



利润率对比

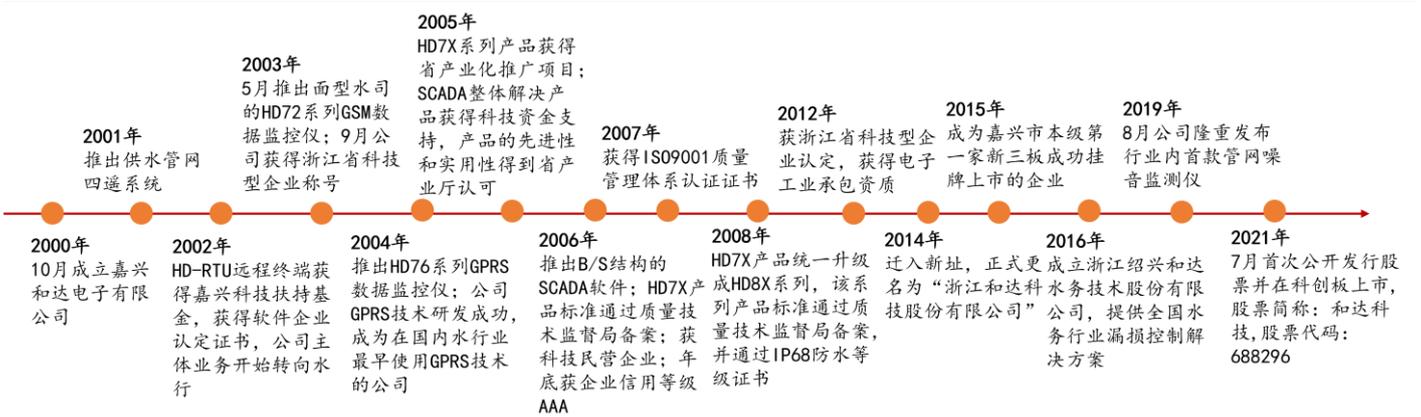


资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、深耕水务信息化二十余年，龙头规模效应显著

公司成立于2000年10月，是一家专注于水务领域信息化建设的整体解决方案提供商，致力于综合运用物联网、大数据、边缘计算等新一代信息技术提升水务行业的信息化、智能化水平，为水务行业落实国家节水行动计划、防治水污染、提高服务水平提供支持，保障国家水安全。

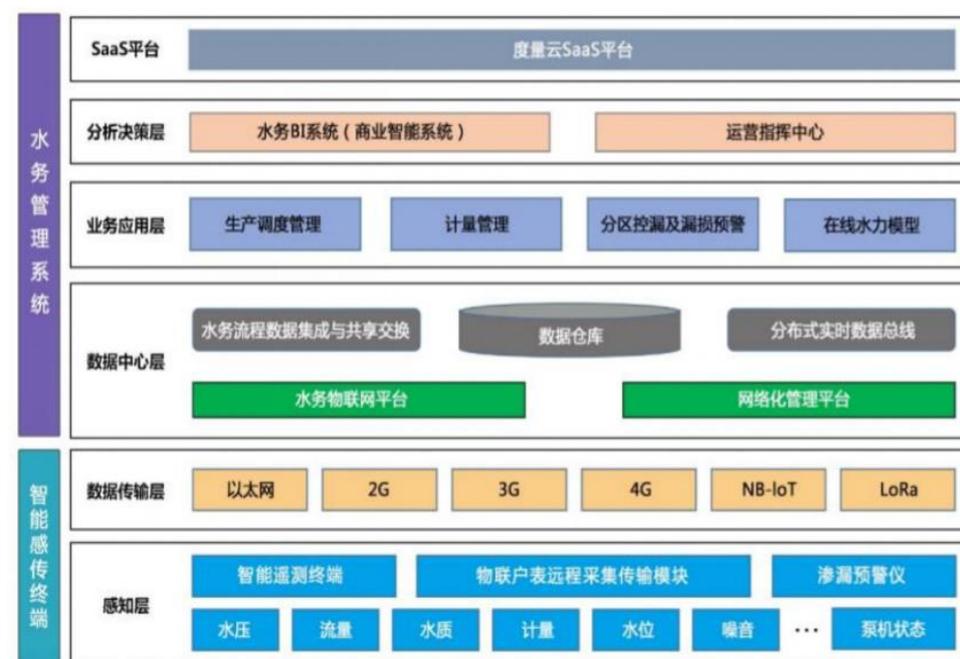
图2：和达科技发展历程



资料来源：公司官网、西部证券研发中心

公司核心业务之一是专业提供智慧物联系列产品，具体产品包括智能遥测终端、物联户表远程采集传输模块、渗漏预警仪等，用于水务工况数据的采集、传输；核心业务之二是专业提供智慧水务系列的水务管理系统，具体产品包括水务物联网平台、网格化管理平台、生产调度系统、计量管理系统、分区控漏系统、渗漏预警云平台、在线水力模型等，用于水务工况数据的存储、处理以及智能分析；核心业务之三是向水务行业客户提供咨询、设计、培训、信息安全、合同节水及托管运营服务。

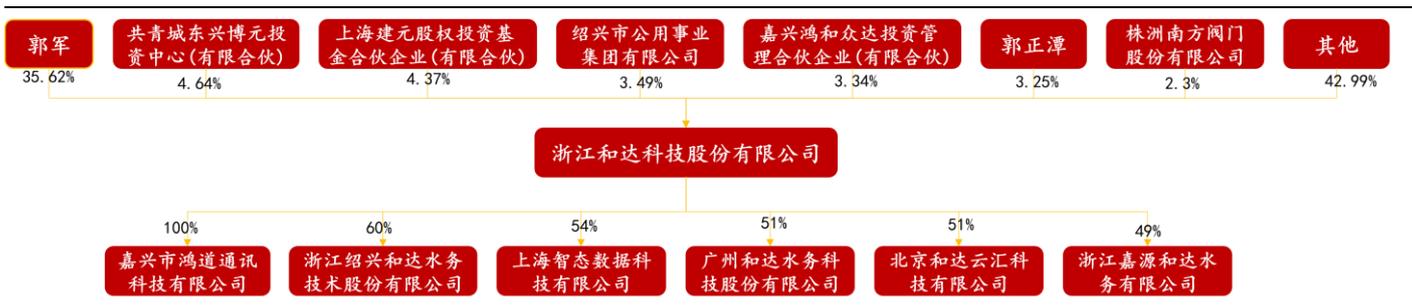
图3：和达科技产品和服务



资料来源：和达科技财报、西部证券研发中心

公司实际控制人为郭军，持有公司 35.62% 股权，股权架构稳定。

图 4：和达科技股权结构



资料来源：wind 截至 2022 年 9 月 30 日数据、西部证券研发中心

受益于行业政策驱动以及水务信息化渗透率较低，和达科技上市以来营收和利润高速增长。22 年前三季度实现营收 3.34 亿元，同比+20%，归母实现 0.47 亿元，同比+1.7%，增速略有下降，主要受上半年疫情影响，政策落地有延迟。

图 5：公司营收表现



资料来源：wind、西部证券研发中心

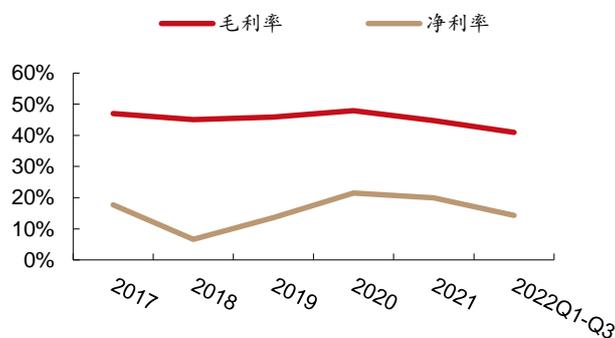
图 6：公司归母净利润表现



资料来源：wind、西部证券研发中心

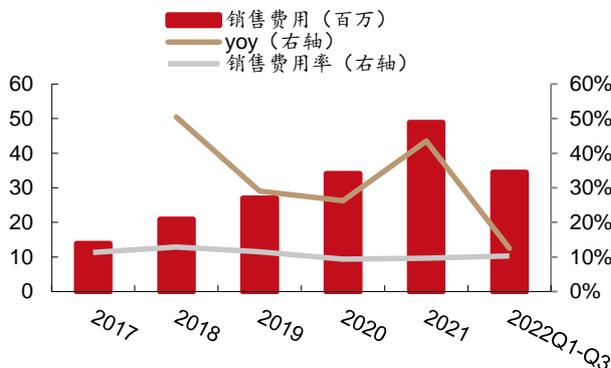
和达科技盈利能力维持稳定，期间费用率有所下滑，重视产品研发投入。公司 22 年前三季度实现毛利率 40.97%，净利率 14.30%，相比 2021 年下降 3.81pct、5.68pct，主要由于公司收入端受疫情影响滞后，相关投入还在持续。

图 7：公司毛利率净利率表现



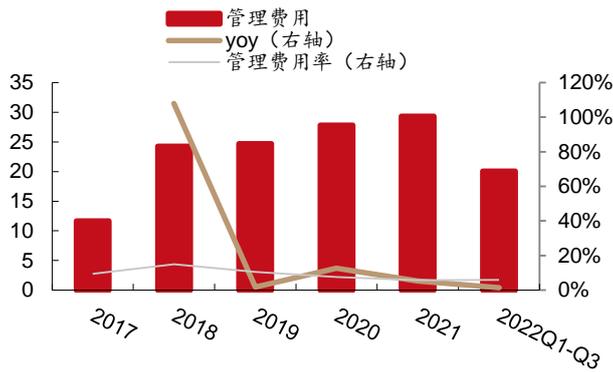
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 8：公司销售费用表现



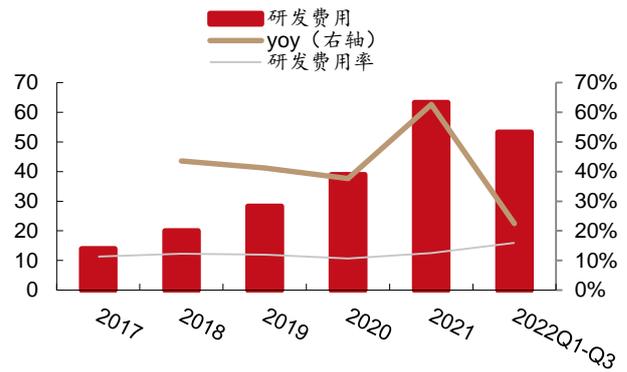
资料来源：wind、西部证券研发中心

图9：公司管理费用表现



资料来源：wind、西部证券研发中心

图10：公司研发费用表现



资料来源：wind、西部证券研发中心

二、行业：政策利好，下游漏损控制需求增强

2.1 政策利好，智慧水利体系逐渐形成

产业链完善，上中下游分工明确。智慧水务上中下游分别为感知层/传输、平台层和应用层，上游领域，设备提供商代表企业有宁水集团、南方阀门、南方泵业等；中游市场上专门从事水务系统集成与平台开发的企业数量不多，且大多数处于起步阶段，典型代表包括积成电子、威派格、和达科技等；下游水务运营和管理代表企业有中国水务、北控水务等。

图11：智慧水务上中下游构成



资料来源：前瞻研究院、西部证券研发中心

2014-2022年期间，国务院、国家发改委、水利部、住房城乡建设部等多部门都陆续印发了支持智慧水务行业的发展政策，智慧水务内容涉及发展智能供排水和污水处理、智慧水利、智慧防洪等。从2014年至“十四五”规划，国家对智慧水务行业的支持政策经历了从“发展智能水务”到“发展智慧水务”再到“构建智慧水利体系”的变化。

表1：近年中国智慧水务相关政策汇总

颁布时间	颁布机构	政策名称	政策内容
2014年3月	国务院	《国家新型城镇化规划(2014-2020年)》	智慧城市建设方向第3条：基础设施智能化，发展智能水务，构建覆盖供水全过程、保障供水质量安全的智能供排水和污水处理系统。

颁布时间	颁布机构	政策名称	政策内容
2014年8月	国家发改 委、八部委	《关于促进智慧城市发展的 指导意见》	将基础设施智能化作为主要目标之一，大幅度提升水务等公用基础设施的智能化水平，运行管理实现精准化、协同化、一体化。同时加快建设智能化基础设施，建设全过程智能水务管理系统和饮用水安全电子监控系统。
2015年12月	中共中央、 国务院	《关于深入推进城市执法体 制改革改进城市管理工作的 指导意见》	推进综合执法，其中包括水务管理方面向城市河道倾倒废弃物和垃圾及违规取土、城市河道违法建筑物拆除等行政处罚权；构建智慧城市，发展智慧水务，构建覆盖供水全过程、保障水质量安全的智能供排水和污水处理系统。
2016年2月	国务院	《国务院关于深入推进新型 城镇化建设的若干意见》	推动新型城市建设，发展智能水务，落实最严格水资源管理制度，推广节水新技术和新工艺，积极推进中水回用，全面建设节水型城市。
2017年1月	国家发改 委	《战略性新兴产业重点产品 和服务指导目录》	在“新一代信息技术产业”，目录下的“信息技术服务”中，把“水务”列入物联网应用服务范围；将“智能水务”列入“节能环保产业”目录下的“先进环保产业”中。
2017年5月	住房城乡 建设部、国 家发改委	《全国城市市政基础设施规 划建设“十三五”规划》	构建供水安全多级屏障，全流程保障饮用水安全；全面整治城市黑臭水体，强化水污染全过程控制；建立排水防涝工程体系，破解“城市看海”难题；发展智慧水务，构建覆盖供排水全过程，涵盖水量、水质、水压、水设施的信息采集、处理与控制体系。
2019年6月	水利部	《智慧水利总体方案》	深度融合遥感、云计算、物联网、大数据、人工智能等新技术，设计智慧水利总体架构，确定高速互联的水利信息网、智慧水利大脑等6项重要任务，明确应用、数据、网络安全、感知等4类10项重点工程，推进智慧水利顶层设计。
2020年7月	国家发改 委	《国家发展改革委关于加快 开展县城城镇化补短板强弱 项工作的通知》	针对县城基础设施、公共服务、社会治理、产业发展、数字生态等方面存在短板和薄弱环节，利用大数据、人工智能、5G等数字技术，在具备一定基础的地区推进县城智慧化改造建设，提升县城数字化、网络化、智能化基础设施水平，加快交通、水电气热等市政领域数字终端、系统改造建设。
2021年3月	国家发改 委	《“十四五”规划和2035年 远景目标纲要》	分级分类推进新型智慧城市建设，将物联网感知设施、通信系统等纳入公共基础设施统一规划建设。完善城市信息模型平台和运行管理服务平台，构建城市数据资源体系，推进城市数据大脑建设。
2021年11月	国家发改 委	《“十四五”节水型社会建设 规划》	《规划》明确，到2025年，基本补齐节约用水基础设施短板和监管能力弱项，节水型社会建设取得显著成效，用水总量控制在6400亿立方米以内，万元国内生产总值用水量比2020年下降16.0%左右，万元工业增加值用水量比2020年下降16.0%，农田灌溉水有效利用系数达到0.58，城市公共供水管网漏损率小于9.0%。
2022年1月	国家发改 委、水利部	《“十四五”水安全保障规划》	按照“强感知、增智慧、促应用”的思路，加强水安全感知能力建设，畅通水利信息网，强化水利网络安全保障、推进水利工程智能化改造，加快水利数字化转型，构建数字化、网络化、智能化的智慧水利体系。
2022年4月	住房建设 部、国家发 改委、水利 部	《“十四五”城市排水防涝体 系建设行动计划》	落实城市排水防涝设施巡查、维护、隐患排查制度和安全管理技术规程，建立市政排水管网地理信息系统（GIS），实行动态更新，逐步实现信息化、账册化、智慧化管理，满足日常管理、应急抢险等功能需求。

资料来源：智研咨询、西部证券研发中心

2.2 供水管网迅速扩张管理压力大，高漏损率使得安全用水和节水成为当下主要方向

随着近年来我国城市供排水量持续增长，供排水管网迅速扩张，面对分散的管网、用户、泵站、水厂管理，要求水务部门和企业的管理手段、工作效率能跟上快速的发展，因而水务部门和企业需要建立一个支撑整个供排水管理的智慧水务平台。

前瞻研究院数据显示，我国供水管网漏损率较高，2012-2019年，我国城市供水管网漏损率保持14%以上，2019年为16.99%。为降低供水管网漏损率，水务部门需要通过智慧

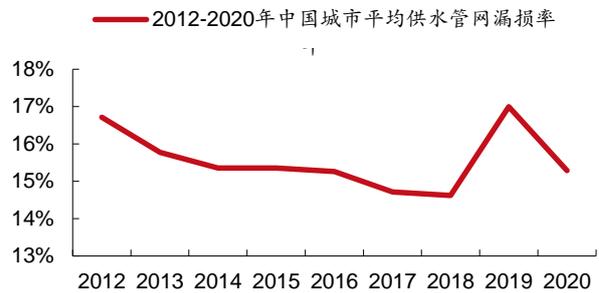
水务检测和管理供水设备和管网，加强管网维护和管理。

图 12: 2012-2020 年中国城市供水管道长度及供水普及率情况



资料来源: 前瞻研究院、西部证券研发中心

图 13: 2012-2020 年中国城市平均供水管网漏损率



资料来源: 前瞻研究院、西部证券研发中心

2.3 行业现状: 智慧水务行业处于探索阶段, 企业众多行业较为分散

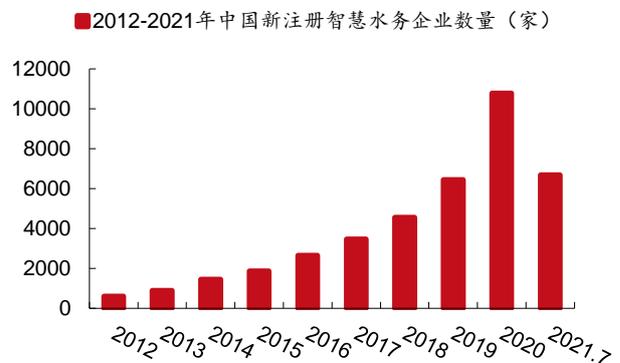
我国智慧水务行业处于探索阶段, 行业保持稳定增长。目前, 我国水务企业较多, 但大部分仍处于智慧水务建设基础阶段 (单一业务信息化阶段), 仅有少数规模较大龙头企业处于行业多业务领域的信息化, 因此我国智慧水务尚处于初步的探索阶段, 同时行业具有巨大发展潜力。智研咨询数据显示, 2021 年中国智慧水务市场规模为 140 亿元左右, 预计未来市场规模将持续扩大。

图 14: 2014-2021 年中国智慧水务行业市场规模



资料来源: 智研咨询、西部证券研发中心

图 15: 2012-2021 年中国新注册智慧水务企业数量

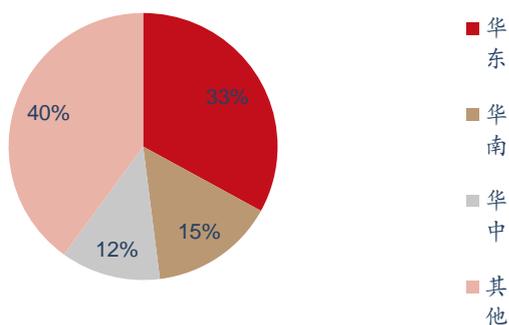


资料来源: 智研咨询、西部证券研发中心

智慧水务行业的区域性较为明显。从目前各地水务情况来看, 智慧水务企业只能在其覆盖的范围内开展业务, 一个城市水务发展受制于该城市地区及城市规划发展区域。目前华东地区是我国智慧水务行业最大的市场。

国内智慧水务行业发展时间短, 规模较大的企业数量较少。在竞争方面, 目前, 中国智慧水务行业的企业主要分为三个类型: 将硬件设备与信息化技术融合的综合服务商、以自主研发水务信息系统软件为核心产品的软件企业、大型 IT 公司切入智慧水务领域; 企业地域分布较为集中, 广东省、湖南省智慧水务相关企业数量较多。

图 16: 中国智慧水务行业市场规模结构



资料来源: 智研咨询、西部证券研发中心

图 17: 截至 2022 年 2 月中国智慧水务相关企业数量分布



资料来源: 智研咨询、西部证券研发中心

目前, 我国大多数智慧水务项目的开展由政府主导, 主要由当地水务主管部门以及水务企业进行项目招标, 由工程设备公司或智慧水务系统公司来进行投标。从中国政府采购网看, 截至 2022 年 12 月 14 日, 全年共有 459 条相关招标内容。

表 2: 2022 年以来部分单价 500 万元+招标订单

时间	项目编号	名称	预算金额 (万元)
2022 年 1 月	法正政采字【2022】01 号	新干县城乡供水一体化智慧水务平台建设一期项目	771.05
2022 年 1 月	RHZC2022-005GK	乌苏市城市智慧水务计量设施改造工程采购项目	887.32
2022 年 1 月	J22010342-0306	武汉市智慧水务建设项目 (一期)	5780.85
2022 年 3 月	TCGGZY-2022G005	智慧水务建设	740
2022 年 4 月	[350824]FJZC[GK]2022001	龙岩市武平县岩前溪流域水环境综合治理工程 (一期) 服务类采购项目	1252.89
2022 年 3 月		赵县供水及智慧水务建设工程招标公告	764.53
2022 年 3 月	KYQ-2022-006	房山区水系连通及水美乡村建设试点县项目专业工程暂估价(智慧水务前端监测工程)	484.43
2022 年 3 月	ZFCG2021-035206-T00005-JH001-XM001	城市内涝防治汛后应急项目-积水监测补充	897.86
2022 年 4 月	YLGJS0412-202201-01	夷陵区城区污水处理智慧化调度工程设计、测量、管网排查检测项目	1187.5
2022 年 4 月		沅江市水利局沅江市排灌泵站智能运维管理	3036
2022 年 4 月	岳财市采计[2020]000154 号	岳阳市中心城区污水系统综合治理 PPP 项目 (二期)	722723.44
2022 年 4 月	益财采计[2019]02002	益阳市智慧水务项目	3053.57
2022 年 5 月	1101122221020000863-XM001	宋庄镇集中供水管网改造及智慧水务工程-智慧水务管理平台	953.12
2022 年 5 月	QZLQ2022040	智慧水务地理信息系统管网技术服务	3700
2022 年 5 月	ZUPC-GK-FW-2022001G	淄博市智慧水务平台开发	540
2022 年 6 月	SDGP370100000202202000443	济南市智慧供水管理平台	1104.34
2022 年 6 月	YNJH-2022-089	昆明市智慧水务 (一期工程)	700
2022 年 6 月	JXSXCG2022-11	经开区智慧水务项目	1315.11
2022 年 6 月	TKXZFCG(GK)HYTH2022-016	吐鲁番市托克逊县城区智慧水务升级改造项目--管道及配套设施二标段	3200
2022 年 6 月	GJZC2022GK016	甘肃高台工业园区集中供水和固废处置建设项目 (南华供水系统智能化提升工程)	846.28
2022 年 6 月	JSCJ2022G016	江阴市中医院异地新建医院智慧水务项目	550

时间	项目编号	名称	预算金额 (万元)
2022年7月	GSLCZB-2022-10	文县城区给水管网改扩建工程 (智慧水务系统工程)	713.26
2022年7月	2022-06-40	浙川县城市供水智慧水务综合管控平台建设项目	713.95
2022年6月	N5101042022000064	智慧水务建设项目	580
2022年7月	NCZB2022121620	新乐市老旧供水管网智慧化改造提升工程--智慧水务综合管理平台	2740.04
2022年7月	XJXXY-CG-2022-001号	和田地区洛浦县新城区供排水管网及附属配套建设项目 (智慧水务)	1999.87
2022年8月	KD招2022016	城固县城区供水扩建及智能化改造工程智慧水务管理及运营系统建设项目	610
2022年9月	XJXXY-CG-2022-002号	和田地区洛浦县新城区供排水管网及附属配套建设项目 (智慧水务-计量设施)	700
2022年10月	XJZZ20221001	沙湾市智慧水务计量设施改造项目	4000
2022年9月	HZGJ-2022-0013	农安县老旧小区水表更换及智慧水务工程	3213.72
2022年10月	CZ2022-8100	广州市白云区水务局白云智慧水务 (一期) 2022年建设服务项目	11761.41
2022年10月	TKXZFCG(GK)HYTH2022-034	吐鲁番市托克逊县城区智慧水务升级改造项目--设备采购二标	875
2022年11月	YHJSCG-2022-GK12	钟管镇产业创新配套设施建设项目--工业园区基础设施提升工程一期智慧水务建设项目	630.83
2022年11月	ZFCG2022012542	青岛市2022年智慧水务建设项目 (青岛市水资源税远程在线监控)	1070.1
2022年11月	11000022210200028737-XM001	水务视频调度系统延伸项目	1632.96
2022年11月	11000022210200029902-XM001	智慧水务1.0基础底座 (一期)	2993.74
2022年12月	THZB2022/052	智慧水务一期项目技术服务	1370

资料来源: 中国政府采购网、西部证券研发中心整理

三、和达科技：漏损控制行业绝对龙头，政策加持抬高发展空间

3.1 行业龙头地位稳固，产品线覆盖广泛

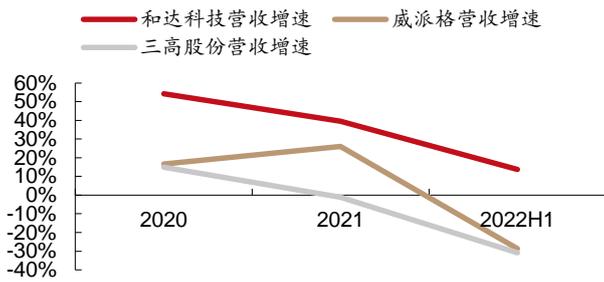
公司对比漏损行业其他公司来看，具有绝对优势地位。1) 产品维度看，公司的产品线覆盖全面，拥有针对漏损控制的智慧水务全栈解决方案；2) 整体营收角度看，公司在漏损领域的营收也具有绝对领先地位。

表 3: 公司竞争对手

公司名称	2022 前三季度智慧水务收入 (漏损, 亿)	主营业务
和达科技	3.34	智慧水务 (漏损管理) 全栈解决方案, 从硬件渗漏预警仪等到物联网平台、网格化管理平台、生产调度系统等。
威派格	0.94	无负压设备、变频设备、智慧水务和区域加压设备。
三高股份	1.97 (总营收)	是智慧城市、智慧水务和智慧燃气整体解决方案供应商, 产品和服务覆盖智慧城市建设管理中的信息综合管理平台。

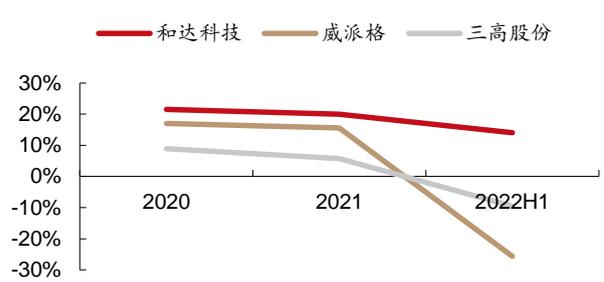
资料来源: 各公司财报、西部证券研发中心

图 18: 和达科技和同行业营收增速对比



资料来源: 公司财报、西部证券研发中心

图 19: 和达科技和同行业利润率对比



资料来源: 公司财报、西部证券研发中心

公司是国内少数几家能够提供水务信息化整体解决方案的供应商, 拥有智能遥测终端、渗漏预警仪等智能感传终端和水务物联网平台、网格化管理平台、生产调度系统、分区控漏系统、渗漏预警云平台、在线水力模型、水务 BI 系统等水务管理软件, 产品应用于水务企业的主要业务环节, 种类齐全。相比于技术方向单一、需要外购产品支撑的集成服务供应商, 公司具备快速响应、全面服务的整体服务优势, 能够保障水务企业各业务环节的紧密联结与最佳契合, 提高了公司产品整体的市场竞争力。

图 20: 公司产品线



资料来源: 和达科技官网、西部证券研发中心

图 21: 和达科技产品架构



资料来源: 和达科技官网、西部证券研发中心

3.2 强产品力使得公司客户群丰富, 大订单验证公司实力

公司深耕水务行业二十多年, 专注于水务信息化建设的研究, 对水务行业具有深刻的理解, 体现在软硬件技术的研究和积累、数据的积累和治理、业务中台的建设、业务软件的全面性和融合分析能力、软件驱动的全产业链整合能力等多方面。

自 2015 年成功开发在线水力模型以来, 公司持续对“水力模型在线校核算法”“高精度实时水量预测算法”进行迭代升级, 使得模型能够快速、精确对管网水量进行预测。在水力模型应用方面, 公司相关软件产品已投入商业应用, 领先于行业内其他公司。

图 22：和达科技水务运营体系

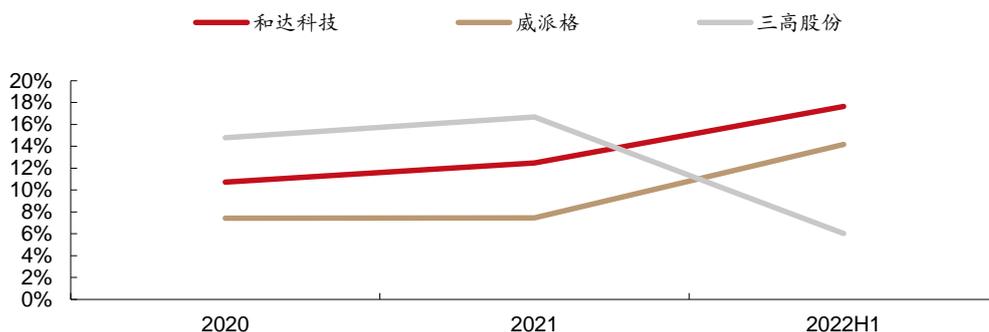


资料来源：和达科技官网、西部证券研发中心

高研发铸就公司强产品力，公司客户群分布广泛。对比行业其他公司来看，公司的研发投入处于行业领先地位，公司深耕水务领域 20 多年以来，在产品力上拥有很强竞争力。

公司深入研究供水管网漏损控制技术，已掌握包括“基于机器学习的供水管网异常事件甄别算法”“基于模式识别的供水管网异常事件快速定位算法”在内的相关核心技术。公司与绍兴水务、清华大学合作开发的“基于数据与业务联动的供水管网漏损管理系统”实现了供水管网漏损的智能化管理，被住房和城乡建设部科技发展促进中心评定为在爆漏实时预警与定位技术方面达到国际先进水平。此外，公司紧跟物联网技术的发展，开发出水务物联网平台，研制出应用 NB IOT、LoRa 通讯方式的智能感传终端。

图 23：和达科技和同行业研发费用率对比



资料来源：wind、西部证券研发中心

公司对水务行业具有深刻的理解，核心技术的先进性体现在数据的积累和治理、业务中台的建设、业务软件的全面性和融合分析能力、软件驱动的全产业链整合能力等多方面。水务数据的分析要基于对于水务行业需求的掌握，公司拥有超过 600 家以上的水务企业客户，对不同规模水务企业客户的需求了解更全面和更准确，更能引导客户的发展。先后为绍兴水务、武汉水务、郑州水务、深圳水务、广州水务、北控水务、宁波水务、嘉兴水务等大

中型水务公司提供水务信息化解决方案，积累了丰富的客户资源。

图 24：和达科技主要客户群

深圳市水务（集团）有限公司	广州市自来水有限公司	武汉市水务集团有限公司	郑州自来水投资控股有限公司
北控水务集团有限公司	绍兴市公用事业集团有限公司	大连市自来水集团有限公司	中国水务集团有限公司
青岛水务集团有限公司	宁波市自来水有限公司	湖州市水务集团有限公司	嘉兴市水务投资集团有限公司

资料来源：和达科技官网、西部证券研发中心

公司成立以来持续进行技术研发和产品升级，经过在水务信息化领域二十年的深耕细作，公司积累了大量的基础技术，包括数据挖掘技术、声音处理技术、预警算法、远程控制等技术，形成了 14 项核心技术。

和达科技通过开展智慧水务漏控场景化建设，依托云计算、物联网、大数据、人工智能等技术，陆续开发出渗漏预警仪、智能压力管理阀、智能相关仪等智能化漏控设备，构建起一套集水量、水压、噪声监测、压力管控、案例分析于一体的分区计量漏损管控体系和预警平台，推动漏损控制管理能力的全面提升。

表 4：和达科技掌握的核心技术

核心技术	技术先进性	实现功能
水力模型在线核算算法	本算法将机器学习技术应用于水力模型的快速校核，创造性地利用水力模型自身产生的样本数据集来训练和校核水力模型，可在利用管网监测系统的压力和流量实时监测数据对在线水力模型几十秒内完成校核，大大缩短了校核时间，可实现水力模型的在进行实时校核，提高水力模型的模拟精度。	
高精度实时水量预测算法	线实时校核，且对实测数据量要求更低，具有更加广泛的适应性。公司算法具有轻量化的特点，需要的数据类型少，配置简单，具有较强的泛化能力，可移植性强，计算速度快，且算法能够根据监控时间步长进行滚动预测，实时更新预测结果，通过数据清洗算法，排除异常数据对预测结果的影响，提高预测精度。	为了评估供水系统未来的变化趋势，制定供水调度预案，需要对供水总量和各分区水量进行预测，根据过去一段时间的水量来预测未来 24 小时的水量。
基于机器学习的供水管网异常事件甄别算法	公司算法利用深度学习框架，综合考虑时间和空间两个维度，重构出不含异常事件的序列，并与原始序列进行对比以判断原始序列是否存在异常以及异常程度有多大。公司算法无需人工提取特征数据，能够甄别出未知类型的异常，使得异常事件的甄别精确率和召回率得到显著提高。	通过研究不同种类监测数据的属性，利用数据挖掘技术，建立识别监测点数据有效性的算法，建立不同类型监测数据的有效性识别方法，并确定相应的置信区间，对供水管网发生的异常事件进行甄别和报警。
基于模式识别的供水管网异常事件快速定位算法	公司算法通过调取提前处理好的模式识别数学模型，可在几秒钟之内给出稳定、精确的定位，响应时间短，定位精度高，适用于不同供水模式和规模的管网，是一种全新的供水管网漏损区域快速识别技术方法。	根据压力监测实现供水管网漏失区域的快速、准确定位。
基于微噪声分析的供水管网漏损识别技术	公司自主研发的基于声学分析和滤波技术，实现对供水管道漏点的精确定位，并通过大数据的不断积累，逐渐提高检测准确性。	采用噪声法对管道微小振动信号进行检测，分析出管道夜间最小噪声值，对夜间最小噪声值的音频进行分析，匹配漏水特征，识别出该管道是否存在漏点。
基于非合作式声学目标捕捉的管道漏点定位技术	公司以供水管道的泄漏检测为背景，深入研究了泄漏信号的分析处理技术，并自主研发了基于声学分析和滤波技术的定位算法，实现对供水管道漏点的精确定位。	基于被动信号检测，利用漏点声信号的特性建立平稳随机信号时字滤波器，提高接收信号信噪比，结合相关法进行时延估计，保

核心技术	技术先进性	实现功能
高可靠性、低功耗水务物联网通讯技术	公司基于行业通用技术，在不减少设备功能、降低设备性能的前提下，对嵌入式软硬件不断迭代和演进，降低产品功耗，提升可靠性和通信性能，更适合水务行业对设备高可靠性、低功耗和通信成功率的要求。	证在各类工况下都具有较高置信度的定位结果输出。 通过物联网通讯技术、低功耗技术，采用锂电池供电，实现数据采集后向云端或者近端稳定传输的同时，确保设备运行稳定的高可靠性和长使用年限。
基于边缘计算的管网运行异常监测技术	根据供水管网水锤现象建立数学模型，结合自主设计的分析算法，实现整体的低功耗与高效率，对管网压力瞬间突变进行预警，有效防止供水管网爆管事件发生。	通过长期监测供水管网上的流量、压力，对不同时间段用水量的变化、压力瞬间突变等数据进行综合分析，实现对管网运行异常现象进行预警，并结合业务模型来判断管道的运行状况。
面向水务运营的海量数据挖掘技术	通过批处理和流处理引擎，支撑海量数据的离线批处理计算和实时计算，结合数据建模构建水务指标体系，发现数据规律，实现业务专题模型分析，分析模型涉及供排水各个业务范围。	对异构的数据源进行数据抽取、数据挖掘，构建水务数据中心，实现数据的有效利用。
基于多路复用的高性能水务物联网通讯技术	公司基于行业通用技术，对各种通讯技术进行融合，使得服务器具备海量连接稳定处理能力，毫秒级的协议处理响应速度，实现了将海量物联网设备的私有协议报文到物联网平台标准数据的转换。	实提高水务物联网平台性能和通讯能力，同时并发处理更多的客户端连接和平衡多核 CPU 负载进行数据处理。
基于流式计算的水务物联网数据处理技术	本技术基于数据驱动的水务业务相关算法，实现数据的存储、关联计算，并通过对设备的运行分析、健康分析和异常数据清洗等算法进一步挖掘物联网数据的价值。本技术采用基于流式计算的实时计算方式，能将各类统计计算的响应达到毫秒级，提升了数据处理的实时性、灵活性。	对采集的原始物联网数据进行解析、清洗、报警、关联等多种计算；提升数据计算的负载能力和处理的实时性、灵活性。
多协议热插拔水务物联网组件支撑技术	本技术通过多协议热插拔组件支撑机制可实现不同设备协议的动态接入，支持编解码插件及驱动的静默更新，通过可视化的配置界面，在不停机的情况下，实现设备协议的新增和更新。	能够兼容各种物联网设备，针对每一个新接入的设备，将差异化配的协议抽象为插件，通过水务物联网平台的接入，减少重复工作，增加系统的可扩展性。
基于 LBS 的泛 GIS 水务网格化管理支撑技术	本技术将互联网开放地图服务及 LBS（即位置服务）同专业地理信息 GIS 技术的融合，解决多种坐标系统的无缝融合和千万级管网设施在 LBS 的渲染和处理；其中千万级管网设施渲染通过基于图算法对千万级管网设施构建关系，并进行简化从而实现大数量的高效渲染，又不损失细节。	融合“LBS 的空间定位、地图服务技术”和“管网设施 GIS 的空间管理、分析技术”，实现水务网格化管理。
基于多维模型的水务全流程网格化管理模型	本模型基于 GIS 空间算法和图算法，对水务网格的空间维度、总分维度、供水维度等多个维度进行关系描述，构建起接近现实的水务全流程网格化管理模型，并可实现各维度层级的水量、关系计算的层级传导，开发出“网格化管理平台”。	对水务企业管理范畴内的各类业务对象进行包含空间维度、层级维度、计量维度、供水维度和连接维度在内的多维度关联模型构建。

资料来源：公司财报、西部证券研发中心

2021 年，在全国数字化改革和节水节能的大背景下，水务行业信息化建设需求旺盛，公司在北京、山西、重庆建立销售办事处，市场拓展区域进一步扩张；同时公司设立渠道部，筛选水务行业核心代理商，建成首个 RTU 产品代理队伍，进一步推广公司产品及服务。

表 5：2021 年和达科技中标的部分大额订单项目

项目	金额（万元）
嘉兴经济技术开发区污水管网智能感知系统项目	1568
黄岩区农村饮用水达标提标（供水一体化）EPC 工程智慧水务项目	2350.8
全市城镇污水处理设施一体化运营监管平台建设项目	1220
绍兴市区供水智能化建设试点项目——城市供水管网漏损控制专项	6382.22

资料来源：公司财报、西部证券研发中心

3.3 农村用水标准提升+漏损率考核+涨水价驱动公司未来成长

2025年农村自来水88%的普及率目标为公司带来新的业务拓展空间。2021年8月，水利部日前联合国家发改委、财政部、人社部、生态环境部、住建部、农业农村部、国家卫健委、国家乡村振兴局等有关部门印发《关于做好农村供水保障工作的指导意见》指出，按照全面推进乡村振兴战略的要求，各地要按照“统一规划、持续提升，突出管理、完善机制，政府主导、两手发力，广泛参与、社会监督”的工作原则，完善农村供水设施。到2025年，**全国农村自来水普及率达到88%**，农村供水工程布局将更加优化，运行管理体制机制将不断完善，工程运行管护水平将不断提升，**水质达标率将不断提高。**

和达科技陶瓷膜净水设备以陶瓷膜为核心净水工艺，产品包括膜过滤系统、加药系统、自控系统、视频安防系统和在线水质仪表共五大系统，产品主要用于村镇分散式净水站，用于地表水或地下水的水质净化，去除浊度、细菌、微生物等杂质，确保水质安全。产品通过PLC自动控制过滤、反洗等步序，通过压力、流量、液位等监测，数据实时上传软件平台，可以实现远程运维、少人或无人值守，提高了水站的运维管理效率。

同时公司开发建设的农村供水统一信息管控平台，真正做到供水信息互联互通，实现信息资源共享化、管理决策智能化，提高农村供水现代化管理水平和监管水平，形成良性运行机制，确保供水保障率和水质达标率。

表 6：和达科技农饮水设备

产品名称	图示	特点
MOSTONE 膜石陶瓷膜净水产品		陶瓷膜净水设备，通过重力流可以直接引入原水，不采用水泵增压，整体运行能耗低。在低温环境，可以通过调整进水压力，维持产水量恒定与水质稳定，不受温度变化影响。设备预处理工艺流程短，陶瓷膜过滤精度高，可有效截留细菌、微生物和泥沙颗粒物等杂质，产水水质稳定。管路、阀门等均采用不锈钢材质，陶瓷膜采用 Al ₂ O ₃ 或 SiC 材质，硬度达到 9 级，耐强酸碱，完全避免有机浸没式超滤的断丝问题，确保产水浊度达标，大大减少后期耗材更换与人工换膜费用。

资料来源：公司财报、西部证券研发中心

漏损率标准提升，为公司漏损业务带新的机会。2022年，住房和城乡建设部、国家发展改革委发布《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》和《关于组织开展公共供水管网漏损治理试点建设的通知》，明确提出中央预算内投资支持开展公共供水管网漏损治理试点，选择不超过50个具有较好示范推广意义的城市（县城）建成区开展试点。到2025年，形成一批漏损治理先进模式和典型案例。**公共供水管网漏损率高于12%（2020年）的试点城市（县城）建成区，2025年漏损率不高于8%；其他试点城市（县城）建成区，2025年漏损率不高于7%。**

受益于节水型社会建设目标的确立、国家对供水管网漏损控制试点的开展以及水务行业对数字化、智能化的管理需求的增加，水务信息化建设应用加速落地。我国水务行业信息化建设目前正处于蓄力期向快速增长长期过渡的阶段。公司在“数字化+漏损控制+合同节水”等业务领域掌握核心技术以及拥有典型示范案例，在水务信息化领域发展中动力十足。

公司控股子公司浙江绍兴和达水务技术股份有限公司总结绍兴水务十余年来在城镇供水管网漏损控制方面的经验与做法，结合和达科技的一体化智慧水务软硬件解决方案，向全国水务行业推广和复制漏损控制业务。目前已形成咨询、设计、建设、运营、培训、合同节水及托管运营的一条龙服务。公司在大连、广州等多地开展合同节水模式服务，并在降

漏损上取得了良好的成绩。

2021年8月，国家发展改革委、住房城乡建设部修订印发《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》，确定建立健全以“准许成本加合理收益”为核心的定价机制，制定城镇供水价格。以成本监审为基础，通过核定准许成本、监管准许收益确定准许收入，根据核定供水量确定供水价格。

水价有望提升带动水务信息化建设持续。城镇供水定价成本包括固定资产折旧费、无形资产摊销和运行维护费。这意味着未来水司水厂的信息化建设费用都将计入到水司水价的定价成本中，未来水价会面临进一步上行调整，而水司的收入中大部分都会用来水厂的基础设施建设，因此我们认为，未来水务信息化建设市场会因此变得更大。

四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测

基本假设：

1、**水务管理系统**：2022年整体信息化行业公司发展受疫情影响，但水务行业政策有明确指引，我们认为随着疫情放开，政策催化行业发展，一些原有具备硬件服务的水司拥有软件服务的需求，公司自主研发的水务管理系统有望进一步增长，我们预计公司22-24年该业务增速分别为35%/44%/40%，毛利率为51%/52%/53%。

2、**智能感传终端**：公司智能终端一般配套系统形成解决方案出售，我们认为前期智能终端基本渗透完成，后期增长较为平稳，假设22-24年该业务增速为5%/4%/3%，毛利率为46%/46.5%/46.8%。

3、**系统集成**：该业务是公司主要发力方向，公司作为水务漏损控制信息化龙头企业，我们认为随着行业政策的逐渐落地，公司的全栈解决方案更能吸引客户，为客户节约更多的时间成本，公司有望持续抢占市场份额，迎来量价齐升阶段，我们预计22-24年该业务增速分别为40%/45%/38%，毛利率分别为43%/44%/44.5%。

4、**技术服务**：随着公司集成业务的发展，后续增值服务呈现稳健发展趋势，假设22-24年该业务增速为10%/9.5%/9%，毛利率分别为46.5%/47%/47.4%。

表 7：和达科技盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
水务管理系统（百万）	79.67	107.56	154.89	216.84
yoy	62.56%	35.00%	44.00%	40.00%
毛利率	50.08%	51.00%	52.00%	53.00%
智能感传终端（百万）	143.29	150.45	156.47	161.16
yoy	0.51%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	45.88%	46.00%	46.50%	46.80%
系统集成（百万）	263.41	368.77	534.72	737.91
yoy	72.14%	40.00%	45.00%	38.00%
毛利率	42.46%	43.00%	44.00%	44.50%
技术服务（百万）	20.92	23.01	25.19	27.46
yoy	11.42%	10.00%	9.50%	9.00%
毛利率	46.37%	46.50%	47.00%	47.40%

	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万)	507.29	649.79	871.27	1143.38
yoy	39.61%	28.09%	34.08%	31.23%
毛利率	44.78%	45.14%	45.96%	46.51%

资料来源：财报、西部证券研发中心

综上所述，我们预计公司 22-24 年营收分别为 6.50、8.71、11.43 亿元，归母净利润分别为 1.19、1.62、2.24 亿元，对应 EPS 为 1.11、1.51、2.08 元。

4.2 估值

相对估值：

由于公司上游是终端设备厂商，与和达具体商业模式有一定差异，对于下游需求传导也有不同的反映时效，公司同行业可比公司较少且缺乏相关数据，因此我们选取与公司业务模式类似，同属于 IT 信息解决方案的瑞纳智能、创业慧康、容知日新、数字政通作为公司的可比公司，根据 wind2022 年 12 月 23 日一致预测结果，得到可比公司 PE 均值为 32.12 倍，和达科技作为水务漏损控制行业龙头，公司掌握行业领先技术，未来发展空间广阔，参考行业均值，并考虑公司未来增速明显高于行业均值，给予 2023 年 23 倍 PE，对应目标价为 34.78 元，给予“买入”评级。

表 8：相对估值下公司目标价为 34.78 元

代码	可比公司	市值 (亿元)	PE		
			2022E	2023E	2024E
301129	瑞纳智能	51.65	26.58	22.57	16.60
300451	创业慧康	119.14	33.66	25.78	20.35
300075	数字政通	89.01	32.94	32.67	25.55
688768	容知日新	56.32	59.36	47.48	32.47
均值			38.13	32.12	23.74

资料来源：wind2022 年 12 月 23 日一致预测结果、西部证券研发中心

绝对估值：

假设 WACC 为 7.95%、五年过渡期增速为 8.00%和永续增长率为 3.00%，则得到公司股权价值 40.10 亿元，每股股价为 37.34 元。

表 9：绝对估值下公司目标价为 37.34 元

估值假设	数值	结果	数值
过渡期年数	3	债务资本成本 Kd	5.52%
过渡期增长率	8.00%	债务资本比重 Wd	0.15%
永续增长率 g	3.00%	股权资本成本 Ke	7.95%
贝塔值 (β)	1.10	WACC	7.95%
无风险利率 Rf (%)	3.00%	股权价值 (亿元)	40.10
市场的预期收益率 Rm (%)	7.50%	每股价值 (元)	37.34
有效税率 Tx (%)	8.07%		
应付债券利率	—		

资料来源：wind、西部证券研发中心

表 10：绝对估值敏感性测试

永续增长率 g	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
WACC											
4.93%	54.43	55.92	57.68	59.79	62.35	65.49	69.43	74.48	81.18	90.41	103.87
5.43%	49.19	50.34	51.69	53.28	55.19	57.50	60.34	63.91	68.48	74.54	82.89
5.97%	44.68	45.57	46.61	47.83	49.27	51.00	53.09	55.66	58.89	63.02	68.50
6.57%	40.78	41.48	42.29	43.23	44.33	45.63	47.19	49.08	51.41	54.32	58.06
7.22%	37.39	37.94	38.57	39.29	40.14	41.14	42.32	43.73	45.43	47.53	50.17
7.95%	34.42	34.85	35.34	35.91	36.57	37.34	38.24	39.30	40.57	42.12	44.01
8.74%	31.81	32.15	32.54	32.99	33.50	34.09	34.79	35.60	36.56	37.71	39.10
9.62%	29.50	29.78	30.09	30.44	30.84	31.30	31.84	32.46	33.19	34.06	35.10
10.58%	27.46	27.68	27.93	28.20	28.52	28.88	29.30	29.78	30.35	31.01	31.79
11.63%	25.65	25.82	26.02	26.24	26.49	26.78	27.10	27.48	27.91	28.42	29.01
12.80%	24.04	24.17	24.33	24.51	24.70	24.93	25.19	25.48	25.82	26.21	26.66

资料来源：wind、西部证券研发中心

五、风险提示

1、政策目标完成不及预期

政策进展需要一定时间，从政策任务的下达到方案的落地实施有时间周期，如若进展不顺利，对于公司确认收入会产生一定影响，进而影响公司业绩的发展。

2、下游客户开展不及预期

疫情几年对公司预算开支产生了比较大的影响，如若水司资金不够充裕，影响相关信息化建设投入，公司作为漏损控制龙头，会受到一定影响。

3、政府预算发生倾斜

政府预算开支投入抗议主题较多，如若疫情恢复不及预期，会对其他方面开支产生一定影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	229	462	594	688	819	营业收入	363	507	650	871	1,143
应收款项	187	290	330	436	565	营业成本	189	280	356	471	612
存货净额	64	85	134	160	208	营业税金及附加	3	5	6	8	11
其他流动资产	5	11	8	8	9	销售费用	34	49	58	77	99
流动资产合计	486	847	1,066	1,292	1,601	管理费用	67	93	115	152	189
固定资产及在建工程	31	56	56	54	53	财务费用	(3)	(5)	(8)	(9)	(11)
长期股权投资	1	4	4	4	4	其他费用/(-收入)	(12)	(24)	(10)	(8)	(4)
无形资产	14	13	13	11	10	营业利润	85	110	133	181	248
其他非流动资产	12	31	17	21	26	营业外净收支	0	(0)	(0)	(0)	(0)
非流动资产合计	58	104	89	91	93	利润总额	85	110	132	181	247
资产总计	544	952	1,155	1,382	1,693	所得税费用	7	8	11	15	20
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	78	101	122	166	228
应付款项	163	203	302	374	474	少数股东损益	3	1	3	4	4
其他流动负债	0	2	1	1	1	归属于母公司净利润	76	100	119	162	224
流动负债合计	163	205	302	375	475	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款及应付债券	16	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	9	14	9	11	12	ROE	24.6%	18.7%	15.3%	17.9%	20.6%
长期负债合计	25	14	9	11	12	毛利率	48.0%	44.8%	45.1%	46.0%	46.5%
负债合计	189	220	312	386	487	营业利润率	23.5%	21.7%	20.4%	20.7%	21.7%
股本	81	107	107	107	107	销售净利率	21.5%	20.0%	18.7%	19.1%	19.9%
股东权益	355	732	844	997	1,206	成长能力					
负债和股东权益总计	544	952	1,155	1,382	1,693	营业收入增长率	54.3%	39.6%	28.1%	34.1%	31.2%
						营业利润增长率	143.9%	29.2%	20.2%	36.4%	37.0%
						归母净利润增长率	141.0%	32.4%	18.8%	36.4%	37.7%
						偿债能力					
						资产负债率	34.7%	23.1%	27.0%	27.9%	28.8%
						流动比	2.97	4.13	3.53	3.45	3.37
						速动比	2.58	3.71	3.08	3.02	2.93
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	0.70	0.93	1.11	1.51	2.08
						BVPS	3.23	6.73	7.75	9.13	11.05
						估值					
						P/E	36.5	27.6	23.2	17.0	12.3
						P/B	6.0	3.8	3.3	2.8	2.3
						P/S	7.6	5.4	4.2	3.2	2.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

- 买入：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
- 增持：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
- 中性：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
- 卖出：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系地址

- 联系地址：** 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
- 联系电话：** 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。