

威胜信息（688100）

证券研究报告

2020 年 05 月 26 日

智慧公用事业独角兽，逐鹿万物互联大时代

1、聚焦智慧公用事业，逐鹿万物互联大时代。

公司深耕于智慧公用事业领域，紧密围绕物联网框架进行业务布局，重点建设“泛在电力物联网”和“智慧城市物联网”，产品主要应用场景有智能电网（传统领先领域）、智慧能源、智能水务管理、智慧消防、智慧路灯五大领域。

公司的产品已形成了完整的物联网产业链各要素布局：感知层的产品主要包括电监测终端和水汽热传感器终端；网络层产品主要包含通信模块和通信网关；应用层产品主要包含配电监测、能源管理等智慧公用事业管理系统。截止 2019 年年报，电监测终端、水汽热传感器终端、通信模块、通信网关、智慧公用事业管理系统等五项主要产品分别占总营收比例为 20.85%、12.64%、24.01%、34.37%和 7.57%，其中通信网关依然是公司的第一营收占比，通信模块近几年的收入占比增长较快。

2、近几年持续稳定增长，各项指标领先同行。

2016-2019 年，主营业务收入分别为 6.80、9.95、10.39 和 12.44 亿元，年复合增速 22.29%；归母净利润分别为 0.81、1.49、1.77 和 2.17 亿元，年复合增速 39.25%。费用情况保持稳步下降。随着总体营收增长带来的规模效应，以及公司持续提升的内部管理，公司的销售费用率、管理费用率以及财务费用呈现稳步下降的趋势。研发费用持续增长，保障了公司的持续竞争力，研发费用率保持相对稳定体现了公司经营的良性。

3、电力泛在物联行业机遇期，公司保持领先优势持续增长，同时全面延伸智慧公用事业领域值得期待。

我国电网经过近十年的发展，配网自动化与智能电表覆盖率都实现了明显的提升。2019 年两会上国家电网正式更进一步提出建设“三型两网”的战略目标，提出两阶段战略建设安排，至 2021 年初步建成网络，基本实现业务协同和数据贯通，初步实现统一物联管理等目标；至 2024 年建成该网络，全面实现业务协同、数据贯通和统一物联管理等要求。泛在电力物联网，就是围绕电力系统各环节，实现各种信息传感设备与通信信息资源（互联网、蜂窝通信网甚至电力通信专网）的结合，从而形成具有自我标识、感知和智能处理的物理实体。根据智能输配电设备产业技术创新战略联盟数据，建成后的泛在电力物联网预计在 2030 年将接入超 20 亿个终端设备，或将推动千亿级电力信息化建设需求。

此外，公司在持续保持电力领域优势的基础上，全面延伸智慧水务、智慧燃气、智慧供热、智慧消防等领域，契合新型基建的战略目标和发展规划，值得期待。

盈利预测及投资建议：公司是国内智慧电网泛在物联的领航者，随着电网新一轮智能化改造的推进，有望持续保持快速增长；同时公司以智慧电网领域为基础，全面延伸智慧水务、智慧燃气、智慧供热、智慧消防等领域，立足成为智慧公用事业物联领域的独角兽，值得期待。我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 2.7、3.4 和 4.5 亿，考虑到公司业务包含感知层、网络层、应用层等业务，我们采用分部估值进行分析，我们认为公司 2021 年的合理市值应为 162 亿元，对应目标价为 32.4 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：下游客户较集中有可能造成经营波动、应收账款余额较大及发生坏账风险、海外业务扩张不达预期风险、新业务拓展不达预期风险、市场竞争加剧导致盈利不达预期风险

投资评级

行业	机械设备/仪器仪表
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	26.48 元
目标价格	32.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	500.00
流通 A 股股本(百万股)	39.98
A 股总市值(百万元)	13,240.00
流通 A 股市值(百万元)	1,058.80
每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	27.18
一年内最高/最低(元)	40.30/19.20

作者

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

曾帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,038.64	1,244.05	1,544.16	1,955.42	2,449.50
增长率(%)	4.38	19.78	24.12	26.63	25.27
EBITDA(百万元)	257.35	342.00	325.49	418.27	548.08
净利润(百万元)	177.05	217.38	266.74	344.34	451.38
增长率(%)	19.03	22.77	22.71	29.09	31.08
EPS(元/股)	0.35	0.43	0.53	0.69	0.90
市盈率(P/E)	72.89	59.37	48.38	37.48	28.59
市净率(P/B)	9.70	8.28	6.88	5.82	4.83
市销率(P/S)	12.42	10.37	8.36	6.60	5.27
EV/EBITDA	0.00	0.00	37.94	27.33	21.77

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司全剖析：致力于成为智慧公用事业领域的独角兽	5
1.1. 战略方向：聚焦智慧公用事业领域，打造物联网全生态圈	5
1.1.1. 聚焦智慧公用事业	5

1.1.2. 完整的物联网全产业链布局	5
1.1.3. 大股东长期从事智能电网业务，高管参与上市战略配售坚定发展信心	7
1.1.4. 优质客户是发展基础，携手物联网巨头有望展翅高飞	9
1.2. 财务分析：持续成长，盈利能力领先同行	10
2. 智慧公用事业，万物互联时代的重磅落地场景	14
2.1. 万物互联将接力移动互联网迎来大繁荣，公共事业领域尤为突出	14
2.2. 电力泛在物联，电力智能化投资持续增长，公司是行业领导者	16
2.2.1. 电力智能化持续渗透，海外市场形成进一步增量	16
2.2.2. 公司是电力行业领导者，形成较高壁垒	18
2.3. 以电力为基础，全面延伸智慧公用事业值得期待	19
2.3.1. 智慧水务领域	19
2.3.2. 智慧燃气领域	20
2.3.3. 智慧供热领域	21
2.3.4. 智慧消防领域	21
3. 盈利预测及估值	22
4. 风险提示	24

图表目录

图 1 威胜信息业务分类	5
图 2：物联网产业链（虚线部分是公司主要业务范围）	5
图 3：威胜信息业务分类	5
图 4：威胜信息感知层产品	6
图 5：威胜信息网络层产品	6
图 6：威胜信息应用层产品	7
图 7：公司主要股东持股情况	8
图 8：公司员工资管计划持股	8
图 9：公司主要以产品设计和研发为主，符合微笑曲线的价值链分布	9
图 10：公司的业务模式	9
图 11：公司前五大客户	9
图 12：公司与阿里云合作的业务框架	10
图 13：营业收入(亿元)及其增速	10
图 14：归属母公司的净利润 (亿元)及其增速	10
图 15：2016-2019 年各项业务营收占比	11
图 16：分板块业务毛利率情况	11
图 17：费用情况	12
图 18：研发费用情况	12
图 19：研发人员数量情况	12
图 20：各地区营收占比	13
图 21：经营性现金流量净额	13
图 22：货币现金情况	13

图 23: 不同通信制式的智能手机用户数预测 (十亿)	15
图 24: 2019-2025 年物联网终端数预测 (单位: 十亿)	15
图 25: 全球蜂窝通信模组分应用领域数量统计 (百万块)	15
图 26: 中国物联网连接数 (亿)	16
图 27: 2015-2020 中国物联网市场规模 (亿元)	16
图 28: 三型两网时间规划	17
图 29: 三型两网的具体含义	17
图 30: 主要公司的研发费用对比 (万元)	18
图 31: 可比公司研发人员数量及占比	18
图 32: 人均营收对比 (万元)	18
图 33: 人均利润对比 (万元)	18
图 34: 近几年新增专利情况统计	19
图 35: 中国智慧水务行业市场规模	19
图 36: 智慧水务管理整体解决方案	20
图 37: 智慧能源监测与能效管理综合解决方案	21
图 38: 智慧消防整体解决方案	22
表 1: 巨头布局物联网	14
表 2: 三大运营商物联网连接数 (百万个)	16
表 3: 国家电网 2016 年至 2018 年智能电表等采集终端设备招标情况 (万套)	16
表 4: 公司主要业务预测	22
表 5: 主要对标公司的 PE 和 PS 估值	23
表 6: 威胜信息分部估值	24

1. 公司全剖析：致力于成为智慧公用事业领域的独角兽

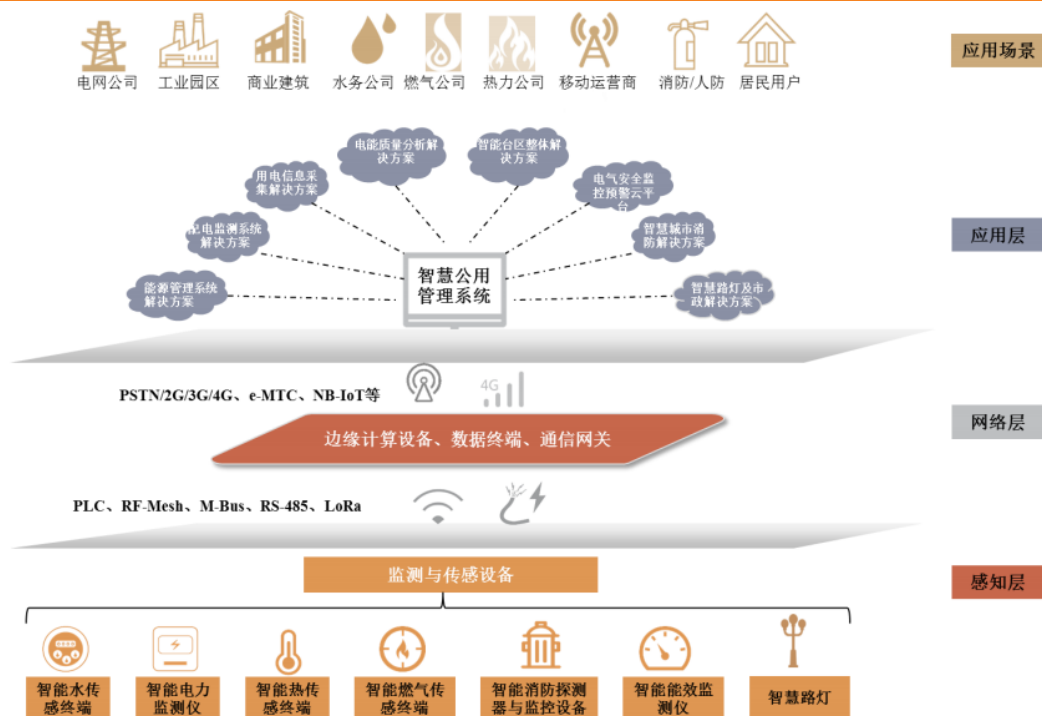
1.1. 战略方向：聚焦智慧公用事业领域，打造物联网全生态圈

1.1.1. 聚焦智慧公用事业

聚焦智慧公用事业，致力于打造物联网全生态圈。公司深耕于智慧公用事业领域，专注于能源物联网技术的推广及应用，致力于成为智慧公用事业领域有影响力的服务商。公司紧密围绕物联网框架进行业务布局，重点建设“泛在电力物联网”和“智慧城市物联网”，以集成和被集成的方式，实现在电网与非电网两大业务领域中物联网产业的构建和公司的快速规模化发展。在智能电网领域，公司以现有感知层产品为基础，以边缘计算为核心，构建公司在电力物联网领域的突破口，并整合阿里云的 AI 能力向云端应用进行扩展，从而为加速发展的电力物联网提供专业的技术、产品及服务；在智慧城市领域，公司将构建智慧市政、智慧园区、智慧安防、智慧水务等重点行业的垂直应用能力，与阿里云 IoT 的平台能力相融合，共同打造城市级智慧大脑。

威胜信息的产品主要应用场景有智能电网、智慧能源、智能水务管理、智慧消防、智慧路灯五大领域。公司拥有硬件软件产品整合而成，形成面向电、水、气、热等能源、还提供智慧消防和智慧路灯等应用领域的整体解决方案。

图 1 威胜信息业务分类



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

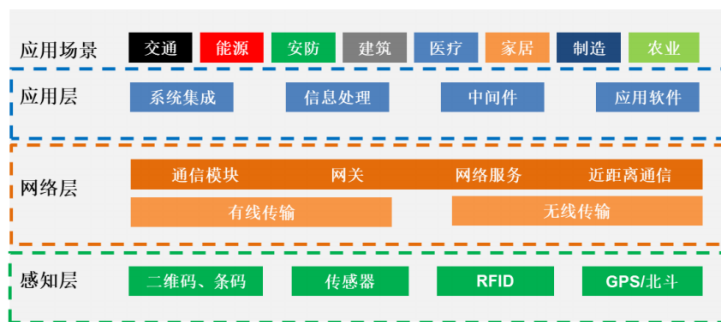
1.1.2. 完整的物联网全产业链布局

公司在智慧公共事业行业深耕 15 年，已形成了完整的物联网产业链各要素布局。

物联网是通过感知设备按照约定协议，连接物、人、系统和信息资源，实现对物理和虚拟世界的信息进行处理并作出反应的智能服务系统，产业链可简单分成感知层、网络层和应用层。

图 2：物联网产业链（虚线部分是公司主要业务范围）

图 3：威胜信息业务分类



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

所属层次	产品分类	产品介绍
感知层	电监测终端	各类电力、故障监测装置；站所、馈电终端等
	水气热传感终端	各类水气热传感器
	其他公用事业传感终端	智慧消防、智慧路灯监控、控制器
网络层	通信模块	载波、无线、GPRS/3G/4G模块
	通信网关	采集器；集中器；专变、配变、关口终端；网络表模块等
应用层	智慧公用事业管理系统	能源管理、配电监测信息采集、智慧城市等系统

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

感知层主要功能是感知识别物体或环境状态，经由网关转化为网络能够识别的信息后传达到网络层。感知层进行实时采集、捕获信息，由 RFID 标签、传感器、摄像头、二维码标签、读写器、识读器、GPS 等器件以及传感器网络和传感网关构成，通过传感器获取信息，并通过接收网关获得控制命令。公司感知层的产品主要包括电监测终端和水气热传感终端，其中水气热传感终端的产品销售全部来自子公司威铭能源。

图 4：威胜信息感知层产品

威胜信息感知层产品				
电监测终端	多功能电力监测仪		远传水传感器	
	故障指示器		预付费水传感器	
	用电监测与管理装置		电子式水传感器	
	站所终端(DTU)		IC 卡燃气传感器	
	馈线终端(FTU)		无线远传燃气传感器	
其他公用事业传感器	智慧消防监控产品		有线远传热量传感器	
	智能路灯控制器			

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

网络层通过通信模块、网关等网络层设备，对采集到的数据进行可靠的传输。网络层的主要通信方式包括 2/3/4/5G、NB-IoT、eMTC 等蜂窝通信，以及 WiFi、蓝牙、ZigBee、LoRa、SigFox、电力载波等非蜂窝通信。公司的网络层产品主要包含通信模块和通信网关。

通信网关为公司核心产品，在国家电网、南方电网招投标具较强竞争力。网络层是公司的占比最大的业务板块，2016-2019 年营业收入占比分别为 53.56%、67.67%、61.26%、58.38%。公司网络层产品包括通信模块和通信网关两大类，其中，通信网关收入占总营业收入比例为 34.37%（2019 年年报），为公司核心优势产品，其代表产品包括集中器、采集器，目前该产品系列在国家电网、南方电网招投标中具有较强竞争力。子公司珠海中慧主要从事通信芯片、通信模块产品的研发销售，其生产主要采用外协加工的方式。

图 5：威胜信息网络层产品

威胜信息网络层产品			
通信模块	载波模块	通信网关	集中器
	双模模块		采集器
	无线模块		专变终端
	GPRS/3G/4G 模块		配变终端
			关口终端
			网络表模块
			电能质量产品

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

应用层的主要功能是形成智能化的物联网应用的解决方案，实现物联网在众多不同领域的运用，如绿色农业、工业监控、公共安全、城市管理、远程医疗、智能家居、智能交通、环境监测、新零售等。公司提供多种智慧公用事业解决方案，客户主要为企业级，根据公司 2019 年年报，应用层的营收占比在 7.57%。

图 6：威胜信息应用层产品

威胜信息应用层产品			
智慧公用事业 管理系统	能源管理系统	智能配电（台区）系统	
	配电监测系统	智慧消防城市远程监控平台	
	用电信息采集系统	电气安全监控预警云平台	
	电能质量分析系统	智慧路灯照明管理系统	
	电、水、气、热一体化信息采集系统		

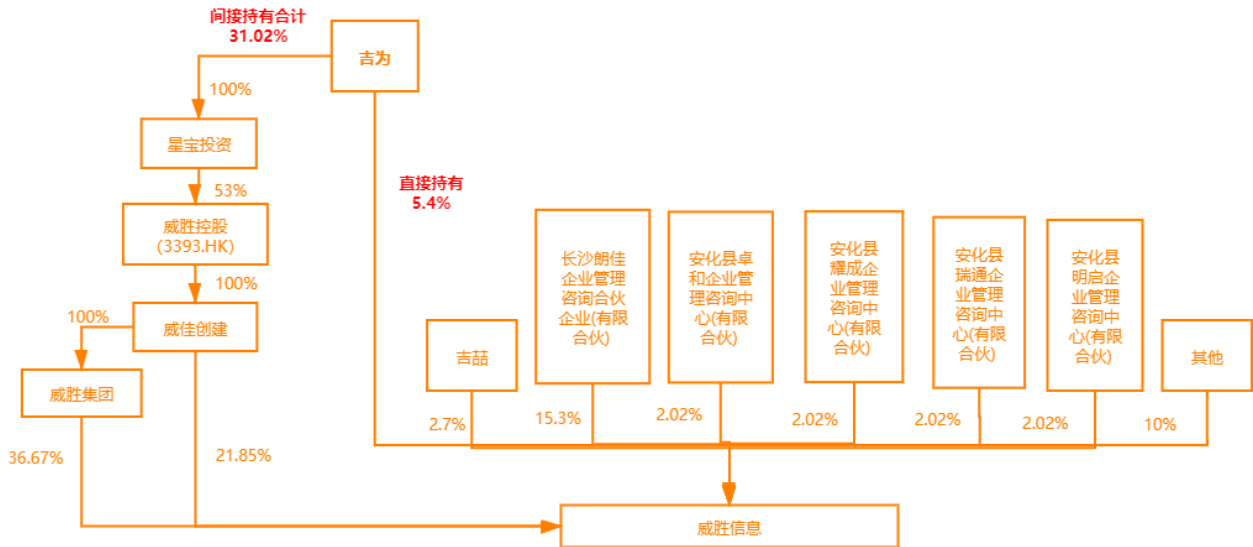
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.1.3. 大股东长期从事智能电网业务，高管参与上市战略配售坚定发展信心

控股股东和实际控制人长期从事智能电网业务。公司控股股东为威胜集团，直接持有上市公司股份 36.67%；吉为、吉喆（吉喆系吉为之子）为公司实际控制人，合计直接持有上市公司股份 8.1%。此外，吉为通过持有星宝投资 100.00%股权间接持有威胜控股（03393.HK）53.00%的股份，而威胜集团为威胜控股（03393.HK）的全资孙公司。其中，威胜控股（03393.HK）于 2005 年 12 月在香港联合交易所主板上市，主要从事智能计量解决方案

业务，下设三个业务部门：智能电表部(电 AMI)、智能计量解决方案部(通讯及流体 AMI)、智能配用电系统及解决方案部(ADO)。可见，威胜信息的控股股东和实际控制人长期从事智能电网业务，具备深厚的电网行业经验。

图 7：公司主要股东持股情况



资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

公司高管通过资管计划持股，参与上市战略配售坚定发展信心。根据公司招股说明书，公司除了向网下询价配售和社会公众投资者定价发行以外，部分高管和核心员工合计 16 人也参与战略配售，通过华泰威胜家园 1 号科创板员工持股集合资产管理计划(以下简称“威胜 1 号资管计划”)参与，威胜 1 号资管计划规模为 8000 万元，股份数量为 500 万股。

图 8：公司员工资管计划持股

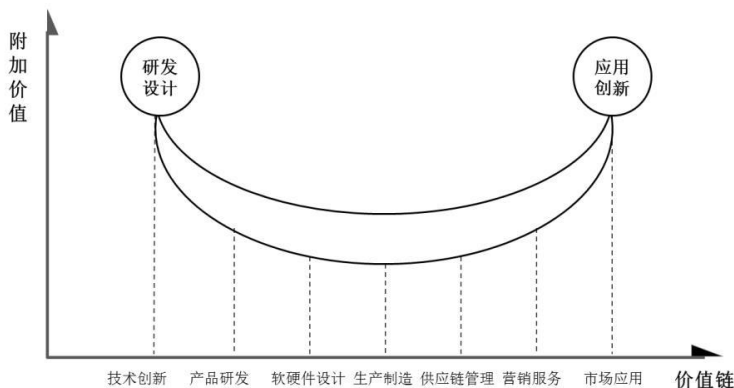
序号	姓名	主要职务	是否为发行人董监高	实际缴款金额 (万元)	资管计划份额的持有比例
1	李鸿	董事兼总经理	是	1,120.00	14.00%
2	王学信	董事、核心技术人员	是	320	4.00%
3	钟喜玉	财务总监兼董事会秘	是	536	6.70%
4	李先怀	董事兼副总经理	是	512	6.40%
5	张振华	董事兼总经理助理	是	632	7.90%
6	马亮	能效监测事业部总经	否	536	6.70%
7	周攀	智慧水务燃气事业部 总经理	否	368	4.60%
8	吴浩	总经理助理	否	416	5.20%
9	邹疏敏	总经理助理	否	528	6.60%
10	朱政坚	IoT事业部总工程师	否	520	6.50%
11	曾亮亮	区域总经理	否	240	3.00%
12	黄丽敏	区域总经理	否	256	3.20%
13	朱婷婷	办事处销售总监	否	192	2.40%
14	彭姣	财务部经理	否	656	8.20%
15	刘奕好	人事行政部经理	否	600	7.50%
16	杨寒	企管部经理	否	568	7.10%
合计			-	8,000.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.1.4. 优质客户是发展基础，携手物联网巨头有望展翅高飞

以产品设计和研发为主，订单驱动的产销模式。公司作为物联网领域的科技创新型企业，核心能力在于产品的设计与研发，竞争优势体现在初始的研发设计环节和后续的应用创新环节。公司经营模式亦契合“微笑曲线”的价值链分布，通过对附加值最大的两端持续加大投入，形成了较强的应用创新能力。

图 9：公司主要以产品设计和研发为主，符合微笑曲线的价值链分布



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

整个业务产销模式如下：公司首先会根据市场需求进行产品的研发与设计，然后向专业厂商采购电子元器件、模组、定制件、结构件等原材料及部件，并进行后续的生产制造环节，最后通过销售实现产品的市场应用及交付。在整个业务流程中，电子元器件供应、芯片制造和电路板加工等行业市场成熟度高且供应充分，公司集中资源投入“微笑曲线”的两端——研发设计与市场应用，形成软、硬件方面的研发设计能力和针对各行业解决方案的应用创新能力。

图 10：公司的业务模式



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

电力能源行业是公司主要的收入来源，目前公司来自国网和南网的销售占比接近 50%。公司凭借自主研发能力、高品质的生产能力、稳定的供应体系、优异的产品品质，与国家电网、南方电网、中国石油、中国移动、多个省市的水务、燃气、热力公司、及西门子等世界五百强企业保持长期深度合作。电网公司对供应商的资质审查严格，而公司凭借过硬的产能能力，持续保持在行业内第一梯队位置。

图 11：公司前五大客户

年份	客户名称	销售金额	营收占比
2019年 1-6月	国家电网	21,974.67	35.82%
	南方电网	9,866.35	16.08%
	威胜控股	2,871.40	4.68%
	ISKRAEMECO ENERGY MEASUREMENT	2,730.95	4.45%
	NURI Telecom Co.,Ltd.	2,556.55	4.17%
	合计	39,999.92	65.21%
2018年度	国家电网	30,063.73	28.95%
	南方电网	20,986.36	20.21%
	威胜控股	9,151.45	8.81%
	长沙供水有限公司	4,462.91	4.30%
	ISK RAEMECO ENERGYMEASUREMENT	2,611.77	2.51%
	合计	67,276.22	64.78%
2017年度	南方电网	24,196.21	24.32%
	国家电网	21,712.91	21.82%
	威胜控股	10,196.48	10.25%
	ISK RAEMECO ENERGYM	5,972.96	6.00%
	西门子下属企业	4,672.81	4.70%
	合计	66,751.37	67.09%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

携手物联网巨头，有望打造更强大的解决方案能力。2018年12月，公司与阿里云签署《战略合作协议》，获得了阿里云 IoT“战略级系统集成商”称号，双方将在智慧城市领域与阿里云物联网平台、产品技术、市场体系等展开全面紧密合作。此外，公司与电信运营商积极研发 NB-IoT 应用技术，并与三大运营商拓展物联网应用领域的合作机会。

图 12：公司与阿里云合作的业务框架



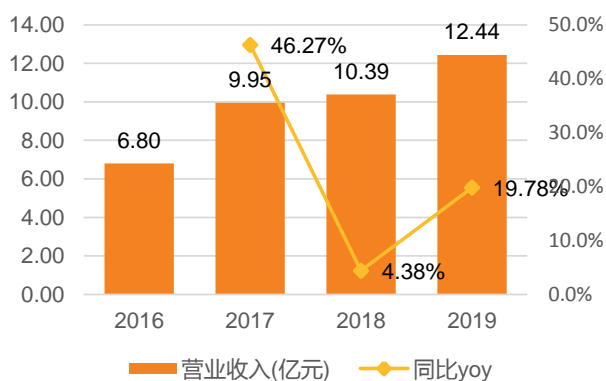
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.2. 财务分析：持续成长，盈利能力领先同行

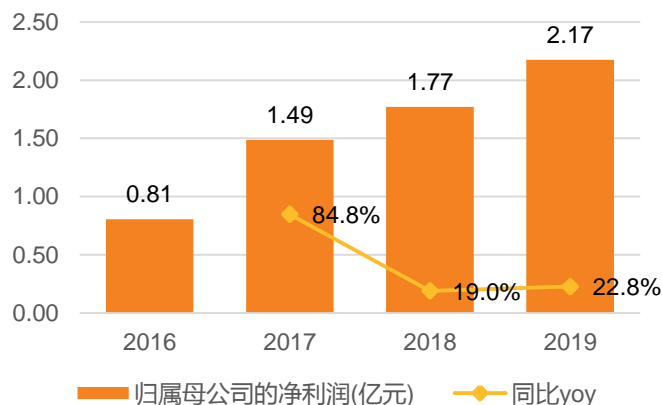
营收和净利润均实现稳定增长。2016-2019 年，营业收入分别为 6.80 亿元、9.95 亿元、10.39 亿元和 12.44 亿元，年复合增速 22.29%；归母净利润分别为 0.81、1.49、1.77 和 2.17 亿元，年复合增速 39.25%。

图 13：营业收入(亿元)及其增速

图 14：归属母公司的净利润 (亿元)及其增速



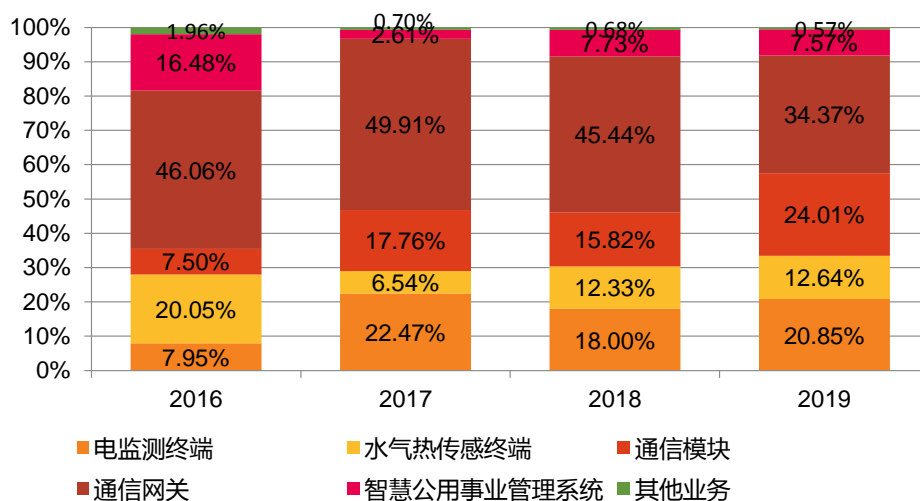
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

营收结构上看, 通信网关依然是公司的第一营收占比, 2019 年占主营业务收入比例为 34.37%; 而通信模块近几年的主营业务收入占比增长较快, 从 2016 年的 7.50% 提升到 2019 年的 24.01%。

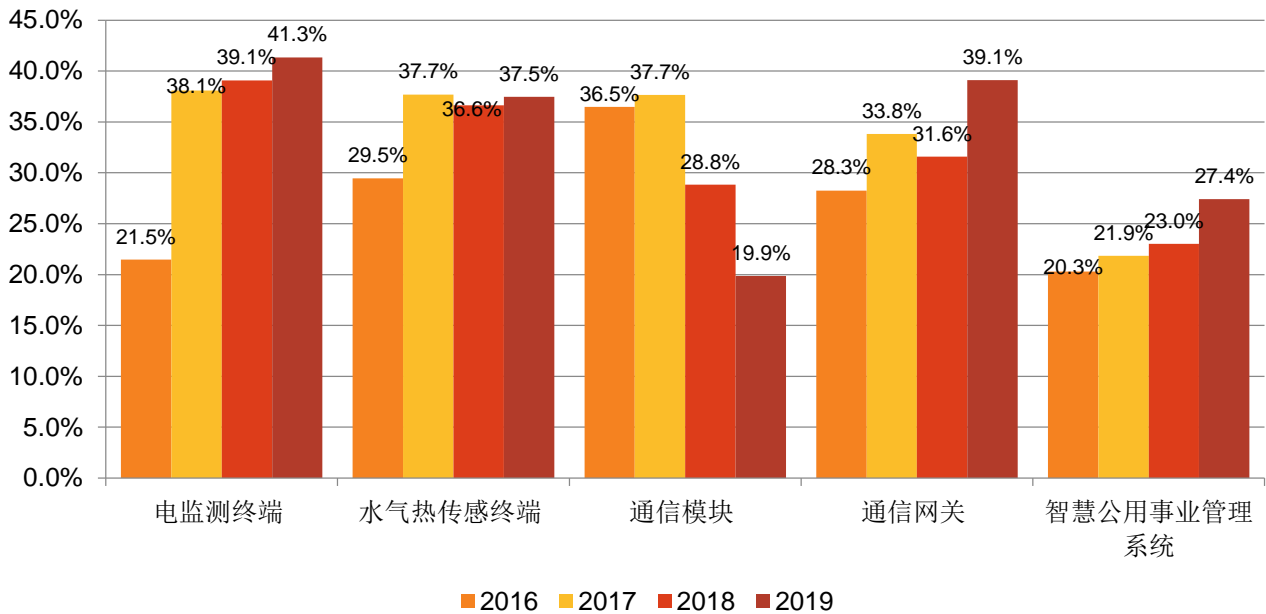
图 15: 2016-2019 年各项业务营收占比



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

毛利率来看, 17 年至今综合毛利率保持在 30%+ 水平, 主要产品的毛利率稳中有升。近几年, 随着产品附加值的提升, 感知层的产品毛利率稳步提升; 此外, 营收占比较大的通信网关产品毛利率也呈现稳步提升的态势。

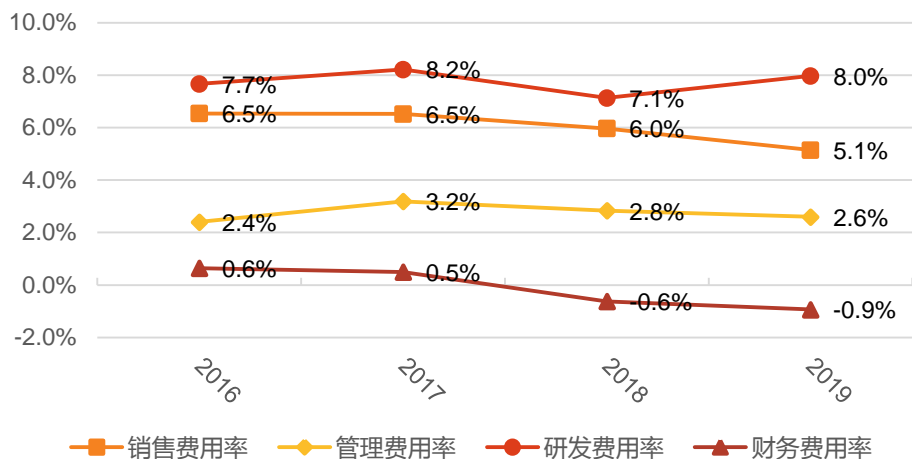
图 16: 分板块业务毛利率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

费用情况保持稳步下降。随着总体营收增长带来的规模效应，以及公司持续提升的内部管理，公司的销售费用率、管理费用率以及财务费用呈现稳步下降的趋势。研发费用持续增长，保障了公司的持续竞争力，研发费用率保持相对稳定体现了公司经营的良性。

图 17：费用情况

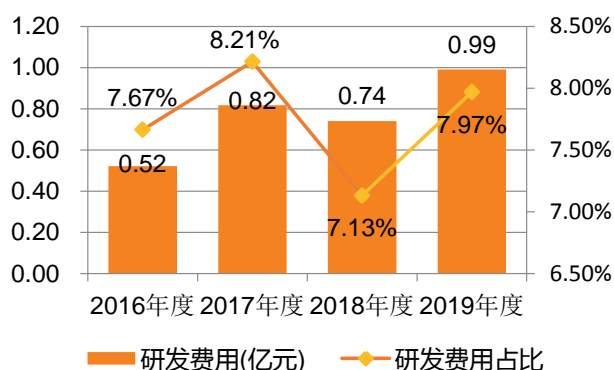


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

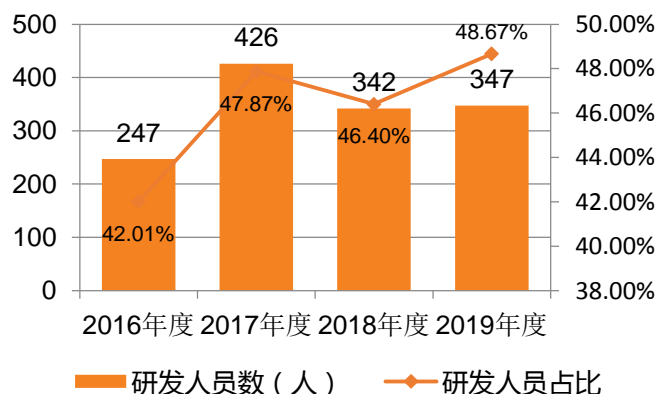
持续加大的研发投入，多项指标彰显行业竞争力。2016 至 2019 年，公司研发费用分别为 0.52、0.82、0.74、0.99 亿元，占营业收入的比例分别为 7.67%、8.21%、7.13%、7.97%。截止 2019 年底，公司共拥有 607 项有效专利，其中发明专利 73 项；研发人员 347 名，硕士及以上人员 100 名；同时设立工程技术研究中心、院士工作站、博士后工作站；共参与制定国家及团体标准 20 项，其中国家标准 14 项、团体标准 6 项。

图 18：研发费用情况

图 19：研发人员数量情况



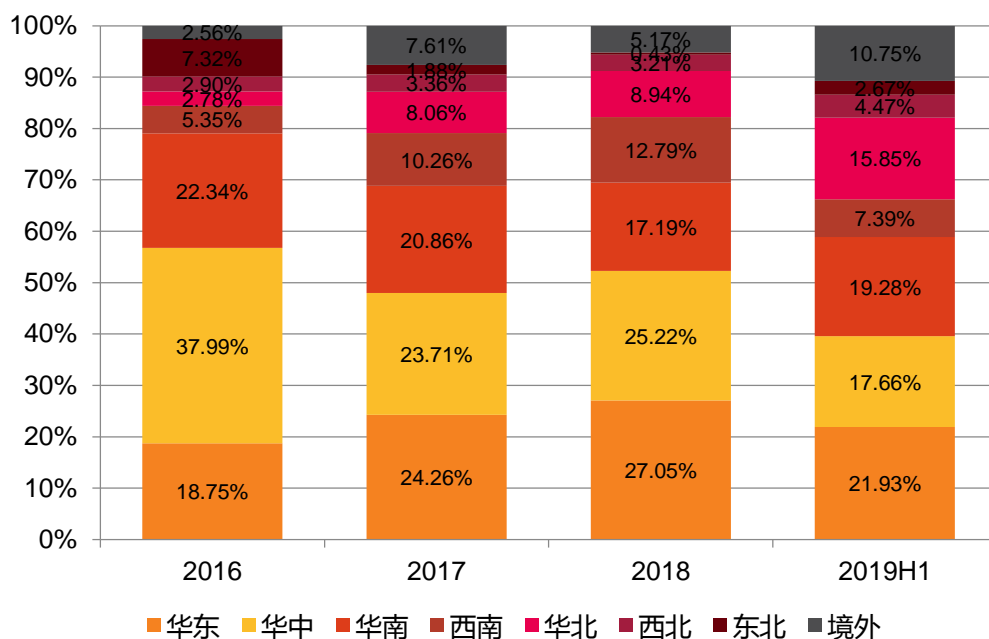
资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

公司业务分布区域广大，受区域投资波动影响较小。在依托母公司威胜控股的全国业务，威胜信息与三家老牌上市公司相比，业务分布区域也更广泛。近几年除了继续保持传统优势区域华南、华中之外，快速扩张了华东、西南和华北等区域，实现区域之间的均衡发展。此外，2016 年以来，公司也加强海外市场拓展，在埃及、印尼等一带一路国家获得发展。

图 20: 各地区营收占比

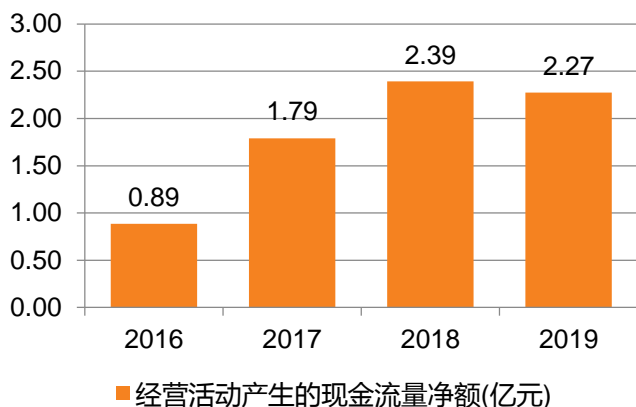


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

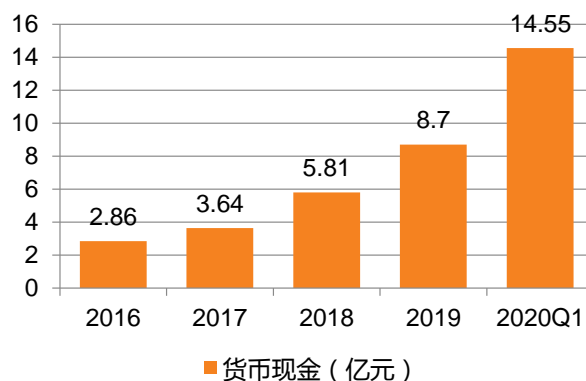
近三年公司应收账款回收情况良好，经营性现金流量净额稳定增长。近几年随着公司业务稳步发展，以及公司对应收账款回款的控制，总体经营性现金流净额持续稳定增长。同时从公司近几年的资产负债表来看，截止 2019 年底，公司账上有 8.7 亿元货币现金余额，整体财务情况良好。

图 21: 经营性现金流量净额

图 22: 货币现金情况



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

2. 智慧公用事业，万物互联时代的重磅落地场景

2.1. 万物互联将接力移动互联网迎来大繁荣，公共事业领域尤为突出

根据爱立信数据，移动互联网已经进入增速放缓阶段，预计到 2025 年移动互联网行业 CAGR 仅为 2%。而另一方面，物联网逐渐成为全球经济增长和科技发展的新热点。

巨头布局也将加速万物互联的繁荣。近几年全球知名企业均从不同环节布局物联网，产业大规模发展的条件正快速形成，物联网产业生态发展的关键时期已经到来。

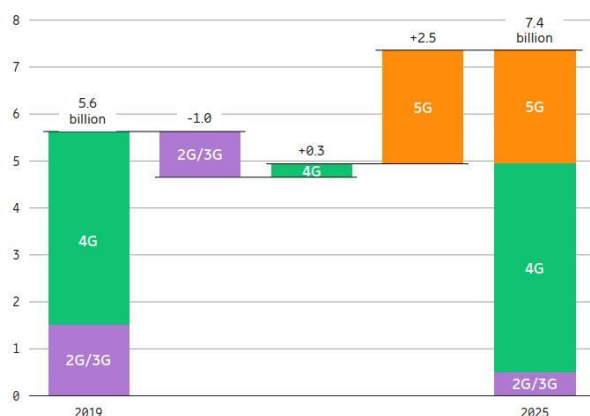
表 1：巨头布局物联网

企业	物联网战略	布局时间
华为公司	“1+2+1” 的物联网发展战略，明确向物联网进军的发展战略。	2015 年 5 月
微软公司	正式发布物联网套件 Azure IoT Suite，协助企业简化物联网在云端应用部署及管理。	2015 年 10 月
思科	以 14 亿美元并购物联网平台提供商 Jasper，并成立物联网事业部。	2016 年 3 月
软银公司	以 322 亿美金收购 ARM，并明确表示看好 ARM 在物联网时代的发展前景。	2016 年 7 月
谷歌公司	对外公布物联网操作系统安卓 Things 的开发者预览版本，并更新其 “Weave” 协议。	2016 年 12 月
IBM Watson	物联网事业部正式投入使用，聚焦于区块链、安全、智能交通、医疗等领域来构建物联网产业生态。	2017 年 2 月
戴尔	宣布将大力投资物联网技术，未来 3 年将向物联网的研发投资 10 亿美元，并成立专门的物联网部门，全面提供涵盖云、数据中心和边缘计算的基础架构和分析功能，以及物联网安全和多行业解决方案。	2017 年 10 月
阿里巴巴	宣布全面进军物联网，将物联网定位为阿里巴巴继电商、金融、物流、云计算之后的一条新主赛道。	2018 年 3 月
小米公司	将自身定义为 “一家以手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的互联网公司”，并对外宣布，未来十年小米公司的物联网业务预计达到 40%-50%。	2018 年 7 月
腾讯	成立云与智慧产业事业群，物联网成为该事业群中重点领域。	2018 年 9 月

资料来源：有方科技招股说明书，天风证券研究所

全球范围看，物联网产业快速发展的驱动因素，一方面来源于物联网基础设施建设不断完善，另一方面来源于应用场景的持续拓展。根据爱立信报告预测，综合来看，到 2025 年，物联网连接数（广域网 IoT+局域网 IoT 约 249 亿）将 3 倍于移动互联网（约 74 亿），并带来连接、应用、数据等多重价值。自 2019-2025 年，局域网连接（Short-range IOT）终端数量有望保持 CAGR 13% 的增长，从 93 亿增长到 195 亿；广域网（Wide-area IoT，包括蜂窝和 LPWA）终端连接数量有望保持 CAGR 24% 的增速，从 14 亿增长到 54 亿。

图 23：不同通信制式的智能手机用户数预测（十亿）



资料来源：爱立信官网，天风证券研究所

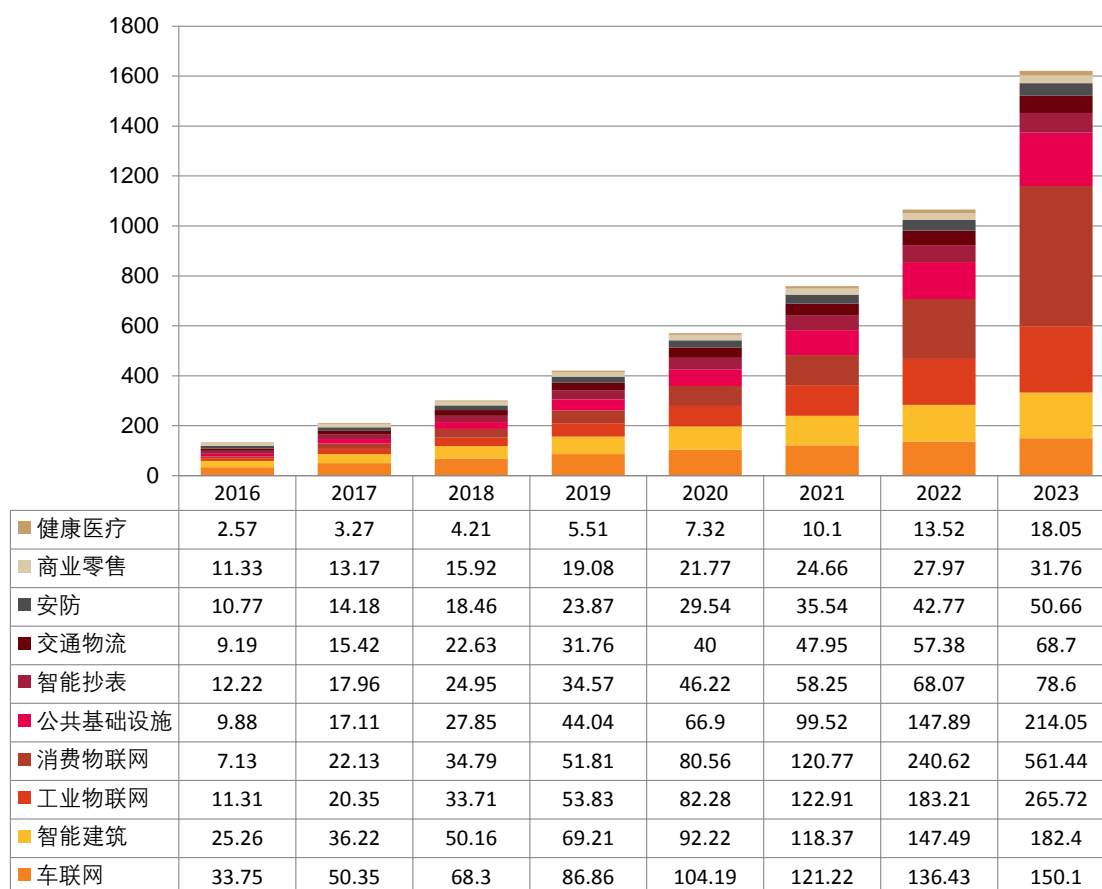
图 24：2019-2025 年物联网终端数预测（单位：十亿）

IoT	2019	2025	CAGR
Wide-area IoT	1.4	5.4	24%
Cellular IoT ³	1.3	5.0	25%
Short-range IoT	9.3	19.5	13%
Total	10.8	24.9	15%

资料来源：爱立信官网，天风证券研究所

从下游垂直行业分类来看，目前车联网和智能建筑领域终端体量相对较大。而未来 5 年，出货量复合增长率超过 50%的应用领域包括消费物联网、工业物联网和公共基础设施。其中，公用事业基础设施有望从 2019 年的 0.44 亿终端，至 2023 达到 2.14 亿，年复合增速达到 48.5%，有望成为体量第三的垂直领域。

图 25：全球蜂窝通信模组分应用领域数量统计（百万块）

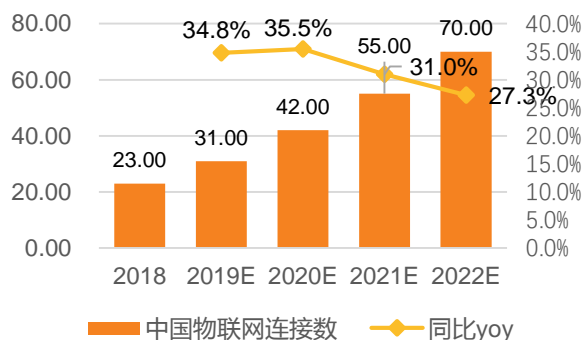


资料来源：TSR，有方科技招股说明书，天风证券研究所（说明：按应用领域计算的模块合计数量不等于全球模块市场规模，因为部分应用领域存在重叠。）

中国市场看，物联网产业规模快速增长，预计 2022 年市场规模破两万亿元。据前瞻产业研究院发布的《2019 年物联网行业市场研究报告》，我国物联网市场规模从 2015 年的 7511

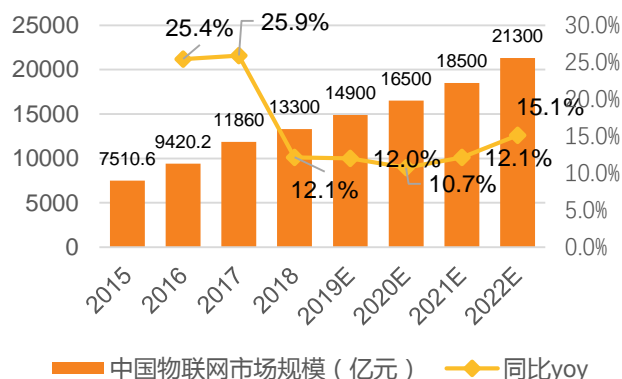
亿元，逐步增长到 2022 年的 2.13 万亿元，年复合增长率达 16.1%；联网终端数量方面，2019 年我国物联网连接数为 31 亿个，预计 2022 年将达 70 亿。

图 26：中国物联网连接数（亿）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 27：2015-2020 中国物联网市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

三大运营商物联网连接数合计超过 10 亿级别，随着 5G 及 LTE-Cat1 等新型网络技术落地，有望加速增长。根据三大运营商年报，截止 2019 年，三大运营商的终端连接数达到 11.65 亿，而 2020 年是 5G 和 LTE-Cat1 规模放量的元年，有望加速联网终端上量。

表 2：三大运营商物联网连接数（百万个）

物联网连接数（百万）	2016	2017	2018	2019
中国移动	103	229	551	884
中国联通	-	70	110	124
中国电信	14	44	107	157
合计		343	768	1165
YoY			123.9%	51.7%

资料来源：三大运营商年报，天风证券研究所

2.2. 电力泛在物联，电力智能化投资持续增长，公司是行业领导者

2.2.1. 电力智能化持续渗透，海外市场形成进一步增量

公司智能能源业务当前主要面向用电环节，未来将逐步渗透到配电环节，形成面向中低压配电网的电力物联网整体解决方案。智能电表的应用是智能电网用电环节智能化的重要表现。智能电网是建立在集成的、高速双向通信网络的基础上，通过先进的传感和测量技术、设备技术、控制方法以及决策支持系统技术的应用，实现电网的可靠、安全、经济、高效、环境友好和使用安全的目标。《电力发展“十三五规划”（2016-2020 年）》中明确提出“升级改造配电网，推进智能电网建设”；要求构建“互联网+”电力运营模式，推广双向互动智能计量技术应用；加快电能服务管理平台建设，实现用电信息采集系统全覆盖。

用电信息采集系统是国家电网对电力用户的用电信息进行采集、处理和实时监控的基础，是国家电网建设坚强智能电网的重要支撑和主要投资方向。用电信息采集系统通常由国家电网和南方电网招标采购。

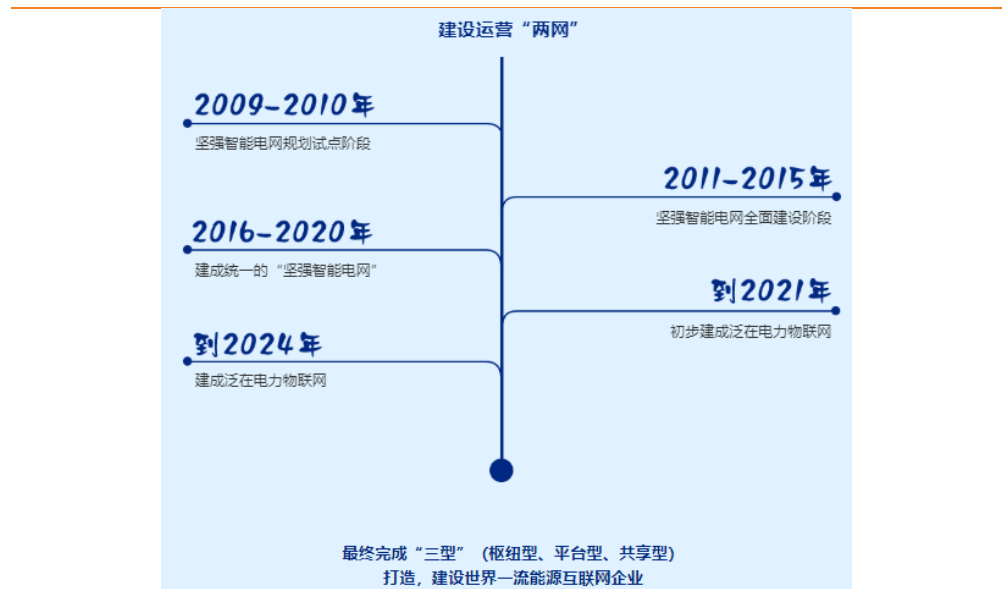
表 3：国家电网 2016 年至 2018 年智能电表等采集终端设备招标情况（万套）

	2016	2017	2018
智能电表	11537.14	5048.31	5497.11
集中器和采集器	2260.77	1505.21	651.02
专变终端	290.06	160.06	198.54

资料来源：有方科技招股说明书，天风证券研究所

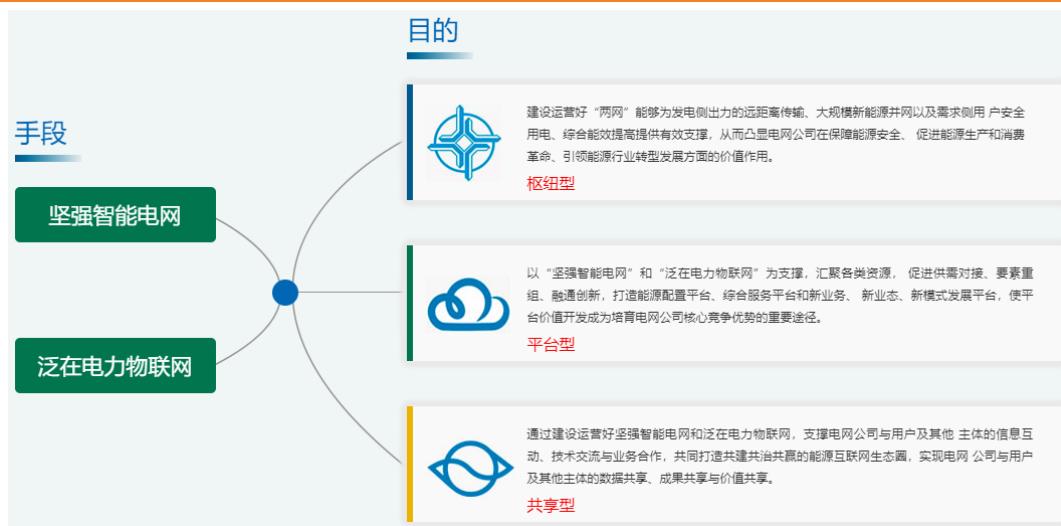
承上启下，推进泛在电力物联网建设将加快智能输配电设备终端的联网。国家电网规划2020年全面建成坚强智能电网，经过近十年的发展，国内配网自动化与智能电表覆盖率都实现了明显的提升。2019年两会上国家电网正式提出建设“三型两网”的战略目标，两网指坚强智能电网和泛在电力物联网，此后2019年3月8日国家电网在北京召开了“泛在电力物联网”专项部署工作会议，会议提出国家电网“最紧迫、最重要的任务就是加快推进泛在电力物联网建设”，提出两阶段战略建设安排，至2021年初步建成网络，基本实现业务协同和数据贯通，初步实现统一物联管理等目标；至2024年建成该网络，全面实现业务协同、数据贯通和统一物联管理等要求。泛在电力物联网，就是围绕电力系统各环节，实现各种信息传感设备与通信信息资源（互联网、蜂窝通信网甚至电力通信专网）的结合，从而形成具有自我标识、感知和智能处理的物理实体。根据智能输配电设备产业技术创新战略联盟数据，建成后的泛在电力物联网预计在2030年将接入超20亿个终端设备，或将推动千亿级电力信息化建设需求。

图 28：三型两网时间规划



资料来源：国家电网，天风证券研究所

图 29：三型两网的具体含义



资料来源：国家电网，天风证券研究所

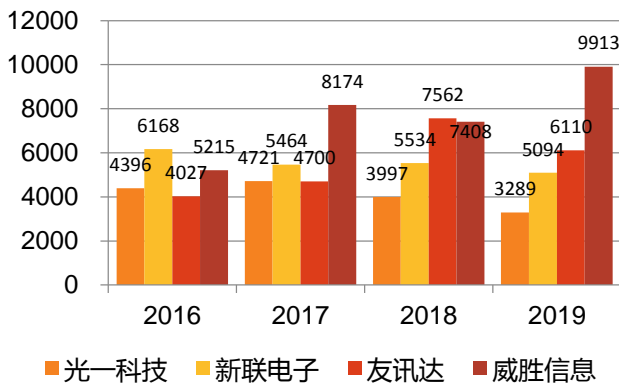
海外智能电网建设有望成为新的增长动力。东南亚、印度、非洲等一带一路国家的智能电网建设相对滞后于中国市场，2016 年以来建设进程逐渐加快，根据 North east Group, LLC 发布的一项研究，2018-2027 年东南亚国家对智能电网基础设施投资将达到 98 亿美元。2016 年以来，公司依托在技术和产品的领先，延伸海外市场，目前在埃及、印尼等一带一路国家获得发展，2019 年海外营收为 1.05 亿元，占总体营收的 8.5%。

2.2.2. 公司是电力行业领导者，形成较高壁垒

我们选取公司在电力行业的主要竞争对手光一科技、新联电子、友讯达等公司进行横向比较，从研发投入、财务状况以及公司主要产品性能指标等数据进行对比，我们认为公司处于行业领导者地位，有望持续引领行业发展。

公司研发投入高于可比公司，研发人员占比接近 50%。在研发投入费用方面，公司近几年的研发费用快速增长，2019 年达到 9913 万元，遥遥领先行业。研发人员方面，公司研发人员数量近几年快速增长，2019 年达到 347 人，占比达到 48.67%，同样大幅领先行业。

图 30：主要公司的研发费用对比（万元）



资料来源：招股说明书、各公司年报、天风证券研究所

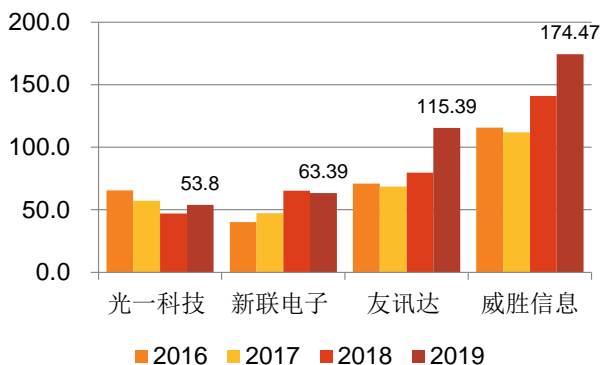
图 31：可比公司研发人员数量及占比

	2016		2017		2018		2019	
	研发人员	占比	研发人员	占比	研发人员	占比	研发人员	占比
光一科技	231	18.60%	234	24.76%	194	20.97%	153	20.13%
新联电子	371	25.52%	342	26.03%	299	27.61%	261	22.98%
友讯达	122	18.89%	170	19.38%	223	25.51%	165	24.41%
威胜信息	247	42.01%	426	47.87%	342	46.40%	347	48.67%

资料来源：招股说明书、各公司年报、天风证券研究所

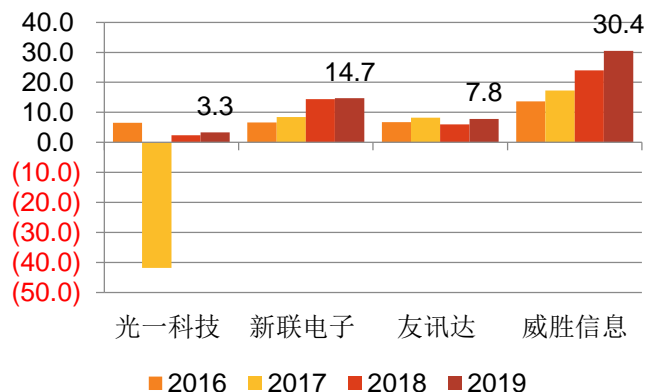
从人均收入和人均利润角度看，威胜信息领先行业并持续创新高，到 2019 年人均营收达到 174 万元，人均利润 30.4 万元。

图 32：人均营收对比（万元）



资料来源：招股说明书、各公司年报、天风证券研究所

图 33：人均利润对比（万元）



资料来源：招股说明书、各公司年报、天风证券研究所

公司技术优势显著，专利数量领先行业。公司近几年新增发明专利均领先行业，截止 2019 年底，公司累计共拥有 607 项有效专利，其中发明专利 73 项。

图 34：近几年新增专利情况统计

	2016		2017		2018	
	发明专利	实用新型专利	发明专利	实用新型专利	发明专利	实用新型专利
光一科技	9	11	6	9	1	5
新联电子	4	17	14	6	5	11
友讯达	11	5	3	1	4	3
威胜信息	8	39	30	98	12	31

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3. 以电力为基础，全面延伸智慧公用事业值得期待

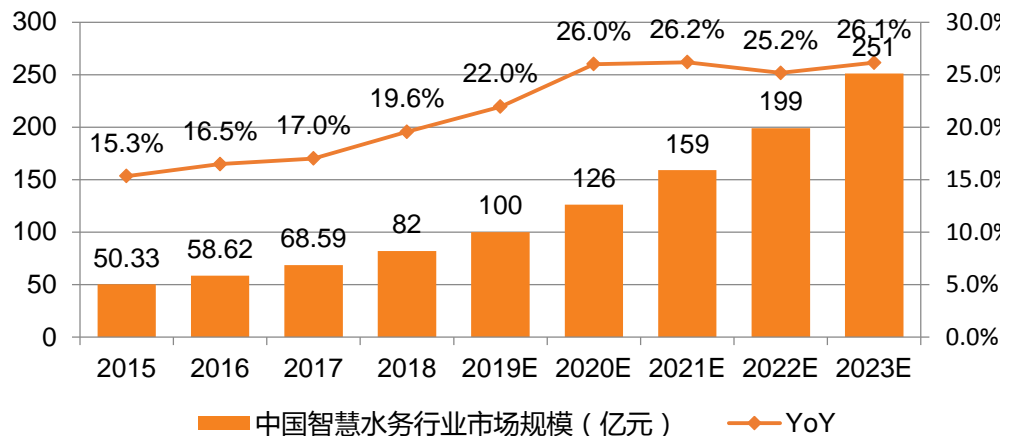
2.3.1. 智慧水务领域

智慧水务的核心理念是利用云计算、大数据、物联网等新一代信息技术为支撑，通过智能设备实时感知水务企业生产、管网等信息的全方位变化，对海量感知数据进行传输、存储和处理和智能分析，涵盖原水、供水、节水、排水、污水处理及水资源回收利用的完整产业链。

中国智慧水务发展大体可分为三个阶段。水务 1.0 阶段，以自动化控制为核心，着眼于工艺优化以及生产效率的提升；水务 2.0 阶段，以企业信息化为核心，更多地企业资源管理、移动应用、算法应用方面进行突破；水务 3.0 阶段，则是大数据、人工智能、区块链的综合应用。目前，我国共有 660 多个城市，2500 多个县城和 30000 多个行政建制镇，每个城镇基本上都拥有给水排水系统，但大部分水务公司处在信息化 2.0 阶段，处于向智慧水务方向拓展的阶段。

根据前瞻产业研究院发布的《中国智慧水务行业趋势前瞻与投资战略规划分析报告》统计数据显示，中国智慧水务行业市场规模 2020 年有望达到 126 亿，预计未来几年呈现近 25% 的同比增长。

图 35：中国智慧水务行业市场规模



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

智慧水务方面，公司可以提供智慧水务管理整体解决方案，满足智慧水务 3.0 阶段需求。公司的智慧水务管理整体解决方案主要面向供水公司、企业用水客户提供水量传感、通信传输、应用软件等一揽子服务。该方案采用各种有线、无线远传水传感器搜集水量数据，控制阀门开关；配套相应的采集器、集中器，传输水量数据，下发阀门控制命令；结合主站数据库、系统软件，提供用水信息传感、采集、存储、分析、展示功能和远程用水控制功能。

图 36：智慧水务管理整体解决方案



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.3.2. 智慧燃气领域

智慧燃气的核心是智能管网，其以传统的城市输气管网为基础，借助互联网技术、信息化技术等物联网技术及各种软硬件和传感器单元，以信息通信平台为支撑，实现“燃气流、信息流、业务流”高度一体化的现代燃气系统。

天然气普及推动智慧燃气市场发展。2014 年国家发改委下发《关于保障天然气稳定供应长效机制的若干意见》，明确了我国将建立保障天然气稳定供应长效机制，提出到 2020 年天然气供应能力需达到 4200 亿立方米，天然气在一次能源消费中的比重将提高到 10%以上。《天然气发展——十三五规划》指出十三五期间，将新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4000 亿立方米/年。

NB-IoT、云计算等物联网技术的发展推动了智慧燃气整体解决方案的商业应用。相比 GPRS 网络传输数据，NB-IoT 具有功耗更低、网络覆盖更广、成本低、速率低的特点，更加适合于物联网应用，目前基于 NB-IoT 的远传燃气传感器和远程终端单元等都已得到应用。随着云计算技术的发展，一些集团型燃气公司也开始建设基于云技术的智慧燃气云平台，通过 SAAS 方式向成员公司提供信息化服务。智慧燃气整体解决方案集智能实时抄表、远程监控、数据分析、数据服务于一体，通过智能燃气传感终端连接燃气用户与燃气公司，采集归类海量信息，形成与燃气运营管理相关的数据云，分析并创造新的燃气运营管理价值，具有广阔的商用前景。

公司智慧能源监测与能效管理综合解决方案主要客户为商业商场、大型建筑、高等院校、工矿企业等大型用能单位，其通过在用户单位内部部署用能监测装置（智能用电传感器、水传感器、燃气传感器等），对用能设施及设备的电、水、气、热能耗分项计算，并构建

通信网络和系统软件平台，实现大型用能单位内部的用能分项、分类、分级精细化监测和管理。

图 37：智慧能源监测与能效管理综合解决方案



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.3.3. 智慧供热领域

智慧供热行业主要采用自动控制、气候补偿、视频监控等技术，实现对热源、换热站、供热系统、末端用户的智能化调控。

智慧供热领域的需求主要包括既有建筑节能改造和新建建筑增长等两方面：

- 1) **既有建筑节能改造。**根据住房和城乡建设部于 2016 年 8 月发布的《建筑业发展——十三五规划纲要》汇总数据显示，全国累计完成既有居住建筑供热计量及节能改造面积 9.9 亿平方米。而 2017 年 1 月国务院印发的《十三五——节能减排综合工作方案》中明确要求到 2020 年前基本完成北方采暖地区有改造价值城镇居住建筑的节能改造，大量的既有居住建筑供热节能改造需求直接推动智能热传感器等核心器件需求量同步增长。
- 2) **新增建筑持续增加推动智慧供热市场发展。**2008 年，住房和城乡建设部颁布《民用建筑供热计量管理办法》，规定新建建筑必须按照规定安装供热计量装置、室内温度调控装置和供热系统调控装置，实行按用热量收费的制度。根据《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，十三五期间将新建集中供热热源供热能力 17.1 兆瓦，与之配套的新建集中供热管网 4.1 万公里，新建燃气管 13.7 万公里，新建燃气、供热系统监控平台 555 座。随着城镇新建住房面积的增长，尤其是北方集中采暖地区 15 个省市区新增住宅建筑面积的增长，对供热传感装置、温度调控装置和供热系统调控装置的需求同步增长。

2.3.4. 智慧消防领域

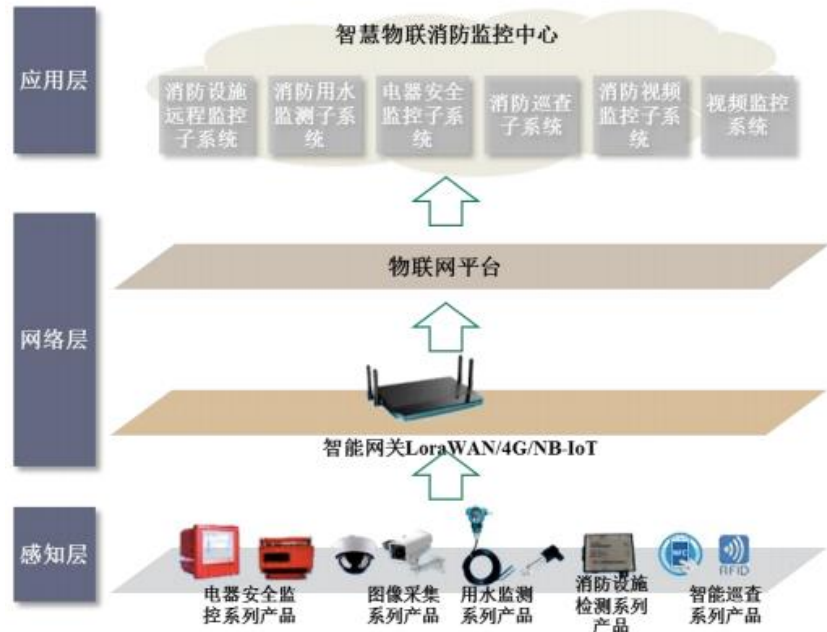
智慧消防是利用物联网、人工智能、虚拟现实等最新技术，配合大数据、云计算、火警智能研判等专业应用，实现城市消防的智能化，其具有成本低、稳定性好、功耗低、安全性高等优势，是智慧城市消防信息服务的数字化基础。

我国消防行业市场潜力较大。随着我国经济社会的快速发展，面临的火灾隐患日益增多，消防安全规定愈加严格。2014 年修订的《建筑设计防火规范》规定，建筑高度大于 100m 的住宅建筑，应设置火灾自动报警系统；建筑高度大于 54m、但不大于 100m 的住宅建筑，其公共部位应设置火灾自动报警系统，套内宜设置火灾探测器；建筑高度不大于 54m 的高

层住宅建筑，其公共部位宜设置火灾自动报警系统。此外，根据《消防信息化“十三五”总体规划》要求，我国将综合运用物联网、云计算、大数据、技术，加快推进“智慧消防”建设，全面促进信息化与消防业务工作的深度融合实现传统消防向现代消防的转变。

公司拥有智慧消防整体解决方案。该方案由消防值班人员监控子系统、消防设施报警监控子系统、电气消防监控子系统、消防巡查子系统和消防视频监控子系统等组成，通过人脸识别对消防值守人员进行监控，促进消防单位提升消防管理水平；通过消防设施和电气火灾监测，对消防报警进行实时监控，提升消防报警响应速度；对消防巡查系统管理，提升消防单位防控能力和消防设备的有效维护；通过消防视频监控对消防重点场所进行在线监测，及时发现安全隐患，避免损失。

图 38：智慧消防整体解决方案



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3. 盈利预测及估值

核心业务测算：

- 1、感知层：**包含电监测终端和水汽热传感终端两个主要子项。其中，预测电监测终端 2020-2022 年营收分别增长 50%、45%、35%，主要由于国内智能电力物联网投资增加，叠加公司在海外如埃及、俄罗斯等海外市场的订单增长；预测水汽热传感终端 2020-2022 年营收分别稳定增长 15%、15%、15%，主要由于前文已描述的前瞻产业研究院预计未来几年中国智慧水务市场规模有望复合增速将达 25%，此外智慧燃气、热力以及消防等领域也将在未来快速拓张。因此综合预测感知层 2020-2022 年营收分别增长 36.8%、35.5%和 29.6%。
- 2、网络层：**包含通信模块和通信网关两个主要子项。其中随着珠海中慧对宽带载波模块产品的产能提升，以及正在进行的宽带载波通信改造，预计通信模块仍将保持较快增长，预计 2020-2022 年分别增长 30%、30%、30%；通信网关，随着电网泛在电力物联网的推进，预计配网侧的专变 I 型类、台区类产品有望放量，预计通信网关 2020-2022 年分别增长 10%、15%和 15%。因此综合预测网络层 2020-2022 年营收分别增长 34.9%、21.8%和 22.2%。
- 3、应用层：**随着公司客户在智慧水务等板块的布局，我们预计非电网客户如大型综合商场、教育市场、电信、医院、机场及轨道交通等垂直场景的能效系统解决方案需求将快速增长，因此预测应用层 2020-2022 年营收分别增长 15%、20%和 25%。

表 4：公司主要业务预测

	年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
感知层	业务收入（百万元）	315.0	416.5	569.8	772.0	1,000.6
	YoY	9.1%	32.3%	36.8%	35.5%	29.6%
	毛利率	38.1%	39.9%	39.0%	39.3%	39.5%
网络层	业务收入（百万元）	636.3	726.3	858.7	1045.7	1278.3
	YoY	-5.5%	14.1%	34.9%	21.8%	22.2%
	毛利率	30.9%	31.2%	31.0%	30.5%	30.0%
应用层	业务收入（百万元）	80.3	94.2	108.3	130.0	162.5
	YoY	209.0%	17.4%	15.0%	20.0%	25.0%
	毛利率	23.0%	27.4%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	业务收入（百万元）	7.1	7.0	7.4	7.8	8.1
	YoY	1.9%	-1.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	63.9%	73.5%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	业务收入（百万元）	1038.6	1244.0	1544.2	1955.4	2449.5
	YoY	4.4%	19.8%	24.1%	26.6%	25.3%
	毛利率	32.7%	34.1%	33.7%	33.7%	33.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

估值分析：由于公司业务包含感知层、网络层、应用层等业务，我们采用分部估值进行分析。其中感知层业务主要对比公司包括光一科技、新联电子、友讯达，采用 PE 估值法，给予 50 倍 PE；网络层业务主要对比公司包括移远通信、广和通、有方科技，采用 PE 估值法，给予 40 倍 PE；应用层主要对比公司包括石基信息（酒店行业解决方案）、广联达（建筑行业解决方案）、四维图新（交通导航定位行业解决方案），采用 PS 估值法，给予 10 倍 PS。因此我们认为公司 2021 年的合理市值应为 162 亿元，对应目标价为 32.4 元，首次覆盖给予买入评级。

表 5：主要对标公司的 PE 和 PS 估值

			营收（19 年为实际值，20、21 年为 Wind 一致预期中值）			利润（19 年为实际值，20、21 年为 Wind 一致预期中值）			市值（2020/5/22）	利润中值对应 PE			营收中值对应 PS		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021		2019	2020	2021	2019	2020	2021
网络层	603236	移远通信	41.3	57.3	79.8	1.5	2.7	4.3	193.9	131.0	72.9	44.9	5.2	3.7	2.7
	300638	广和通	19.2	28.0	37.1	1.7	2.6	3.4	106.7	62.7	41.7	31.4	5.8	4.0	3.0
	688159	有方科技	7.8	12.3	16.9	0.5	1.0	1.4	50.8	93.1	50.9	35.9	6.9	4.4	3.2
		平均								95.6	55.1	37.4	5.6	3.8	2.8
感知层	300356	光一科技	4.1	-	-	0.3	0.0	0.0	21.2	84.0	-	-	5.2	-	-
	300514	友讯达	7.8	-	-	0.5	0.0	0.0	20.8	39.1	-	-	2.7	-	-
	002546	新联电子	7.2	-	-	1.7	0.0	0.0	32.3	19.4	-	-	4.5	-	-
		平均								47.5	-	-	4.1	-	-
应用层	002153	石基信息	36.6	39.3	45.4	3.7	4.0	5.4	330.0	89.7	82.8	60.6	9.0	8.4	7.3
	002410	广联达	34.6	41.7	51.4	2.4	4.3	6.6	618.9	263.3	142.4	93.4	17.9	14.9	12.0
	002405	四维图新	23.1	26.1	33.1	3.4	3.8	5.5	295.0	87.0	78.3	53.3	12.8	11.3	8.9
		平均								146.6	101.2	69.1	13.2	11.5	9.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6：威胜信息分部估值

分业务板块	估值方法	2021 年营收（百万 元）	2021 年净利润（百万 元）	合理市值（亿元）
感知层（电监测终端、水气热传感终端）	按照 2021 年 40 倍 PE	772	178	71
网络层（通信模块、通信网关）	按照 2021 年 50 倍 PE	1046	157	78
应用层（智慧公共事业管理系统）	按照 2021 年 10 倍 PS	130	9	13
合计		1948	344	162

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

- 1、下游客户较集中有可能造成经营波动。根据公司招股说明书，2019 年上半年，公司前五大客户占公司总营收达到 65%，公司的客户集中度相对较高，主要系下游电力行业的特殊性导致。如果公司主要客户的经营状况和财务状况发生波动，则会造成公司业务波动的风险。
- 2、应收账款余额较大及发生坏账风险。截至 2019 年 12 月 31 日，威胜信息公司应收账款账面余额为人民币 75,296.86 万元，坏账准备为人民币 8,419.88 万元，账面价值为人民币 66,876.98 万元，可见应收账款余额较大并存在坏账风险。
- 3、海外业务扩张不达预期风险。海外市场是公司未来几年扩张的重点之一，我们认为由于公司海外业务主要服务当地电力智能化改造项目，受各国经济发展水平、政策环境、技术发展阶段差异影响，公司的海外业务存在不达预期风险。
- 4、新业务拓展不达预期风险。公司目前大力发展智慧水务、智慧燃气、智慧供热和智慧消防等业务，存在新客户拓展不达预期风险。
- 5、市场竞争加剧导致盈利不达预期风险。存在市场竞争加剧导致产品盈利能力不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	580.99	869.67	487.92	1,406.53	952.74
应收票据及应收账款	717.68	697.79	1,240.71	1,076.97	1,826.32
预付账款	8.85	231.14	59.46	130.69	170.14
存货	121.87	147.30	242.11	220.40	390.00
其他	61.74	73.46	87.56	72.94	105.23
流动资产合计	1,491.14	2,019.36	2,117.74	2,907.53	3,444.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	210.68	218.51	246.01	324.72	381.14
在建工程	0.13	0.17	160.14	144.08	116.45
无形资产	75.24	73.31	70.84	68.37	65.89
其他	126.77	135.52	118.42	117.59	117.06
非流动资产合计	412.82	427.51	595.40	654.77	680.54
资产总计	1,903.97	2,446.87	2,713.14	3,562.30	4,124.97
短期借款	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00
应付票据及应付账款	499.34	790.54	683.62	1,192.14	1,223.40
其他	62.53	82.76	98.70	93.21	130.23
流动负债合计	561.87	873.30	812.31	1,315.34	1,383.63
长期借款	0.00	0.00	10.00	10.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.27	7.82	5.58	5.89	6.43
非流动负债合计	4.27	7.82	15.58	15.89	56.43
负债合计	566.15	881.11	827.89	1,331.23	1,440.06
少数股东权益	7.58	7.94	10.69	12.16	14.63
股本	450.00	450.00	500.00	500.00	500.00
资本公积	518.42	518.42	518.42	518.42	518.42
留存收益	880.23	1,107.82	1,374.56	1,718.90	2,170.28
其他	(518.42)	(518.42)	(518.42)	(518.42)	(518.42)
股东权益合计	1,337.82	1,565.75	1,885.25	2,231.06	2,684.91
负债和股东权益总	1,903.97	2,446.87	2,713.14	3,562.30	4,124.97

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	177.16	217.73	266.74	344.34	451.38
折旧摊销	17.65	17.88	15.01	19.81	23.69
财务费用	(2.69)	(2.19)	(12.40)	(16.11)	(19.33)
投资损失	(4.96)	(3.58)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	57.46	(20.41)	(556.26)	632.99	(921.33)
其它	(5.53)	18.03	2.90	1.49	2.53
经营活动现金流	239.10	227.46	(287.00)	979.53	(466.06)
资本支出	9.86	17.20	202.24	79.69	49.46
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(57.39)	(0.78)	(399.24)	(156.69)	(96.46)
投资活动现金流	(47.52)	16.43	(197.00)	(77.00)	(47.00)
债权融资	0.00	0.00	40.00	40.00	80.00
股权融资	18.48	23.60	74.40	28.11	31.33
其他	(18.48)	(23.60)	(12.15)	(52.02)	(52.06)
筹资活动现金流	0.00	0.00	102.25	16.09	59.27
汇率变动影响	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00
现金净增加额	191.58	243.88	(356.75)	943.61	(428.79)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,038.64	1,244.05	1,544.16	1,955.42	2,449.50
营业成本	699.21	820.44	1,023.88	1,295.56	1,624.87
营业税金及附加	8.23	12.01	13.90	17.60	22.05
营业费用	61.98	63.97	77.21	93.86	102.88
管理费用	29.46	32.30	38.60	46.93	56.34
研发费用	74.08	99.13	115.81	140.79	159.22
财务费用	(6.48)	(11.60)	(12.40)	(16.11)	(19.33)
资产减值损失	2.63	(4.14)	(7.72)	(9.78)	(12.25)
公允价值变动收益	0.00	4.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.96	3.58	28.00	28.00	28.00
其他	(35.25)	(23.80)	(40.56)	(36.45)	(31.51)
营业利润	199.83	248.04	307.44	395.01	519.23
营业外收入	1.15	3.20	3.00	3.00	3.00
营业外支出	0.13	0.00	0.50	0.50	0.50
利润总额	200.85	251.24	309.94	397.51	521.73
所得税	23.69	33.52	40.29	51.68	67.82
净利润	177.16	217.73	269.64	345.84	453.90
少数股东损益	0.10	0.35	2.90	1.49	2.53
归属于母公司净利润	177.05	217.38	266.74	344.34	451.38
每股收益（元）	0.35	0.43	0.53	0.69	0.90

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	4.38%	19.78%	24.12%	26.63%	25.27%
营业利润	19.36%	24.13%	23.94%	28.49%	31.45%
归属于母公司净利润	19.03%	22.77%	22.71%	29.09%	31.08%
获利能力					
毛利率	32.68%	34.05%	33.69%	33.75%	33.67%
净利率	17.05%	17.47%	17.27%	17.61%	18.43%
ROE	13.31%	13.95%	14.23%	15.52%	16.90%
ROIC	25.57%	32.52%	45.79%	24.99%	58.23%
偿债能力					
资产负债率	29.74%	36.01%	30.51%	37.37%	34.91%
净负债率	-43.43%	-55.54%	-23.76%	-61.25%	-32.51%
流动比率	2.65	2.31	2.61	2.21	2.49
速动比率	2.44	2.14	2.31	2.04	2.21
营运能力					
应收账款周转率	1.50	1.76	1.59	1.69	1.69
存货周转率	8.19	9.24	7.93	8.46	8.03
总资产周转率	0.58	0.57	0.60	0.62	0.64
每股指标（元）					
每股收益	0.35	0.43	0.53	0.69	0.90
每股经营现金流	0.48	0.45	-0.57	1.96	-0.93
每股净资产	2.66	3.12	3.75	4.44	5.34
估值比率					
市盈率	72.89	59.37	48.38	37.48	28.59
市净率	9.70	8.28	6.88	5.82	4.83
EV/EBITDA	0.00	0.00	37.94	27.33	21.77
EV/EBIT	0.00	0.00	39.77	28.69	22.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com