

逐季复苏趋势明确，拥抱 AI+交通新时代

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告。2022 年实现收入 53.4 亿元，同比下降 14.3%，实现归母净利润-2.6 亿元，同比下降 183.4%，实现扣非后净利润-0.4 亿元，同比下降 113.9%。2023 年 Q1 实现收入 10.9 亿元，同比增长 5.0%，实现归母净利润 13.5 亿元，同比增长 3542.1%，实现扣非后净利润 777.6 万元，同比下滑 76.1%。
- **22 年业绩短期承压，在手订单稳步增长。** 受宏观经济、供应链运转不畅等因素影响，2022 年公司产品生产及部分智能化项目现场交付进度延后，导致整体营业收入有所下滑。同时，由于项目工期拉长且人员成本刚性，公司 2022 年综合毛利率下滑 4.25pp 至 12.4%，三项费用率亦有所上升。但公司克服诸多不利因素，继续开拓成都、长沙、西安等全国市场，截至年末在手订单 163.4 亿，依旧取得稳步增长。公司归母净利润存在较大波动，主要系公司战略投资云从科技市值变化造成非经常损益所致。
- **定增引入国资，夯实业务基础探索数据授权运营。** 报告期内公司完成非公开发行，募集资金 18.3 亿，拟用于投入 1) 数字孪生核心技术及开放平台研发项目；2) 新一代轨道交通数字化系统研发及产业化项目；3) 面向车路协同的新一代交通数字化系统研发及产业化项目；4) 全国销售与服务体系升级建设项目；5) 补充流动资金。此外，公司本次定增引入 5 家国资机构，分别为广州开发区投资集团、知识城(广州)投资集团、四川发展证券投资基金管理有限公司、广东恒阔投资管理有限公司、科学城(广州)信息科技集团，合计认购份额比例超 40%。我们认为，国资机构的入驻有利于公司在数字交通领域进一步发挥产业资源优势，亦有望依托交通多模态大数据资源优势，加快探索政企合作、公私合营模式，挖掘交通数据的巨大商业价值，推动智能运维、车路协同、智慧停车、出行即服务等运营型场景落地。
- **多方位磨练内功提质增效，坚定投入布局 AI+交通新时代。** 公司在不利的外部环境下主动求变，重点进行提质增效举措与内部管理体制改革，从事业部制的组织架构调整为区域作战组织，极大加强了公司产品技术的区域销售拓展能力，成功在长沙、武汉、成都、南宁等城市“扎根”。此外，公司多年在 AI、虚拟现实等前沿技术方面积累颇深，当前有望步入收获期。内生方面，公司推出自研数字孪生行业级平台“佳都灵境 OS”，针对轨道交通、城市交通、应急指挥三大应用场景推出解决方案，拥有 1000+ 机器学习和深度学习算子、1000+AI 算法；外延方面，前瞻投资的云从科技、思必驰、千视通、睿帆科技等均为国内一线 AI 企业，后续公司有望利用 AI 生态圈优势，率先落地交通行业 AI 大模型应用，赋能业务成长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.54 元、0.27 元、0.36 元。公司在手订单充裕，伴随项目节奏推进的常态化，有望迎来业绩拐点；同时公司持续投入人工智能、虚拟现实等前沿技术，定增引入国资强化产业资源优势，区域销售体系建设完成，全国多地项目有望持续落地，有望打开新的成长空间。给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应目标价 9.45 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 智慧交通政策推进不及预期；人工智能、虚拟现实等技术发展不及预期；市场竞争加剧；公允价值大幅变动等风险。

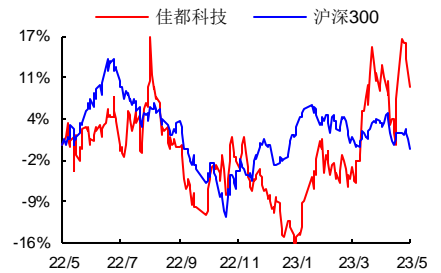
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5336.38	7018.49	8479.44	10090.59
增长率	-14.26%	31.52%	20.82%	19.00%
归属母公司净利润(百万元)	-262.11	1161.23	579.85	778.31
增长率	-183.40%	543.03%	-50.07%	34.23%
每股收益 EPS(元)	-0.15	0.54	0.27	0.36
净资产收益率 ROE	-5.01%	14.25%	6.79%	8.45%
PE	-47.98	13.26	26.56	19.79
PB	2.84	1.83	1.76	1.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn
联系人: 邓文鑫
电话: 15123996370
邮箱: dwx@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	21.54
流通 A 股(亿股)	17.37
52 周内股价区间(元)	5.21-7.65
总市值(亿元)	154.03
总资产(亿元)	102.47
每股净资产(元)	3.25

相关研究

1 修炼内功迎接复苏，拥抱智慧交通新时代

佳都科技成立于 1992 年，是国内领先的智慧交通解决方案提供商和数字经济行业应用者。公司历经三十年发展，业务亦随着产业的发展持续升级：

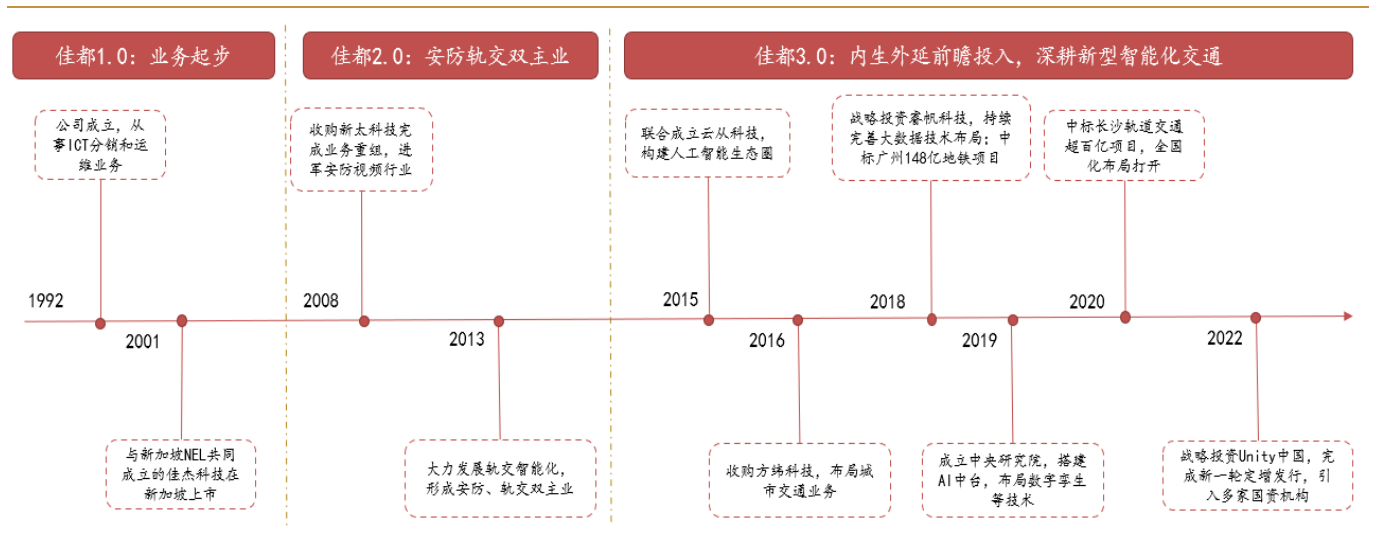
1) 佳都 1.0 (1992-2008)：公司创立之初主要从事 ICT 分销和运维服务，2001 年与新加坡 NEL 共同成立的佳杰科技在新加坡上市。

2) 佳都 2.0: (2008-2015)：2008 年收购新太科技完成业务重组借壳登陆 A 股市场，2009 年借助广州亚运会机遇开始进军城市安防领域，2013 年开始大力发展轨交智能化业务，形成“智慧轨交+智慧城市”双主业布局。

3) 佳都 3.0 (2015-至今)：公司开始外延内生前瞻布局人工智能、数字孪生等前沿技术。外延方面，公司于 2015 年联合成立云从科技，后陆续投资睿帆科技、思必驰、Unity 中国等，持续扩大人工智能生态圈；内生方面，公司于 2019 年成立中央研究院，搭建起 AI 中台、数据中台、数字孪生中台三大技术引擎，优化研发交付流程的同时，亦形成自研 AI 算法及软件产品对外输出，截至 2022 年 7 月，公司总共申请和获得国家发明专利及软件著作权已超过 1200 项。

公司于 2019 年规划“3×3”战略发展规划，明确“创新发展期”、“全面夯实期”和“引领发展期”三个阶段的战略部署。当前，公司处于“全面夯实期”的优化改进阶段，将继续聚焦“一个主赛道”（城市轨道交通和城市交通）、“两个主要应用场景”（城市安全和应急）的数字化建设，在巩固粤港澳大湾区基地市场优势的同时，持续推动全国化布局工作，有望顺应“AI+交通”新趋势，开启新一轮持续增长周期。

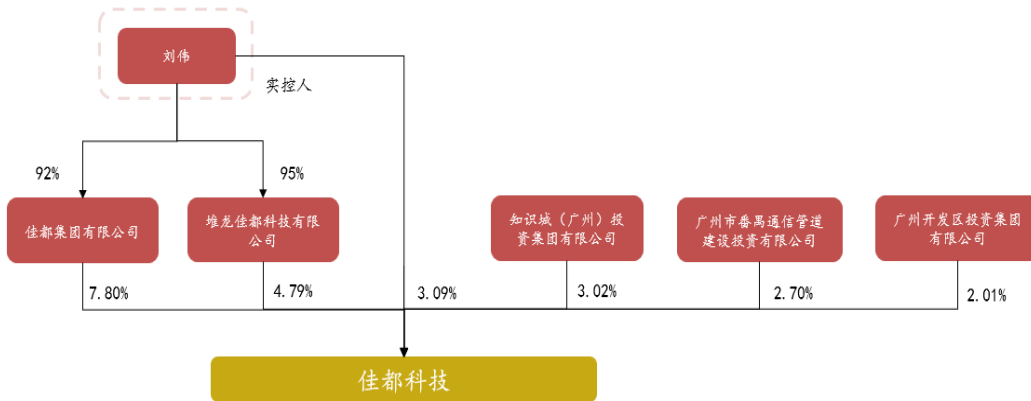
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

新一轮定增落地，引入多家国资股东助力业务发展。董事长刘伟通过直接和间接的方式合计持有公司 14.82% 的股权，是公司的实际控制人，股权比例的下降仅因为引入外部投资人稀释导致，多年来未有减持动作，彰显对公司未来发展前景的看好。此外，公司于 2022 年通过定增引入 5 家国资机构作为战略投资者，分别为广州开发区投资集团、知识城（广州）投资集团、四川发展证券投资基金管理有限公司、广东恒阔投资管理有限公司、科学城（广

州) 信息科技集团, 合计认购份额超本次定增的 40%。我们认为, 国资机构的入驻有利于公司在数字交通领域进一步发挥产业资源优势, 参与承接粤港澳大湾区重大交通及新型基础设施建设项目; 亦有望依托交通多模态大数据资源优势, 加快探索政企合作、公私合营模式, 挖掘交通数据的巨大商业价值, 推动智能运维、车路协同、智慧停车、出行即服务等运营型场景落地。

图 2：公司主要股东持股比例


资料来源: Wind, 西南证券整理

继续加码数字孪生技术研发, 向城市交通赛道延伸布局, 推进全国化渗透步伐。2023 年 1 月 18 日, 公司公告定增发行完成, 扣除发行费用后募集资金净额 18.1 亿元, 其中拟用 1) 4.8 亿元投入“数字孪生核心技术及开放平台研发项目”, 继续夯实技术基础; 2) 4.3 亿元投入“新一代轨道交通数字化系统研发及产业化项目”, 巩固传统业务优势; 3) 2.0 亿元投入“面向车路协同的新一代交通数字化系统研发及产业化项目”, 拓展自身能力至城市路面交通领域, 有望在自动驾驶、车路协同等技术浪潮下取得先机; 4) 1.5 亿元投入“全国销售与服务体系升级建设项目”, 巩固粤港澳大湾区基地市场的同时, 进一步加强全国化渗透力度。5) 5.4 亿元用于补充流动资金。

表 1：募集资金用途

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	数字孪生核心技术及开放平台研发项目	90,645.28	48,564.63
2	新一代轨道交通数字化系统研发及产业化项目	148,071.24	42,889.87
3	面向车路协同的新一代交通数字化系统研发及产业化项目	35,657.44	20,162.15
4	全国销售与服务体系升级建设项目	51,380.60	15,371.98
5	补充流动资金	99,000.00	54,423.00
	合计	424,754.57	181,411.63

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

外延步伐不断, 布局上游核心技术与下游落地场景, 持续扩大产业生态圈。佳都科技将自身定义为数字经济“行业应用者”, 通过投资并购的方式扩大生态圈层影响力。在上游核心技术方面, 自 2015 年开始, 公司先后参股投资云从科技、思必驰科技、睿帆科技等知名核心技术企业, 并与中国科学院、清华大学、中山大学、西南交通大学等知名院校建立专项技术研发合作, 使研发团队时刻与业界前沿技术企业和专家保持密切交流, 形成对人工智能

各个领域的前沿洞察力。2022年，公司与中移动、阿里巴巴、抖音集团等共同投资设立 Unity 中国，进一步强化在虚拟现实技术领域的卡位，完善“产业元宇宙”领域的布局。在下游落地场景方面，公司于2016年获得智能交通企业方纬科技51%股权成为控股股东，开始由轨道交通向城市交通延伸布局，又于2022年进一步收购方纬科技39%的股权，预计将在智慧交通业务进一步发力，IDPS 交通大脑有望进入规模化复制推广周期。

图 3：公司外延投资动作频繁，持续扩大产业链影响力

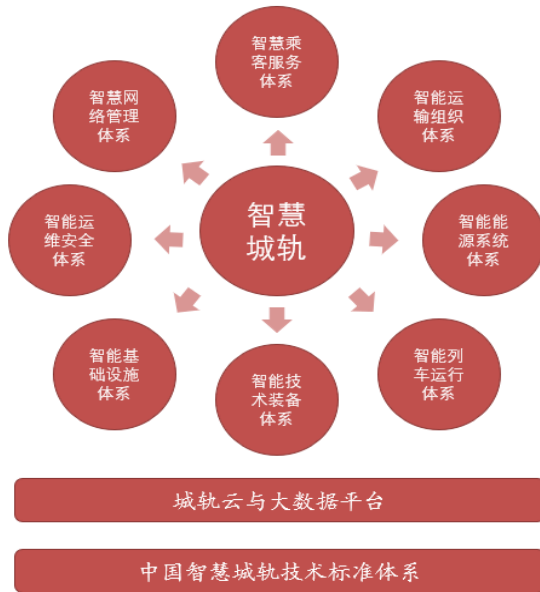


资料来源：公司公告，西南证券整理

轨交建设转向高质量发展阶段，数字化升级与改造成为发展新动能。作为“稳增长”的龙头产业，城市轨道交通肩负大型城市区域发展、土地增值、人口承载等任务，具有投资金额高、规划论证周期长、建设难度大等特点。过去十年，全国城市轨道交通建成线路长度保持稳定增加态势，而根据“十四五”城市轨道交通发展战略规划，期间预计城市轨道交通年均完成建设投资约 6000 亿元，仍保持较高景气度。

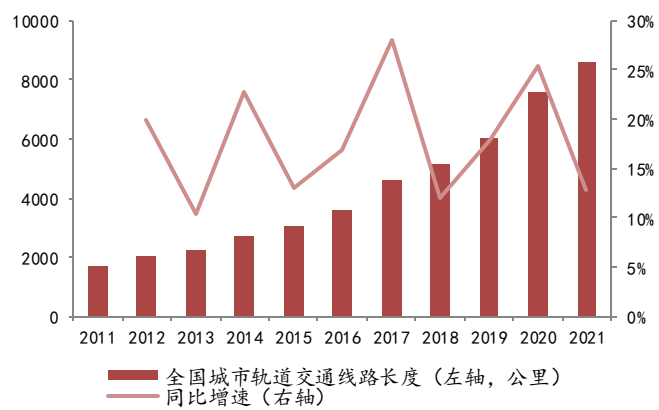
与此同时，随着我国城市轨道新建，续建线路的项目逐年增长，我国城市轨道交通网路愈加复杂，接入站点、旅客运输量等不断提高，为城市轨道交通的运行带来了一定的压力。为了迎合技术进步，充分满足不断增长的运营需求，我国的城市轨道交通建设开始向智能化智慧化方向发展。《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》提出，我国智慧城市轨道交通的蓝图呈现为“1-8-1-1”的布局结构，即铺画一张智慧城轨发展蓝图；创建智慧乘客服务、智能运输组织、智能能源系统、智能列车运行、智能技术装备、智能基础设施、智能运维安全和智慧网络管理八大体系；建立一个城轨云与大数据平台；制定一套中国智慧城轨技术标准体系。根据前瞻产业研究院，我国城市交通智能化投入预计在 2027 年超过 1400 亿元，2021-2027 年 CAGR 为 20%左右。此外，在运营的线路设备面临智能化升级改造、更换、维修等问题，轨交系统的智能运维后市场将迎来新的增长机会。

图 4：中国智慧城市轨道交通建设蓝图



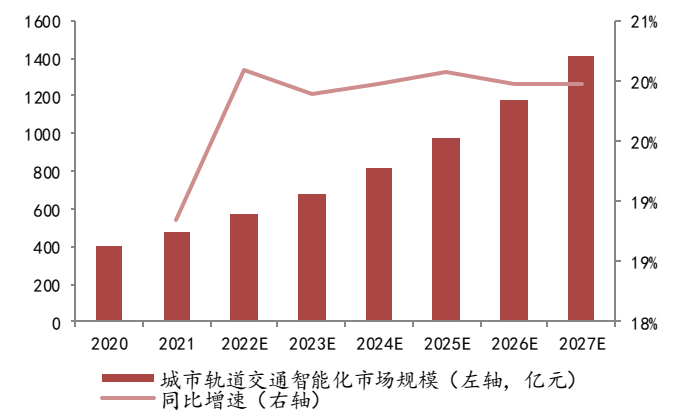
资料来源：《中国城市轨道交通智慧城轨按纲要》，西南证券整理

图 5：全国城市轨道交通线路长度



数据来源：住建部，西南证券整理

图 6：国内智慧轨交市场规模预测



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

轨交产品全面布局，超大型项目交付经验全国领先。公司自 2004 年切入轨道交通领域，起初以海外产品代理为主，后续开始自主研发，当前已形成“传统地铁机电系统+地铁数据平台”的全系列产品布局，是国内为数不多能够独立完成一体化智慧地铁交付的企业。2022 年，公司承接的长沙地铁 6 号线正式开通运营，从中标到交付仅历时一年半，较传统轨道交通建设时间缩短 50%，充分展现出多专业一体化交付的优势。

公司智慧轨道交通业务团队在全国 32 个城市累计完成超过百条大型轨道交通单专业、多专业、线路总集成的智能化项目交付和保障，设计并承接广州“十三五”、长沙 6 号线等十亿级、百亿级轨道交通智能化项目。由于智慧轨道交通行业对于案例经验有较高的要求门槛，作为国内少有的具备超大规模项目交付管理能力的智能化产品方案供应商，公司在项目成本控制、供应链管理、资金管理等方面具备较强的竞争优势。

图 7：公司轨道交通产品矩阵全面


资料来源：公司公告，西南证券整理

Mos地铁大脑打开后市场运维空间，实现业务可持续发展。随着轨道交通已开通线路和车站数量的不断提升，老线智慧化改造和智能运维市场成为新增长点。公司的华佳 Mos 地铁智慧大脑可将数字孪生技术应用用于线网应急指挥场景，并支持智能运维、智能巡检和智慧节能等功能，能够实时感知全线网车站的各类电气、计算、网络设备的运行状态，基于深度学习算法，分析预测各类设备实际运行寿命，从而大幅降低运维人员数量和运维费用，帮助地铁公司降本增效。

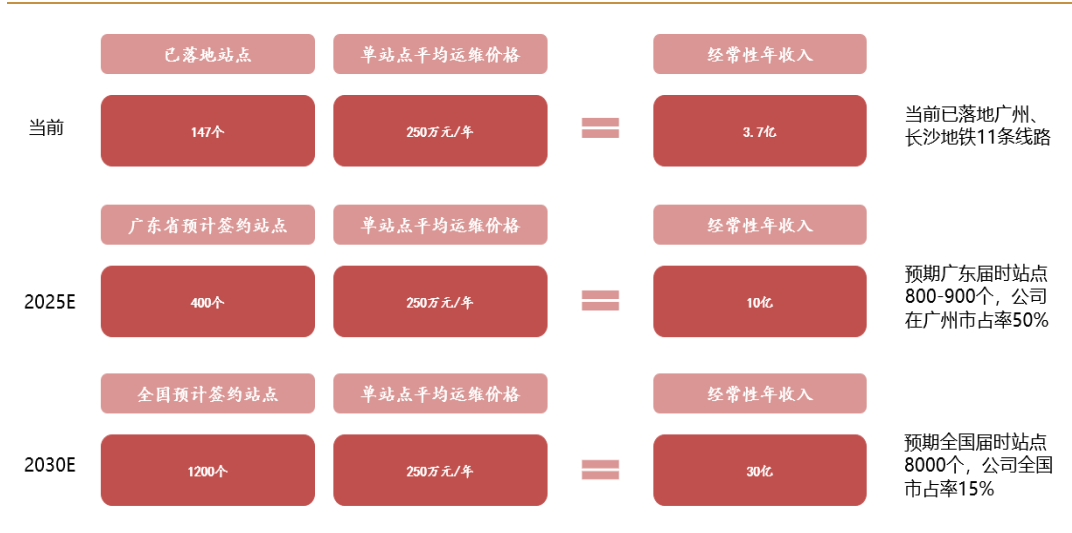
该产品线已在广州 18/22 号线、长沙 6 号线全线交付应用，实现地铁车站全栈数据打通，对从客流信息、行车信息到运营指标、运力配置，再到客运服务和运营事件等重要运营数据进行汇集、分析、管理，单线路数据采集点超过 60 万个，日均处理 6.5 亿笔数据处理。目前，公司在广州、长沙已累计获取 11 条线路 10-15 年的运维服务业务，2022 年实现运维服务收入超过 4000 万元。我们预计，后续公司收入将从项目建设逐渐向后市场运维转变，可形成年度经常性稳定现金流；后续有望依托公司庞大的已有项目资源，实现业务可持续发展。

组织架构优化，逐步完善全国化销服网络。公司以广州及粤港澳大湾区为基地市场，坚定推动全国化业务布局工作。2021 年起开始组织架构改革，由原先的“事业部制”改为“战区制”，计划用 5 年时间拓展超过 10 个重点城市市场根据地，突破区域市场天花板。公司通过在重点城市落地经营子公司、合资公司、产业基金或研发机构等方式，推动组织形成本地化经营，与地区政府以及合作伙伴形成良好的产业合作关系，为未来的智慧运营、运维等持续性业务奠定基础。

表 2：公司进行区域作战组织调整，全国化进展再进一步

战区	主要城市	销售	交付	研发	合资
广州/华南	广州、南宁、佛山、东莞、深圳、厦门	√	√	√	√
中南区	长沙、武汉、南昌、郑州	√	√	√	√
西区	成都、重庆、贵阳、西安	√	√	√	√
华东区	合肥、上海、杭州、宁波、常州	√	√	-	-
华北区	大连、青岛、石家庄、北京、天津、乌鲁木齐	√	√	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司积极向地铁后市场转型，有望实现业务可持续发展


资料来源：西南证券预测。注：实际投入运营站点受城市规划、项目施工进度等影响

数字交通体系建设稳步推进。伴随《智能汽车创新发展战略》、《中国交通的可持续发展》、《国家综合立体交通网规划纲要》等政策发布，智慧交通行业数字化变革正快速推进，其中明确要求 2035 年交通基础设施数字化率达到 90% 以上。自 2021 年年底以来，交通运输部陆续发布一系列交通领域“十四五”规划，提出“推进交通大数据中心体系建设，打造综合交通运输数据大脑”。我们预计相关项目建设将呈现“先慢后快”的推进节奏，公司在城市交通领域深耕多年，逐步加力，后续有望充分受益。

以交通大脑产品为核心，挖掘交通数据潜力。公司“IDPS 城市交通大脑”是面向城市交通治理和车路协同的新一代人工智能系统和交通大数据系统，能够对全域、全量、全时交通信息进行识别，并基于公司独有的可计算路网技术和个体行为计算技术，对全程车辆、车流进行实时仿真和预测，最终实现对整个交通环境研判，并提供合理的交通治理解决方案。2022 年，公司重点确立城市智慧交通赛道的战略方向，该产品线已在上海、广州等省市落地，并完成 IDPS 交通大脑产品在全公司各战区的销售培训，为未来产品全国推广奠定基础。

此外，公司已与广汽研究院、文远知行等签订战略合作协议，共同开展车路协同、自动驾驶方向的合作；公司亦与合作伙伴探索数据运营服务，有望率先实现交通数据要素变现流通，意向客户包括地图厂商、智能汽车企业、政府部门、保险机构等。

图 9：公司智慧城市交通产品线



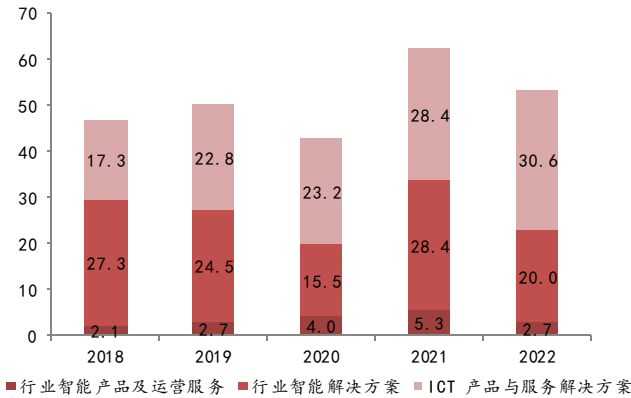
资料来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司利用城市交通大脑，积极探索数据要素变现方式

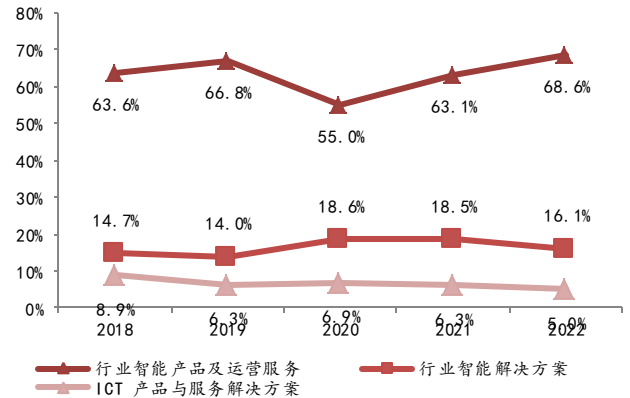


资料来源：公司公告，西南证券整理

从营收角度看，公司三大核心主营业务分别为：1) 行业智能化产品及运营服务（主要为自研产品）：2022年实现营收2.7亿元，同比下降48.6%，营收占比5.1%，同比下降40.1%；2) 行业智能解决方案业务（主要为智慧轨交及城市集成）：2022年实现营收20.0亿元，同比下降29.5%。两项业务均因智能轨道交通项目交付延后，出现较大幅度下滑。3) ICT产品与服务解决方案：2022年实现营收30.6亿元，同比上升7.6%，公司与新华三、紫光华智、宇视、迪普等知名厂商保持良好合作关系，ICT分销业务维持稳定增长。

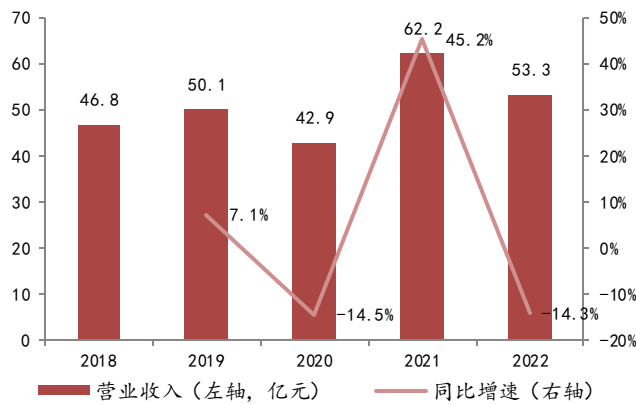
图 11：公司分产品收入情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

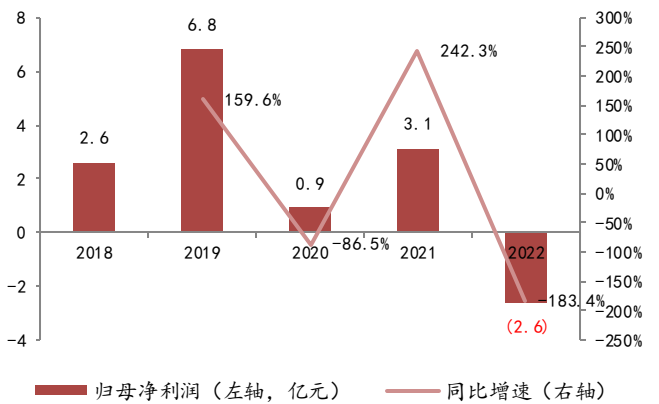
图 12：公司分产品毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，公司营收规模保持相对稳定，归母净利润波动较大。收入端看，2020 年出现下滑，主要系疫情影响和主动战略减少低质量业务和自研产品占比小的项目承接所致，公司 2020 年营业收入小幅下滑 14.5%；2021 年迎来经营改善，但 2022 年又受外部因素影响，项目现场交付进度延后实现营业收入 53.4 亿元，同比下降 14.3%。利润端看，公司近年来归母净利润波动较大，主要系存在公允价值变动损益，项目落地不及预期等因素干扰。实现归母净利润-2.62 亿元，同比下降 183.40%。

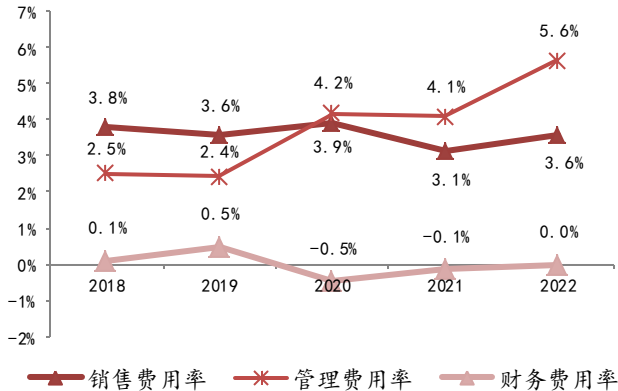
图 13：公司营业收入及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

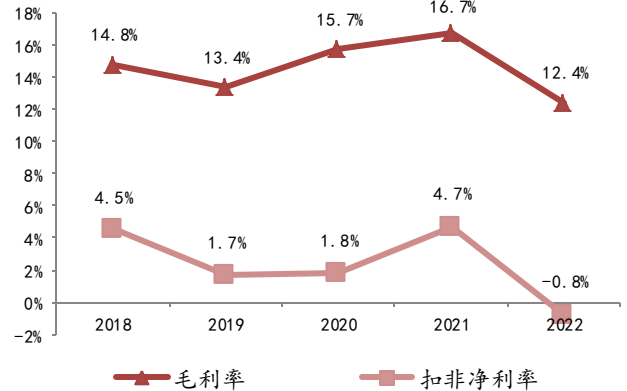
图 14：公司归母净利润及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用整体保持稳定可控，盈利能力有望重回增长轨道。1) 费用率方面：公司销售费用整体保持稳定；财务费用亦维持较低水平；管理费用率提升较多，2022 年管理费用率达到 5.6%，同比提升 1.54pp，主要系公司持续引进中高端人才，而收入规模有所下降所致。2) 利润率端：2019-2021 年，伴随公司自研产品的成熟及放量，公司毛利率和扣非后净利率呈现良好提升态势，2022 年受收入确认延迟等因素影响，公司毛利率和扣非后净利润率有所波动。我们认为，伴随项目招投标、施工、交付等环节恢复常态化，公司高毛利的自研产品占比有望提升，盈利能力或得到修复。

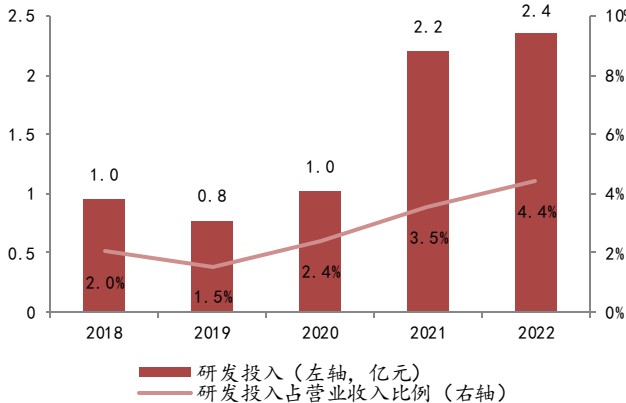
图 15: 公司费用率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

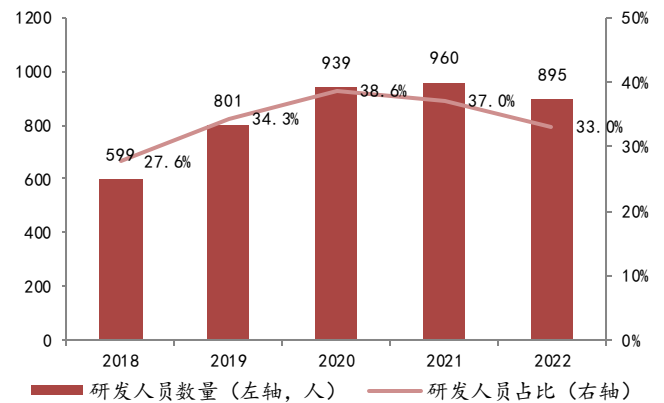
图 16: 公司利润率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

持续加码研发, 创新驱动发展。2019 年起, 公司开始中央研究院建设, 持续加码人工智能、数字孪生等前瞻技术研究投入, 提升研发能力与效率。2022 年, 公司研发投入达到 2.4 亿元, 占营业收入的 4.4%, 较 2019 年均有明显提升。公司研发人员数量从 2018 年的 599 人增长至 2022 年的 895 人, 研发人员占比虽然略有回落, 但公司研究生和博士学历人员数量均有增长, 核心竞争能力不断强化。

图 17: 公司研发支出情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 公司研发团队情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) **行业智能产品及运营服务**：公司 IDPS 城市交通大脑、华佳 Mos 智慧轨道交通大脑等自研产品不断成熟，凭借广州、上海等项目打造标杆案例，迅速向全国范围内推广。预计该业务 2023-2025 年收入增速分别为 100%、50%、40%，毛利率稳步提升。

2) **行业智能解决方案**：受宏观因素影响，2022 年项目交付进度有所推迟，但公司在手订单充裕，伴随施工交付节奏的常态化有望快速变现；同时公司全国化销售网络已经基本搭建完成，粤港澳大湾区以外市场有望迎来快速增长。预计该业务 2023-2025 年收入增速分别为 60%、30%、25%，毛利率逐步回暖至正常水平

3) **ICT 产品与服务解决方案**：公司与新华三、宇视、迪普等厂商保持良好合作关系，预计该业务 2023-2025 年收入增速分别为 7%、7%、7%，保持稳定增长。

4) 伴随人工智能技术的突破，公司战略投资的云从科技市值实现快速攀升，2023Q1 实现公允价值变动收益 13.4 亿元。预计 2023-2025 年公司非经常性损益分别为 8.0 亿元、0.0 亿元、0.0 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
行业智能产品及运营服务	收入	270.1	540.2	810.3	1134.4
	yoy	-48.6%	100.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	68.6%	69.0%	69.5%	70.0%
行业智能解决方案	收入	2003.7	3206.0	4167.7	5209.7
	yoy	-29.5%	60.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	16.1%	18.5%	18.6%	19.0%
ICT 产品与服务解决方案	收入	3058.3	3272.3	3501.4	3746.5
	yoy	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%
合计	收入	5336.4	7018.5	8479.4	10090.6
	yoy	-14.26%	31.52%	20.82%	19.00%
	毛利率	12.4%	16.33%	18.05%	19.72%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 70.2 亿元（+31.5%）、84.8 亿元（+20.8%）和 100.9 亿元（+19.0%），归母净利润分别为 11.6 亿元（+543.0%）、5.8 亿元（-50.1%）、7.8 亿元（+34.2%），摊薄后 EPS 分别为 0.54 元、0.27 元、0.36 元，对应动态 PE 分别为 13 倍、27 倍、20 倍。

2.2 相对估值

公司定位为人工智能、数字孪生技术的行业应用者，深耕智慧交通赛道多年，选取千方科技、广电运通、易华录作为可比公司。由于智慧交通受宏观因素影响较为严重，2023 年行业整体处于恢复阶段，项目的招投标、实施、交付节奏存在一定的不确定性，我们参考 2024 年进行估值比较。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002373.SZ	千方科技	201	12.72	-0.31	0.40	0.54	0.68	-	32	24	19
002152.SZ	广电运通	293	11.81	0.33	0.40	0.45	0.50	30	30	26	24
300212.SZ	易华录	214	32.15	0.02	0.37	0.72	1.14	1,178	86	44	28
平均值								392	49	31	23
600728.SH	佳都科技	154	7.15	-0.15	0.54	0.27	0.36	-	13	27	20

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2024 年行业平均估值为 31 倍，公司 PE 为 27 倍，略低于行业平均水平。公司 2022 年收入利润短暂承压，后续伴随交付节奏的常态化，订单有望快速兑现，毛利率或逐步回归正常水平。此外，公司定增引入国资强化资源优势，区域销服体系建设完成，全国多地项目有望持续落地，叠加人工智能技术蓬勃发展，公司积极探索路面交通数据运营商业模式，有望打开新的成长空间。综合来看，给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应目标价 9.45 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

智慧交通政策推进不及预期；人工智能、虚拟现实等技术发展不及预期；市场竞争加剧；公允价值大幅变动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5336.38	7018.49	8479.44	10090.59	净利润	-271.73	1203.84	601.13	806.87
营业成本	4673.74	5872.67	6948.50	8100.60	折旧与摊销	173.44	119.63	119.63	119.63
营业税金及附加	15.52	20.41	24.65	29.34	财务费用	0.22	-70.18	-42.40	-20.18
销售费用	191.34	217.57	262.86	312.81	资产减值损失	11.12	-20.00	-20.00	20.00
管理与研发费用	536.76	547.44	661.40	756.79	经营营运资本变动	-230.91	670.28	-256.91	-318.20
财务费用	0.22	-70.18	-42.40	-20.18	其他	129.01	-647.76	128.91	95.30
资产减值损失	11.12	-20.00	-20.00	20.00	经营活动现金流净额	-188.86	1255.81	530.36	703.42
投资收益	6.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-256.32	-596.46	-678.55	-733.62
公允价值变动损益	-308.76	800.00	0.00	0.00	其他	219.17	930.37	0.05	0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-37.16	333.91	-678.50	-733.61
营业利润	-348.73	1250.58	644.42	891.23	短期借款	193.23	-204.99	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.06	60.39	59.28	59.09	长期借款	55.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	-350.79	1310.97	703.70	950.32	股权融资	-20.95	1822.29	0.00	0.00
所得税	-79.06	107.13	102.56	143.45	支付股利	-32.36	48.60	-202.52	-101.79
净利润	-271.73	1203.84	601.13	806.87	其他	-100.39	-61.35	40.19	18.73
少数股东损益	-9.62	42.62	21.28	28.56	筹资活动现金流净额	95.18	1604.55	-162.32	-83.06
归属母公司股东净利润	-262.11	1161.23	579.85	778.31	现金流量净额	-129.87	3194.27	-310.46	-113.26
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1223.61	4417.88	4107.42	3994.16	成长能力				
应收和预付款项	3635.83	4657.80	5627.04	6708.05	销售收入增长率	-14.26%	31.52%	20.82%	19.00%
存货	817.72	894.87	1068.62	1274.37	营业利润增长率	-197.79%	458.61%	-48.47%	38.30%
其他流动资产	1540.19	202.96	239.47	289.07	净利润增长率	-188.62%	543.03%	-50.07%	34.23%
长期股权投资	989.60	989.60	989.60	989.60	EBITDA 增长率	-136.48%	842.54%	-44.49%	37.28%
投资性房地产	8.01	8.20	8.15	8.14	获利能力				
固定资产和在建工程	209.81	197.67	185.52	173.38	毛利率	12.42%	16.33%	18.05%	19.72%
无形资产和开发支出	801.13	1292.06	1865.07	2493.16	三费率	13.65%	9.90%	10.40%	10.40%
其他非流动资产	1939.00	1937.05	1935.11	1933.16	净利率	-5.09%	17.15%	7.09%	8.00%
资产总计	11164.92	14598.09	16025.99	17863.09	ROE	-5.01%	14.25%	6.79%	8.45%
短期借款	204.99	0.00	0.00	0.00	ROA	-2.43%	8.25%	3.75%	4.52%
应付和预收款项	4055.60	5034.31	5931.49	6921.56	ROIC	-12.78%	50.99%	20.74%	21.76%
长期借款	235.65	235.65	235.65	235.65	EBITDA/销售收入	-3.28%	18.52%	8.51%	9.82%
其他负债	1240.19	879.69	1011.79	1153.75	营运能力				
负债合计	5736.43	6149.64	7178.93	8310.96	总资产周转率	0.49	0.54	0.55	0.60
股本	1759.04	2154.33	2154.33	2154.33	固定资产周转率	28.60	35.39	45.54	57.98
资本公积	2378.56	3805.56	3805.56	3805.56	应收账款周转率	1.63	1.69	1.63	1.62
留存收益	1413.45	2623.27	3000.61	3677.12	存货周转率	6.57	6.77	7.00	6.85
归属母公司股东权益	5419.97	8397.31	8774.64	9451.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.49%	—	—	—
少数股东权益	8.52	51.13	72.41	100.98	资本结构				
股东权益合计	5428.49	8448.44	8847.05	9552.13	资产负债率	51.38%	42.13%	44.80%	46.53%
负债和股东权益合计	11164.92	14598.09	16025.99	17863.09	带息债务/总负债	7.68%	3.83%	3.28%	2.84%
					流动比率	1.39	1.81	1.66	1.57
					速动比率	1.23	1.65	1.50	1.41
					股利支付率	-12.35%	-4.18%	34.93%	13.08%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	-175.08	1300.02	721.65	990.68	每股收益	-0.15	0.54	0.27	0.36
PE	-47.98	13.26	26.56	19.79	每股净资产	2.52	3.90	4.07	4.39
PB	2.84	1.83	1.76	1.63	每股经营现金	-0.09	0.58	0.25	0.33
PS	2.89	2.19	1.82	1.53	每股股利	0.02	-0.02	0.09	0.05
EV/EBITDA	-56.66	7.13	13.28	9.79					
股息率	0.26%	—	1.31%	0.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	