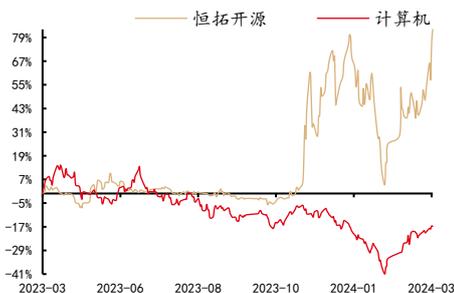


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	6.97
总股本/流通股本(亿股)	1.41 / 1.38
总市值/流通市值(亿元)	10 / 10
52周内最高/最低价	6.97 / 3.58
资产负债率(%)	13.6%
市盈率	139.40
第一大股东	西藏智航交通科技有限公司

研究所

分析师:孙业亮  
SAC 登记编号:S1340522110002  
Email:sunyeliang@cnpsec.com  
分析师:丁子惠  
SAC 登记编号:S1340523070003  
Email:dingzihui@cnpsec.com

恒拓开源(834415)

航司 IT 小龙头，由通航到低空的引领者

● 深耕赛道 20 余年，民航 IT 领域关键供应商

公司主营三大业务：航司 IT/机场 IT/燃油 IT 业务。其中，公司在航司的部分核心业务领域市场覆盖率超过 80%，承建核心 FOC 系统和营销系统，产品每天支撑超过 1.2 万架次航班的运行保障，每天为约 10 万航空机组人员提供航行服务支持，每天为约 3000 架次飞机提供运行管理服务，每年为 3000 万张机票提供后台支撑服务。

● 低空经济顶层设计，市场空间超万亿

今年全国两会，“低空经济”首次被写入政府工作报告，提出“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。”部分省（区、市）将“低空经济”相关内容写入 2024 年政府工作报告。作为新质生产力的重要组成部分，低空经济蕴含的战略性发展潜力巨大。据测算，2023 年我国低空经济规模已经超过 5000 亿元，2030 年有望达到 2 万亿元。

● 由通航到低空的引领者

公司的 IT 系统可以由通航顺势切入低空领域。十年前公司切入通航市场，教飞中心、智慧通航加油系统和通航业务系统覆盖率完善。2023 年成立空管 BU，顺势切入低空 IT 领域，主要发力空管/企业端核心业务系统。目前，公司模拟机等产品研发顺利，市场拓展持续开展，公司具备了航空 IT 全领域的业务服务能力。2023 年曾与运营商合作竞标深圳大湾区低空建设项目，先发优势明显。

● 创始人马越，开源 IT 技术领军者

实控人马越，兼任开源中国董事长，是 Redhat&JBoss 世界创新奖（开源技术领域的诺贝尔奖）的首位华人获奖者，将在 3 月 22 日的华为昇思人工智能框架峰会 2024 做主题发言。公司技术研发基因独特鲜明，AI 与大模型技术储备充足，产品发力低空经济顺势而为。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 0.15、0.27、0.48 元，当前股价对应的 PE 分别 47.57、25.66、14.48 倍。公司专注航司信息化 20 余年，市占率遥遥领先，去年成立空管 BU 之后具备了航空 IT 全领域服务能力，同时积极拓展非航司领域业务，业绩弹性较大，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

研发进度不及预期；技术落地不及预期；市场竞争加剧。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	179	189	258	349
增长率(%)	-8.60	5.68	36.31	35.46
EBITDA(百万元)	15.18	22.55	42.29	75.17
归属母公司净利润(百万元)	7.04	20.59	38.16	67.63
增长率(%)	-68.97	192.65	85.35	77.22
EPS(元/股)	0.05	0.15	0.27	0.48
市盈率(P/E)	139.21	47.57	25.66	14.48
市净率(P/B)	1.90	1.85	1.73	1.54
EV/EBITDA	32.89	39.87	21.41	11.98

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	179	189	258	349	营业收入	-8.6%	5.7%	36.3%	35.5%
营业成本	108	112	149	197	营业利润	-70.8%	203.3%	83.8%	76.0%
税金及附加	1	1	2	2	归属于母公司净利润	-69.0%	192.6%	85.4%	77.2%
销售费用	12	12	14	16	<b>获利能力</b>				
管理费用	44	41	48	56	毛利率	39.8%	40.9%	42.1%	43.6%
研发费用	11	11	12	16	净利率	3.9%	10.9%	14.8%	19.4%
财务费用	-1	-1	-1	-1	ROE	1.4%	3.9%	6.7%	10.7%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	0.7%	3.7%	6.6%	10.6%
<b>营业利润</b>	8	24	43	76	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	13.4%	15.5%	16.4%	17.6%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	7.39	7.21	6.61	6.03
<b>利润总额</b>	8	24	43	76	<b>营运能力</b>				
所得税	1	3	5	9	应收账款周转率	1.26	1.33	1.52	1.51
<b>净利润</b>	7	21	38	68	存货周转率	7.81	7.70	9.92	9.50
归母净利润	7	21	38	68	总资产周转率	0.30	0.31	0.40	0.48
每股收益(元)	0.05	0.15	0.27	0.48	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.05	0.15	0.27	0.48
货币资金	52	85	74	75	每股净资产	3.67	3.77	4.04	4.52
交易性金融资产	256	256	256	256	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	141	144	196	269	PE	139.21	47.57	25.66	14.48
预付款项	3	2	4	5	PB	1.90	1.85	1.73	1.54
存货	28	21	31	43	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	498	529	582	673	净利润	7	21	38	68
固定资产	17	17	17	17	折旧和摊销	11	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-4	12	-44	-63
无形资产	5	5	5	5	其他	-3	-5	-6	-8
<b>非流动资产合计</b>	98	97	97	97	<b>经营活动现金流净额</b>	11	27	-12	-4
<b>资产总计</b>	596	626	679	770	资本开支	0	1	0	0
短期借款	0	-4	-9	-12	其他	-131	6	6	8
应付票据及应付账款	20	22	30	38	<b>投资活动现金流净额</b>	-131	7	6	8
其他流动负债	47	55	67	85	股权融资	11	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	67	73	88	112	债务融资	0	7	-5	-3
其他	13	24	24	24	其他	-17	-7	0	0
<b>非流动负债合计</b>	13	24	24	24	<b>筹资活动现金流净额</b>	-6	-1	-5	-3
<b>负债合计</b>	80	97	112	135	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	-126	33	-11	2
股本	141	141	141	141					
资本公积金	321	321	321	321					
未分配利润	58	68	100	157					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-4	0	6	16					
<b>所有者权益合计</b>	516	529	567	635					
<b>负债和所有者权益总计</b>	596	626	679	770					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048