

## 卡位“鸿蒙+欧拉”生态，商业落地进展加速

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年年度报告及2024年一季度报告。2023年全年实现营业收入31.1亿元，同比增长4.4%，实现归母净利润1.6亿元，同比增长55.2%，实现扣非后归母净利润5609.7万元，较上年同期实现大幅扭亏。2024年Q1，公司实现营业收入7.7亿元，同比增长4.5%，实现归母净利润2563.2万元，同比减少29.4%，实现扣非后归母净利润2056.2万元，同比增长22.8%。
- **创新业务高速增长，盈利重回上行通道。**公司重点拓展围绕鸿蒙、欧拉、AI中枢平台为主的创新业务，商业落地取得积极进展，2023年公司创新业务实现收入4.8亿元，同比增长43.6%，占比提升至15.5%；伴随高附加值、高毛利的创新业务快速发展，有望成为公司新一轮成长周期的重要动力。利润端看，公司人才梯队建设逐步完善，员工人数保持稳定，人效提升明显，费用率逐步下降，助力公司利润弹性释放。2024年Q1归母净利润同比下滑，主要系上年同期公司存在转让参股公司部分股权的非经常性投资收益，排除该因素影响，公司扣非后归母净利润同比增长22.8%，盈利能力保持向上趋势。
- **鸿蒙生态加速进行时，公司占据关键卡位步入收获季。**深圳市工信局、政数局联合印发《深圳市支持开源鸿蒙原生应用发展2024年行动计划》，在典型场景、人才吸引、资金支持等方面给出细化指引，全方位加速鸿蒙生态的搭建。同时，华为在鸿蒙生态春季沟通会上宣布，当前设备接入数量已经超过8亿台，已有4000+APP宣布加入“纯血”鸿蒙生态进行原生版应用的开发，较年初的200+APP数量实现了20倍增长，鸿蒙生态版图正爆发式扩张。公司作为鸿蒙生态核心共建单位，累计为OpenHarmony主仓贡献52万+行代码，位列生态伙伴前三，有望顺应鸿蒙生态加速东风，迎来黄金发展机遇。1) 开源鸿蒙方面，公司面向电力、金融、医疗、教育等多个领域推出7款基于OpenHarmony的软件发行版操作系统HiHopesOS并落地商用，充分彰显领先实力。2) 纯血鸿蒙方面，公司与鸿蒙生态服务公司签署合作协议，获得华为“HarmonyOS开发服务商”授牌，将拥有华为授权的原生应用开发API和SDK包、单框架开发样机等技术资源，并推出鸿蒙原生应用开发一站式解决方案，包括人才赋能、咨询使能、开发交付三大模块，加速千行百业应用鸿蒙化进展。
- **战投入南网数研院，与蚂蚁数科合作发布mPaaS移动应用开发产品。**在公司擅长的电力和金融领域，“开源+纯血”鸿蒙商业进展加速。1) 电力领域：2023年10月，南方电网正式发布国内首个电力物联网操作系统“电力鸿蒙OS”，公司作为核心共建伙伴出席；2024年3月，公司控股子公司广州润和通过增资扩股的方式引入南网数研院作为战略投资者，本次增资扩股完成后，南网数研院将持有广州润和34%的股权，双方将进一步进行技术、渠道、战略协同，助力行业客户构建电力物联网统一操作系统新业态。2) 金融领域：2024年4月，润开鸿与蚂蚁数科举行战略合作签约仪式并发布基于鸿蒙的mPaaS移动应用开发产品，该产品提供完整的金融移动应用工程模板，包括mPaaS全面集成、15+的金融业务组件、基于HarmonyOS SDK原生组件或应用SDK以及完整金融业务全流程实例，支持金融客户快速开发鸿蒙原生功能和适配H5微应用，为行业鸿蒙原生应用提供“交钥匙”解决方案。

### 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

分析师：邓文鑫  
执业证号：S1250523070002  
电话：15123996370  
邮箱：dwx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.96
流通A股(亿股)	7.78
52周内股价区间(元)	17.67-29.51
总市值(亿元)	179.67
总资产(亿元)	49.87
每股净资产(元)	4.29

### 相关研究



- **盈利预测与投资建议：**公司是“鸿蒙+欧拉”生态的第一梯队厂商，下游多领域落地进度领先，伴随鸿蒙 Next 生态的加速扩张、CentOS 停服带来的国产迁移机遇等，公司高附加值、高毛利的创新业务占比有望迅速提升，带来利润快速修复。给予 2024 年 80 倍 PE，目标价 27.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进力度不及预期；AI 研发进展不及预期；鸿蒙、欧拉生态拓展不及预期；行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3106.22	3682.50	4234.14	4808.70
增长率	4.42%	18.55%	14.98%	13.57%
归属母公司净利润（百万元）	163.80	270.89	349.42	443.02
增长率	55.39%	65.38%	28.99%	26.79%
每股收益 EPS（元）	0.21	0.34	0.44	0.56
净资产收益率 ROE	4.86%	7.40%	8.71%	9.95%
PE	110.32	66.71	51.72	40.79
PB	5.35	4.92	4.50	4.05

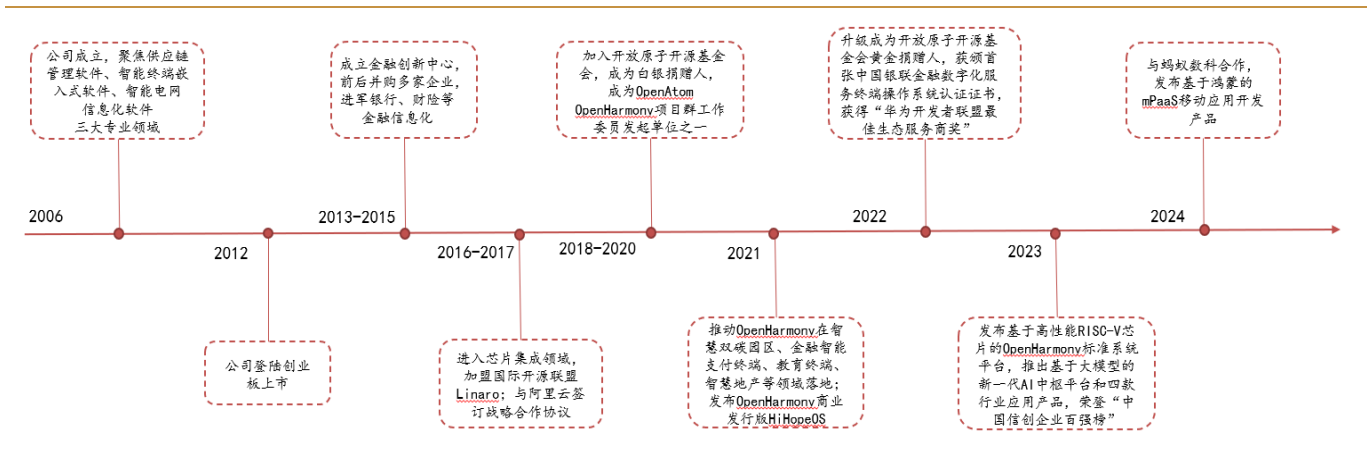
数据来源：Wind，西南证券

## 1 鸿蒙生态核心共建者，行业落地进展加速

润和软件成立于 2006 年，2012 年在深交所创业板上市，是国家重点规划布局内的大型软件企业，聚焦金融科技、智能物联、智慧能源三大业务领域，提供从芯片、硬件、操作系统到应用软件的软硬件一体化产品与解决方案，以及涵盖需求、开发、测试、运维于一体的综合服务体系。公司全球员工约 12000 人，业务覆盖中国、日本、东南亚、北美等国家和地区，已搭建起全球化的技术整合、客户响应与服务抵达能力。

近年来，在技术服务业务稳定发展的基础上，公司重点在开源鸿蒙、开源欧拉、AI 中枢平台为主的创新业务领域发力，现已成为 OpenHarmony 项目 A 类捐赠人，openEuler 项目群黄金捐赠人，在操作系统研发、平台打造、行业落地、商用突破、生态贡献等多个方面取得了丰硕的成果。

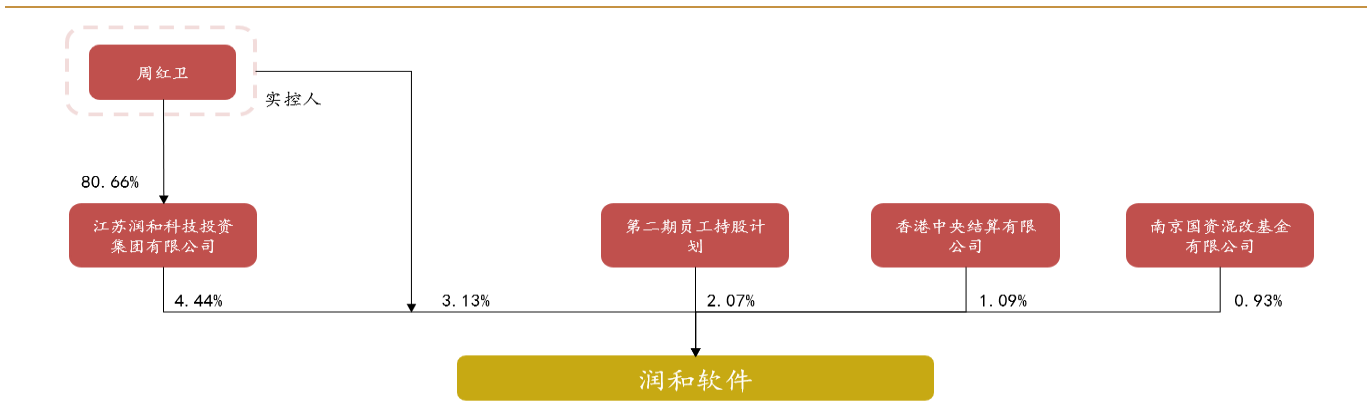
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

激励机制建立完善，充分调动团队积极性。公司实际控制人为董事长周红卫先生，通过直接和间接的方式累计持有公司 6.71% 的股票。2022 年，公司发布第二期员工持股计划，该计划所持有的股票总数占公司股本总额的 2.07%，受让价格为 11.60 元/股，业绩考核目标为以 2021 年营业收入为基数，2022、2023、2024 年度营业收入增长率分别不低于 20%、35%、45%。

图 2：公司主要股东持股比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司全新升级“1+2+3+8”业务战略。公司聚焦 1 个核心“国产信创、安全可控”，打造基于“开源鸿蒙、开源欧拉”的 2 大国产操作系统，构建“物联网融合、边缘智能计算、数智使能”3 大解决方案平台，深耕“金融、能源、电网、工业、医疗、教育、智慧城市、应急安全”8 大重点行业，通过国产化、数字化、智能化创新技术，软硬件一体化产品与解决方案能力及全生命周期软件服务体系，激活行业新动能、发展新质生产力，助力广大客户数字化转型和智能化升级，

图 3：公司“1+2+3+8”业务战略



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 4：公司与阿里云在金融科技领域互为首选



数据来源：阿里云开发者社区，西南证券整理

深耕金融、能源、智能物联领域，行业地位稳固解决方案丰富。1) 金融科技领域：公司围绕国内金融行业国产化、数字化转型需求，聚焦金融测试、Devops、数据中台建设、信贷核心平台、渠道专业运营服务等业务方向，是阿里云的金融科技首选生态合作伙伴。2) 智能物联领域：公司以自身在国产开源操作系统 OpenHarmony 和 OpenEuler 平台所积累的技术研发优势为核心，建立了从端到边到云、从底层技术到上层应用的物联网解决方案全栈技术能力，针对未来物联网发展所带来的大量行业定制终端及万物互联需求，不断推出多种软硬件产品。3) 智慧能源领域：公司以“物联传感”和“数据分析”为核心，向以电力为主的能源行业客户提供数字化解决方案，包含但不仅限于能源物联网、电力 AI、电力营销、电力信息化及信息安全、数据采集与分析、电网优化、综合能源服务等。

图 5：公司智能物联业务架构图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 6：公司电力行业解决方案

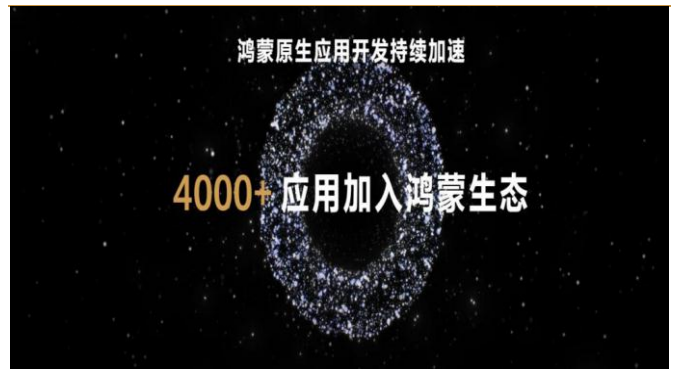


数据来源：公司官网，西南证券整理

**鸿蒙星河千帆起，生态加速进行时。**自 2019 年华为发布鸿蒙系统 1.0 后，经历 5 年 4 次迭代，2023 年 8 月，华为开发者大会上首次官宣 HarmonyOS Next 星河版面向合作企业开发者开放，正式使用全自研内核，去掉了传统的 AOSP 代码，仅支持鸿蒙内核和鸿蒙系统的应用，并减少了 40% 的冗余代码，使系统的流畅度、能效、纯净安全特性大为提升；2024 年 1 月，华为举行鸿蒙千帆启航仪式，正式宣布 HarmonyOS Next 面向全社会开发者开放申请，首批 200+ 鸿蒙原生应用正加速开发，标志着鸿蒙生态进入第二发展阶段；截至 2024 年 4 月，华为在鸿蒙生态春季沟通会上宣布，当前设备接入数量已经超过 8 亿台，已有 4000+ APP 宣布加入“纯血”鸿蒙生态进行原生版应用的开发，较年初的 200+ APP 数量实现了 20 倍增长，鸿蒙生态版图正爆发式扩张。

**图 7：鸿蒙原生应用首批接入 200+ APP**


数据来源：TechWeb，西南证券整理

**图 8：2024 年 4 月，4000+ 应用加入原生鸿蒙开发**


数据来源：公司官网，西南证券整理

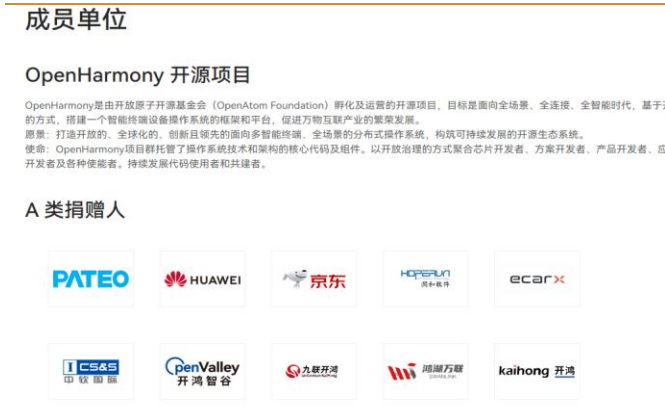
**政策力挺，配套措施不断落实。**2024 年 3 月 2 日，深圳市工信局、政数局联合印发《深圳市支持开源鸿蒙原生应用发展 2024 年行动计划》，提出加强鸿蒙原生应用供给能力、推动产业集聚、完善生态体系等重点任务，并给出可量化指标，分配具体牵头部门，在典型场景、人才吸引、资金支持等方面给出细化指引，全方位加速鸿蒙生态的搭建。

**图 9：深圳市印发《深圳市支持开源鸿蒙原生应用发展 2024 年行动计划》**

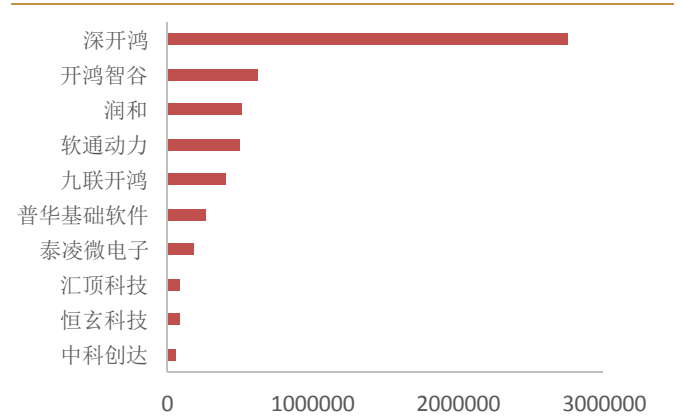

数据来源：深圳市政府门户网站，西南证券整理

公司为开源鸿蒙生态核心共建者，行业落地进度领先。公司是开放原子开源基金会黄金捐赠人，OpenHarmony 项目初始成员单位、A 类捐赠人和核心共建单位，累计为 OpenHarmony 主仓贡献 52 万+行代码，位列生态伙伴前三。

行业落地方面，公司面向电力、金融、医疗、教育等多个领域推出 7 款基于 OpenHarmony 的软件发行版操作系统 HiHopesOS 并落地商用，充分彰显领先实力。

**图 10：公司是 OpenHarmony 项目 A 类捐赠人**


数据来源：OpenHarmony，西南证券整理

**图 11：公司代码修改量位于鸿蒙生态前列**


数据来源：OpenHarmony，西南证券整理

**表 1：公司 OpenHarmony 落地多个行业领域**

领域	重要内容
电力	2023 年 6 月发布基于 OpenHarmony 3.2 Release 版本面向电力行业的 HiHopeOS 发行版及系列配电站环境传感器设备，该软件发行版是面向输配变领域电力监测设备终端的操作系统，既支持电力行业通信协议、规约，又支持扩展了电力行业物联网通信协议的软总线通信，可广泛应用于变电站、输电线路、配电站房在线监测类设备。此外，公司还实现了基于分布式软总线的电力输配场景安全监控方案，利用分布式软总线完成了发电场景高效、便捷的安全监控
金融	公司已有 11 款使能金融支付行业伙伴、搭载 HiHopeOS 的金融数字化服务终端通过 OpenHarmony 兼容性测评
智慧城市	公司拥有基于 OpenHarmony 的面向智慧城市领域的软件发行版。基于该发行版公司推出了城市感知体系完整解决方案的总体架构与核心技术，并联合行业伙伴推出了基于 OpenHarmony 的智慧消防灭火和智能燃气监测两个场景的具体方案
医疗	公司率先将 OpenHarmony 引入医疗领域使能智慧医疗，使能伙伴完成搭载 HiHopeOS 面向医疗行业发行版的 5 款智能药品柜，通过了 OpenHarmony 商用设备兼容性测评，已实现在杭州、南京、上海等多个医院商用落地。同时，公司整体打造了医疗智能终端、医疗器械设备连接管理平台、医疗医废全程追溯化管理平台、远程健康监测及 AI 远程护理等产品方案
工业	搭载 HiHopeOS 的工业平板、工业网关、工业数采终端等产品实现商用；并联合行业伙伴 推出了智能虫情监测终端、EAP 设备联机管理等
教育	公司推出以产教融合为核心的“OpenHarmony+垂直场景智慧实验室”解决方案，以及智能物联产业五大工坊解决方案，提供包括教学套件、课程资源、师资培训、考试认证、竞赛活动等在内的丰富的信创通用型人才教培完整体系和综合服务，通过产教融合的模式在高校开展 OpenHarmony 等为底座的国产化软硬件教学；面向中小学教育领域，公司主导的开源大师兄项目已于 2023 年 4 月正式完成对开放原子开源基金会的开源捐赠，成为其首个基于 OpenHarmony 的开源教育项目并正式开启商业化运营

数据来源：公司公告，西南证券整理

**共建纯血鸿蒙生态，加速千行百业原生应用开发。**2023 年 12 月，子公司润开鸿与鸿蒙生态服务公司正式签约，并在 2024 年 1 月的鸿蒙生态千帆启航仪式上进一步签订《HarmonyOS 人才生态体系服务合作框架协议》。2024 年 3 月，润开鸿正式获得华为

“HarmonyOS 开发服务商”授牌，正式成为 HarmonyOS NEXT 伙伴。公司将拥有华为授权的原生应用开发 API 和 SDK 包、单框架开发样机等技术资源，并打造完整的面向鸿蒙原生应用开发的一站式解决方案，包括人才赋能、咨询使能、开发交付三大模块，能够针对性解决各应用企业当前面临的鸿蒙原生应用开发人才匮乏、认知不足、难以快速落地的痛点。结合润开鸿高质量的人员储备、深厚的行业 know-how 和丰富的实战开发经验，有望助力千行百业客户快速实现应用鸿蒙化。

图 12：公司获得 HarmonyOS 开发服务商授牌



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 13：公司推出 HarmonyOS 原生应用开发的一站式解决方案



数据来源：公司公众号，西南证券整理

战投引入南网数研院，与蚂蚁数科合作发布 mPaaS 移动应用开发产品。在公司擅长的电力和金融领域，“开源+纯血”鸿蒙商业落地进展加速。1) 电力领域：2023 年 10 月，南方电网正式发布国内首个电力物联网操作系统“电力鸿蒙 OS”，公司作为核心共建伙伴出席；2024 年 3 月，公司控股子公司广州润和通过增资扩股的方式引入南网数研院作为战略投资者，本次增资扩股完成后，南网数研院将持有广州润和 34% 的股权，双方将进一步进行技术、渠道、战略协同，共同推动“电鸿”的生态建设落地。2) 金融领域：2024 年 4 月，润开鸿与蚂蚁数科举行战略合作签约仪式并发布基于鸿蒙的 mPaaS 移动应用开发产品，该产品提供完整的金融移动应用工程模板，包括 mPaaS 全面集成、15+ 的金融业务组件、基于 HarmonyOS SDK 原生组件或应用 SDK 以及完整金融业务全流程实例，支持金融客户快速开发鸿蒙原生功能和适配 H5 微应用，降低鸿蒙应用开发门槛，为行业鸿蒙原生应用提供“交钥匙”解决方案。

图 14：公司是南网“电鸿 OS”的核心共建伙伴



数据来源：公司公众号，西南证券整理

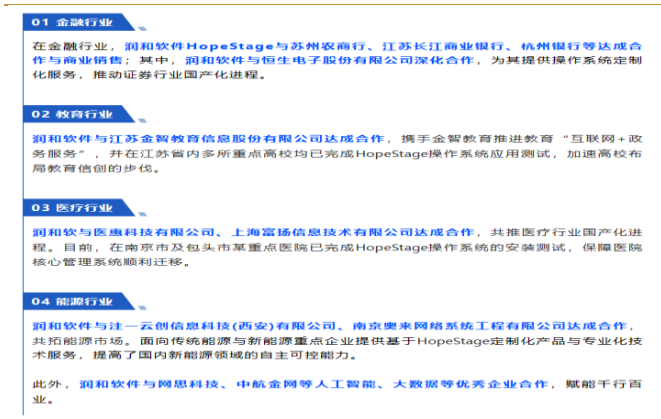
图 15：润开鸿发布基于鸿蒙的 mPaaS 移动应用开发产品



数据来源：公司公众号，西南证券整理

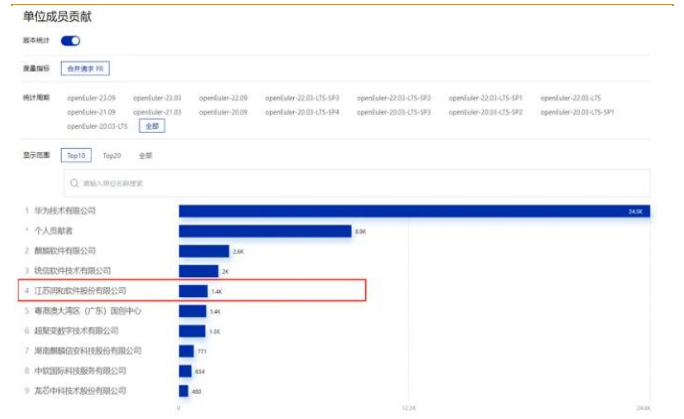
开源欧拉方面，多领域实现商业落地。公司是 openEuler 项目群的黄金捐赠人，深度参与 openEuler 社区共建、共治、共享，在社区合并请求 PR 贡献排名第四。公司在 2020 年便率先推出基于 openEuler 的国产操作系统发行版 HopeStage，2023 年进行重大升级并重命名为 HopeOS。在 CentOS 停止更新的背景下，公司提供商业发行版本、CentOS 国产化迁移服务、操作系统高级技术支持、以及联合 ISV 提供行业定制版本等全生命周期服务，并在金融保险、能源电力、应急安全、医疗教育等诸多领域实现商业落地。

图 16: HopeStage 在多个行业达成商业销售



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 17: 润和在 openEuler 社区贡献度排名前列



数据来源：公司公众号，西南证券整理

打造 AI 中枢平台，加强综合竞争力。公司 2023 年发布 AI 中枢平台 AIRUNS，并在此基础上开发赋能行业的 NLP/CV/跨模态大中小模型技术，结合公司多年深耕获得的行业 know-how，逐步形成公司的 AI 大模型解决方案。当前，公司基于 AI 中枢平台已推出电力网关系列产品、变电站 AI 智能分析主机、金融 AI 对话式搜索引擎、4S 店迎宾机器人等，在多个行业领域探索商业落地，增强公司综合解决方案的竞争力。

图 18: 公司人工智能“1+6+N”战略



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19: 公司发布 ChatResearch 研报阅读助手

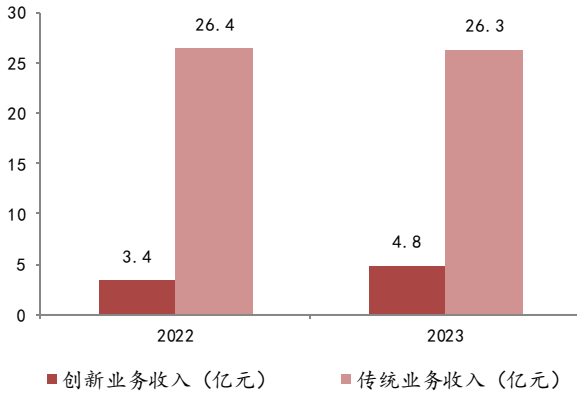


数据来源：公司公众号，西南证券整理

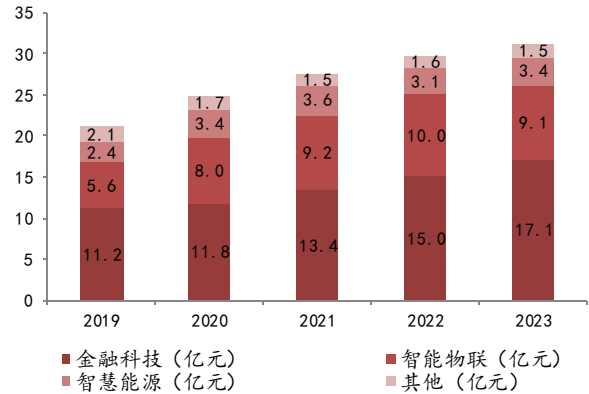
分业务看，公司创新业务高速增长，打造第二成长曲线。1) 按业务性质看：公司将围绕开源鸿蒙、开源欧拉、AI 中枢平台的收入并入创新业务，2022 年创新业务实现收入 3.35 亿元，占总收入比重为 11.3%，2023 年创新业务收入 4.8 亿元，同比增长 43.6%，占比提



升至 15.5%。伴随创新业务的不断发展，有望成为公司新一轮成长周期的重要动力。2) 按行业领域看：公司金融科技业务呈现稳定增长趋势，2020-2023 年 CAGR 约为 11.2%；智能物联、智慧能源及其他领域等近年来收入有所波动，但整体保持平稳。

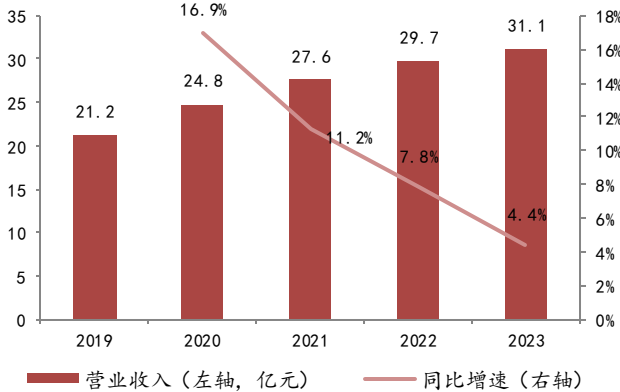
**图 20：公司传统收入和创新业务收入情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

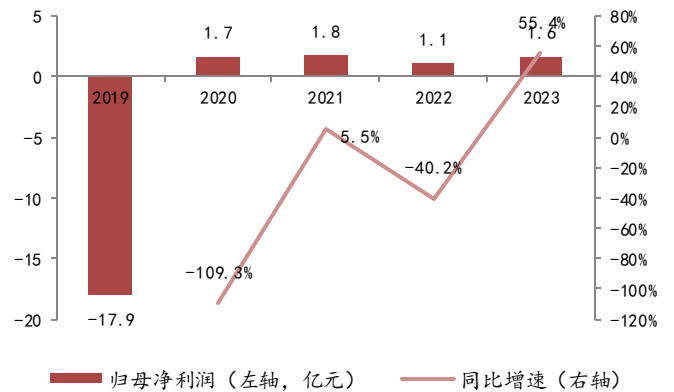
**图 21：公司分行业领域收入情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，公司收入平稳增长，2023 年盈利能力恢复。收入端看，公司 2020-2023 年 CAGR 达到 10.0%，整体保持稳健增长。利润端看，除 2019 年存在大额商誉减值及应收账款计提影响外，公司盈利能力整体保持相对稳定，2022 年利润有所下滑，主要系员工持股计划推出，导致股份支付成本增加，且人力成本增幅较大所致；2023 年起公司盈利能力有所恢复，2024 年 Q1 实现扣非归母净利润 2056.2 万元，同比增长 22.8%，继续保持稳中有升。

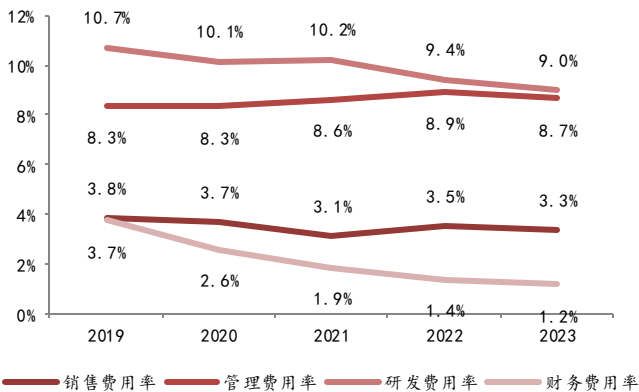
**图 22：公司营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

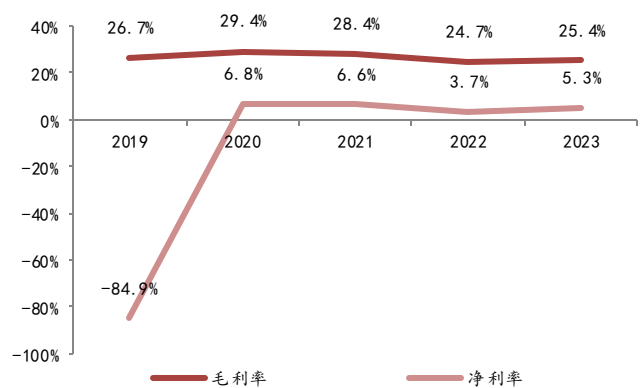
**图 23：公司归母净利润及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

从费用率和利润率来看，1) 费用率端，公司研发费用率和财务费用率保持下降趋势，销售费用率稳中有降；管理费用率在 2019-2022 年期间上升较大，主要系公司人员规模增加及薪酬水平提升所致，而伴随近两年公司已完成人才梯队建设，后续将更注重人效提升，费用率有望下降。2) 利润率端，2023 年公司毛利率和净利率企稳回升，伴随公司持续重点拓展高毛利、高附加值的创新业务，产品放量后有望形成规模效应，带动毛利率和净利率持续提升，打开新一轮的成长周期。

**图 24：公司 2019 年以来费用率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 25：公司 2019 年以来毛利率、净利率情况**


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) **金融科技**：公司是阿里云的金融科技首选生态合作伙伴，在金融测试等业务领域竞争优势稳固，预计该业务 2024-2026 年收入增速分别为 10%、10%、10%。

2) **智能物联**：智能物联业务前两年下游需求有所波动，但公司以自身在国产开源操作系统 OpenHarmony 和 OpenEuler 平台所积累的技术研发优势为核心，建立了从端到边到云、从底层技术到上层应用的物联网解决方案全栈技术能力，伴随鸿蒙生态进入第二发展阶段，公司前期布局有望迎来收获季，创新业务收入占比有望迅速提升，预计该业务 2024-2026 年收入增速分别为 40%、25%、20%。

3) **智慧能源**：公司以“物联传感”和“数据分析”为核心，向以电力为主的能源行业客户提供数字化解决方案，伴随下游能源企业客户数字化转型持续推进，预计该业务 2024-2026 年收入增速分别为 10%、10%、10%。

4) 公司推出 AI 中枢平台，结合行业 know-how 形成大模型解决方案，带来以上各领域项目价值量提升。伴随项目推进的常态化，交付周期缩短，叠加公司人才梯队建设逐步完善，各项业务毛利率呈现修复趋势；公司费用端管控效果可持续，各项费用整体稳中有降。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
金融科技	收入	1706.00	1876.6	2064.3	2270.7
	增速	13.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	24.0%	24.5%	25.0%	25.3%
智能物联	收入	910.0	1274.0	1592.5	1911.0

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	增速	-8.9%	40.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	27.2%	27.6%	28.0%	28.5%
智慧能源	收入	343.36	377.7	415.5	457.0
	增速	9.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	27.9%	28.5%	29.0%	29.5%
其他	收入	146.88	154.2	161.9	170.0
	增速	-7.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	24.6%	25.0%	25.5%	26.0%
合计	收入	3106.2	3682.5	4234.1	4808.7
	增速	4.4%	18.6%	15.0%	13.6%
	毛利率	25.4%	26.0%	26.5%	27.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 36.8 亿元（+18.6%）、42.3 亿元（+15.0%）和 48.1 亿元（+13.6%），归母净利润分别为 2.7 亿元（+65.4%）、3.5 亿元（+29.0%）、4.4 亿元（+26.8%），EPS 分别为 0.34 元、0.44 元、0.56 元，对应动态 PE 分别为 67 倍、52 倍、41 倍。

## 2.2 相对估值

综合考虑业务范围，选取业务涉及鸿蒙和欧拉的软通动力、中国软件、拓维信息 3 家可比公司进行估值比较。

表 3：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)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
301236.SZ	软通动力	414	43.40	0.56	0.99	1.28	1.23	82	44	34	35
600536.SH	中国软件	260	30.27	-0.27	0.18	0.40	0.71	-	166	75	43
002261.SZ	拓维信息	177	14.12	0.04	0.07	0.10	0.15	419	199	137	96
平均值								251	136	82	58
300339.SZ	润和软件	180	22.56	0.21	0.34	0.44	0.56	110	67	52	41

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2024 年可比公司平均估值为 136 倍，公司 PE 为 67 倍，低于行业平均水平。公司是“鸿蒙+欧拉”生态的第一梯队厂商，下游多领域落地进度领先，伴随鸿蒙 Next 生态的加速扩张、CentOS 停服带来的国产迁移机遇等，公司高附加值、高毛利的创新业务占比有望迅速提升，带来利润快速修复，给予 2024 年 80 倍 PE，目标价 27.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3106.22	3682.50	4234.14	4808.70	净利润	164.45	271.96	350.81	444.78
营业成本	2317.29	2724.92	3110.40	3510.57	折旧与摊销	148.09	141.38	154.95	167.71
营业税金及附加	27.15	32.19	37.01	42.03	财务费用	36.02	36.83	29.64	19.23
销售费用	103.29	114.16	127.02	139.45	资产减值损失	-9.37	10.00	10.00	10.00
管理与研发费用	547.32	629.71	707.10	779.01	经营营运资本变动	-144.48	-223.98	-196.50	-224.55
财务费用	36.02	36.83	29.64	19.23	其他	-57.94	-111.78	-109.21	-110.10
资产减值损失	-9.37	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>136.76</b>	<b>124.41</b>	<b>239.69</b>	<b>307.07</b>
投资收益	37.47	80.00	80.00	80.00	资本支出	-48.22	-90.00	-100.00	-94.00
公允价值变动损益	24.78	20.00	20.00	20.00	其他	7.01	94.65	90.00	90.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-41.21</b>	<b>4.65</b>	<b>-10.00</b>	<b>-4.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>154.74</b>	<b>234.71</b>	<b>312.97</b>	<b>408.41</b>	短期借款	35.51	-59.49	-50.00	0.00
其他非经营损益	9.22	40.60	40.71	39.78	长期借款	-26.84	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>163.96</b>	<b>275.31</b>	<b>353.68</b>	<b>448.19</b>	股权融资	28.82	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.49	3.35	2.87	3.41	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	164.45	271.96	350.81	444.78	其他	-108.55	-47.41	-24.64	-14.23
少数股东损益	0.65	1.08	1.39	1.76	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-71.06</b>	<b>-106.90</b>	<b>-74.64</b>	<b>-14.23</b>
归属母公司股东净利润	163.80	270.89	349.42	443.02	<b>现金流量净额</b>	<b>23.17</b>	<b>22.16</b>	<b>155.05</b>	<b>288.84</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	780.87	803.03	958.07	1246.91	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1497.31	1672.82	1949.50	2221.19	销售收入增长率	4.42%	18.55%	14.98%	13.57%
存货	330.91	394.52	452.20	512.99	营业利润增长率	50.64%	51.68%	33.34%	30.50%
其他流动资产	149.58	77.15	82.67	87.69	净利润增长率	51.66%	65.38%	28.99%	26.79%
长期股权投资	39.03	39.03	39.03	39.03	EBITDA 增长率	24.67%	21.86%	20.50%	19.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	584.28	542.27	500.25	458.24	毛利率	25.40%	26.00%	26.54%	27.00%
无形资产和开发支出	1209.91	1201.84	1190.20	1159.80	三费率	22.11%	21.20%	20.40%	19.50%
其他非流动资产	467.39	476.09	484.79	493.50	净利率	5.29%	7.39%	8.29%	9.25%
<b>资产总计</b>	<b>5059.29</b>	<b>5206.74</b>	<b>5656.72</b>	<b>6219.35</b>	ROE	4.86%	7.40%	8.71%	9.95%
短期借款	309.49	250.00	200.00	200.00	ROA	3.25%	5.22%	6.20%	7.15%
应付和预收款项	437.32	509.37	588.20	656.12	ROIC	6.25%	8.27%	9.84%	11.62%
长期借款	422.96	422.96	422.96	422.96	EBITDA/销售收入	10.91%	11.21%	11.75%	12.38%
其他负债	509.03	347.95	418.30	468.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1678.80</b>	<b>1530.28</b>	<b>1629.45</b>	<b>1747.31</b>	总资产周转率	0.63	0.72	0.78	0.81
股本	796.41	796.41	796.41	796.41	固定资产周转率	5.15	6.54	8.12	10.03
资本公积	2971.27	2971.27	2971.27	2971.27	应收账款周转率	2.29	2.39	2.41	2.38
留存收益	-177.55	93.34	442.76	885.78	存货周转率	6.73	7.13	7.03	6.99
归属母公司股东权益	3374.88	3669.77	4019.19	4462.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.74%	—	—	—
少数股东权益	5.61	6.69	8.07	9.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3380.49</b>	<b>3676.46</b>	<b>4027.27</b>	<b>4472.05</b>	资产负债率	33.18%	29.39%	28.81%	28.09%
负债和股东权益合计	5059.29	5206.74	5656.72	6219.35	带息债务/总负债	43.63%	43.98%	38.23%	35.65%
					流动比率	2.25	2.75	2.96	3.18
					速动比率	1.98	2.38	2.57	2.78
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.21	0.34	0.44	0.56
					每股净资产	4.24	4.61	5.05	5.60
					每股经营现金	0.17	0.16	0.30	0.39
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	338.85	412.92	497.56	595.36					
PE	110.32	66.71	51.72	40.79					
PB	5.35	4.92	4.50	4.05					
PS	5.82	4.91	4.27	3.76					
EV/EBITDA	51.80	42.19	34.58	28.40					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---