

海兰信 (300065)

深度布局智能船舶, 启航智慧海洋新蓝海

增持 (维持)

2024年07月15日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

研究助理 高正泰

执业证书: S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	724.42	753.69	932.50	1,331.74	1,605.53
同比 (%)	(19.72)	4.04	23.73	42.81	20.56
归母净利润 (百万元)	(788.84)	(116.36)	76.14	106.88	145.28
同比 (%)	(1,712.82)	85.25	165.44	40.36	35.93
EPS-最新摊薄 (元/股)	(1.09)	(0.16)	0.11	0.15	0.20
P/E (现价&最新摊薄)	(5.86)	(39.72)	60.70	43.25	31.82

投资要点

■ **为中国航母“辽宁舰”配套, 被美国列入“实体清单”制裁, 海洋高科技企业再次扬帆:** 海兰信是一家专注于航海智能化和海洋信息化的高科技企业, 拥有超过二十年的行业经验, 并被认定为国家专精特新小巨人企业。自 2001 年成立以来, 公司已发展成为海军装备供应商, 并在智能航海、海洋重大装备、近海雷达观测网和海底数据中心等领域拥有关键技术。公司尽管在 2022 年被列入美国实体清单, 导致供应链断裂和市场活动衰减, 但公司通过剥离低质业务与优化供应链管理, 重回增长轨道, 并在 2023 年实现了业务恢复和经营性现金流的显著增长。

■ **由船向海, 布局智慧海洋:** 船舶电子产品的进步显著提升了航海安全、效率与性能。全球造船业保持高景气, 军舰民船需求稳健增长, 驱动船舶电子及智能化设备持续放量。海兰信作为高端船舶配套厂商, 提供高附加值产品, 有望从船舶制造大周期中深度受益。海洋观探测系统作为防范海洋灾害与维护海上国防安全的重要手段, 其发展正加速推进, 未来有望迎来大规模建设, OceanWorks 在海底探测网方面经验丰富, 公司业务发展迎来契机。

■ **算力需求潮起, 海底数据中心有望成为第三增长点:** 算力需求激增, 推动数据中心规模的不断扩大。传统数据中心面临着能耗高、散热困难等问题, 导致运营成本不断攀升。海底数据中心通过将服务器和存储设备部署在水下设施中, 利用海水的自然冷却特性, 有效降低了数据中心的能源需求, 实现了低能耗运行。海南陵水海底数据中心项目作为全球首个商用海底数据中心示范项目, 其一期工程的成功实施标志着海底数据中心技术的实际应用和商业化进程的开始。未来广东、上海等地的海底数据中心项目也有望加速落地, 助力成就公司第三增长点。

■ **盈利预测与投资评级:** 随着全球造船行业景气上行, 预计下游船舶订单将持续释放, 带动企业智慧航海业务; 同时, 考虑到国家海洋灾害防治与水下防御建设较少, 海底观探测网有望获得补偿式发展。此外, 海底数据中心业务有望在生成式 AI 涌现的大环境下获得较好发展机会。我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测至 0.76/1.07 亿元, 前值 5.22/7.00 亿元, 新增 2026 年预测 1.45 亿元, 对应 PE 分别为 61/43/32 倍, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 1) 新业务转型风险; 2) 募投项目风险; 3) 应收账款风险; 4) 技术升级迭代风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.28
一年最低/最高价	5.06/12.14
市净率(倍)	2.67
流通 A 股市值(百万元)	4,133.14
总市值(百万元)	4,542.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.35
资产负债率(% ,LF)	20.16
总股本(百万股)	723.33
流通 A 股(百万股)	658.14

相关研究

《海兰信(300065): 贯彻智慧海洋理念, 军品业务持续突破, 助推业绩持续稳健向上》

2022-06-08

《海兰信(300065): 海兰信点评: 大数据及“十四五”规划助推 UDC 发展, EDR 等新业务有望带来新空间》

2021-12-06

内容目录

1. 海洋高科技领先企业，美国制裁后重新起航	4
1.1. 深耕航海智能化和海洋信息化领域的高科技企业	4
1.2. 实控人产业经验丰富，海南国资入股加强地方合作	4
1.3. 智能航海与海洋观探测产品领航，海底数据中心业务破浪	5
1.4. 2022 年公司及下属子公司被美国商务部列入实体清单	6
1.5. 美国制裁影响逐渐减小，主营业务重回增长轨道	7
2. 由船向海，布局智慧海洋	9
2.1. 我国海洋利用逐步迈入大规模、高科技开发的新阶段	9
2.2. 高端海洋电子市场面临国外垄断，国内领先企业正逐步积累实力	10
2.2.1. 海洋电子领域传统强国垄断高端市场	10
2.2.2. 高端产品需求持续扩大，海洋电子产品进口替代加速	10
2.2.3. 海兰信船舶电子业务辐射全球，海洋观探测业务深耕国内市场	11
2.3. 军舰民船需求双驱，船舶电子业务持续增长	12
2.3.1. 船舶电子发展离不开舰船平台，下游高景气夯实产业需求	13
2.3.2. 船舶向大型化、智能化方向发展，高端配套厂商有望优先受益	13
2.3.3. 船舶电子产业是制约我国船舶工业发展的一大瓶颈，进口替代空间广阔	14
2.3.4. 以船舶电子单品为支撑，向系统解决商迈进，产品附加值提升	15
2.4. 海洋观探测向着全天候、多要素、大范围的方向发展	16
2.4.1. 海底观测网正逐步变为各国海洋战略高点	17
2.4.2. 防范海洋灾害有效手段，海底观测网有望加速铺设	17
2.4.3. 我国海底观测网在军用领域基本空白，大面积发展值得期待	19
2.4.4. OceanWorks 曾参与加拿大 VENUS 与 NEPTUNE 海底探测项目建设	19
3. 算力需求潮起，海底数据中心有望成为第三增长点	20
3.1. 算力规模不断提升，拉动数据中心规模扩张	20
3.2. 传统数据中心能耗问题严重，后期电力成本飙升	21
3.3. 海底数据中心核心优势在于其高效的能源利用和显著的经济效益	21
3.4. 数字时代新质生产力，海底数据中心定位传统冷却方式重要补充	22
3.5. 海南陵水海底数据中心一期工程正式竣工，海兰信转型创新主要业务	22
3.6. 未来公司有望拓展广东、上海海底数据中心业务	23
4. 盈利预测与投资建议	24
4.1. 核心假设	24
4.2. 估值与评级	24
5. 风险提示	25

图表目录

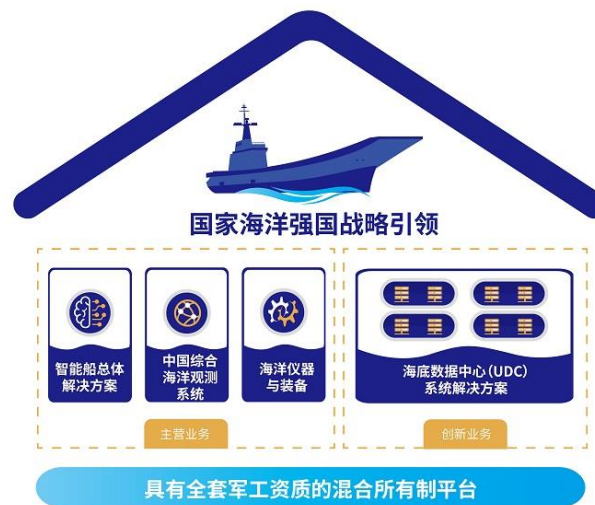
图 1:	以国家海洋强国战略为引领, 专注海洋高科技领域.....	4
图 2:	公司股权结构及部分子公司与参股公司 (截至 2023 年 12 月 31 日)	5
图 3:	公司部分主要产品.....	6
图 4:	海兰信曾在 2022 年 6 月被列入美国实体清单.....	7
图 5:	近五年主营业务营收占比.....	7
图 6:	近五年营业总收入及同比增速.....	8
图 7:	近五年归母净利润及同比增速.....	8
图 8:	近五年毛利率变化.....	8
图 9:	近五年三费变化.....	8
图 10:	近五年中国海洋生产总值.....	9
图 11:	2022 年主要海洋产业增加值构成.....	10
图 12:	船舶海洋电子系统.....	12
图 13:	2022 年船舶电子行业各子版块价值量占比.....	12
图 14:	近五年全国造船完工量.....	13
图 15:	智能化已成为船舶工业发展的趋势.....	14
图 16:	智能航海辅助系统.....	14
图 17:	海兰信产品已应用到中国首艘航母“辽宁舰”.....	15
图 18:	智能船整体方案.....	16
图 19:	海洋立体观监测.....	16
图 20:	2023 年沿海各省主要海洋灾害直接经济损失和死亡失踪人口分布.....	18
图 21:	海南省海洋灾害综合防治能力建设项目招标计划公告.....	18
图 22:	加拿大 NEPTUNE 项目	19
图 23:	海底数据中心.....	20
图 24:	我国数据中心机架规模.....	21
图 25:	数据中心运营成本拆分.....	21
图 26:	数据中心能耗分布.....	21
图 27:	海底数据中心优势.....	22
图 28:	数据中心散热方案.....	22
图 29:	海底数据中心海南示范项目规划.....	23
图 30:	海兰云、汕尾广电、和诺签订战略合作协议, 推进海底数据中心落地汕尾.....	23
表 1:	全球海洋电子行业竞争格局.....	10
表 2:	海兰信船舶电子业务面临全球竞争, 海洋观探测业务深耕国内.....	11
表 3:	各国海底观测网现状.....	17
表 4:	公司业务拆分 (百万元)	24
表 5:	可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 11 日)	25

1. 海洋高科技领先企业，美国制裁后重新起航

1.1. 深耕航海智能化和海洋信息化领域的高科技企业

深耕海洋高科技领域二十余年，国家专精特新小巨人。海兰信于 2001 年注册成立，2004 年成为海军装备供应商，拥有齐全的军工资质，是国家专精特新小巨人企业。公司积极响应国家海洋强国战略，在海洋科技领域深耕二十余年，以自有关键技术为依托，业务涵盖智能航海、海洋重大装备、近海雷达观测网和海底数据中心四大领域。

图1：以国家海洋强国战略为引领，专注海洋高科技领域



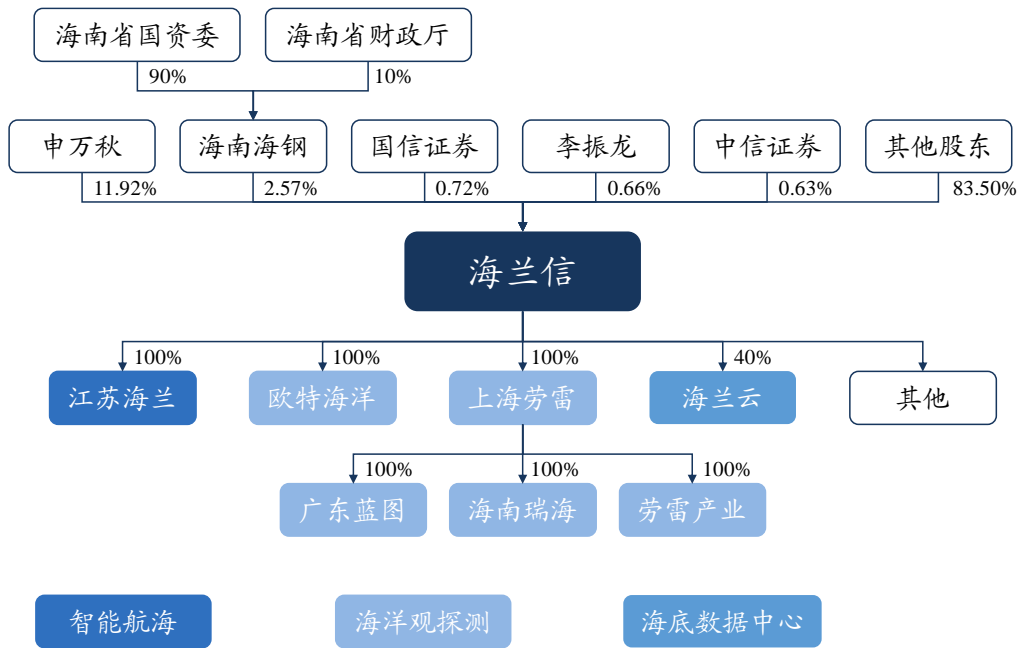
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 实控人产业经验丰富，海南国资入股加强地方合作

董事长为实控人股权结构清晰，引入国资加强地方合作。截至 2023 年，公司前两大股东申万秋及海南海钢集团分别控股 11.92%及 2.57%。董事长申万秋为海兰信实际控制人，毕业于清华大学经济管理学院，产业经验丰富。公司于 2021 年 8 月与海南海钢集团有限公司签订了股份转让协议，引入国资入股，将 3100 万股股份转让给海南海钢，成为公司第二大股东，海南海钢股权结构为海南省国资委控股 90%，海南省财政厅持股 10%，加强公司在海南海底数据中心、雷达网等多方面业务的竞争力。

子公司各司其职，紧密围绕海洋业务。江苏海兰专注于船舶配套产品的开发、生产与销售。欧特海洋则在深海工程领域处于领先地位，提供水下作业装备研发、生产及海洋工程服务，并拥有海底观测网、载人潜水系统等核心技术。劳雷产业作为海洋调查系统解决方案提供商，在多个海洋领域提供高端仪器集成与技术服务，海兰云是全国首家海底数据中心基础设施和服务提供商，提供绿色数据中心基础设施和服务。

图2：公司股权结构及部分子公司与参股公司（截至 2023 年 12 月 31 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 智能航海与海洋观探测产品领航，海底数据中心业务破浪

公司已形成以智能航海与海洋观探测产品为主，海底数据中心为辅的业务格局。智慧海洋产品通过构建海空天一体化的立体监控网，为海域管理、环境保护和资源开发等提供数据支持。该产品以三系统一服务为核心，包括智能雷达、海洋移动监测和海洋调查系统，实现近海区域的全天候立体化监控。智能航海领域拥有船舶智能导航、机舱自动化等海事产品，构建海兰云船舶远程信息服务系统，提供智能化解决方案，其智能航行系统已在招商集团 40 万吨 VLOC 上成功试航。此外，公司还提供海底数据中心的端到端服务，包括设计、建造、运营及与云计算厂家合作，提供创新的海底云计算服务。

图3: 公司部分主要产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

1.4. 2022 年公司及其下属子公司被美国商务部列入实体清单

2022 年公司被列入美国实体清单, 两年恢复重新起航。公司在回应投资者提问时表示, 公司被美国列入实体清单, 这在某种程度上是对公司多年技术积累和自主创新的官方认可。面对这一挑战, 公司通过国产替代策略和自主知识产权保护, 确保业务持续发展。如今经过了两年的恢复和发展, 海兰信相关业务已有所恢复。

地缘政治影响集中体现在外部供应链的断裂以及市场活动的衰减。2022 年, 海洋观测业务由于美国供应商 Teledyne 等终止合作, 劳雷产业失去了国外供应商的代理权, 导致市场活动基本停止, 收入和毛利率大幅下降。奥特海洋也因地缘政治影响导致崖州湾项目等无法按期执行。智能船舶与智能航行系统方面, 受地缘政治影响, 民用市场业绩和毛利率均下降, 主要由于项目延期交付、采购成本增长, 以及国外供应商如 T&T/E2V/SAAB/JotronAS 等终止合作, 导致公司不得不增加额外成本以确保订单交付, 同时原材料短缺和采购成本的大幅增长进一步压缩了利润空间。

图4：海兰信曾在 2022 年 6 月被列入美国实体清单

CHINA

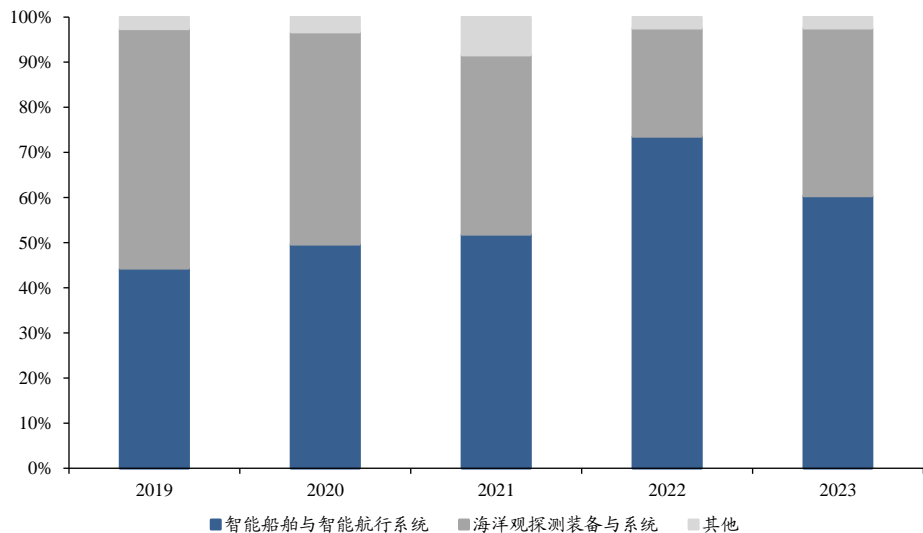
- At One Electronics;
- Beijing Highlander Digital Technology Co. Ltd;
- Blueship Company Limited;
- Chuangxinda Electronics-Tech Co.,
- Chen Zhouqian;
- China Academy of Science—Shenyang Institute of Automation;
- China State Shipbuilding Corp.—Systems Engineering Research Institute;
- Chipwinone Electronics Co., Limited;

数据来源：美国商务部工业与安全局，东吴证券研究所

1.5. 美国制裁影响逐渐减小，主营业务重回增长轨道

智能航海业务营收占比常年保持在 50%左右，海洋观探测业务逐步恢复。公司 2019 至 2023 年智能船舶业务营收分别为 3.60/4.32/4.68/5.33/4.55 亿元，海洋观探测业务营收分别为 4.31/4.10/3.58/1.74/2.81 亿元，智能船舶业务常年占据公司总体营收的半壁江山。其中 2022 年，海洋观探测业务由于地缘政治因素营收同比大幅下滑 51.38%，其业务营收占比达到五年内的低点，2023 年，海洋观探测业务重新构筑供应链，基本完成在手订单的交付，营收有所回升。

图5：近五年主营业务营收占比

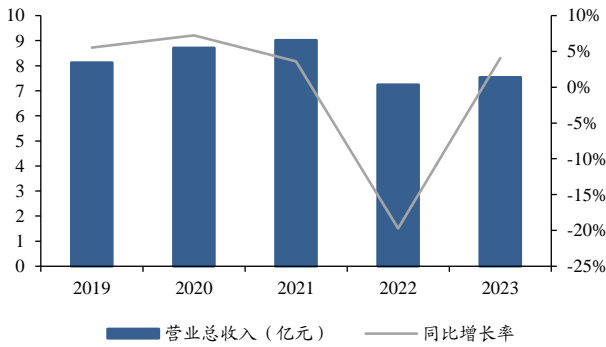


数据来源：Wind，东吴证券研究所

地缘政治因素导致的业务受阻与资产减值是 2022 年利润大幅下滑的主要因素，2023 年公司剥离低质业务，优化供应链管理，营收利润已有所恢复，经营性现金流同比大幅提升 959.86%。2022 年，公司营业收入和归母净利润分别同比大幅下降 19.72%和 1712.82%，主要受地缘政治因素影响，导致部分子公司业务受阻，进而引发商誉和资产

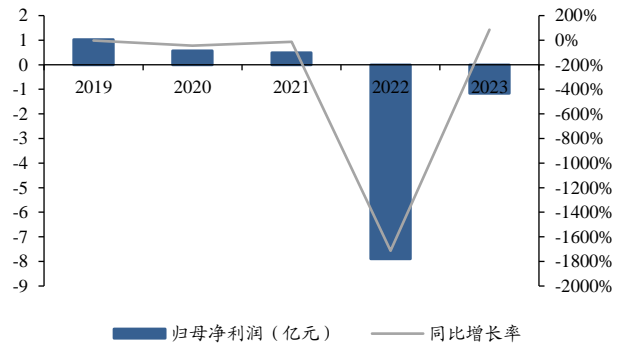
减值，拖累了整体业绩。海洋观探测业务，由于关键供应商的合作中断，营业收入和毛利率均出现大幅下滑。智能船舶业务，尽管军用市场业绩有所增长，但民用市场和智能船舶业务因项目延期和采购成本上升导致收入下降。进入 2023 年，公司通过内部管理优化、降费增效等措施，实现了营业收入的小幅增长和净利润的显著提升，管理费用和销售费用的降低，以及现金流量净额的大幅增加，显示出公司运营效率有所改善。

图6：近五年营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

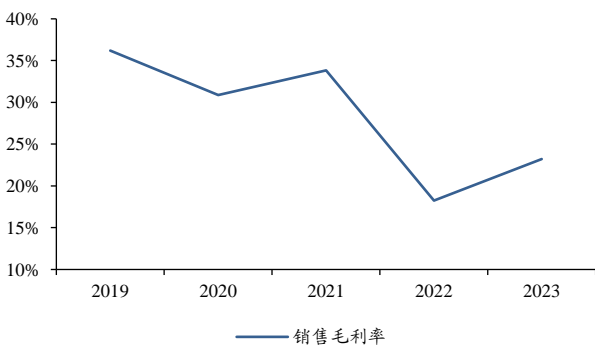
图7：近五年归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

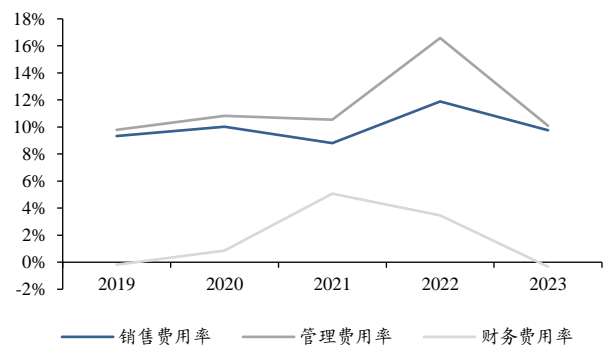
毛利率触底反弹，三费降本增效，减负提质再出发。2022 至 2023 年公司毛利率出现了较大波动，2022 年，由于失去国外供应商代理权，市场活动受限，以及额外成本的增加，各业务毛利率均有所下降。2023 年，原材料价格上升和供应链重建在一定程度上影响了毛利率，但公司通过技术创新和供应链优化，成功提升了智能船舶业务的毛利率。三费方面，在 2022 年三费攀高后，2023 年公司运营能力有所提升，通过剥离低质业务、处置不良资产、加强应收账款管理、优化供应链管理等多维度多举措，有效提高了总资产周转率，其中存货周转率提升最为明显，三费整体有所下降。

图8：近五年毛利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：近五年三费变化



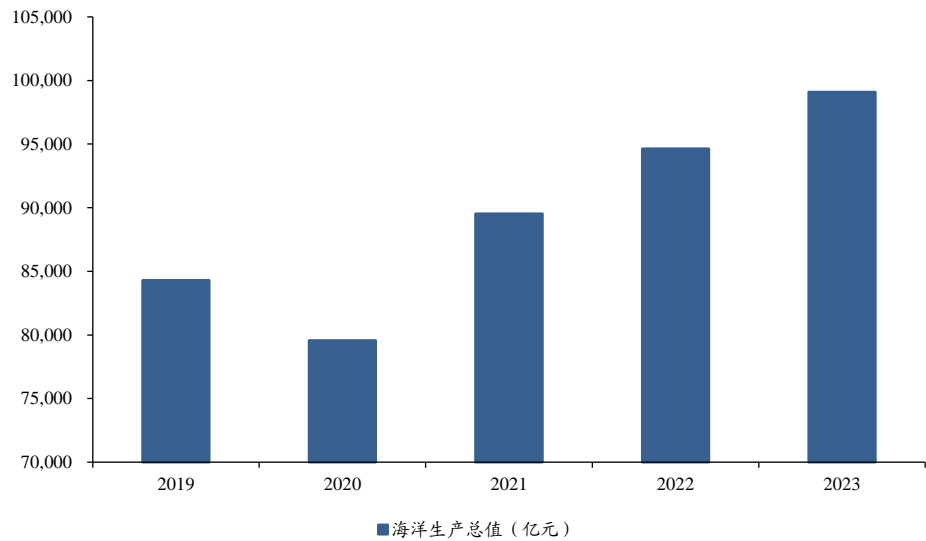
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 由船向海，布局智慧海洋

2.1. 我国海洋利用逐步迈入大规模、高科技开发的新阶段

我国将海洋综合利用纳入长期战略，海洋经济实现稳健增长。中国将海洋综合利用作为国家长期发展战略的一部分，2023年海洋经济显示出强劲复苏和质量提升，海洋生产总值达到99097亿元，同比增长6.0%，高出国内生产总值增速0.8个百分点，占GDP比重提升至7.9%。海洋产业中，第一产业贡献了4.7%，第二产业占35.8%，而第三产业则占据了59.5%的比重。

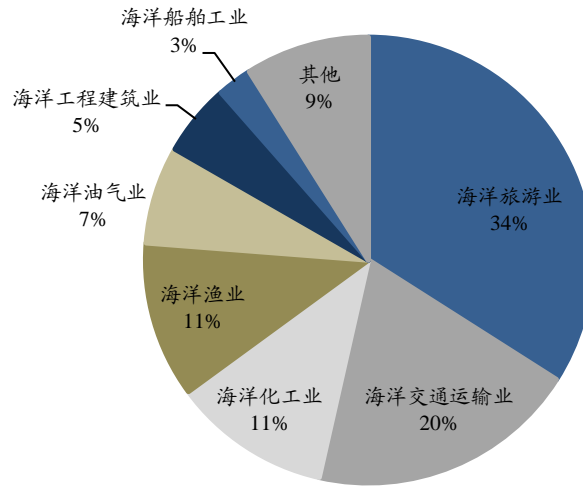
图10: 近五年中国海洋生产总值



数据来源: Wind, 中国政府网, 东吴证券研究所

船舶工业显著增长，海洋电子技术的提升将推动海洋产业结构优化和经济发展方式转变。2023年，中国的海洋制造业以7.0%的增长率超越了GDP增速，特别是海洋船舶工业以17.6%的增速显著领先，推动了船舶制造向高端化、智能化和绿色化发展。随着电子信息技术的快速发展，海洋监测、海洋工程、海洋渔业、航运与造船、海洋环境保护等关键领域的信息化水平不断提升。中国在海洋电子技术领域，特别是在船舶导航设备、航控系统和海洋观测探测设备方面取得显著进步，这将成为优化海洋产业结构、促进经济生产方式转变和实现供给侧改革的关键力量。

图11: 2022年主要海洋产业增加值构成



数据来源: 国家海洋局, 东吴证券研究所

2.2. 高端海洋电子市场面临国外垄断, 国内领先企业正逐步积累实力

2.2.1. 海洋电子领域传统强国垄断高端市场

国外传统海洋大国如美国、德国、日本、英国等在海洋电子领域具有先发优势, 且垄断了部分高端海洋电子领域市场。船舶电子领域的制造商主要来自北美、西欧和日本, 其中美国斯佩里海事公司、英国凯文休斯公司、德国 SAM 公司、英国雷松公司等国际船舶电子设备制造商在技术实力和品牌影响力方面国际领先。在海洋观探测领域, 国内高校及科研院所对相关设备的研发以水声技术为主, 但鉴于国内海洋观探测产业化基础薄弱, 可靠性低于国外领先企业的同类产品, 行业内用户更倾向于选择安全性与可靠性较高的国外产品。

表1: 全球海洋电子行业竞争格局

国家	海洋电子产业竞争地位
欧美	强大的造船工业及配套工业体系
日韩	侧重中、低端市场, 可提供系列化的产品
中国	主要侧重低端市场, 以代理国外产品为主, 提供单个零星产品

数据来源: 中经产业信息研究网, 东吴证券研究所

2.2.2. 高端产品需求持续扩大, 海洋电子产品进口替代加速

海洋电子产品的应用领域转向远洋、深海等环境更加复杂的场景, 高端海洋电子产品需求正在逐步扩大。较国内公司而言, 海外海洋电子行业龙头公司具有起步早、技术积淀深厚的先发优势, 因而在高端海洋电子产品领域处于垄断地位。随着我国企业技术快速发展, 国内海洋电子行业龙头公司在技术领域不断追赶海外先进龙头公司, 在国内客户群体逐渐成熟的同时, 国外技术封锁和叠加我国海洋安全等因素促使我国海洋电子行业的国产替代进程加速推进。

2.2.3. 海兰信船舶电子业务辐射全球，海洋观探测业务深耕国内市场

海洋电子行业具有较高的技术壁垒以及在特定领域的准入门槛，龙头企业优势明显强者恒强，行业未来竞争格局将逐步集中化，海兰信作为国内领先企业其市占率将有望持续提升。公司的船舶电子领域业务辐射全球，主要竞争对手包含国内外知名的船舶电子产品供应商。而海洋观探测业务主要聚焦国内市场，海洋观探测领域内竞争对手主要为国内公司和相关科研院所。

表2：海兰信船舶电子业务面临全球竞争，海洋观探测业务深耕国内

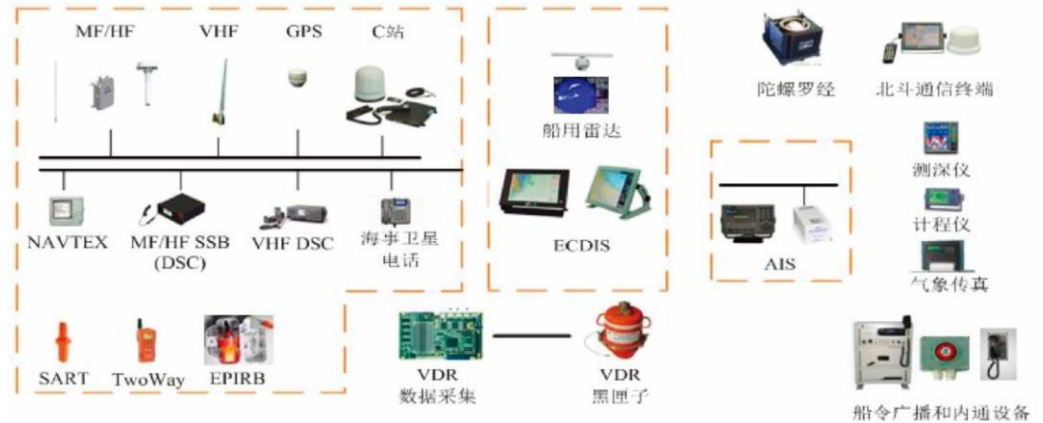
领域	国家	公司	特点
船舶电子领域	美国	斯佩里海事公司	母公司为诺思罗普格鲁曼公司。斯佩里海事公司在为商业航运和防御市场提供创新海事导航和一体化船桥系统方面具有较强领先优势，在船舶海洋电子领域的市场份额较高
	英国	凯文休斯公司	雷达技术出色，公司旗舰产品“鹰眼”雷达系统在杂波环境下的探测性能优良，即便在不利的天气条件下，仍可识别雷达反射截面积较小的目标。多个国家的海军装备了“鹰眼”多功能雷达，同时具备导航、水面搜索、作战管理系统双向通信
	德国	SAM 公司	SAM 是芬兰瓦锡兰子公司。SAM 在综合船桥系统方面是市场的领军者，SAM 公司的 IBS 主要占领欧洲豪华游轮和大型船舶等高端市场。其最具特色的产品是 Radar1100，这是目前世界最好的雷达之一
海洋观探测领域	英国	雷松公司	导航产品技术水平处于世界领先水平
	中国	中天科技	以海底线缆切入海洋观探测领域，在国内率先建成海底光缆完整生产线，拥有海底光缆制造的核心技术
	中国	地海科技	其产品主要应用于海洋测绘、海洋物探、物理海洋、水下工程、通导及水上水下定位等专业领域
	中国	海鹰加科	主要从事水道测量、工程测量、海洋工程、航海安全、水文测验、海洋调查、海洋地球物理勘测等行业有关海洋电子设备的研制开发、生产、销售和进口代理业务
	中国	中海达	主要服务于海洋测绘、海洋环境监测、海洋工程、海洋地球物理勘察、海洋生物、海洋可再生能源、水下考古打捞、内河航运、水利工程、水文监测、海事海监等领域

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 军舰民船需求双驱，船舶电子业务持续增长

船舶电子产品显著提高航海的安全、效率和性能。随着现代导航、控制和通讯系统的集成应用，船舶智能化水平不断提升。中国在该领域已取得显著成就，包括自主研发综合定位系统、海洋水色卫星发射、岸基支持系统建设以及建立交通卫星通讯服务网络，实现了全球海上遇险与安全系统、自动识别系统、电子海图显示与信息系统等核心电子信息设备的全船集成，推动了船舶行业的安全效率提升。

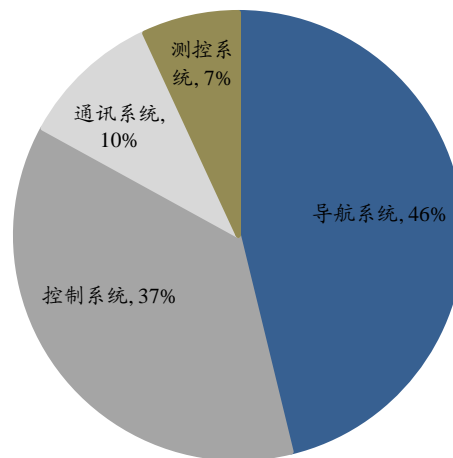
图12: 船舶海洋电子系统



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

通导设备是航海的核心部件，约占船舶电子价值量的一半。通导设备是远洋船舶的核心技术装备，它通过提供精确的导航定位、通信联络、航行安全监控、信息集成与决策支持等功能，确保了船舶的高效、安全运行，并在海上执法与救援中发挥着关键作用。2022年船舶电子行业中，导航系统规模最大，占据了总规模的46%，其次是控制系统、通讯系统和测控系统，分别占比37%、10%和7%。

图13: 2022年船舶电子行业各子版块价值量占比



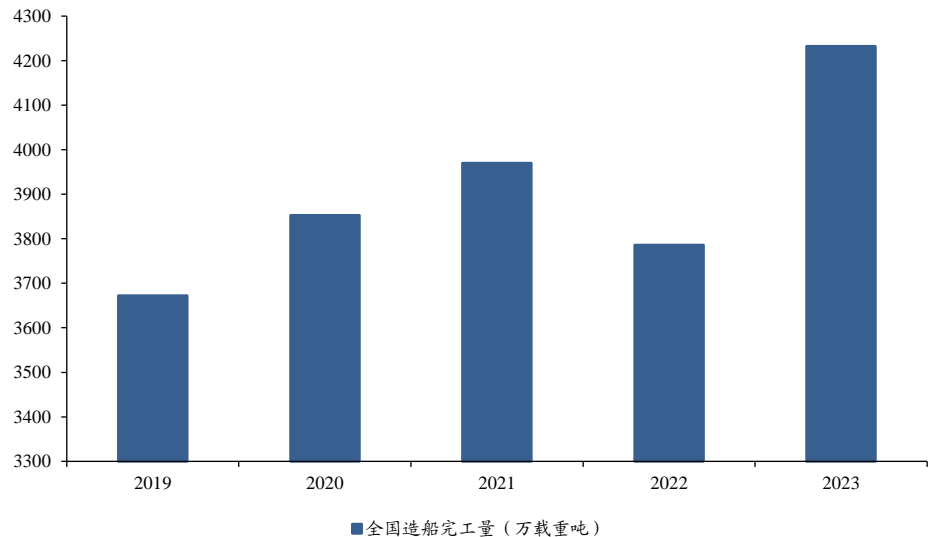
数据来源：尚普咨询集团，东吴证券研究所

2.3.1. 船舶电子发展离不开舰船平台，下游高景气夯实产业需求

我国军船增长量将处于长期稳定状态，未来放量潜力大。我国海军舰船数量的稳定增长受到多重因素的推动，其中包括维护国家统一与安全、保障经济海上航路的安全以及应对日益激烈的水下战场竞争。对标美国，我国海军在航母、驱逐舰、核动力潜艇等主战舰艇方面存在较大补充需求，这不仅表明了远洋海军建设的广阔空间，也意味着这一进程具有长期性。随着航母战斗群的扩充，每增加一艘航母都将带动多艘各型舰艇的需求，反映出海军装备建设的复杂性和持续性，带来上游行业持续高景气。

全球造船业繁荣带动上游智能化设备需求。2023 年全球新造船市场展现出了明显的增长势头，克拉克森数据显示，新接订单量达到 10691 万载重吨，同比增长 27.9%。中国造船完工量为 4232 万载重吨，同比增长 11.8%，新接订单量为 7120 万载重吨，同比增长 56.4%，而手持订单量也达到了 13939 万载重吨，同比增长 32.0%。中国在全球造船市场中的份额以载重吨计分别占据了 50.2%、66.6%和 55.0%，造船市场份额继续保持世界第一。

图14：近五年全国造船完工量

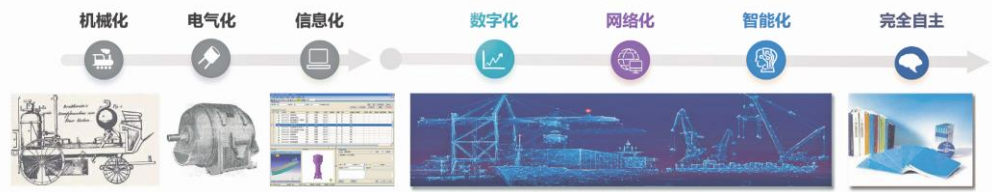


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3.2. 船舶向大型化、智能化方向发展，高端配套厂商有望优先受益

好马配好鞍，越是复杂的船舶，其配套电子产品所占的份额就越高，随着全球贸易量的逐渐提升以及船队规模的不断扩大，船舶多向大型化、智能化方向发展。这一趋势的驱动因素包括规模经济的实现、能源效率的提升以及技术进步，尤其是自动化技术的应用，增强了船舶的自主操作能力和智能决策水平，提高了运营效率和安全性。市场需求的演变，对快速、高效运输的需求不断增，这些因素共同作用，促进了船舶行业的技术革新。

图15: 智能化已成为船舶工业发展的趋势



数据来源: 中国船级社, 东吴证券研究所

海兰信海事智能化技术领先, 创新能力强, 作为高端船舶配套厂商有望引领蓝海机遇。在智能导航系统方面, 公司提升辅助避碰和场景感知能力, 以提高航运效率和降低成本。机舱自动化系统也升级为智能机舱功能, 推出更准确的机舱模型, 并在多条船舶上应用。此外, 船岸一体化通信系统通过智能网关和视频图像处理技术, 优化通信功能, 加强船舶安全管理, 并提供航线规划等智能建议, 为船东远程管理船舶提供了有效手段。

图16: 智能航海辅助系统

船舶智能导航系统

船舶智能导航系统作为航运业的重要技术支撑, 对于提升航运效率、保障航行安全、促进绿色航运具有举足轻重的作用

机舱自动化系统

机舱自动化系统能够实时监控船舶的动力设备和系统运行状态, 及时发现和处理潜在的安全隐患, 从而降低事故发生风险, 保障设备的安全以及运营可持续性, 有助于改善船舶整体的安全

船岸一体化通信系统

船岸一体化通信系统使得船舶能够实时与岸基系统进行数据交换, 包括船舶位置、状态、航行计划等信息, 有助于提高船舶运营的透明度和可预测性, 岸基系统可以据此为船舶提供优化的航行建议

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3.3. 船舶电子产业是制约我国船舶工业发展的一大瓶颈, 进口替代空间广阔

2022 年我国常规船舶国产电子设备配套率仅 30% 左右, 国产替代空间较大。从全球市场来看, 船舶配套产品的价值约占船舶总价值的三分之二, 韩国、日本的船用设备本土化装船率分别高达 85% 和 95% 以上, 而 2022 年我国常规船舶国产设备的实际配套率只有 30% 左右, 高新技术船舶国产设备的实际配套率仅 20% 左右, 特别是作为附加值很高的船舶电子产品本土化率还不到 10%, 我国国产船舶配套设备的装船率仍低于国际水平。

2.3.4. 以船舶电子单品为支撑，向系统解决商迈进，产品附加值提升

海兰信军标产品质量控制和工程经验丰富，单品质量过硬，“船载航行数据记录仪”已应用到中国首艘航母“辽宁舰”。海兰信公司凭借多年的专注研发，从最初的船用黑匣子起步，逐渐发展成为提供综合通信导航产品的行业领导者。自 2001 年启动船用黑匣子研发，2003 年开始量产并销售，2006 年获得中国船级社和德国 GL 船级社认证后，海兰信不断拓展产品线，逐渐形成完整的产品链条，具备为船舶智能化提供综合解决方案的能力，公司产品已应用到包括中国首艘航母“辽宁舰”在内的各类舰船上。

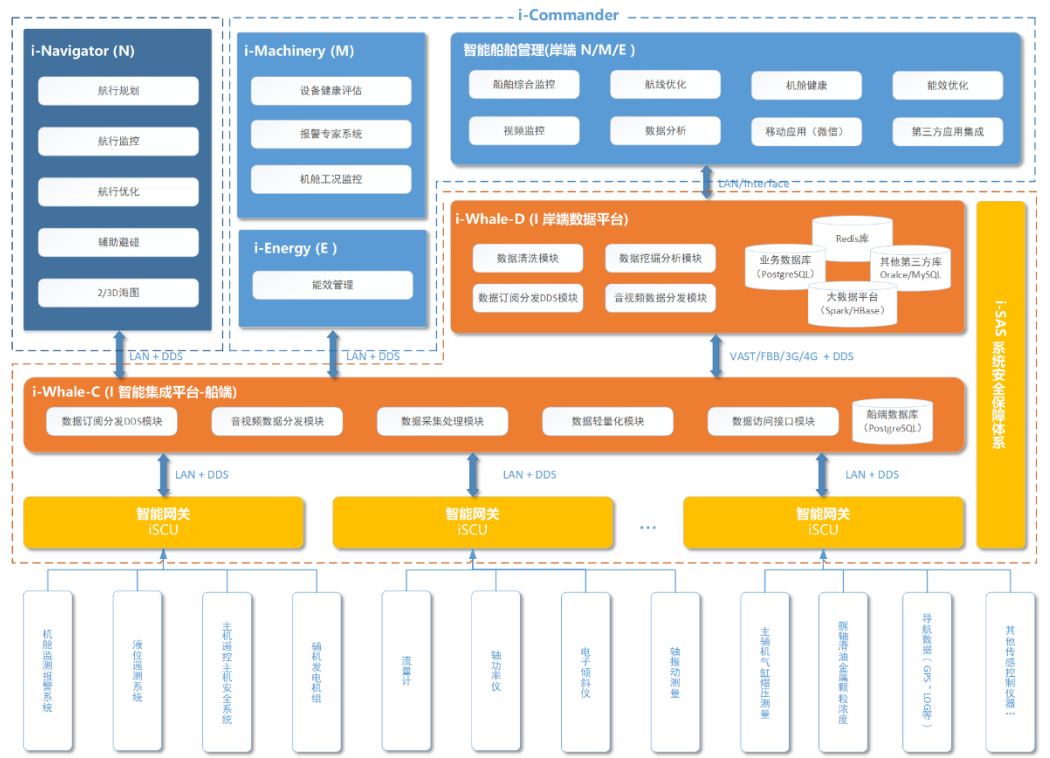
图17：海兰信产品已应用到中国首艘航母“辽宁舰”



数据来源：中国军网，东吴证券研究所

海兰信已实现了从单一产品供应到提供系统解决方案的转型，拥有船舶智能导航系统、机舱自动化系统、船岸一体化通信系统、复合雷达系统等系列海事产品，产品具有高附加值。公司凭借自主研发的核心技术，赢得了包括大型船舶制造商、国家海洋局、中国海事局、航道局和中国人民解放军在内的政府机构的信任和合作，成为其船舶设备和系统供应商。军用产品以其可靠性、安全性和定制化服务支持国防建设，而民用产品则以高效的能效管理、智能化操作界面和优质的售后服务获得市场认可。通过军民融合发展战略，公司实现了技术共享与优势互补，进一步巩固了其在智能船舶与智能航行系统领域的领先地位。

图18: 智能船整体方案

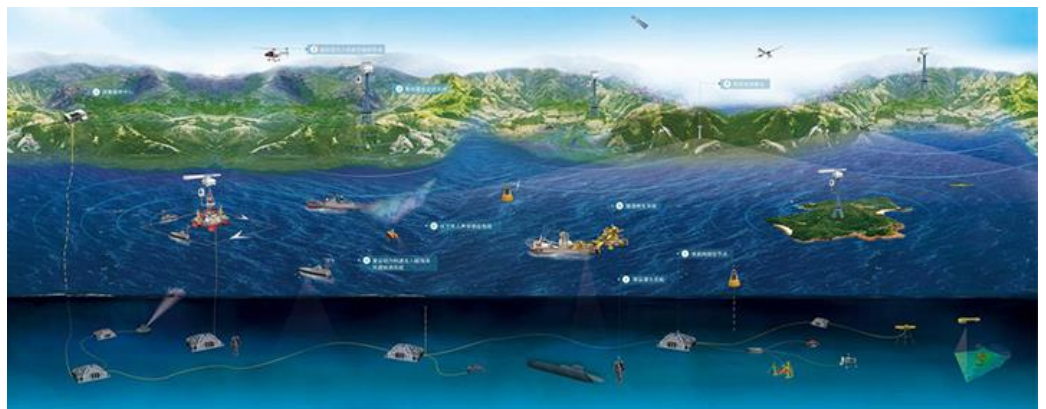


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.4. 海洋观探测向着全天候、多要素、大范围的方向发展

海洋观探测是一个综合的监测系统, 涵盖了海基、岸基、空基和海底系统。包括海洋中心站、自动监测站、浮标系统、船基监测系统、自动识别系统、近海雷达网、遥感卫星、无人机和海底观测网等。中国已经开发出多款达到国际先进水平的海洋观测设备, 如深海和浅海潜标观测系统、海洋台站自动观测系统, 以及在船用测量和航空遥感技术方面取得显著进展。海洋观探测领域向着海洋立体观测的方向快速发展, 形成了“天、空、岸、海、底”的立体海洋观测网。

图19: 海洋立体观监测



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.4.1. 海底观测网正逐步变为各国海洋战略高点

全球海洋科技正迅速发展，各国为应对海洋安全 and 经济需求，纷纷制定海洋科技战略和规划，增加研发投入。美国、英国、加拿大、俄罗斯、日本和韩国等国家均推出了各自的海洋行动计划，以促进海洋科技的进步。尽管中国在海洋科技领域取得了一定成就，但与海洋强国相比仍有差距。我国发布《中国至 2050 年海洋科技发展路线图》等文件，对海洋科技发展进行了战略规划和前瞻性布局。特别是海底观测网络的建设，被视为支撑未来海洋科技发展的关键技术。

表3: 各国海底观测网现状

国家	目标	总长 (km)	主基站 (个)	
美国海底观测网 OOI	① 海洋-大气交换	880	7	
	② 气候变化, 海洋环流和生态系统			
	③ 湍流混合和生物物理相互作用			
	④ 沿海海洋动力过程和生态系统			
	⑤ 流体-岩石相互作用和海底生物圈			
	⑥ 板块尺度地球动力学			
加拿大海底观测网 ONC	① 人类活动导致东北太平洋海洋变化	850+	5	
	② 东北太平洋及萨利什环境中的生命			
	③ 海底-海水-大气之间的相互作用			
	④ 海底过程及沉积搬运			
欧洲海底观测网 EMSO	① 海洋生物的分布和丰富程度, 海洋生产力、生物多样性、生态系统功能、生物资源、碳循环和气候反馈		15	
	② 海洋酸化、水团动态、深海环流及海平面上升			
	③ 斜坡不稳定、热液喷口、海啸、地震和火山事件			
日本海底观测网	DONET	300	7	
	DONET2	地震、海啸的实时观测和预警	450	7
	S-net		5700	
中国南海海底观测网试验系统	关键技术突破, 实现温、盐、流水文数据和地震、地磁的实时观测	150	1	

数据来源:《海底观测网的研究进展与发展趋势》, 东吴证券研究所

2.4.2. 防范海洋灾害有效手段, 海底观测网有望加速铺设

我国日益重视海洋灾害综合防治, 助力经济高质量发展, 海洋观测网能有效预警海洋灾害, 当前正处于海洋观测网大面积建设前夕。《2023 年中国海洋灾害公报》数据显示, 影响中国的海洋灾害以风暴潮和海浪灾害为主, 2023 年 13 次海洋灾害过程造成直接经济损失近 25.1 亿元, 死亡失踪 8 人。海底观测网通过电缆网络将海岸基站和分布在海底的各观测节点联接起来, 形成一个海底观测网络, 可以观测大洋底层甚至深层的信息, 有效监测地壳细微变化, 实现对地震、海啸、滑坡等海洋自然灾害的预测预报。

图20：2023年沿海各省主要海洋灾害直接经济损失和死亡失踪人口分布



数据来源：自然资源部，东吴证券研究所

海南省已针对海洋灾害综合防治能力建设进行招标，其他沿海省份有望跟进。根据海南公共资源交易平台公告，项目的主要内容包括改造升级 23 个海洋观测站点，新建 7 个综合浮标，以及构建 1 个观监测设备运行监控系统等，项目的估算投资约为 7.62 亿元。其他沿海省份也正在积极跟进海洋灾害防治工作，提高灾害防治能力。

图21：海南省海洋灾害综合防治能力建设项目招标计划公告

海南省海洋灾害综合防治能力建设项目招标计划公告

1. 招标项目名称

本招标项目为：海南省海洋灾害综合防治能力建设项目

2. 招标人

三亚崖州湾科技城开发建设有限公司

3. 项目概况

改造升级海洋观测站点23个，新建综合浮标7个，新建1个观监测设备运行监控系统，58个小型自动验潮站，58套海堤越浪机器视觉观测系统，21个灾害监控点，52个波浪浮标观测点，5套岸基生态灾害监测系统，22套近海坐底式海底观测系统，6个观测无人艇；改造291个北斗终端替代，升级1套导航定位基站；购置133套海洋生态预警监测实验室设备，35套岛礁实验室设备，购置7套GPU计算机，83套海洋灾害风险管控能力设备等。构建3类海洋灾害预警预报模型。共计购买设备947台(套)。

4. 估算投资 (万元)

76183.75

5. 预计招标时间

2024-04-30

6. 招标内容

本项目的施工、监理、造价、设备、设计、勘察等与本项目相关的内容

7. 其他

本招标计划仅作为潜在投标人提前了解招标信息的参考，所列招标项目内容（包括项目名称、项目概况、预算金额、招标时间等）以最终发布的招标公告和招标文件为准。

数据来源：海南省公共资源交易服务平台，东吴证券研究所

2.4.3. 我国海底观测网在军用领域基本空白，大面积发展值得期待

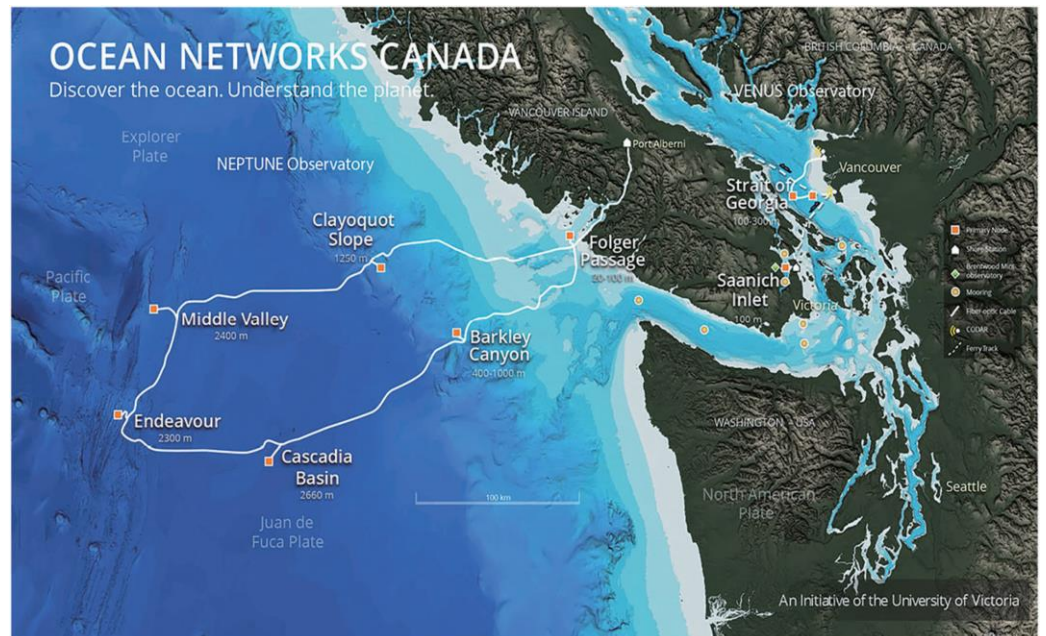
海底监测网是海上国防的必然需求。我国大陆海岸线绵延 1.8 万公里，内水和领海面积达到 38 万平方公里，而专属经济区更是超过 300 万平方公里，与多达 8 个海上邻国接壤，其中多数存在领土或领海纠纷，给我国的海上国防安全带来了巨大的压力。为了避免海洋水下领域门户洞开，建设一套完善的水下监测系统已成为我国海上国防的迫切需求。

我国军事海底监测尚处于起步阶段，从有海无防到强大海防，未来有望进行大规模建设。目前中国仅在东海和南海分别建立一套国家海底科学观测网，以实现全天候、实时和高分辨率的多界面立体综合观测，远远落后于其他海洋大国。我国军用水下观测系统技术已成熟，未来有望制定相应的规划和政策。

2.4.4. OceanWorks 曾参与加拿大 VENUS 与 NEPTUNE 海底探测项目建设

海兰信 OceanWorks 公司专注于水下作业设备制造，曾参与加拿大 VENUS 与 NEPTUNE 海底探测项目建设，海洋工程建设经验丰富。自 2005 年起，OceanWorks 参与了 VENUS 项目，负责海底观测网的岸站、主节点和接口模块设计生产。2007 年，又获得加拿大 NEPTUNE 项目合同，设计生产 14 个多功能接驳盒。VENUS 项目为加拿大维多利亚大学设计，旨在建立一个 20 年使用寿命的海底观测设施；而 NEPTUNE 项目则是首个区域性海底观测网，拥有 800 公里长的电缆环路和 5 个主节点。

图22: 加拿大 NEPTUNE 项目

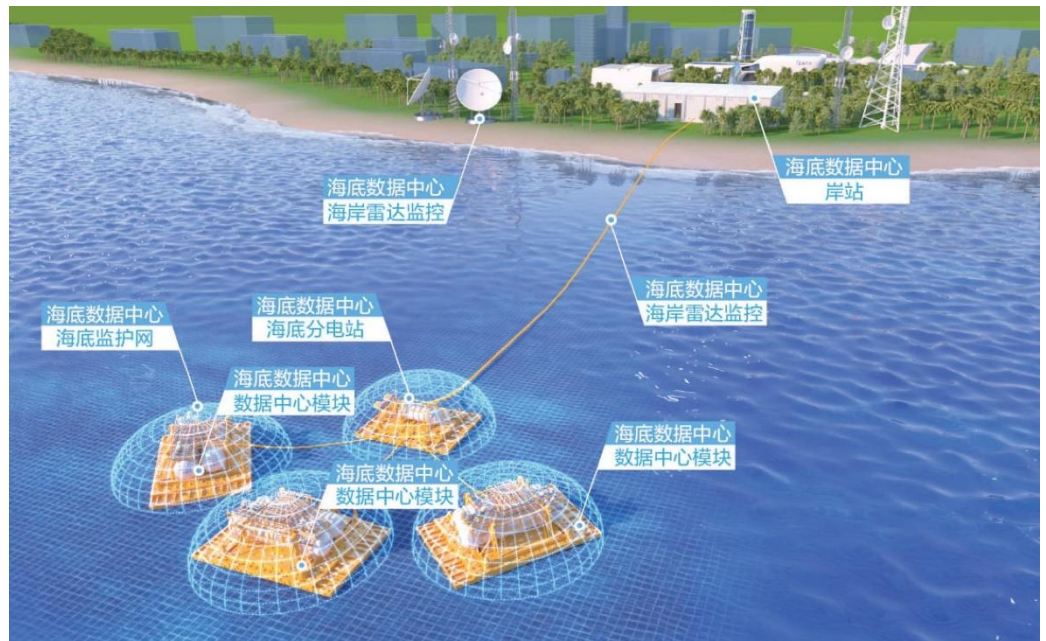


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 算力需求潮起，海底数据中心有望成为第三增长点

海底数据中心是一种将服务器和存储设备部署在水下设施中的新型数据中心散热问题解决方案。这种设施通常位于海底或水下深处，利用海水的自然冷却效果来降低设备的运行温度，从而减少能源消耗和维护成本。适合于需要大量数据处理和存储的业务，如云计算服务、大数据分析和人工智能训练等。

图23：海底数据中心

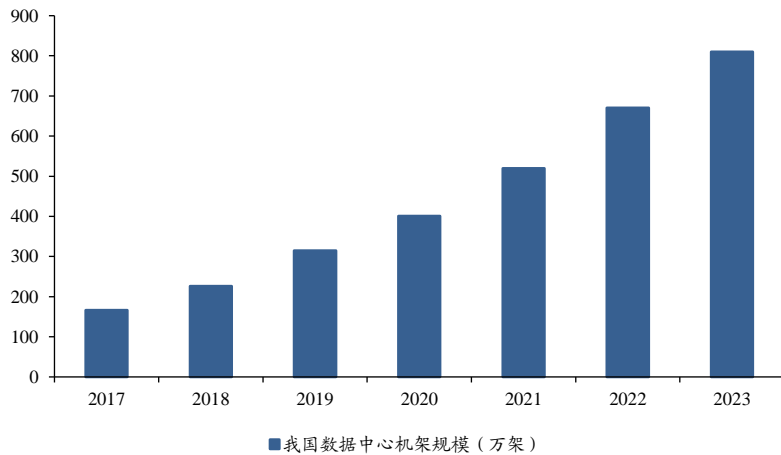


数据来源：人民日报，东吴证券研究所

3.1. 算力规模不断提升，拉动数据中心规模扩张

算力驱动数据中心规模扩张。中国工信部数据显示，我国算力规模以年均 30% 的速度快速增长，智能算力设施占比过半，预示着算力结构的转型。2023 年 10 月，四部委联合发布《算力基础设施高质量发展行动计划》，强调创新驱动和核心技术攻关，以强化算力对数字经济的推动作用。科技巨头为部署 AI 应用和训练大型模型，加速数据中心扩张，推动因素包括人工智能需求、冗余和弹性需求、边缘服务以及数据主权考虑。

图24：我国数据中心机架规模

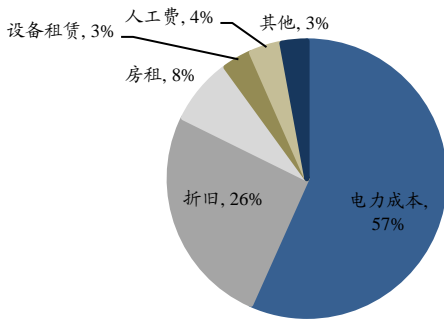


数据来源：中国信通院，中国新闻网，东吴证券研究所

3.2. 传统数据中心能耗问题严重，后期电力成本飙升

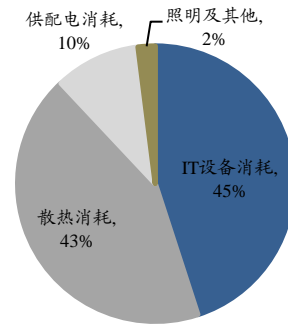
数据中心的散热需求导致高能耗问题，其中电力成本占运营开支的一半以上。数据中心在执行计算和存储任务时产生大量热量，传统上依赖空调等制冷系统降温，但这种方式耗电量巨大。据国际能源署数据，数据中心和传输网络的能耗分别占全球总能耗的1.5%和3%。服务器产生的热量越多，散热需求越大，导致数据中心的运营成本中，电力成本成为主要开支，占比超过50%，其中数据中心能量消耗中约43%用于散热冷却。

图25：数据中心运营成本拆分



数据来源：数据港招股书，东吴证券研究所

图26：数据中心能耗分布

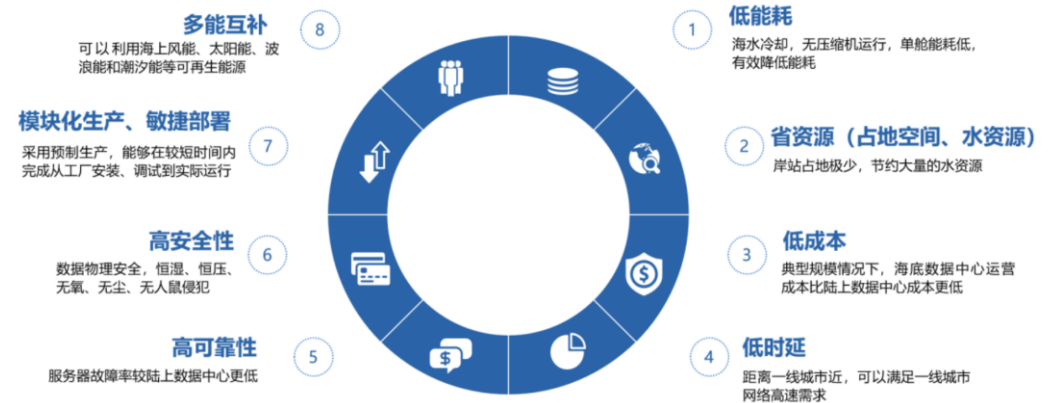


数据来源：《绿色高能效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》，东吴证券研究所

3.3. 海底数据中心核心优势在于其高效的能源利用和显著的经济效益

海底数据中心以其节能高效的特性，成为数据管理的经济之选。利用海水的自然冷却功能，海底数据中心显著降低能源需求，实现低能耗运行，其PUE值低于1.1，在典型规模情况下，海底数据中心十年运营成本比陆上有14%的优势。同时节约土地和水资源，减少对环境的影响。海底数据中心的地理位置接近人口密集区，保证了低延迟和高可靠性的网络服务，故障率远低于陆地数据中心。

图27: 海底数据中心优势



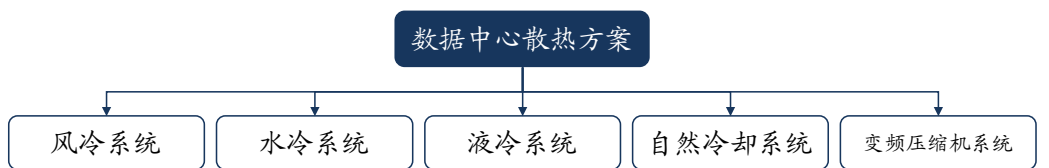
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 数字时代新质生产力, 海底数据中心定位传统冷却方式重要补充

海底智算中心, 广阔海洋中的新质生产力基座。在数字时代背景下, 新质生产力的发展高度依赖于数据的支持。大语言模型对算力的极高要求对传统数据中心构成挑战, 市场正在寻求新型数据中心建设模式以应对供能和散热问题。海底智算中心平台作为新质生产力的代表, 以其环保优势和海洋环境的稳定性, 有望降低数据中心的全寿命成本和资源消耗, 同时有效利用海上风电, 减少输电成本, 引领数据中心形态的变革。

数据中心的散热方式主要包括风冷和液冷两大类, 海底自然冷却是传统散热方式的重要补充, 定位于低耗能数据中心的细分赛道。风冷是通过空气流动带走服务器产生的热量, 成本较低, 维护简单。液冷则是使用液体直接或间接吸收设备热量, 效率更高, 但成本和系统复杂性相对较高。海底自然冷却方法定位并不是传统散热方式的替代品, 而是其补充, 主要定位于低耗能数据中心的细分赛道, 在特定地域和场景发挥价值。

图28: 数据中心散热方案



数据来源: 《绿色高能效数据中心散热冷却技术研究现状及发展趋势》, 海兰信微信公众号, 东吴证券研究所

3.5. 海南陵水海底数据中心一期工程正式竣工, 海兰信转型创新主要业务

海南陵水海底数据中心项目为全球首个商用海底数据中心示范项目。2023 年底, 一期工程已在海南陵水海域成功实施。未来规划方面, 海南陵水海底数据中心将分三期进行开发。第二期规模化开发将完成 30 套数据舱的建设, 第三期计划完成 100 套数据舱的建设。此外, 海南省还在积极挖掘“海洋经济+数字经济”的多元业态潜力, 推动数

字经济发展和产业转型升级。随着项目的持续推进，海南陵水海底数据中心有望成为推动数字经济发展和海洋经济数字化转型的重要力量。

图29: 海底数据中心海南示范项目规划

第一期 (2022-2023年)	第二期 (2023-2024年)	第三期 (2025年开始)
<ul style="list-style-type: none"> 示范开发工程项目 前期计划布放3个海底数据中心模块, 共6个舱体 总投资2亿元 	<ul style="list-style-type: none"> 规模化开发项目 将完成30个舱的建设 预计总投资规模将达到12亿元 	<ul style="list-style-type: none"> 商业化推广开发项目 将完成100个舱的建设 预计投资规模达到约56亿元

数据来源: 中华人民共和国自然资源部, 东吴证券研究所

3.6. 未来公司有望拓展广东、上海海底数据中心业务

广东、上海海底数据中心项目有望落地, 业务增长或提速。为推进海底数据中心项目在汕尾的落地, 广东广电网络汕尾分公司、和诺数字产业园以及深圳海兰云数据中心科技有限公司于2024年4月签署了战略合作协议, 另外推进海底数据中心业务在上海的落地实施也是公司2024年的重点任务, 以扩大市场影响力并推动业务多元化发展。

图30: 海兰云、汕尾广电、和诺签订战略合作协议, 推进海底数据中心落地汕尾



数据来源: 海兰信微信公众号, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

智能船舶与智能航行系统业务: 全球造船行业景气上行叠加智能航运发展趋势不改, 公司作为船舶电子行业领先者, 具有提供智能船舶整体解决方案的能力, 产品附加值较高, 有望深度受益于下游需求拉动。预计 2024-2026 年公司该业务增速分别为 20%/21%/22%, 毛利率分别为 22%/23%/24%。

海洋观探测装备与系统业务: “十四五”期间, 国家重点布局海洋立体监测探测, 为国家海上活动提供安全保障。公司海洋观探测经验丰富, 已成为中国市场上实力雄厚的勘探调查科技企业, 预计 2024-2026 年公司该业务增速分别为 30%/75%/15%, 毛利率分别为 35%/40%/40%。

其他 (包括海底数据中心业务): 数据中心作为数字产业的重要支撑, 在生成式 AI 涌现的大环境下, 对算力的需求愈发强烈, 许多企业正在转向通过智算中心来替代传统数据中心, 海底数据中心是公司转型创新的主要业务, 有望成为公司第三增长点, 预计 2024-2026 年公司该业务增速分别为 20%/50%/100%, 毛利率分别为 45%/45%/50%。

表4: 公司业务拆分 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
智能船舶与智能航行系统				
营收	454.76	545.71	660.31	805.58
同比增速	-14.64%	20.00%	21.00%	22.00%
毛利率	22.79%	22.00%	23.00%	24.00%
海洋观探测装备与系统				
营收	280.75	364.98	638.71	734.52
同比增速	61.26%	30.00%	75.00%	15.00%
毛利率	22.02%	35.00%	40.00%	40.00%
其他 (海底数据中心)				
营收	18.17	21.81	32.71	65.43
同比增速	3.45%	20.00%	50.00%	100.00%
毛利率	52.95%	45.00%	45.00%	50.00%
合计				
营收	753.69	932.50	1331.74	1605.53
同比增速	4.04%	23.73%	42.81%	20.56%
毛利率	23.23%	27.63%	31.69%	32.38%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

4.2. 估值与评级

国内各类海洋业务主要包括中国海防、中科海讯与中海达等企业, 可将它们选作可

比公司进行相对估值法测算。由于海洋业务细分条线众多，包括船舶、海防、海洋信息化等，应用领域差异大，行业内企业在主要产品方向、应用领域等方面各具差异化，海兰信与上述公司并不存在直接的应用领域重复。考虑到公司产品价值量较高且品类众多，未来增长持续性清晰，可以给予较高估值。

表5: 可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 11 日)

证券代码	可比公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600764.SH	中国海防	128.77	3.09	4.87	5.77	6.87	41.73	26.45	22.32	18.75
300810.SZ	中科海讯	16.94	-1.57	1.01	1.34	1.74	-	16.77	12.64	9.74
300177.SZ	中海达	50.98	-4.27	-	-	-	-	-	-	-
	平均值						41.73	21.61	17.48	14.24
300065.SZ	海兰信	-	-1.16	0.76	1.07	1.45	-	60.70	43.25	31.82

数据来源: 中国海防、中科海讯和中海达数据来自 Wind 一致预期, 海兰信数据来自东吴证券研究所测算

随着全球造船行业景气上行, 预计下游船舶订单将持续释放, 带动企业智慧航海业务; 同时, 考虑到国家海洋灾害防治与水下防御建设较少, 海底观探测网有望获得补偿式发展。此外, 海底数据中心业务有望在生成式 AI 涌现的大环境下获得较好发展机会。我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测至 0.76/1.07 亿元, 前值 5.22/7.00 亿元, 新增 2026 年预测 1.45 亿元, 对应 PE 分别为 61/43/32 倍, 维持“增持”评级。

5. 风险提示

新业务转型风险: 海底数据中心采用的相关技术和产品, 经过国内外长期技术积累和验证, 技术风险已相对较低。但由于海域、海底的环境相对于陆地具有复杂性, 且多领域集成对项目未来的持续大规模拓展仍存在一定的风险。同时, 海洋工程施工建设过程中受海洋环境影响大, 存在因自然条件影响导致新接订单的工期延后的风险。

募投项目风险: 募集资金投资项目的选择是基于当前国内外的市场环境、国家产业政策以及技术发展趋势等因素做出的判断, 但如果项目建成投产后产品市场受到宏观经济波动、上下游行业周期性变化等因素影响而陷入衰退, 将导致募集资金投资项目无法如期完成或存在实施效果无法达到预期效益的风险。

应收账款风险: 随着公司经营规模的不断扩大, 应收账款期末余额呈现上升趋势, 如客户的生产经营状况发生不利变化, 公司应收账款坏账风险较高。

技术升级迭代风险: 公司正在全面大力开展技术链条国产化革新, 拓展新业务体系爆发性的发展, 持续的研发投入和新产品开发是保持竞争优势的重要手段。倘若公司今后未能准确把握行业技术发展趋势并制定新技术的研究方向, 或研发速度不及行业技术更新速度, 公司可能会面临触及技术瓶颈, 对公司的竞争能力和持续发展产生不利影响。

海兰信三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,579	1,517	1,871	1,733	营业总收入	754	933	1,332	1,606
货币资金及交易性金融资产	965	608	716	526	营业成本(含金融类)	579	675	910	1,086
经营性应收款项	429	463	776	671	税金及附加	4	4	6	8
存货	134	241	290	253	销售费用	74	70	127	153
合同资产	0	0	0	0	管理费用	76	89	153	177
其他流动资产	50	204	89	283	研发费用	44	47	73	88
非流动资产	742	898	1,068	1,223	财务费用	(2)	4	10	10
长期股权投资	71	72	59	52	加:其他收益	21	20	33	37
固定资产及使用权资产	311	384	496	585	投资净收益	(16)	9	13	16
在建工程	1	15	24	31	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	295	364	426	491	减值损失	(111)	0	0	0
商誉	5	5	5	5	资产处置收益	6	4	8	8
长期待摊费用	9	9	9	9	营业利润	(117)	76	107	145
其他非流动资产	50	50	50	50	营业外净收支	(1)	1	1	2
资产总计	2,320	2,415	2,939	2,956	利润总额	(117)	77	108	147
流动负债	599	617	1,034	906	减:所得税	(1)	1	1	1
短期借款及一年内到期的非流动负债	173	208	250	289	净利润	(116)	77	107	146
经营性应付款项	271	145	483	226	减:少数股东损益	0	1	0	1
合同负债	54	137	135	191	归属母公司净利润	(116)	76	107	145
其他流动负债	102	127	166	200	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.16)	0.11	0.15	0.20
非流动负债	22	22	22	22	EBIT	(104)	68	96	132
长期借款	5	5	5	5	EBITDA	(53)	105	144	182
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.23	27.63	31.69	32.38
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	(15.44)	8.17	8.03	9.05
其他非流动负债	15	15	15	15	收入增长率(%)	4.04	23.73	42.81	20.56
负债合计	621	639	1,056	927	归母净利润增长率(%)	85.25	165.44	40.36	35.93
归属母公司股东权益	1,699	1,775	1,882	2,027					
少数股东权益	0	1	1	2					
所有者权益合计	1,699	1,776	1,883	2,029					
负债和股东权益	2,320	2,415	2,939	2,956					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	120	(204)	271	(37)	每股净资产(元)	2.35	2.45	2.60	2.80
投资活动现金流	(371)	(149)	(156)	(130)	最新发行在外股份(百万股)	723	723	723	723
筹资活动现金流	(23)	27	32	27	ROIC(%)	(5.17)	3.47	4.61	5.85
现金净增加额	(269)	(326)	148	(140)	ROE-摊薄(%)	(6.85)	4.29	5.68	7.17
折旧和摊销	52	37	48	50	资产负债率(%)	26.77	26.46	35.93	31.37
资本开支	(112)	(189)	(222)	(202)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(39.72)	60.70	43.25	31.82
营运资本变动	77	(312)	128	(219)	P/B(现价)	2.72	2.60	2.46	2.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>