



多元布局，驱动业务新增长

——恒拓开源首次覆盖报告

2024年07月23日

核心观点

- 恒拓开源立足民航领域，低空经济数字经济多向发展：**恒拓开源是保障我国民航业安全运行的核心软件供应商之一，围绕航空公司和机场及其他保障单位提供全方位的行业解决方案；在其他行业板块，主要向医药健康、汽车及政务领域的客户提供定制化应用软件开发和信息技术服务外包。
- 国民经济回升向好，经营业绩有序回稳：**受到经济复苏、政策支持等多重因素的影响，航空运输需求和供给较前一年均有显著增长，但民航业仍然处于扭亏为盈恢复的过程中。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 1.96 亿元/1.79 亿元/1.91 亿元，YOY 依次为 -9.97%/-8.60%/6.65%，三年营业收入的年复合增速 -4.31%；2021-2023 年实现归母净利润 2,267.47 万元/703.51 万元/2,008.39 万元，YOY 依次为 9.92%/-68.97%/191.20%，三年归母净利润的年复合增速 -0.89%。2024Q1 公司实现营业收入 0.33 亿元，同比增长 9.79%；实现归母净利润 308.50 万元，同比下降 30.56%。
- 毛利率保持较高水平：**公司相关解决方案的逐渐成熟，产品化程度逐步提升，公司毛利率总体保持较高水平。公司在 2021-2023 年的销售毛利率分别为 44.07%、39.83%和 39.28%；销售净利率分别为 11.58%、3.9%和 10.53%，2024 年第一季度，公司毛利率为 49.29%，同比增长 0.54 个百分点；净利率为 9.23%，同比减少 5.36 个百分点。
- 公司将持续受益于民航和低空经济增长：**恒拓开源业务覆盖智慧民航、低空经济和数字经济等领域，这些行业持续增长空间广阔。2024 年，国内客运将稳定增长，国际客运市场加快恢复，民航业有望全面盈利。低空经济作为战略新兴产业，市场规模不断壮大，预计 2030 年规模达到 2 万亿元。数字经济方面，我国数字经济处于世界第一梯队，已成为推动经济发展的重要引擎，2022 年市场规模突破 50 万亿元，未来将继续高速发展。
- 投资建议：**2023 年下半年开始，公司加大研发投入，积极探索低空经济的发展，业务逐步拓展至医疗健康、汽车、金融、数字政务等领域，为公司长期业务发展储能蓄力。2024 年，借助多重利好因素，公司将实施“立足民航，多支柱发展；全面拥抱人工智能；大力布局低空经济”的发展战略，有望受益数字经济发展，实现经营业绩更上一步。预计公司 2024-2026 年营收分别为 2.08 亿元、2.25 亿元、2.40 亿元，同比分别增长 9.02%、8.09%、6.86%，归母净利润分别为 3088.17 万元、3349.65 万元、3847.48 万元，同比分别增长 53.76%、8.47%、14.86%，EPS 分别为 0.22 元/股、0.24 元/股、0.27 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 25.34 倍、23.37 倍、20.34 倍。首次给予“推荐”评级。
- 风险提示：**宏观经济环境的风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争加剧的风险。

恒拓开源 (834415.BJ)

推荐 首次评级

分析师

范想想

☎: 010-8092-7663

✉: fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518090002

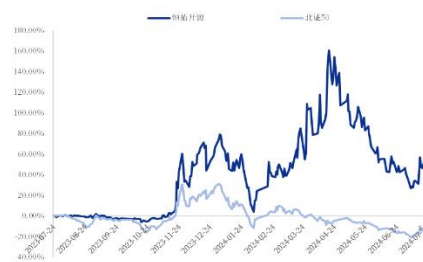
市场数据

2024-07-23

股票代码	834415.BJ
A 股收盘价(元)	5.67
上证指数	2,915.37
总股本(万股)	14,051.15
实际流通 A 股(万股)	13,788.69
流通 A 股市值(亿元)	7.96

相对北证 50 表现图

2024-07-23



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河北交所】2024 年展望: 政策助力北交所加快发展, 市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024 中期策略_新质生产力赋能北证, 关注央企投资价值

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	190.76	207.98	224.80	240.23
YOY	6.55%	9.02%	8.09%	6.86%
归母净利润(百万元)	20.08	30.88	33.50	38.47
YOY	191.20%	53.76%	8.47%	14.86%
摊薄 EPS(元)	0.14	0.22	0.24	0.27
PE	38.97	25.34	23.37	20.34

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、立足民航领域，构建多支柱发展	4
(一) 立足民航领域，低空经济数字经济多向发展	4
(二) 股权结构相对分散	4
(三) 软件开发及技术服务为公司主要收入来源	4
二、毛利率保持较高水平，经营业绩有序回稳	5
(一) 经营业绩有序回稳，各项业务扎实稳健推进	5
(二) 毛利率保持较高水平	6
三、多领域协同发展，迎接高增长新时代	7
(一) 软件和信息技术服务业发展空间广阔	7
(二) 多元布局引领高质量增长新纪元	7
四、盈利预测和估值	8
五、风险提示	10

一、立足民航领域，构建多支柱发展

（一）立足民航领域，低空经济数字经济多向发展

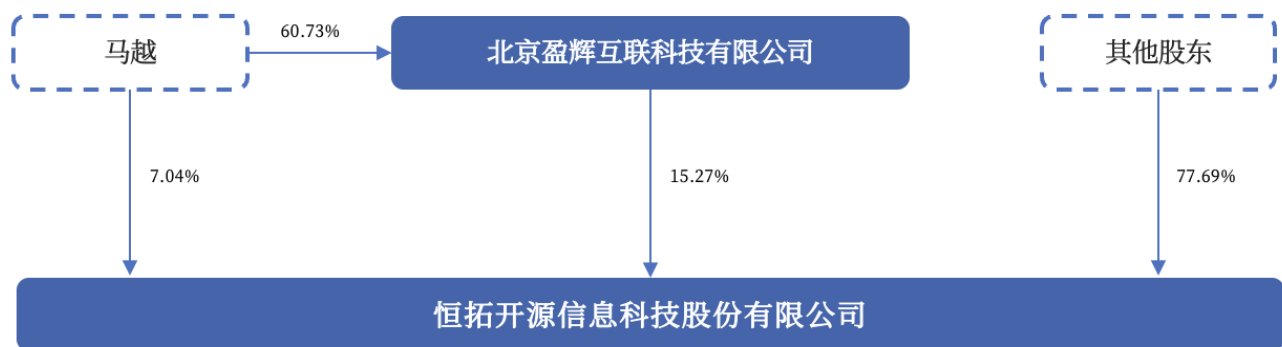
恒拓开源是保障我国民航业安全运行的核心软件供应商之一，业务领域覆盖运行控制、飞行安全、市场营销、机务维修、航空油料等关乎安全、旅客服务和生产效率的民航核心 IT 系统，为大中小型航空公司提供量身定制的个性化产品服务，促进了航空公司在大数据和云计算环境下的数字化转型。

依托在软件行业的多年积累，公司现已将业务范围拓展至医药健康等其他行业领域，根据业务板块划分航空板块和非航空板块。在航空板块，公司主要围绕航空公司和机场及其他保障单位提供全方位的行业解决方案；在其他行业板块，主要向医药健康、汽车及政务领域的客户提供定制化应用软件开发和信息技术服务外包，服务了多个行业领军企业及政府单位的信息化业务。

（二）股权结构相对分散

恒拓开源信息科技股份有限公司的股权结构较为分散。持有公司 5%以上股份的股东包括西藏智航交通科技有限公司（16.18%）、北京盈辉互联科技有限公司（15.27%）、马越（7.04%）和北京亚邦伟业技术有限公司（6.01%）。公司实际控制人为马越。

图1：公司股权结构

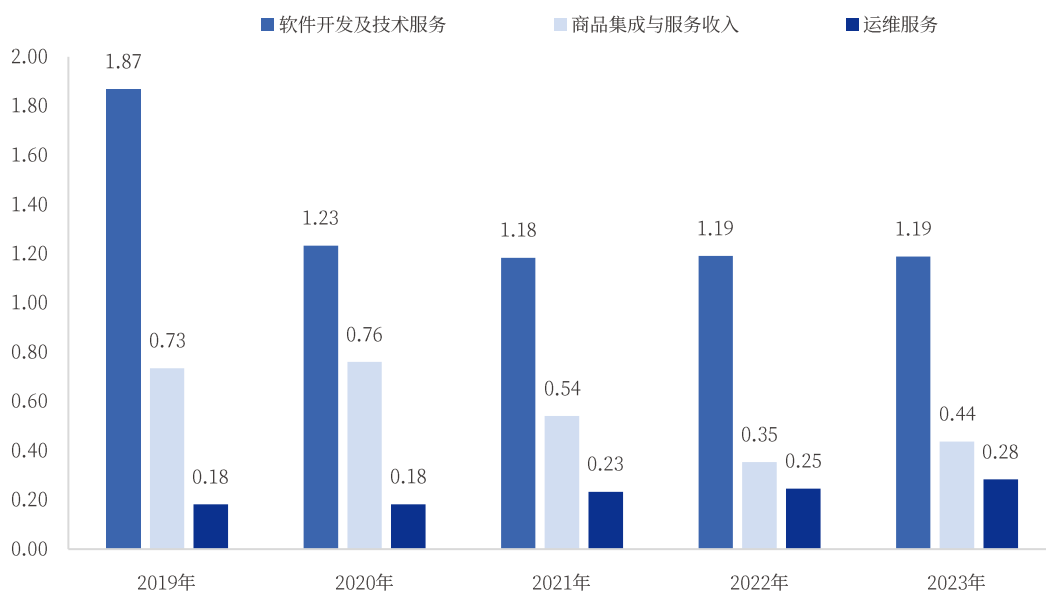


资料来源：恒拓开源年度报告，中国银河证券研究院

（三）软件开发及技术服务为公司主要收入来源

公司主营业务为软件开发及技术服务，2023 年收入占总营收 62.28%。公司的主营业务为软件开发及技术服务、系统集成及其服务、运维服务。2023 年公司软件开发及技术服务业务实现营业收入 11,880.82 万元，与上年持平，占比 62.28%，是公司收入的主要来源；2023 年商品集成与服务业务实现营业收入 4,364.00 万元，占比 22.88%，同比增长 23.30%，由于同期业务发展的不利因素逐步消除，业务规模逐步恢复至稳定水平；公司 2023 年运维服务营收为 2,831.22 万元，占比 14.84%，同比增长 15.12%。

图2：2019-2023年公司主要产品和服务营业收入（单位：亿元）



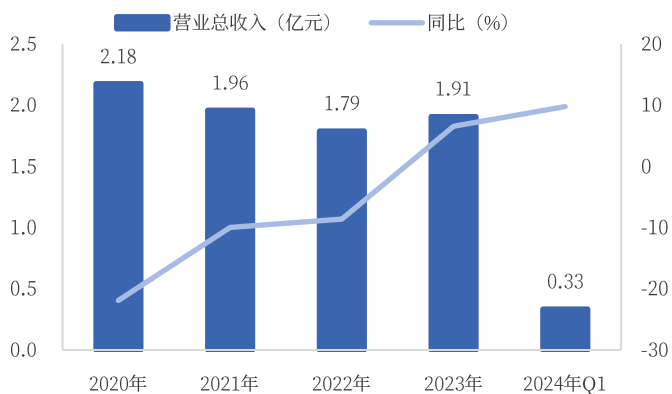
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、毛利率保持较高水平，经营业绩有序回稳

（一）经营业绩有序回稳，各项业务扎实稳健推进

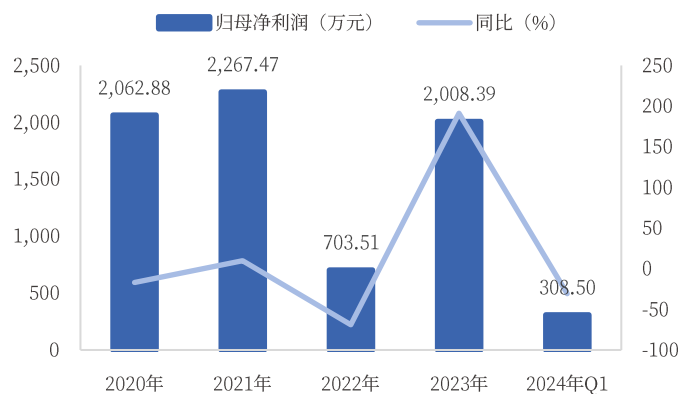
2023年，国民经济回升向好，受到经济复苏、政策支持等多重因素的影响，航空运输需求和供给较前一年均有显著增长，但民航业仍然处于扭亏为盈恢复的过程中。公司2021-2023年分别实现营业收入1.96亿元/1.79亿元/1.91亿元，YOY依次为-9.97%/-8.60%/6.65%，三年营业收入的年复合增速-4.31%；2021-2023年实现归母净利润2,267.47万元/703.51万元/2,008.39万元，YOY依次为9.92%/-68.97%/191.20%，三年归母净利润的年复合增速-0.89%。最新报告期，2024Q1公司实现营业收入0.33亿元，同比增长9.79%；实现归母净利润308.50万元，同比下降30.56%。

图3：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：公司归母净利润及增速变化

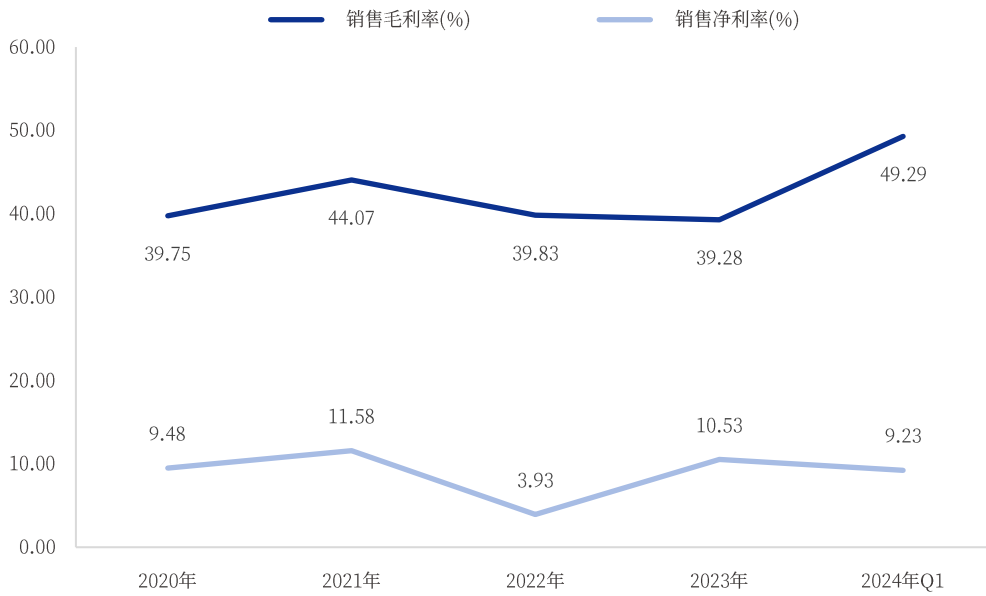


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）毛利率保持较高水平

毛利率保持较高水平。公司相关解决方案的逐渐成熟，产品化程度逐步提升，公司毛利率保持较高水平。公司在 2021-2023 年的销售毛利率分别为 44.07%、39.83%和 39.28%；销售净利率分别为 11.58%、3.93%和 10.53%，2024 年第一季度，公司毛利率为 49.29%，同比增长 0.54 个百分点；净利率为 9.23%，同比减少 5.36 个百分点。

图5：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

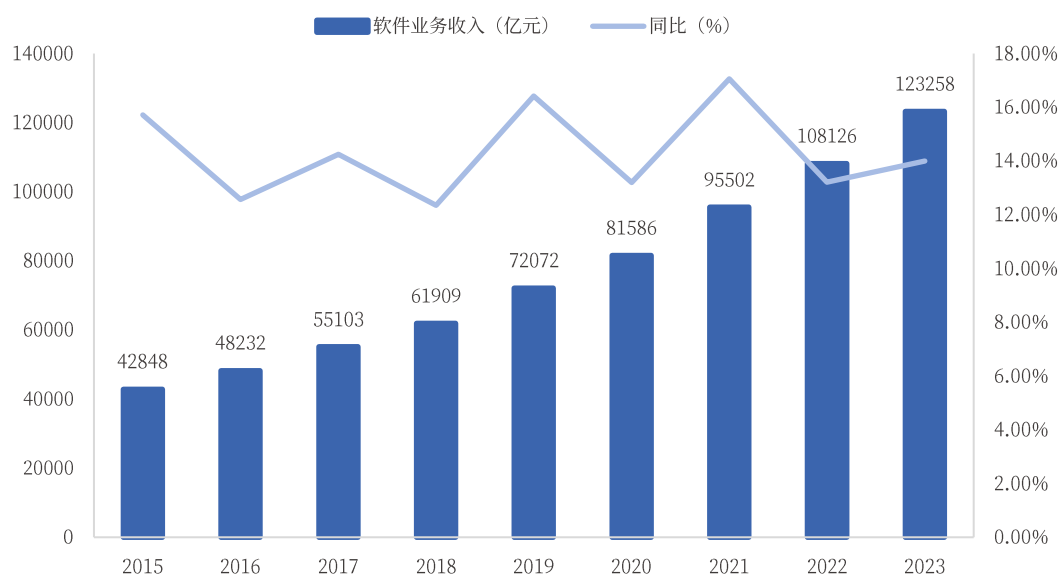
现金流相对稳定。2019 年度、2020 年度、2021 年度、2022 年度、2023 年度公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -1,372.35 万元、762.01 万元、2,825.95 万元、1,068.20 万元、2,768.37 万元。2019 年至 2021 年，公司经营活动产生的现金流量净额逐年增长，现金流状况和盈利能力良好；2023 年经营活动产生的现金流量净额较上期增加 1,700.16 万元，主要系公司为降低经营风险、持续加大销售回款力度，结合项目进度灵活用工，有效控制经营现金流流出所致。

三、多领域协同发展，迎接高增长新时代

（一）软件和信息技术服务业发展空间广阔

近年来，我国软件和信息技术服务业取得了长足的进步，目前正处于成长期，行业的收入和效益近年来保持较快增长，产业向高质量方向发展的步伐加快，结构持续调整优化。根据工信部统计数据，我国软件业务收入从 2015 年的 42,848 亿元增长到 2023 年的 123,258 亿元，年均复合增长率 14.12%。国家政策支持、新一轮产业升级以及开源软件的广泛应用为软件和信息技术服务业提供了良好机遇，有望迎来更加广阔的发展空间。

图6：软件业务行业总收入变化



资料来源：工信部软件和信息技术服务业统计公报，中国银河证券研究院

（二）多元布局引领高质量增长新纪元

恒拓开源业务覆盖智慧民航、低空经济和数字经济等领域，这些行业的发展空间广阔。2024年，国内客运将稳定增长，国际客运市场加快恢复，民航业有望全面盈利。民航局计划拉动航空市场需求，统筹内需和供给侧改革，预计运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量同比分别增长约 14%、11%和 3%。投资方面，民航将加快推进“十四五”规划中的 102 项重大工程建设，新增运输机场超过 5 个，固定资产投资保持千亿水平。

低空经济作为战略新兴产业，市场规模不断壮大，涵盖低空飞行、低空制造、低空保障及综合服务四个重点环节，预计 2030 年规模达到 2 万亿元。数字经济方面，我国数字经济处于世界第一梯队，已成为推动经济发展的重要引擎，2022 年市场规模突破 50 万亿元，未来将继续高速发展。恒拓开源在这些领域的布局，推动了公司业务向医药健康等其他行业的拓展，未来有望在多个领域实现更大突破，提升市场竞争力和综合实力。

四、盈利预测和估值

总体上，2023 年经受住经济大形势的挑战，公司运行平稳有序，各项业务扎实有序推进，各项经营指标均处于良好的状态。2023 年下半年开始，公司加大研发投入，积极探索低空经济的发展，业务逐步拓展至医疗健康、汽车、金融、数字政务等领域，为公司长期业务发展储能蓄力。2024 年，借助多重利好因素，公司将实施“立足民航，多支柱发展；全面拥抱人工智能；大力布局低空经济”的发展战略，有望受益数字经济发展，实现经营业绩更上一步。

1) 软件开发及技术服务：随着客户投资预算逐步恢复，公司相关解决方案的逐渐成熟，产品化程度逐步提升，软件开发及技术服务的毛利率将逐步提高。我们预测 2024-2026 年工程咨询的营业收入分别为 1.21 亿元、1.26 亿元、1.32 亿元；增长率分别为 2.00%、4.00%、5.00%。

2) 商品集成与技术服务：2023 年公司集成与技术服务的收入规模显著增加，毛利率较同期基本持平，毛利增加 383.30 万元。同期业务发展的不利因素逐步消除，业务规模逐步恢复至稳定水平。我们预测 2024-2026 年商品集成与技术服务的营业收入分别为 5324.08 万元、6122.70 万元、6734.97 万元，增长率分别为 22.00%、15.00%、10.00%

3) 运维服务：我们预测 2024-2026 年其他技术服务的营业收入分别为 3354.99 万元、3754.24 万元、4054.57 万元，增长率分别为 18.50%、11.90%、8.00%。

表1：分业务预测（百万元）

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
软件开发及技术服务	营业收入	118.81	121.18	126.03	132.33
	YOY	-0.20%	2.00%	4.00%	5.00%
商品集成与技术服务	营业收入	43.64	53.24	61.23	67.35
	YOY	23.30%	22.00%	15.00%	10.00%
运维服务	营业收入	28.31	33.55	37.54	40.55
	YOY	15.12%	18.50%	11.90%	8.00%
营业收入合计		190.76	207.98	224.80	240.23
YOY		6.55%	9.02%	8.09%	6.86%
归母净利润合计		20.08	30.88	33.50	38.47
YOY		191.20%	53.76%	8.47%	14.86%
EPS (元)		0.14	0.22	0.24	0.27
PE (倍)		38.97	25.34	23.37	20.34

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

预计公司 2024-2026 年营收分别为 2.08 亿元、2.25 亿元、2.40 亿元，同比分别增长 9.02%、8.09%、6.86%，归母净利润分别为 3088.17 万元、3349.65 万元、3847.48 万元，同比分别增长 53.76%、8.47%、14.86%，EPS 分别为 0.22 元/股、0.24 元/股、0.27 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 25.34 倍、23.37 倍、20.34 倍。

表2: 可比公司估值 (2024.07.21)

可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万)				市盈率 PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
软通动力	325.14	533.90	708.45	914.95	1140.74	82.46	44.15	34.18	27.42
广电运通	247.59	976.92	1147.72	1339.52	1577.38	31.17	21.88	18.74	15.92
润和软件	160.32	163.80	278.59	383.73	505.59	126.32	57.69	41.88	31.79
可比公司均值						79.98	41.24	31.60	25.04
恒拓开源	7.83	20.08	30.88	33.50	38.47	38.97	25.34	23.37	20.34

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

我们选取软通动力、广电运通与润和软件, 作为可比公司进行估值分析。以 2024 年 7 月 19 日收盘价计算, 2024-2026 年可比公司平均市盈率为 41.24、31.60、25.04 倍, 恒拓开源 PE 估值水平低于行业可比平均。首次给予“推荐”评级。

五、风险提示

宏观经济环境的风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争加剧的风险。

图表目录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 2019-2023 年公司主要产品和服务营业收入 (单位: 亿元)	5
图 3: 公司收入规模及增速变化	5
图 4: 公司归母净利润及增速变化	5
图 5: 公司销售毛利率及净利率变化	6
图 6: 软件业务行业总收入变化	7
表 1: 分业务预测 (百万元)	8
表 2: 可比公司估值 (2024.07.21)	9

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	447.52	470.12	502.65	531.23
现金	51.04	58.57	65.99	79.47
应收账款	124.26	129.98	137.38	146.81
其它应收款	2.78	2.84	3.08	3.32
预付账款	1.85	2.55	2.66	2.77
存货	29.24	29.02	32.66	34.48
其他	238.34	247.16	260.88	264.39
非流动资产	175.92	178.06	176.60	175.34
长期投资	85.67	85.67	85.67	85.67
固定资产	12.76	13.71	14.56	15.37
无形资产	7.58	9.34	11.22	13.12
其他	69.91	69.34	65.15	61.17
资产总计	623.44	648.18	679.25	706.57
流动负债	83.34	91.62	106.40	115.16
短期借款	10.00	12.00	21.00	24.00
应付账款	13.23	18.72	19.37	20.20
其他	60.11	60.90	66.03	70.95
非流动负债	21.93	20.83	19.90	18.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.93	20.83	19.90	18.69
负债合计	105.27	112.45	126.30	133.85
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.01
归属母公司股东权益	518.17	535.73	552.94	572.72
负债和股东权益	623.44	648.18	679.25	706.57

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	27.68	18.85	16.49	20.67
净利润	20.08	30.88	33.50	38.48
折旧摊销	10.44	2.09	1.94	2.26
财务费用	-0.22	0.41	0.51	0.63
投资损失	-10.24	-14.56	-15.06	-15.86
营运资金变动	7.55	-0.06	-4.38	-4.81
其它	0.07	0.08	-0.03	-0.03
投资活动现金流	-23.19	1.48	-0.34	10.35
资本支出	-0.03	-6.24	-4.29	-4.48
长期投资	-71.54	-7.16	-11.42	-1.32
其他	48.38	14.87	15.36	16.15
筹资活动现金流	-5.21	-12.79	-8.72	-17.54
短期借款	10.00	2.00	9.00	3.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-15.22	-14.79	-17.72	-20.54
现金净增加额	-0.72	7.53	7.42	13.48

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	190.76	207.98	224.80	240.23
营业成本	115.83	121.10	132.30	140.50
营业税金及附加	0.96	1.35	1.41	1.47
营业费用	10.86	12.71	13.70	14.50
管理费用	40.92	41.60	42.71	43.24
财务费用	-0.64	-0.61	-0.66	-0.69
资产减值损失	-1.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.23	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.24	14.56	15.06	15.86
营业利润	23.54	35.52	38.55	44.37
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	23.42	35.52	38.55	44.37
所得税	3.33	4.64	5.05	5.89
净利润	20.08	30.88	33.50	38.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	20.08	30.88	33.50	38.47
EBITDA	18.92	37.00	39.84	45.93
EPS(元)	0.14	0.22	0.24	0.27

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	6.55%	9.02%	8.09%	6.86%
营业利润增速	203.12%	50.92%	8.52%	15.09%
归属母公司净利润增	191.20%	53.76%	8.47%	14.86%
毛利率	47.86%	47.57%	47.90%	48.20%
净利率	10.53%	14.85%	14.90%	16.02%
ROE	3.88%	5.76%	6.06%	6.72%
ROIC	1.36%	5.49%	5.69%	6.31%
资产负债率	16.89%	17.35%	18.59%	18.94%
净负债比率	-6.67%	-7.68%	-7.32%	-9.11%
流动比率	5.37	5.13	4.72	4.61
速动比率	4.79	4.60	4.24	4.16
总资产周转率	0.31	0.33	0.34	0.35
应收账款周转率	1.44	1.64	1.68	1.69
应付账款周转率	6.96	7.58	6.95	7.10
每股收益	0.14	0.22	0.24	0.27
每股经营现金	0.20	0.13	0.12	0.15
每股净资产	3.69	3.81	3.94	4.08
P/E	38.97	25.34	23.37	20.34
P/B	1.51	1.46	1.42	1.37
EV/EBITDA	45.49	17.19	15.98	13.61
P/S	4.10	3.76	3.48	3.26

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

范想想 北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018 年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第 14 届机器人大赛团体第一名，FPM 学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn