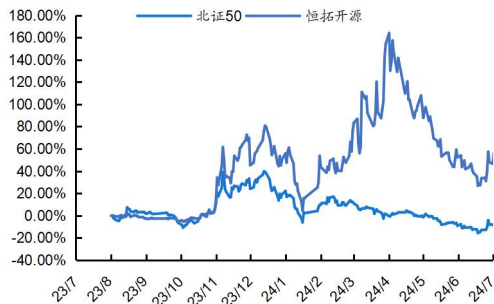


研究所: 罗琨 S0350522110003
 证券分析师: luok@ghzq.com.cn
 傅麒麟 S0350524080001
 傅麒麟: fuqc@ghzq.com.cn

空管系统领军企业，民航信息化服务多元布局

——恒拓开源（834415）北交所公司深度报告

最近一年走势



相对北证 50 表现		2024/8/22		
表现	1M	3M	12M	
恒拓开源	-1.08	-22.83	45.00	
北证 50	-9.85	-16.32	-17.53	

市场数据		2024/8/22
当前价格(元)		5.51
52 周价格区间(元)		5.26-7.28
总市值(百万)		774.22
流通市值(百万)		759.76
总股本(万股)		14,051
流通股本(万股)		137,886,914
过去 3 月日均成交额(百万)		31.43
近一月换手(%)		102.12%

投资要点:

- 专注于民航信息化领域，拥有自主知识产权的技术与服务供应商。**恒拓开源于 2007 年成立，2021 年成为北交所首批上市企业之一。经过多年发展，恒拓开源已成为国内民航信息化安全运行领域的核心软件供应商，实现了对 Sabre、Jeppesen 等国外软件厂商的可靠替代，业务范围逐步向政务、电信、汽车、制造业及医药健康等领域拓展。公司主营业务类型涵盖软件开发及技术服务、系统集成及其服务、运维服务，覆盖航空公司和机场方向客户。2023 年公司营业收入 1.91 亿元，同比增长 6.55%，归母净利润 0.20 亿元，同比增长 191.20%。2024Q1 公司营业收入 0.33 亿元，同比增长 9.79%，归母净利润 0.03 亿元，同比-30.56%。
- 民航信息化建设持续深化，低空经济助推发展。**自 2000 年以来，国内每年新增的软件与信息服务企业数量呈现逐年上升的趋势，据工信部官网，2023 年国内新增软件与信息服务企业数量已经达到 38 万余家，累计完成软件业务收入 123258 亿元、信息技术服务业务收入 81226 亿元。据 SITA 数据显示，航空公司和机场在 IT 方面支出在 2019 年分别达到 496 亿美元和 88 亿美元，随后受疫情等因素导致行业发展回落，2020-2023 年航空运输业逐渐复苏 IT 支出呈现增加趋势，分别从 290 亿美元增长至 345 亿美元、从 41 亿美元增长至 108 亿美元。据智研咨询公众号统计数据显示，2024 年 1 月至 2 月期间，我国民用航空运输总周转量达到 232.5 亿吨公里，同比增长 51.8%，其中，国内航线总周转量为 160.8 亿吨公里，国际航线总周转量为 71.8 万吨公里。同期，我国民用航空客运量达到 1.2 亿人次，同比增长 44.4%；货运量亦实现 129.9 万吨，同比增长 38%。
- 航空 IT 优势凸显，并购外延拓展新成长空间。**恒拓开源依托国内地域优势，在确保产品技术先进、稳定、可靠并符合我国国情和个性化需求的前提下，成本低于国外同类产品。据公司官网，公司在 2023 年成功取得包括医药业务上游大数据平台 V1.0、航空飞行员飞行资质管理系统平台 V1.0、数字化放行系统 V1.0 等 32 项计算机软件著作权登记证书。公司在民航领域持续深化的同时积极提供定制化应用软件开发和信息技术服务外包，以满足不同客户在民航、政务、电信、汽车、制造业及医药健康等领域的多样化需求。此外，公司在 2014 年起即开始布局通用航空，并在 2024 年正式布局低空事业部。且公司在 2023 年成功中标多个重大项目，如昆明航空飞行员技

能全生命周期管理系统建设项目、江西航空客服中心综合系统采购项目以及长龙航空运价管理平台系统项目，并成功收购了亿迅信息技术有限公司（以下简称“亿迅信息”）40%的股权，未来有望实现新增长点。

- **盈利预测与投资评级：**恒拓开源是国内航空 IT 行业领先企业，专注于民航信息化领域。公司业务已逐步从民航领域拓展至医疗健康、汽车、金融、数字政务等；自 2023 年起加大研发投入，积极探索低空经济产业领域，2024 年，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，有望受益于数字经济建设发展。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2.11/2.34/2.59 亿元，同比分别为+11%/+11%/+11%，预计归母净利润分别为 0.27/0.30/0.34 亿元，同比分别为+33%/+14%/+11%，对应 PE 分别为 29/25/23 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**对航空行业依赖及盈利波动的风险；前瞻性技术创新的风险；市场竞争风险；技术升级迭代风险；核心技术人员流失的风险；应收账款发生坏账的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	191	211	234	259
增长率（%）	7	11	11	11
归母净利润（百万元）	20	27	30	34
增长率（%）	191	33	14	11
摊薄每股收益（元）	0.14	0.19	0.22	0.24
ROE（%）	4	5	5	5
P/E	42.47	29.09	25.42	22.90
P/B	1.73	1.37	1.29	1.22
P/S	4.69	3.67	3.31	2.99
EV/EBITDA	45.49	18.98	16.38	14.48

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 开源技术和软件服务供应商，助推民航安全运行	5
1.1、 空管系统领军企业，股权结构清晰稳定	5
1.2、 营收逐步回温，持续加大研发投入	6
2、 民航信息化建设持续深化，低空经济助推发展	9
2.1、 国内软件和信息服务业稳步发展，可有效赋能航空运输	9
2.2、 航空运输业逐渐复苏，民航信息化建设持续深化	11
2.3、 民航信息化领域参与者数量相对有限，市场集中度较高	15
2.4、 核心技术国产化率提升势在必行，低空经济发展打开市场空间	16
3、 航空 IT 优势凸显，并购外延拓展新成长空间	19
3.1、 航空产品案例经验丰富，研发扩充技术优势	19
3.2、 客户资源深厚，创设低空事业部	21
3.3、 企业收并购与战略合作扩展竞争优势	22
4、 盈利预测与投资评级	23
5、 风险提示	24

图表目录

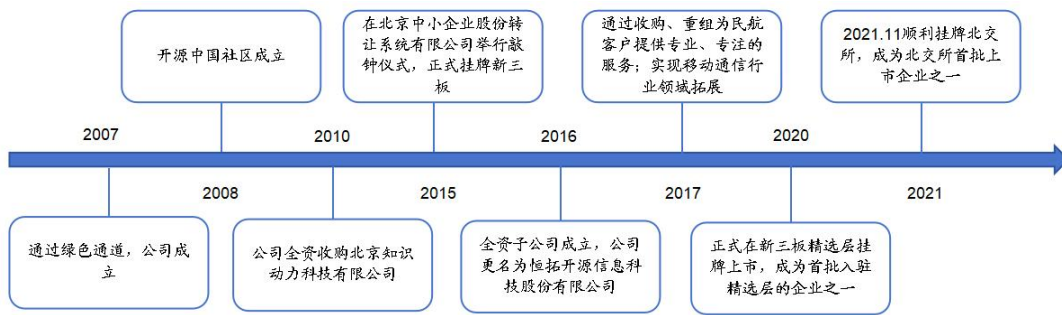
图 1: 恒拓开源发展历程	5
图 2: 恒拓开源股权结构 (截至 2024.03.31)	5
图 3: 公司 2020-2024Q1 营业收入及同比增速	7
图 4: 公司 2020-2024Q1 归母净利润及同比增速	7
图 5: 公司 2020-2023 年主营业务收入分产品占比	8
图 6: 公司 2020-2024Q1 销售净利率与销售毛利率	8
图 7: 公司 2020-2024Q1 各项期间费率	8
图 8: 公司 2020-2024Q1 研发费用及同比增速	8
图 9: 2023 年中国软件业分类收入结构	9
图 10: 2012-2023 年中国软件业务和信息技术服务业务收入情况	10
图 11: 恒赢智航数字中台产品赋能智慧民航发展	10
图 12: 恒赢智航航空商业智能架构	10
图 13: 部署或计划部署商业智能运营计划的航空公司百分比	11
图 14: 2019-2023 年全球航空公司 IT 支出	11
图 15: 2019-2023 年全球机场 IT 支出	11
图 16: 2008-2023 年国内民用航空通航机场数量	12
图 17: 2014-2023 年中国民航旅客运输量及增速	13
图 18: 2014-2023 年中国民航旅客周转量及增速	13
图 19: 2014-2023 年中国民航货邮运输量及增速	13
图 20: 2014-2023 年中国民航货邮周转量及增速	13
图 21: 低空经济商业化应用概念图	17
图 22: 低空经济三大感知体系	17
图 23: 哈尔滨联合飞机大型无人直升机产业基地无人机产品	18
图 24: 低空经济示意图	18
图 25: 运行控制管理界面	19
图 26: 机组资源管理界面	19
图 27: 飞行运营领域产品	20
图 28: 公司技术人才与支持模式	20
图 29: 公司合作伙伴	21
图 30: 亿迅信息技术有限公司部分合作客户	22
表 1: 恒拓开源业务及产品布局	6
表 2: 2023-2024 年中国民用航空运输行业相关政策	14
表 3: 公司信息化领域部分竞争企业	15
表 4: 低空经济空域划分及对应商业化应用场景	16
表 5: 恒拓开源业务及产品布局预测	23

1、开源技术和软件服务供应商，助推民航安全运行

1.1、空管系统领军企业，股权结构清晰稳定

专注于民航信息化领域，拥有自主知识产权的技术与服务供应商。恒拓开源专注于民航信息化领域，主要业务方向包括：（1）智慧航空公司系列产品，包括航班运行控制（FOC）管理解决方案、营销服务管理解决方案、机务维修管理解决方案；（2）智慧机场系列产品，包括基于机场综合保障所需的指挥调度、安全监控、航油管理等领域的整体解决方案。公司于2007年成立，2021年成为北交所首批上市企业之一。经过多年发展，恒拓开源已成为国内民航信息化安全运行领域的核心软件供应商，实现了对 Sabre、Jeppesen 等国外软件厂商的可靠替代，业务范围逐步向政务、电信、汽车、制造业及医药健康等领域拓展。

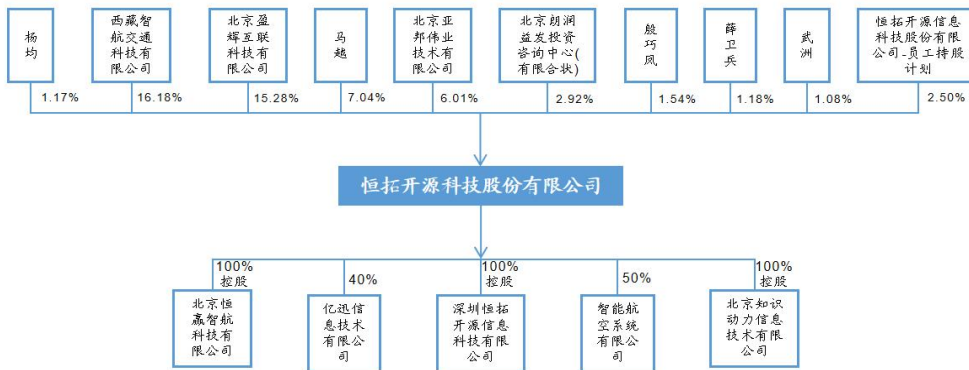
图 1：恒拓开源发展历程



资料来源：公司官网、国海证券研究所

实控人专业技术背景深厚，设立股权激励计划助力长期发展。截至2024年3月31日，恒拓开源前十大股东持股比例为54.89%，实控人马越先生（美国俄克拉荷马市大学软件工程学硕士研究生背景出身，曾任软件工程师）与董事长武洲、总经理刘德永等为一致行动人，通过直接、间接控制等方式控制公司24.24%的股份（截至2023.12.31），为公司第一大股东。核心管理层人员持有公司股份与股东利益一致，公司设有员工持股计划有助于吸引和稳定核心人才，有利于公司长期稳定发展。

图 2：恒拓开源股权结构（截至2024.03.31）



资料来源：iFinD、国海证券研究所

主营业务类型涵盖软件开发及技术服务、系统集成及其服务、运维服务，覆盖航空公司和机场方向客户。（1）软件开发及技术服务方面：公司与客户签订合同，调研客户个性化需求和应用环境，结合技术框架设计定制化方案，进行代码开发工作，配合硬件平台测试，对客户进行培训，验收后正式上线交付；（2）系统集成及其服务业务方面：公司根据客户要求分析其信息系统技术需求，提出系统架构和具体项目方案（包括软、硬件选配），组织采购和现场实施，搭建平台、配置软件和应用，实施完成后进行测试、试运行和培训，最后组织验收和交付；（3）运维业务方面：公司主要是为原有客户提供系统升级、改造和维护，通常客户更换行业应用软件或整体解决方案涉及服务端、终端软件重装，硬件环境更换调试，人员重新培训与适应，成本高昂；因此，客户首次采购后不会轻易更换，而是在新业务应用需要时要求服务提供商进行升级、改造和维护。

表 1：恒拓开源业务及产品布局

业务类型	产品及服务类别	定价法方式	案例及图示
软件开发及技术服务	1) 智慧航空公司：航班运行控制(FOC)管理解决方案、营销服务管理解决方案、机务维修管理解决方案等	定制化软件开发：签订总价合同，根据客户需求、技术要求、开发难度、开发周期等因素，对项目工作量、投入人数进行分析评估，根据预计成本加一定合理利润率，进行市场化综合定价	运行控制管理：  航空安全管理： 
	2) 智慧机场：指挥调度管理解决方案等	人员定量技术开发服务：根据服务内容、开发人员级别及数量、预计服务期限、考核方式等因素，综合考虑人员的薪酬，依据工作量和对应结算单价进行市场化定价	指挥调度管理整体解决方案业务： 
	3) 其他行业：定制化软件开发及信息技术外包服务		
系统集成及其服务	智慧机场：智慧航油管理解决方案、车辆运营监控管理解决方案、机场无线宽带专网解决方案等	根据客户的要求测算所需软件、硬件、专网使用相关成本，结合现场实施、安装调试难度，综合考虑客户购买数量和复购频次因素，进行市场化综合定价	智慧航油管理解决方案业务： 
运维服务	基于相关软件开发、系统集成业务的后期运行维护，主要包括系统保障、升级服务、紧急故障处理服务、技术支持服务、巡检等	一般在前期开发的软件、系统集成基础上，根据客户运维要求、人员数量、服务期限、利润率水平等因素，进行市场化综合定价	全生命周期的持续交付流程： 

资料来源：公司招股书、国海证券研究所

1.2、营收逐步回温，持续加大研发投入

受民航业发展态势影响，营收业绩下滑后趋于稳定。2020-2023 年恒拓开源实现营业收入分别为 2.18/1.96/1.79/1.91 亿元，取得归母净利润分别为 0.21/0.23/0.07/0.20 亿元。公司主要收入来自航空业，受行业层面影响 2022 年国内民航业面临经济下行、汇率波动、油价高企等多重不利因素的交织叠加，致使公司当期系统集成及其服务业务减少，导致归母净利润下滑较大；2023 年公司系统集成及其服务业务与运维服务业务收入规模持续增加，实现营收增速转逆为增，归母净利润逐步恢复。2024 年第一季度公司实现营业收入 0.33 亿元，同比+9.79%；取得的归母净利润 0.03 亿元，同比-30.56%，公司收入业绩呈现季节性特征。

图 3：公司 2020-2024Q1 营业收入及同比增速

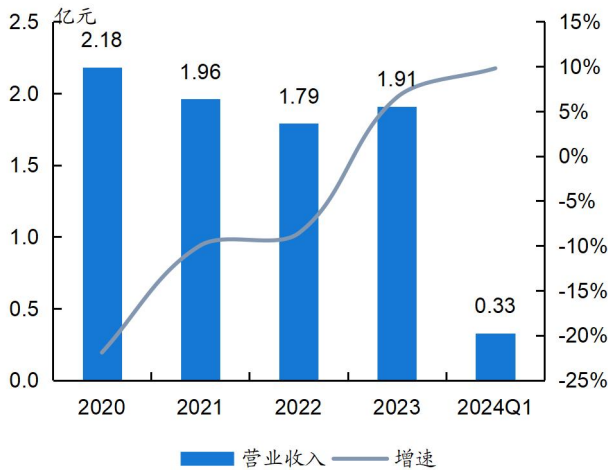
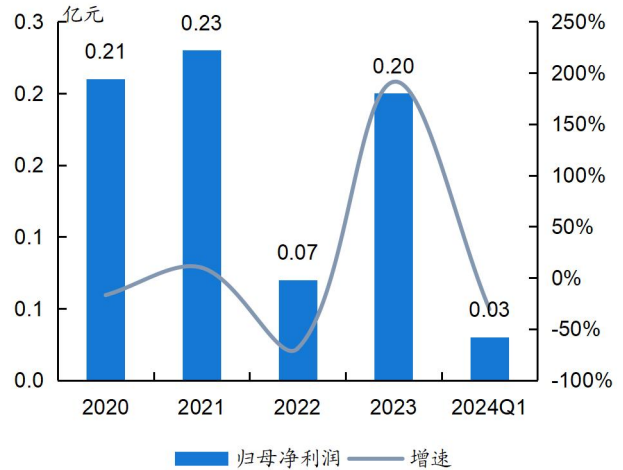


图 4：公司 2020-2024Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD、国海证券研究所

资料来源：iFinD、国海证券研究所

软件开发及技术服务产品在公司营收中占比最高，是公司收入的主要来源。公司主营业务收入主要为软件开发及技术服务、系统集成及其服务以及运维服务产品，其中软件开发及技术服务产品是公司收入的主要来源，2020-2023 年，软件开发及技术服务产品收入占比分别为 56.63%/60.44%/66.50%/62.28%，系统集成及其服务产品收入占比分别为 34.98%/27.65%/19.77%/22.88%，运维服务产品收入占比分别为 8.38%/11.91%/13.74%/14.84%。2022 年系统集成及其服务产品受多重不利因素影响后档期建设项目减少，收入有所下降；运维服务产品收入随运维服务项目个数、覆盖区域项目规模增加同步增长。

公司综合毛利率维持在 42%左右，盈利能力较强。2020-2023 年恒拓开源毛利率水平分别为 39.75%/44.07%/39.83%/39.28%，净利率水平分别为 9.48%/11.58%/3.93%/10.53%。毛利率方面，公司在 2022 年由于上期部分高毛利的系统集成业务本期未能延续，导致毛利率呈现下降，此外由于公司客户所处行业尚在恢复中，客户软件投资预算受限，因此软件开发及技术服务业务方面毛利率较过往有下降。净利率方面，2022 年公司受民航业发展影响，销售净利润较往期呈现较大下降。2024 年第一季度公司毛利率为 49.29%，净利率为 9.23%。

图 5：公司 2020-2023 年主营业务收入分产品占比

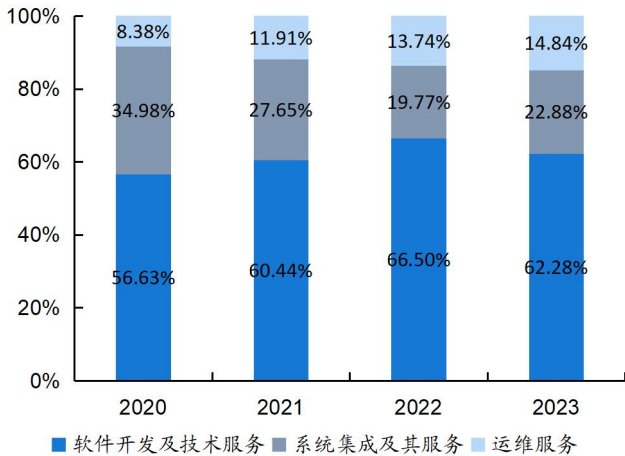
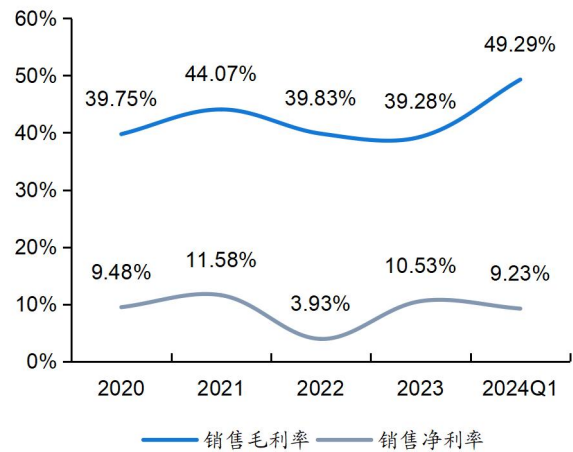


图 6：公司 2020-2024Q1 销售净利率与销售毛利率



资料来源：iFinD、国海证券研究所

资料来源：iFinD、国海证券研究所

销售费用/管理费用投入水平较为稳定，2023/2024Q1 逐步加大研发投入。期间费用方面，（1）2020-2023 年管理费率持续在 18%以上、销售费用率稳定在 5.6%-7.2%之间；2024 年第一季度销售费率为 7.18%，管理费率为 32.86%。

（2）研发投入方面，2020-2023 年研发费用从 1094.09 万元增长至 1357.09 万元，研发费率从 5.03%增长至 7.11%，研发投入变化较小，但总体趋势增长缓慢；2022 年研发费用 1120.39 万元，同比增长 5.63%，投入主要用于智慧空管前期预研项目、中台相关、安检移动工作台、智慧加油系统、智慧航油云平台等项目建设；2023 年研发费用 1357.09 万元，同比增长 21.13%，主要用于航空智慧一体化平台研发项目、车辆定位及运营监控平台、航空飞行员技能提升管理平台产品研发项目、航油电子签单系统、智慧航油云平台等项目的制造；2024 年第一季度研发费率为 7.18%，研发费用为 239.83 万元，较去年同期增长 67.05%。

图 7：公司 2020-2024Q1 各项期间费率

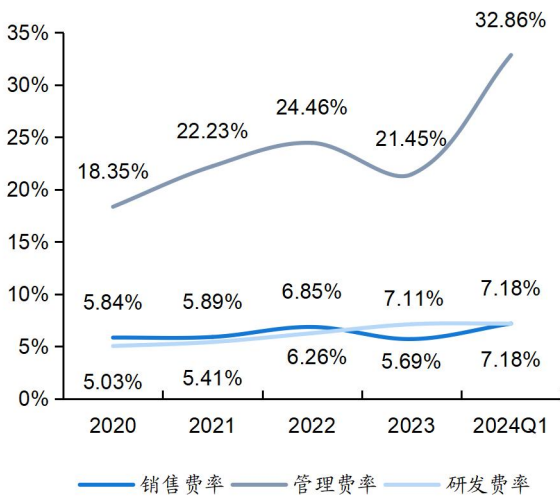
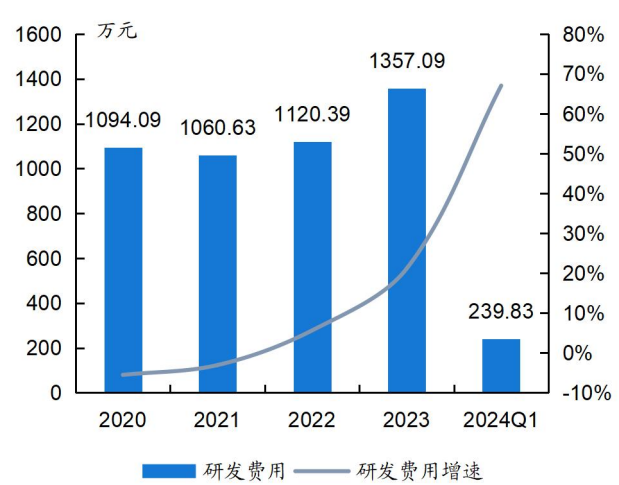


图 8：公司 2020-2024Q1 研发费用及同比增速



资料来源：iFinD、国海证券研究所

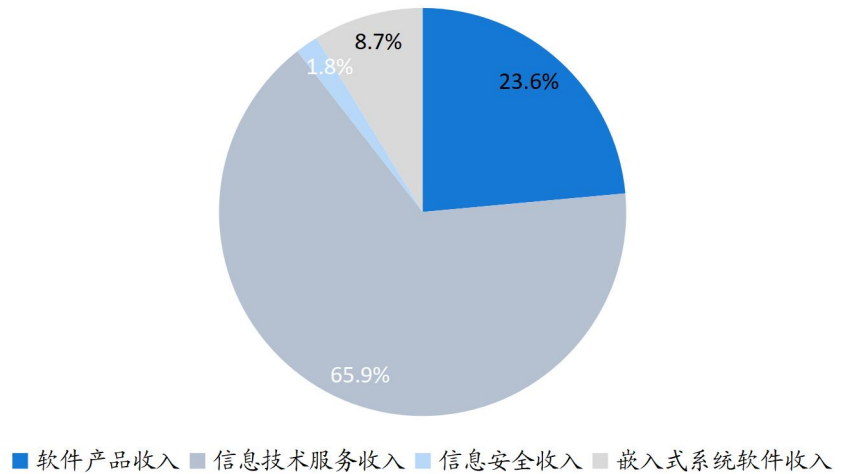
资料来源：iFinD、国海证券研究所

2、民航信息化建设持续深化，低空经济助推发展

2.1、国内软件和信息服务业稳步发展，可有效赋能航空运输

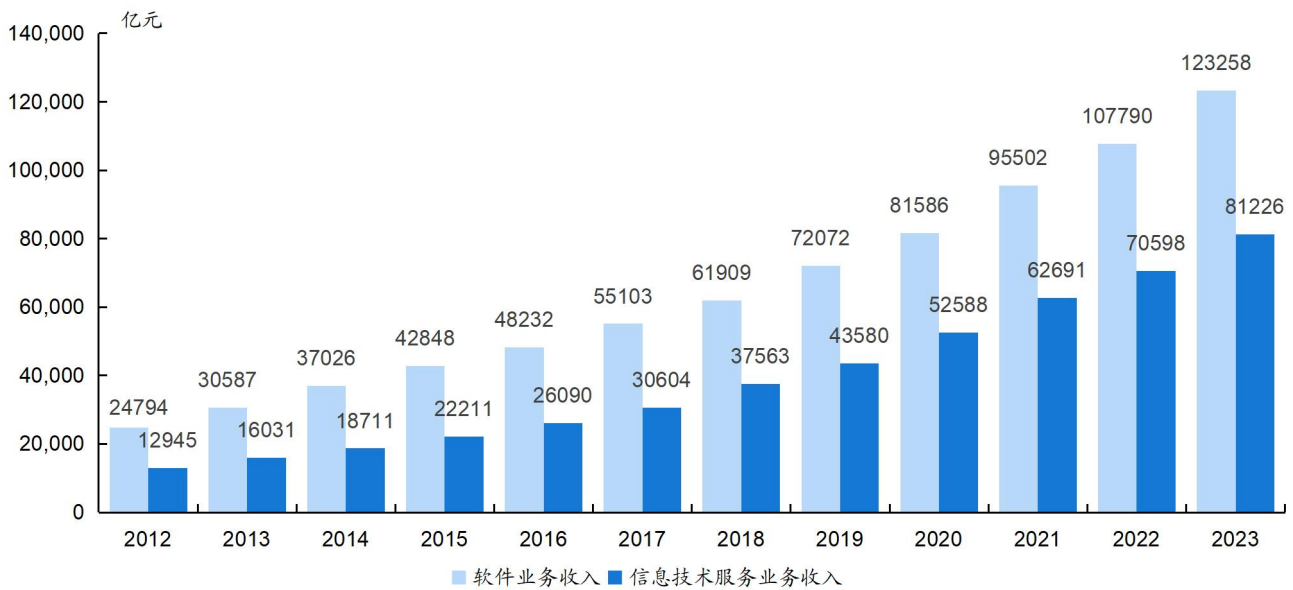
软件和信息服务业关系着国民经济发展，2023年国内市场规模已超10万亿元。软件和信息服务业是指利用计算机、通信网络等技术对信息进行生产、收集、处理、加工、存储、运输、检索和利用，并提供信息服务的业务活动，关系着国民经济和社会发展全局的基础性、战略性、先导性，具有技术更新快、产品附加值高、应用领域广、渗透能力强、资源消耗低、人力资源利用充分等特点，对经济社会发展具有重要的支撑和引领作用。国内软件和信息服务业经过近二十年的发展市场规模已超10万亿人民币。据前瞻经济学人公众号统计，自2000年以来国内新增的软件与信息服务企业数量年度数据呈现上升趋势，截至2023年国内新增软件与信息服务企业数量已经达到38万余家，其中软件开发企业近14万家、信息系统集成和物联网技术服务企业数量达3.2万家，据工信部官网数据，2023年，全国软件和信息服务业规模以上企业超3.8万家，累计完成软件业务收入123258亿元，同比增长13.4%，信息技术服务业务收入81226亿元，同比增长14.7%。

图9：2023年中国软件业分类收入结构



资料来源：iFind、国海证券研究所

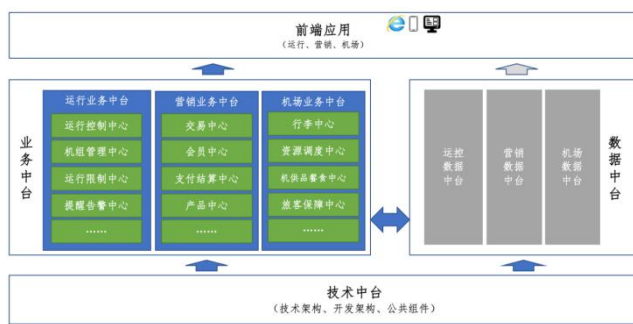
图 10: 2012-2023 年中国软件业务和信息技术服务业务收入情况



资料来源: iFinD、国海证券研究所

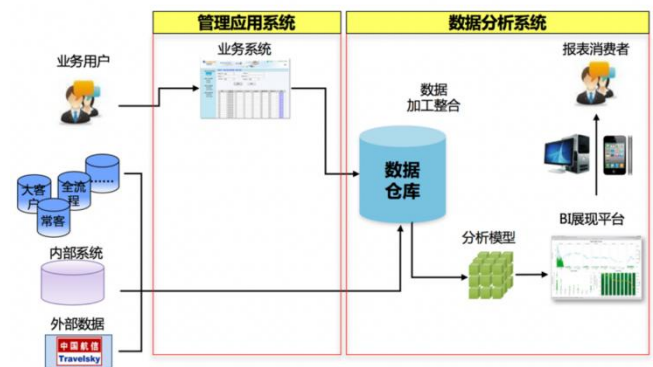
国内“民航信息化”总体发展基础良好，智慧民航发展正在进行。国内民航信息化工作自 20 世纪 80 年代起步，信息化基础设施趋于完善，大批信息系统已逐步建成并投入运行，实现了部分数据共享和分析，为安全和服务提供了保障。近年来民航局积极推动智慧民航建设，加快推进行业数字化转型发展，扩大智慧民航建设试点范围，加快推进行业大数据中心建设，加强民航关键信息基础设施和重要生产运行的保护，智慧民航发展正在进行。

图 11: 恒赢智航数字中台产品赋能智慧民航发展



资料来源: 恒赢智航官网

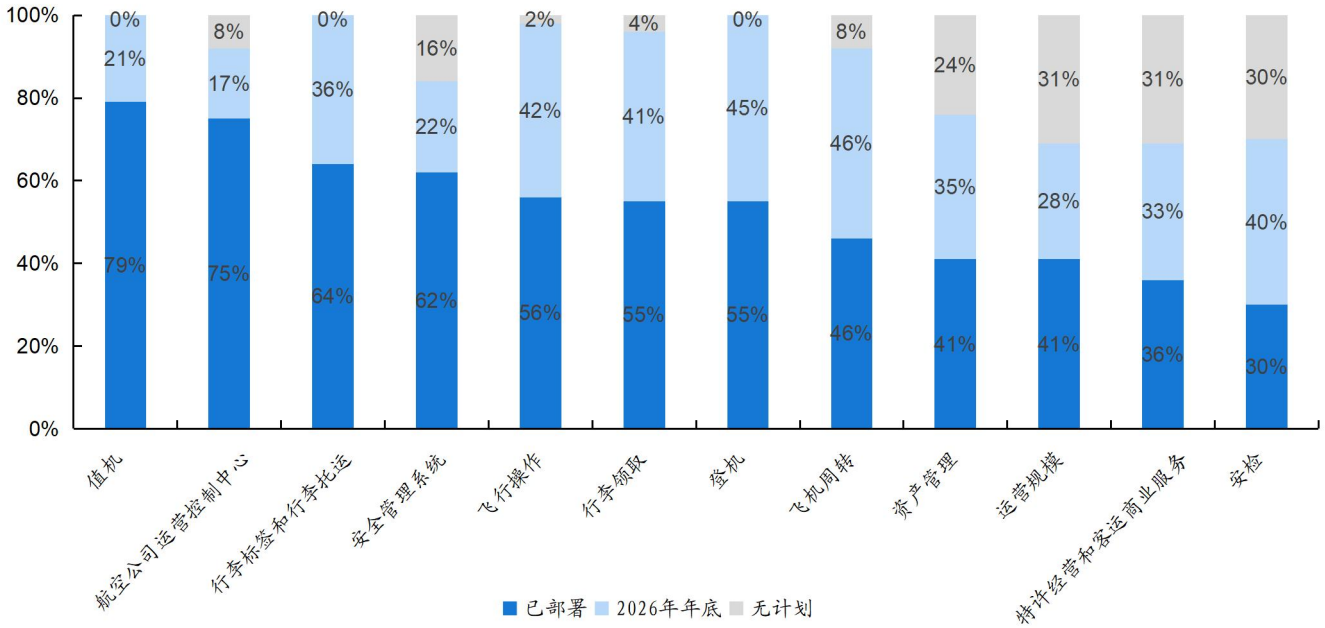
图 12: 恒赢智航航空商业智能架构



资料来源: 恒赢智航官网

智慧民航发展可有效提升工作效率和旅客体验。据《SITA 2023 年航空运输业 IT 洞察》报告显示，得益于旅游业市场的恢复所导致的需求增加，机场在 2022 年、2023 年 IT 支出占收入的比例也有所提高，技术将在新一代旅行体验中发挥重要作用。借助“IT”技术的运用，航空公司和机场除却在提升旅客体验方面以外，可提升了值机、行李运输和登机环节的效率。与此同时生物识别技术也正被日益普遍地用来减少机场排队现象。据中国民航网（2024/2），70%的航空公司预计 2026 年将实行生物识别 ID 管理，90%的机场计划投资该领域的重大项目或研发工作。

图 13: 部署或计划部署商业智能运营计划的航空公司百分比



资料来源: 航旅新零售公众号 (2024/2/7)、国海证券研究所

2.2、航空运输业逐渐复苏, 民航信息化建设持续深化

航空运输业逐渐复苏, 趋势有望延续。据《SITA 2023 年航空运输业 IT 洞察》报告显示, 2019 年全球航空公司和全球机场在 IT 方面支出分别为 496 亿美元和 88 亿美元, 随后疫情来临、航空运输业发展回落; 随后 2020-2023 年逐渐复苏, 航空公司和机场在 IT 方面支出分别从 290 亿美元增长至 345 亿美元、从 41 亿美元增长至 108 亿美元, 趋势有望延续, 投资重点主要包括 BI (商业智能) 和 AI (人工智能)。随着 2023 年生成式 AI 的快速兴起和应用, 航空公司正通过投资变革性技术, 应对运营挑战, 优化旅客体验, 推进环境可持续发展, 实现更为绿色的运营前景, 包括无接触身份验证、自助服务解决方案、实时监控等。

图 14: 2019-2023 年全球航空公司 IT 支出

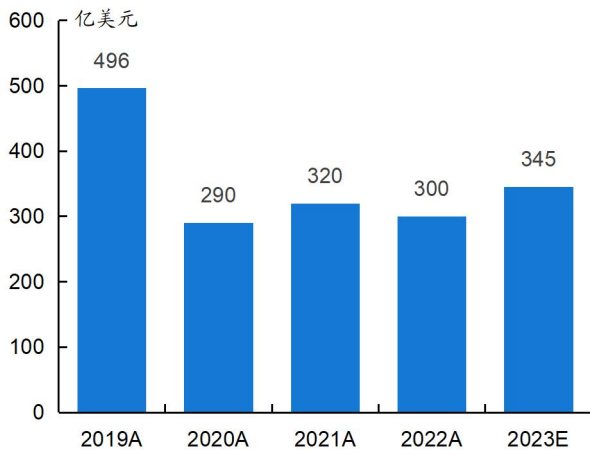
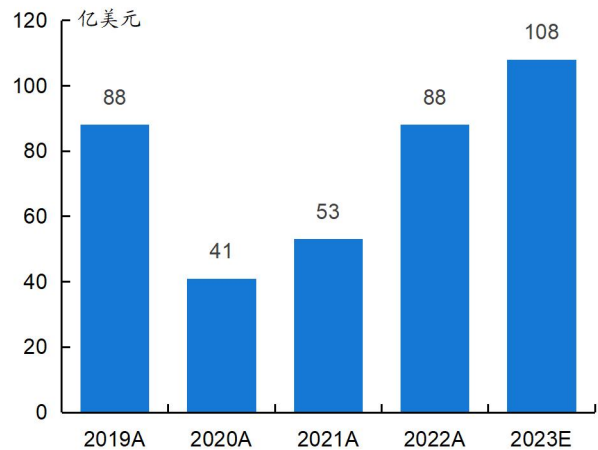


图 15: 2019-2023 年全球机场 IT 支出

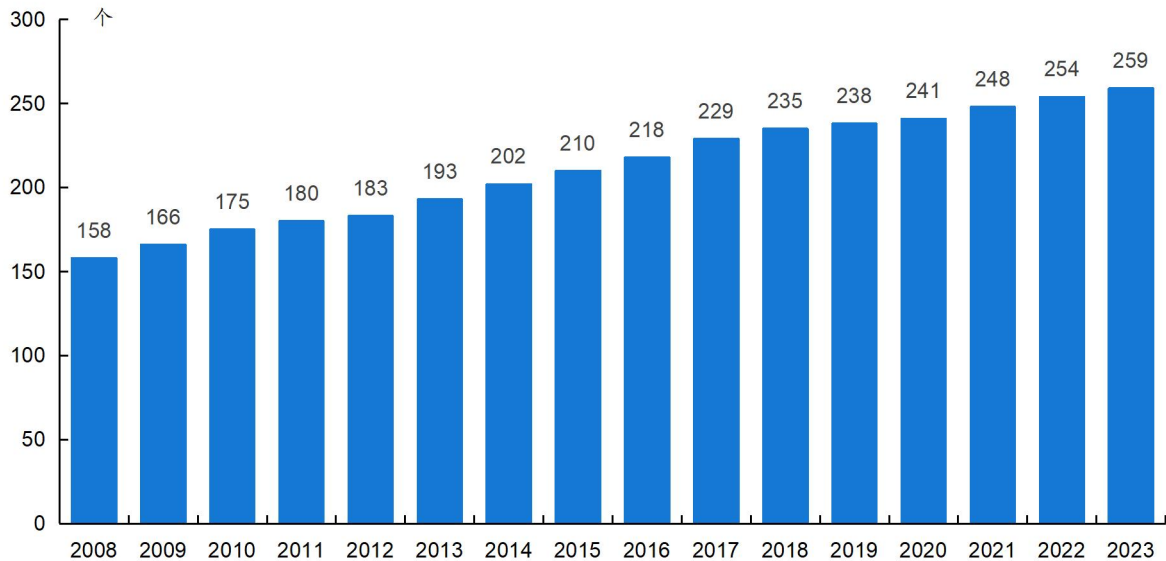


资料来源: 航旅新零售公众号 (2024/2/7)、国海证券研究所

资料来源: 航旅新零售公众号 (2024/2/7)、国海证券研究所

近年来，我国民航运输机场和运输飞机的数量呈现稳步增长的态势。据中国民用航空局数据，2008至2023年，国内民用航空通航机场数量从158个增长至259个；国内航空运输业的经营效率亦实现了稳步提升。据中国民航局官网显示，2024年1月至2月期间，国内民用航空运输总周转量达到232.5亿吨公里，同比增长51.8%，其中，国内航线总周转量为160.8亿吨公里，国际航线总周转量为71.8亿吨公里。同期，我国民用航空客运量达到1.2亿人次，同比增长44.4%；货运量亦实现129.9万吨，同比增长38%。

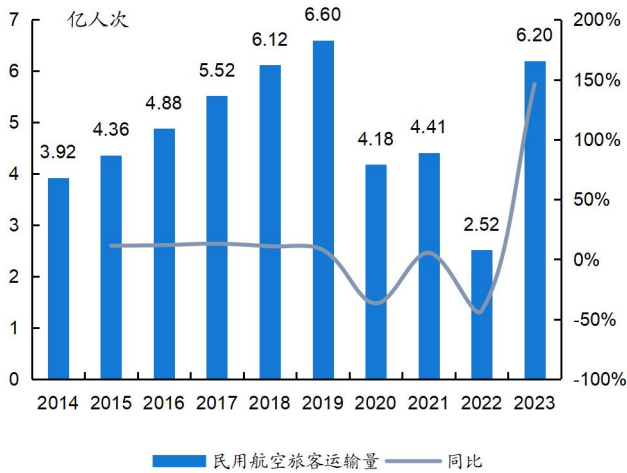
图 16: 2008-2023 年国内民用航空通航机场数量



资料来源：中国民用航空局、iFinD、国海证券研究所

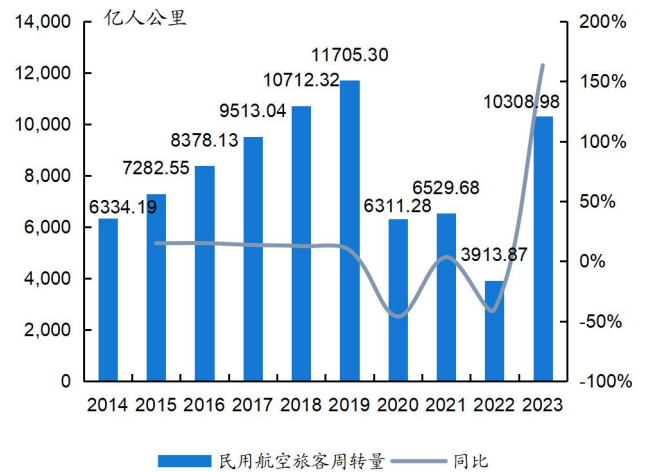
航空运输业在遭遇疫情后逐渐复苏，旅客运输、民航货运情况好转。据国家统计局和中国民用航空局数据显示，中国民航旅客运输量在2023年达到6.20亿人次，同比增长146.15%；中国民航旅客周转量在2023年达到10308.98亿人公里，同比增长163.40%；中国民航货邮运输量在2023年达到735.38万吨，同比增长21.03%；中国民航货邮周转量在2023年达到283.62亿吨公里，同比增长11.62%。据此，航空运输业在2023年呈现出良好的复苏趋势，旅客运输、民航货运情况好转。

图 17: 2014-2023 年中国民航旅客运输量及增速



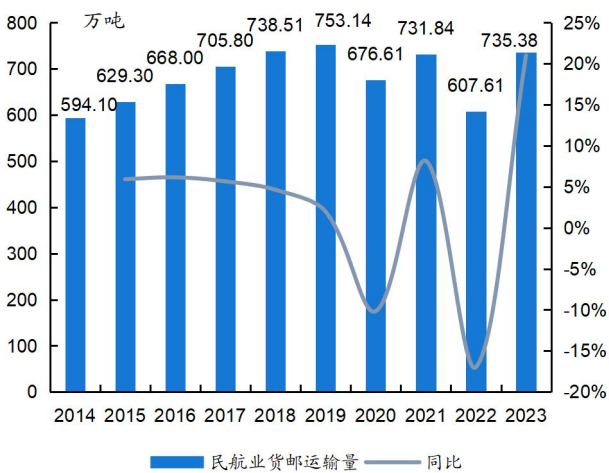
资料来源: 国家统计局、iFinD、国海证券研究所

图 18: 2014-2023 年中国民航旅客周转量及增速



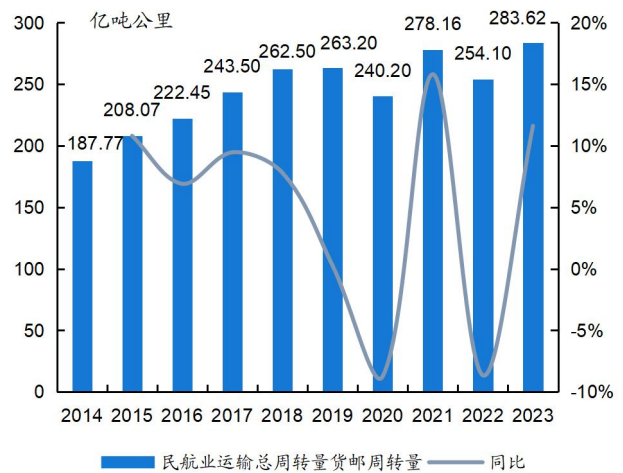
资料来源: 国家统计局、iFinD、国海证券研究所

图 19: 2014-2023 年中国民航货邮运输量及增速



资料来源: 中国民用航空局、iFinD、国海证券研究所

图 20: 2014-2023 年中国民航货邮周转量及增速



资料来源: 中国民用航空局、iFinD、国海证券研究所

民航业发展持续获得政策支持。自 2023 年起,我国已陆续制定并实施多项政策以明确民用航空运输的发展方向,其内容具体涵盖了稳定外贸交易、推动智慧航空建设以及促进旅游消费等多个方面,为相关企业营造了优良的经营环境,为我国民航业的进一步发展奠定了坚实的政策支撑。2023 年 9 月,国务院颁布《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》,加快推进了中西部支线机场建设,推动打造一批旅游公路、国内水路客运旅游精品航线,完善了旅游航线网络;2024 年 3 月,成都东部新区管理委员会颁布《成都东部新区关于支持天府航空经济发展的若干政策(2024)》,提出支持开行国际货运航线,支持外贸企业利用天府国际机场口岸开展业务,支持发展冷链物流。对建设专业航空冷链物流仓的企业,建成投产后,按建设面积给予 300 元/平方米的补贴,单个企业最高奖励 100 万元。鼓励发展航空培训,鼓励航空企业扩大业务规模。

表 2: 2023-2024 年中国民用航空运输行业相关政策

颁布时间	具体部门	相关政策	具体内容
2023.4	国务院	《推动外贸稳规模优结构的意见》	尽快推进国际客运航班特别是国内重点航空枢纽的国际客运航班稳妥有序恢复,推动中外航空公司复航增班,更好为商务人员往来提供航空运输保障。各地方、商协会组织汽车企业与航运企业进行直客对接,引导汽车企业与航运企业签订中长期协议。
2023.7	中国民航局	《关于落实数字中国建设总体部署加快推动智慧民航建设发展的指导意见》	民航安全生产、航空服务、绿色发展、政府监管、行业文化是数字化赋能民航高质量发展的五个重要领域。以“出行一张脸、物流一张单、通关一次检、运行一张网、监管一平台”为场景驱动,筑牢安全发展底线,坚持智慧民航建设主线,拓展绿色发展上线,构建产业联盟阵线,加快民航数字化转型升级,提高行业全要素生产率。
2023.9	国务院	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	加快推进中西部支线机场建设,推动打造一批旅游公路、国内水路客运旅游精品航线,完善旅游航线网络。推动将旅游城市纳入“干支通、全网联”航空运输服务网络。增加与入境旅游主要客源国、周边国家的航线,加密航班频次,提高航空出行便利性。
2023.12	山东省人民政府	《2024 年“促进经济环境向好、加快绿色低碳高质量发展”政策清单(第一批)》	优化国际航空货运补贴标准,鼓励新开加密北美和欧洲货运航线,对航空公司在山东省设立运营基地或子公司给予一次性补贴。
2024.2	生态环境部和 中国民航局	《关于加强环境影响评价管理推动民用运输机场绿色发展的通知》	强化源头防控噪声污染,提出限制高噪声航空器运行、优化起降跑道、实施低噪声飞行程序、控制运行架次和时段、调整跑道构型方位等措施。加强运营管理措施,通过提高航空器及车辆、设备等地面运行效率以及空管效率,减少飞机尾气排放。
2024.3	成都东部新区 管理委员会	《成都东部新区关于支持天府航空经济发展的若干政策(2024)》	支持开行国际货运航线,支持外贸企业利用天府国际机场口岸开展业务,支持发展冷链物流。对建设专业航空冷链物流仓的企业,建成投产后,按建设面积给予 300 元/平方米的补贴,单个企业最高奖励 100 万元。鼓励发展航空培训,鼓励航空企业扩大业务规模。
2024.3	工信部等四部 门	《通用航空装备创新应用实施方案(2024-2030 年)》	到 2027 年,以无人化、电动化、智能化为技术特征的新型通用航空装备在城市空运、物流配送、应急救援等领域实现商业应用。到 2030 年,以高端化、智能化、绿色化为特征的通用航空产业发展新模式基本建立,支撑和保障“短途运输+电动垂直起降”客运网络、“干-支-末”无人机配送网络、满足工农作业需求的低空生产作业网络安全高效运行。

资料来源: 智研咨询公众号、国海证券研究所

2.3、民航信息化领域参与者数量相对有限，市场集中度较高

民航信息化领域参与者数量相对有限，市场集中度较高。在民航信息化领域，中国航空运输业起步较晚，在信息化领域尤其是核心 IT 系统的建设落后于欧美发达国家。因安全要求及行业特性，民航信息化市场的门槛相对较高，参与者相对有限，市场集中度较高。恒拓开源的竞争对手主要有三类：（1）国外巨头如 Sabre、Jeppesen，其相较于国内企业具有相对规模大、行业进入历史长的优势，但是存在国内市场本土化弱势、效率低的缺点，目前在运控领域占有较大市场份额。（2）国内巨头如中国民航信息集团、东软集团、川大智胜、千方科技，其在营销系统、旅客管理系统等方面较强。（3）运控系统领域的创新企业，但总体业务规模相对较小。恒拓开源定位为整个民航领域 IT 解决方案提供商，在航空行业、服务空管或服务航空公司营销或服务机场指挥调度、安全监控等均有参与，与业内玩家差异化竞争。

表 3：公司信息化领域部分竞争企业

序号	公司名称	公司概况
1	Sabre	1996 年成立于美国，作为全球领先的旅游业技术提供商，主要面向航空公司、酒店、旅行社等用户提供软件、数据、移动和分销解决方案，包括乘客和客人预订、收入管理以及航班、网络和机组人员管理业务。Sabre 公司于 2014 年 4 月在美国纳斯达克证券交易所上市。
2	Jeppesen	成立于 1934 年，为波音旗下子公司，是全球专业的航图公司，与公司在民航信息化安全运行领域的直接竞争产品为计算机飞行计划系统（CFP）。
3	中国民航信息集团有限公司	组建于 2002 年，是航空旅游行业领先的信息技术及商务服务提供商，隶属于国务院国资委管理的中央企业。主营业务是面向航空公司、机场、机票销售代理、旅游企业及民航相关机构和国际组织，提供航空客运业务处理、机场旅客处理、航空货运数据处理、国际国内客货运收入管理系统应用和代理结算清算等服务。中国航信于 2001 年 2 月在香港联交所挂牌上市。
4	四川川大智胜软件股份有限公司	成立于 2000 年，是一家国内领先的空中交通管制行业软件与装备提供商，其主要产品包括空管自动化系统、航空仿真模拟机、三维人脸采集系统、城市智能交通综合管理系统等。川大智胜于 2008 年 6 月在深圳证券交易所上市。
5	北京远航通信信息技术有限公司	成立于 2004 年，是一家航空信息化解决方案和产品提供商。远航通主要业务为开发航班资源管理和飞行数据分析等应用系统，在 QAR 数据译码并深度挖掘上具有较为领先的技术优势。远航通现为 A 股上市公司北京千方科技股份有限公司的全资子公司。
6	上海小翼信息科技有限公司	成立于 2015 年，是春秋航空的全资子公司，致力于研发并推广航空行业一体化解决方案，主要产品包括维修管理系统、运行控制系统和安全管理系统等。
7	东华软件股份公司	成立于 2001 年，是一家专注于综合性行业应用软件开发、计算机系统集成和信息技术服务，致力于为客户持续提供行业整体解决方案和信息化服务。东华软件于 2006 年 8 月在深圳证券交易所上市。
8	中科软科技股份有限公司	成立于 1996 年，是一家从事计算机软件研发、应用、服务的大型专业化高新技术企业，公司业务以行业应用软件开发为核心，业务涵盖应用软件、支撑软件、系统集成等应用层次。中科软于 2019 年 9 月在上海证券交易所上市。

资料来源：Jeppesen 公司官网、公司招股说明书、国海证券研究所

2.4、核心技术国产化率提升势在必行，低空经济发展打开市场空间

提升民航业自主可控、推进重要信息系统关键技术和核心设备国产化率提升势在必行。根据《十四五民用航空发展规划》，推进民航重要信息系统关键技术和核心设备的安全可控和国产化替代是当前的重点任务之一。关键技术和核心设备的安全可控将成为民航领域发展的重要方向。这包括推进重要信息系统的安全可控性，确保民航运行的安全稳定。因此国产化替代将加速进行，行业未来的发展趋势是减少对外部供应链的依赖，提升民航业的自主可控能力。

低空经济产业发展打开航空系统信息化发展新篇章。据中航通信息研究所公众号，“低空经济”是指依托低空空域，以通用航空产业为核心所展开的经济活动，其涵盖领域广泛，包括但不限于低空飞行、航空旅游、科研教育等行业，以及相关的产业应用，如无人机、直升机等产品的生产制造。作为战略性新兴产业，低空经济拥有较长的产业链，具备强大的产业带动能力，在医疗、气象、农业等多个领域均展现出广泛的应用前景。而“低空空域”则通常指的是距离正下方地平线垂直距离在 1000 米以内的空中区域，根据特定地区的特点和实际需求，这一范围可适度扩展至 3000 米以下的空域。此外，低空经济与通用航空经济存在相似性，其关键差异在于“低空”这一特定范畴的界定。低空经济不仅涵盖了通航、警用和军用等传统领域，还扩展至以电动垂直起降飞行器（eVTOL）为主导的城市空中交通（UAM）等新兴应用场景。通用航空作为低空经济的核心产业，与无人机产业共同构成了未来低空经济的主导力量。

表 4：低空经济空域划分及对应商业化应用场景

空域类别	城市场景		非城市场景	
300-100 米 E 类空域	低空经济+旅游 低空经济+消防	传统通用固定翼飞机（量少） 载人 eVTOL（量大）	低空经济+旅游	传统通用固定翼飞机（最少）
120-300 米 G 类空域	低空经济+物流 低空经济+巡检	专用多旋翼飞机（量少）	低空经济+消防 低空经济+巡检	载物 eVTOL（量少-海岛、偏远地区） 直升机（量少-旅游场） 工业无人机（量大-巡逻、巡检、测绘）
0-120 米 W 类空域	低空经济+物流	消费级无人机（量大） 小物流无人机（量大） 限定类载人 eVTOL（量小）	低空经济+旅游 低空经济+农业	载物 SVTOL（量中-跨城物流） 限定类载人 eVTOL（量大-旅游景区） 植保无人机（量大）

资料来源：中航通信息研究所公众号、国海证券研究所

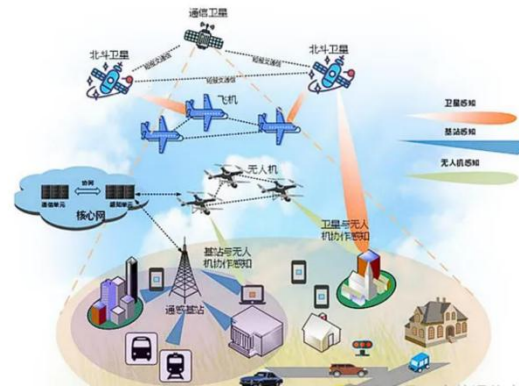
国家政策多方推动，助推低空经济行业发展。据战略前沿技术公众号报导，自2009年以来，国务院、民航局等部门发布多项关于低空空域、通用航空业、无人机等低空经济产业相关政策规划，并于2023年12月中央经济工作会议上被进一步划分为战略性新兴产业，在2024年首次将低空经济写入政府工作报告。据中航通信息研究所公众号，2024年4月17日国务院新闻办公室发布会上，国家发展改革委政策研究室主任金贤东表示，低空经济为前景广阔的战略性新兴产业，低空经济是新质生产力的典型代表，涉及物流运输、城市交通、农林植保、应急救援、体育休闲、文化旅游等领域，同时也涉及高端制造、人工智能等行业，具有服务领域广、产业链条长、业态多元等特点，对创造我国经济未来新增长点具有重要作用，且符合创新驱动发展战略要求。此外，近几年来，国家陆续出台了多项涉及低空空域管理改革、通航产业发展、无人驾驶航空器飞行管理等方面的指导文件，这也同样进一步助推了低空经济的行业发展。据国务院官网，中国低空经济规模在2023年已超过5000亿元，并有望在2030年有望达2万亿元。

图 21：低空经济商业化应用概念图



资料来源：中航通信息研究所公众号

图 22：低空经济三大感知体系



资料来源：中航通信息研究所公众号

多地区进行前瞻性布局，抢抓低空经济发展机遇。据新华网，自2024年1月以来，北京、广东、安徽、山西、四川等约18个省区市的政府工作报告均强调积极发展低空经济的政策，将其视为战略性新兴产业的重要增长点。广东作为国内低空经济的先行者之一，在2024年的政府工作报告中提出要创新城市空运、应急救援、物流运输等领域的应用场景，加快构建低空无人感知产业体系。其中深圳早在2023年初就将低空经济纳入政府工作报告。到了2024年初，深圳市更是出台了《深圳经济特区低空经济产业促进条例》，这也是全国首部低空经济产业促进的专项法规，该条例于2月1日正式实施，为低空经济的发展提供了有力保障。海南在2023年11月发布了《海南省无人驾驶航空器适飞空域图》，这是在全国范围内较早地做出的低空空域放开的尝试，为低空经济的持续发展奠定了基础。长三角城市也在积极布局低空经济。上海作为华东的航空枢纽，在其《打造未来产业创新高地发展壮大未来产业集群行动方案》中，低空经济发展是一大亮点，提出探索空中交通的新模式。南京在低空经济领域也早有布局，目前已集聚百余家相关企业，初步形成产业生态优势。东北老工业基地的黑龙江也加速竞逐低空经济的新赛道。2024年4月3日，总投资25亿元的哈尔滨联合飞机大型无人直升机产业基地正式开工建设，预计建成后年产值将达到10亿元，带动无人机产业生态规模超过50亿元。

图 23: 哈尔滨联合飞机大型无人直升机产业基地无人机产品



资料来源: 新华网

低空经济市场空间广阔, 有望成为未来经济增长新动力。基于赛迪于 2024 年 4 月 1 日发布的《中国低空经济发展研究报告(2024)》, 从市场整体规模观察, 2023 年中国低空经济规模达到 5059.5 亿元, 增速高达 33.8%。其中, 中低空飞行器制造与低空运营服务在整体经济结构中占据重要地位, 其贡献比例接近 55%, 成为促进低空经济繁荣的关键力量。此外, 供应链、生产服务、消费及交通等多个经济领域对低空经济的贡献亦不容忽视, 合计占比近 40%。目前, 低空基础设施与飞行保障领域的发展潜力尚未得到全面释放。随着低空飞行活动的不断增加, 低空基础设施的投资拉动效应正逐渐显现, 2026 年低空经济有望实现增长, 规模将达到 10644.6 亿元, 成为推动国家经济增长的新引擎。

图 24: 低空经济示意图



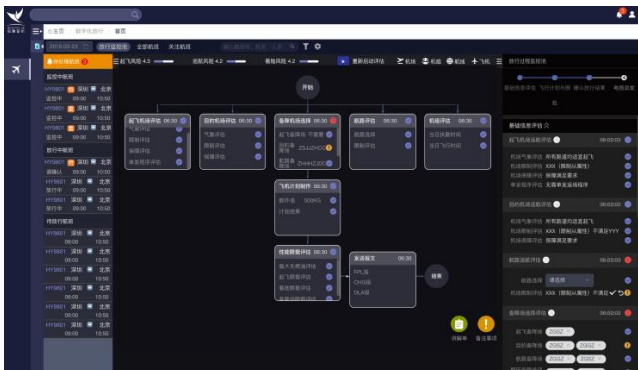
资料来源: 中航通信息研究所公众号

3、航空 IT 优势凸显，并购外延拓展新成长空间

3.1、航空产品案例经验丰富，研发扩充技术优势

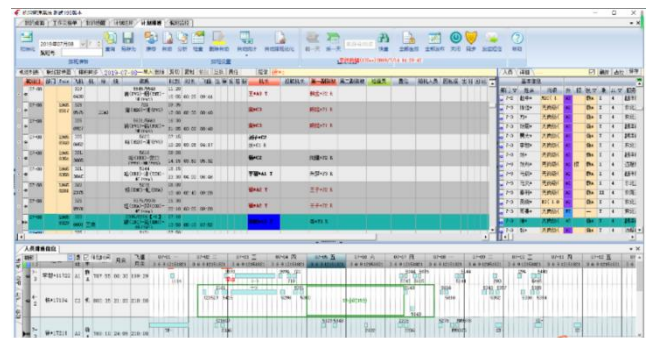
产品案例经验丰富，持续加大研发投入，提升自身技术优势。据公司招股说明书，加快推动国产自主可控替代计划，建立安全可控的信息技术体系，已成为国家的核心战略需求。民航是国家信息安全保障的重点领域，国产化及核心系统自主可控需求日益凸显。在民航信息化领域，恒拓开源主要产品涵盖智慧航空公司系列产品和智慧机场系列产品两大类。其中智慧航空公司系列产品主要包括：①航班运行控制（FOC）管理解决方案，涵盖运行控制管理、机组资源管理、航班资源管理、飞机资源管理、航空安全管理、地面保障管理及智能化运行分析等多个方面，直接影响飞机的飞行效率和运行安全，是航空公司不可或缺的关键 IT 系统之一，成功打破了国内民航业运行控制系统长期依赖国外厂商的局面。②营销服务管理解决方案包含航线网络规划管理、旅客管理、电子商务平台、营销数据分析及服务支撑等内容；③机务维修管理解决方案涉及机务维修管理、航材管理、机载软件构型管理等多个环节。公司的核心产品——航班运行控制（FOC）管理解决方案，与国际竞争对手的比较下具备的性价比优势。国外厂商提供的 IT 系统通常采用直接标准化引进的方式，而非针对国内不同客户进行定制化开发，缺乏个性化服务，难以适应国内复杂的行业环境。同时，在产品升级、维护等售后服务方面，国外厂商存在费用高昂、服务响应滞后等问题。恒拓开源依托国内地域优势，确保产品技术先进、稳定、可靠并符合我国国情和个性化需求，成本低于国外同类产品。

图 25：运行控制管理界面



资料来源：公司招股说明书

图 26：机组资源管理界面



资料来源：公司招股说明书

恒拓开源依托自身航空 IT 业务优势，拓展低空经济领域业务。据中国证券报报导，恒拓开源将全面拥抱人工智能，推动人工智能、大模型在民航行业的深度化和专业化发展，打造低空融合式管控服务平台，以针对低空经济的快速发展，提供一体化的空域管理、飞行器监控、飞行计划等服务，推动低空经济安全、有序发展。此外还将建设通航一体化运营平台（SaaS）、低空典型场景一体化运营平台（SaaS），以基于云计算的 SaaS 服务模式，为通航公司提供飞行计划、任务调度、航路规划等全面服务，降低运营成本，提高运营效率。并借助此类产品及解决方案，对低空经济进行产品、资源、合作和投资等系列布局。

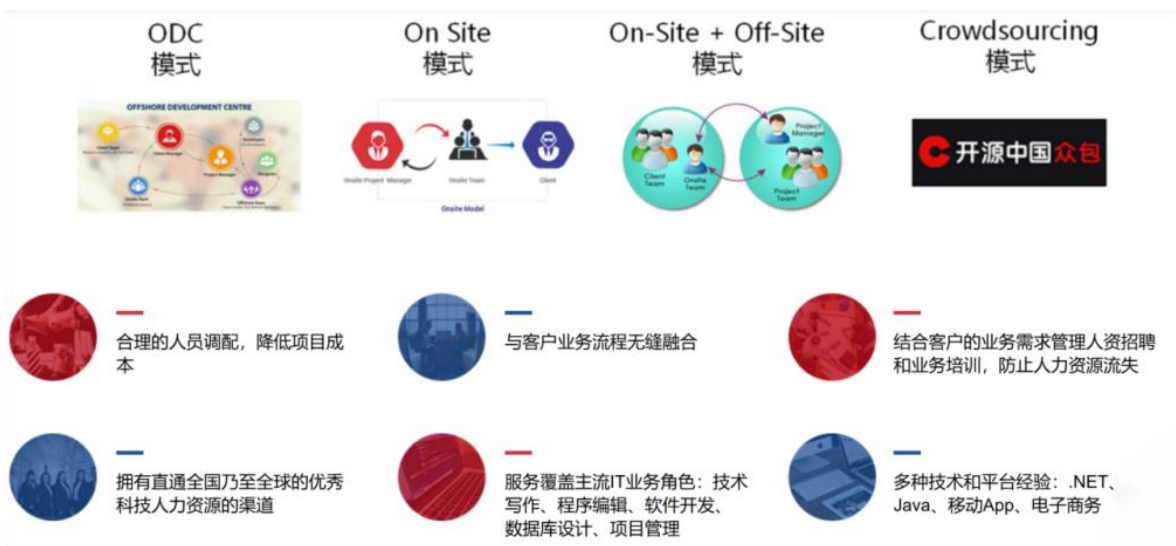
图 27: 飞行运营领域产品



资料来源: 恒拓开源公司官网

以人才为基石，深化研发投入，拓展技术领先优势。公司在 2023 年成功取得包括医药业务上游大数据平台 V1.0、航空飞行员飞行资质管理系统平台 V1.0、数字化放行系统 V1.0 等 32 项计算机软件著作权登记证书。此外，根据公司 2023 年年报显示，公司也将继续加大研发投入，对航空飞行员技能提升管理平台产品研发项目 2023-A、航空安全管理系统产品研发项目 2023-A、航空公司智能客服产品研发项目 2023-A、航空智慧一体化平台研发项目 2023-A、货站作业平台 2023-A、新一代智能机组排班产品-开发 2023、智能航班调配产品项目-开发 2023 等项目进行进一步的研究、升级与完善。与此同时，公司借助业务低谷期的优化调整，优化了人员结构，建立了更加高效、高素质的团队。据公司官网，技术人员已经超过 900 人，此外公司还运用了多样化的股权激励工具，激发人才的创新力和积极性，以更好地迎接即将到来的行业复苏。

图 28: 公司技术人才与支持模式



资料来源: 恒赢智航公司官网

3.2、客户资源深厚，创设低空事业部

客户资源深厚，在手订单充分。在客户积累方面，公司不仅服务于航空公司、机场及民航保障企业，还为政务、电信、汽车、制造业及医药健康等领域的大中型企业及政府单位提供定制化软件开发及信息技术外包服务，已成功合作了国家税务总局、中国移动、长安汽车、联想、美的、欧派家居、华润三九等一批国内知名企业及政府客户。从运营策略来看，公司以民航信息化为核心，同时积极拓展其他行业领域。非航空板块的发展将围绕重点行业领域和平台化战略展开。一方面，公司基于现有项目经验，持续深化与长安汽车、联想、欧派家居、华润三九、无限极等大型客户的长期合作，深耕制造业、医药健康等重点行业，助力客户实现数字化升级。另一方面，公司凭借在重点行业领域的技术积累和业务经验，运用新技术打造成熟化平台和精品化应用。在市场拓展方面，公司也加大了与国内外航空公司的合作力度，拓展市场份额，提升品牌影响力。据公司官网，目前旗下恒赢智航提供全方位智慧航空解决方案，服务于南航、东航、国航、海航等60余家主流航空公司和机场，市场覆盖率超过70%。2023年，公司成功中标多个重大项目，如昆明航空飞行员技能全生命周期管理系统建设项目、江西航空客服中心综合系统采购项目以及长龙航空运价管理平台系统项目。

图 29：公司合作伙伴



资料来源：公司官网

成立低空经济事业部。2014年起公司开始布局通用航空，利用民航能力优势拓展通航领域，持续在通用航空领域落地信息化项目包括：八达岭机场、民生通航、汉能公务机南山公务机等多业务场景解决方案。2023年3月底公司成立低空经济专班，调研并论证低空经济发展的市场前景与机会，同时关注深圳及广州地区的低空的前期低空经济规划，后于9月合并了空管业务团队成立空管BU，加大力度切入低空领域，基于其已有产品研发拓新并制定低空发展思路与战略。2024年2月，公司正式决定成立低空经济事业部，全面进入低空经济领域，致力于低空经济数字化环境及数字化服务领域，大力布局低空经济，扩展低空经济业务。同年4月，公司为继续推进自身低空经济合作生态建设，与电信运营商、设备厂商及低空产业链相关企业合作。

3.3、企业收并购与战略合作扩展竞争优势

恒拓开源在积极驱动公司业绩内生性增长的同时，充分发挥其作为北交所上市公司的优势，通过实施并购策略，实现了公司业务的快速扩张。2023年，恒拓开源成功收购了亿迅信息技术有限公司（以下简称“亿迅信息”）40%的股权。据公告显示，亿迅信息专注于全媒体交互中心解决方案业务，并在全媒体智能客服平台领域占据显著的市场地位，其客户群广泛覆盖银行、保险、互联网等领域的领军企业。此次收购是公司实现多行业创收业务布局的重要步骤。恒拓开源自身专注于民航领域，在航空公司飞行控制、营销、机场地面指挥调度和航油信息化等方面占据较大市场份额。目前，公司在航空行业之外的业务收入占比较小，尚未形成规模效应。亿迅信息与恒拓开源现有业务具有高度的协同性，均从事IT服务业务，技术、业务模式、管理等方面高度类似。

图 30：亿迅信息技术有限公司部分合作客户



资料来源：亿迅信息技术有限公司官网

2024 年公司营业收入目标设定同比+10%，净利润目标设定同比+36%。根据公司 2023 年年报，恒拓开源基于行业判断和公司战略实施，规划 2024 年经营目标，预计营业收入为 2.1 亿元，增长率 10%；预计净利润 2732 万元，增长率 36%。在民航领域，公司将在空管、物流，航材等更多领域推出更多新产品、新方案，如信创，数字化转型，航空智慧化等；同时全面拥抱人工智能，大力布局低空经济，延伸航空 IT 业务优势，打造低空融合式管控服务平台、通航一体化运营平台（SaaS）、低空典型场景一体化运营平台（SaaS）等产品和解决方案；持续建设高水平的人才队伍。

4、盈利预测与投资评级

首次覆盖，给予“增持”评级。恒拓开源是国内航空 IT 行业领先企业，专注于民航信息化领域，主要业务方向包括：（1）智慧航空公司系列产品，包括航班运行控制（FOC）管理解决方案、营销服务管理解决方案、机务维修管理解决方案；（2）智慧机场系列产品，包括基于机场综合保障所需的指挥调度、安全监控、航油管理等领域的整体解决方案。公司业务有序发展，已逐步从民航领域拓展至医疗健康、汽车、金融、数字政务等；自 2023 年起加大研发投入，积极探索低空经济产业领域，2024 年，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，有望受益于数字经济建设发展。软件开发及技术服务业务可有效提升航班运行控制管理效率、提高机场智慧调度效率，未来有望受益于智慧航空、智慧机场的建设，我们预计 2024-2026 年公司软件开发及技术服务业务收入分别为 1.25/1.35/1.48 亿元；系统集成及其服务业务面向机场航油管理、车辆运营监控管理、机场无线宽带专网应用等场景，我们预计 2024-2026 年公司系统集成及其服务业务收入分别为 0.52/0.60/0.68 亿元；运维服务包括系统保障、升级服务、紧急故障处理服务、技术支持服务等，我们预计 2024-2026 年公司运维服务业务收入分别为 0.34/0.39/0.43 亿元。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2.11/2.34/2.59 亿元，同比分别为 +11%/+11%/+11%，预计归母净利润分别为 0.27/0.30/0.34 亿元，同比分别为 +33%/+14%/+11%，对应 PE 分别为 29/25/23 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：恒拓开源业务及产品布局预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
软件开发及技术服务	收入（百万元）	118.81	124.75	134.73	148.20
	成本（百万元）	80.31	84.83	91.62	100.78
	毛利（百万元）	38.50	39.92	43.11	47.42
	毛利率	32.40%	32.00%	32.00%	32.00%
系统集成及其服务	收入（百万元）	43.64	52.37	60.22	68.05
	成本（百万元）	23.75	28.80	33.12	37.43
	毛利（百万元）	19.89	23.57	27.10	30.62
	毛利率	45.57%	45.00%	45.00%	45.00%
运维服务	收入（百万元）	28.31	33.97	39.07	42.98
	成本（百万元）	11.77	14.61	16.80	18.48
	毛利（百万元）	16.55	19.37	22.27	24.50
	毛利率	58.44%	57.00%	57.00%	57.00%
营业收入合计	收入（百万元）	190.76	211.09	234.02	259.23
	成本（百万元）	115.83	128.24	141.54	156.69
	毛利（百万元）	74.93	82.85	92.48	102.55
	毛利率	39.28%	39.25%	39.52%	39.56%
归母净利润（百万元）		20.08	26.61	30.46	33.80

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) **对航空行业依赖及盈利波动的风险：**航空行业的发展状况和景气程度将对公司的生产经营产生较大影响。公司营业收入对航空行业信息化发展存在一定依赖性，上述依赖可能导致公司的销售规模和盈利能力短期内发生波动；
- 2) **前瞻性技术创新的风险：**公司智慧航空系列产品和智慧机场系列产品是在对市场需求进行充分调研基础上结合行业经验研发，但前瞻性技术研发以及行业发展趋势的不确定性仍然可能导致公司前瞻性技术创新偏离行业发展趋势；
- 3) **市场竞争风险：**行业内一些规模较小、技术水平相对较低的企业的进入，将对行业的良性竞争产生一定的负面影响，行业内原有竞争对手规模和竞争力的不断提高，也将导致公司所处行业的竞争加剧；
- 4) **技术升级迭代风险：**随着云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术的深入发展，软件开发相关技术升级迭代加快，公司若不能准确地把握新技术发展动向和趋势，将可能面临核心技术落后、产品升级迭代滞后和创新能力不足，从而导致公司核心竞争力下降的风险；
- 5) **核心技术人员流失的风险：**核心技术人员是公司保持市场竞争优势和持续创新的关键因素，如若发生核心技术人员的离职问题，将会对公司正常经营造成一定影响；
- 6) **应收账款发生坏账的风险：**公司应收账款总额较大，占资产比重较高，若金额较大的应收账款不能及时回收，将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，给公司的营运资金带来一定的压力。

附表：恒拓开源盈利预测表

证券代码:	834415.BJ				股价:	5.51				投资评级:	增持(首次覆盖)				日期:	2024/08/22			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	4%	5%	5%	5%	EPS	0.15	0.19	0.22	0.24										
毛利率	39%	39%	40%	40%	BVPS	3.69	4.02	4.28	4.52										
期间费率	27%	24%	24%	24%	估值														
销售净利率	11%	13%	13%	13%	P/E	42.47	29.09	25.42	22.90										
成长能力					P/B	1.73	1.37	1.29	1.22										
收入增长率	7%	11%	11%	11%	P/S	4.69	3.67	3.31	2.99										
利润增长率	191%	33%	14%	11%															
营运能力					利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.31	0.32	0.32	0.34	营业收入	191	211	234	259										
应收账款周转率	1.44	1.56	1.51	1.51	营业成本	116	128	142	157										
存货周转率	4.07	3.96	3.79	3.81	营业税金及附加	1	1	1	1										
偿债能力					销售费用	11	11	12	13										
资产负债率	17%	19%	20%	20%	管理费用	41	41	46	51										
流动比	5.37	4.43	4.28	4.12	财务费用	-1	-1	-2	-2										
速动比	4.79	3.90	3.75	3.59	其他费用/(-收入)	14	13	14	16										
资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	24	30	34	38										
现金及现金等价物	272	294	303	310	营业外净收支	0	0	0	0										
应收款项	124	147	163	181	利润总额	23	30	34	38										
存货净额	29	36	39	43	所得税费用	3	3	4	4										
其他流动资产	22	28	31	34	净利润	20	27	30	34										
流动资产合计	448	505	536	568	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	13	26	36	45	归属于母公司净利润	20	27	30	34										
在建工程	0	0	0	0	现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	77	85	91	97	经营活动现金流	28	24	22	25										
长期股权投资	86	86	86	86	净利润	20	27	30	34										
资产总计	623	700	749	796	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	10	10	10	10	折旧摊销	10	9	11	13										
应付款项	13	21	24	26	公允价值变动	-4	0	0	0										
合同负债	20	27	30	34	营运资金变动	8	-4	-11	-13										
其他流动负债	40	55	61	68	投资活动现金流	-23	-26	-24	-23										
流动负债合计	83	114	125	138	资本支出	0	-23	-22	-22										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-72	-10	-10	-10										
其他长期负债	22	22	22	22	其他	48	7	8	9										
长期负债合计	22	22	22	22	筹资活动现金流	-5	-11	-14	-15										
负债合计	105	136	147	160	债务融资	10	0	0	0										
股本	141	141	141	141	权益融资	7	1	0	0										
股东权益	518	565	602	636	其它	-22	-12	-14	-15										
负债和股东权益总计	623	700	749	796	现金净增加额	-1	-13	-16	-13										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【北交所&新兴成长组小组介绍】

罗琨，现任国海北交所&新兴成长组首席分析师，毕业于香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，7年证券从业经验。曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。所在团队曾获得2022、2023年新财富最佳分析师入围、2023年金麒麟菁英分析师、2023年Choice最佳分析师。傅麒丞，现任国海北交所&新兴成长组研究助理，谢菲尔德大学金融硕士、国际商务管理硕士，所在团队获得2022、2023年新财富最佳分析师入围，2022年加入国海证券研究所。

傅麒丞，傅麒丞，现任国海北交所&新兴成长组分析师，谢菲尔德大学金融硕士、国际商务管理硕士，所在团队获得2022、2023年新财富最佳分析师入围，2022年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

罗琨，傅麒丞，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。