

佳都科技(600728)

报告日期: 2024 年 11 月 24 日

广州交通新蓝图, 轨交业务迎重大利好

——佳都科技点评报告

投资要点

□ 核心逻辑

广州政府发布交通规划新蓝图, 预计 2035 年广州地铁总里程较现有里程数翻三倍, 有望带动公司业绩超预期。

□ 超预期逻辑

1、市场预期: 全国地铁运营里程数在 2023 年末达到 10166 公里, 是 2015 年末地铁运营里程数的三倍。在财政收入承压及 2015 年以来地铁运营里程数快速增长的背景下, 市场预期全国地铁建设节奏减弱, 担心公司轨交业务成长性。

2、我们认为: 未来广州市地铁建设展望乐观, 景气度持续, 有望为公司轨交业务增长注入较强驱动力。公司是轨交领域排头兵, 历史上承建多条广州市地铁线路机电工程任务, 有望充分受益于广州本轮轨交建设规划, 远期有望带来每年近 10 亿元的利润增厚。

1) 驱动因素一: 新增地铁线路机电工程建设增量

根据广州市政府规划, 预计 2035 年地铁总里程数达到 2013 公里, 对应 55 条地铁线, 相较于当下新增 39 条地铁线, 对应 1350 公里里程。参考历史地铁建设项目中机电工程建设价值量, 我们预计平均每公里机电工程建设投入 1 亿元, 对应 1350 亿投入。根据规划未来 10 年完成, 每年投入规模约 135 亿元。假设公司市占率 60%, 净利率 8%, 则对应每年 6.5 亿元利润增量。

2) 驱动因素二: 地铁站点运营业务增量

地铁线路投入运营后, 政府补贴及老旧站点维护压力增大, 站点运营需求应运而生。公司地铁站点运营业务根据站点数量按年收费, 平均 250 万元/站/年, 类似于订阅模式。广州地铁站数量 2035 年有望达到 931 个。假设公司市占率 70%, 净利率 20%, 则对应每年 3.2 亿元利润增量。

3、检验指标: 1) 广州市新增轨道交通线路建设逐步推进; 2) 公司轨交业务订单快速增长; 3) 公司运营地铁站点数量持续增加。

4、催化剂: 1) 广州市地铁规划细则发布; 2) 公司新签地铁订单超预期。

□ 盈利预测与估值

1) 盈利预测: 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 71.00、82.30、101.16 亿元, 归母净利润分别为 0.63、2.08、5.04 亿元。

2) 估值: 使用市盈率 PE 对公司进行估值。选取千方科技、数字政通、国投智能作为可比公司, 结合可比公司的财务数据, 给予 2026 年 34X 估值。

3) 股价空间: 目标市值为 170 亿元, 对应目标价为 7.95 元, 现价空间 44%。维持“买入”评级。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘雯蜀

执业证书号: S1230523020002

liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 刘静一

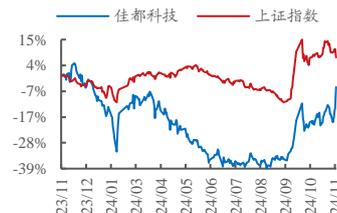
执业证书号: S1230523070005

liujingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.51
总市值(百万元)	11,809.20
总股本(百万股)	2,143.23

股票走势图



相关报告

- 《业绩超预期, 新签订单趋势良好》2024.11.04
- 《轨交订单交付加速, 交通行业大模型稳步落地》2024.08.30
- 《各业务线逐步复苏, 持续加码“AI+大交通”》2024.04.11

风险提示

广州地铁建设节奏不及预期、公司站点运营业务拓展不及预期、行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,228	7,100	8,230	10,116
(+/-) (%)	16.70%	14.01%	15.93%	22.91%
归母净利润	395	63	208	504
(+/-) (%)	250.78%	-84.13%	232.29%	142.05%
每股收益(元)	0.18	0.03	0.10	0.24
P/E	29.92	188.56	56.75	23.44

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 广州地铁建设需求有望迎来爆发	5
1.1 未来 10 年城市轨交里程翻 3 倍.....	5
1.2 城市轨交建设有望为公司带来 6.5 亿元利润增量.....	6
2 建设后市场：城市轨交站点运营有望加速激活	7
3 盈利预测与估值	8
4 风险提示	9

图表目录

图 1: 广州市城市轨道交通线路布局规划.....	5
图 2: 广州市城市轨道交通规划竣工项目情况估算.....	6
图 3: 公司轨交业务四大核心系统.....	6
图 4: 公司智慧轨交业务产品线.....	6
图 5: 佳都科技智慧节能解决方案.....	7
图 6: 佳都科技综合智能运维解决方案.....	7
表 1: 广州 2023-2035 年城市轨交建设规划空间测算.....	8
表 2: 可比公司估值分析.....	8
表附录: 三大报表预测值.....	10

1 广州地铁建设需求有望迎来爆发

2024年11月6日，广州市政府印发《广州市国土空间总体规划（2021—2035年）》，对广州市行政辖区内的陆域和海域空间进行了整体规划。其中针对综合交通领域，2024年11月18日广州市规划和自然资源局发布《广州市综合交通体系规划（2023-2035年）》，提出至2035年实现“3060”时空目标，即：中心城区至南沙新区、东部中心、外围综合新城30分钟互达，市域至大湾区城市60分钟互达；中心城区晚高峰车速 ≥ 25 公里/小时；中央活力区次干路和支路的机动化与慢行空间达到1:1；中心城区45分钟通勤时间内居民占比超过90%”。

图1：广州市城市轨道交通线路布局规划

城市轨道交通线路	
城市轨道快线A	十七号线、十八号线、二十二号线、二十八号线支线、三十七号线、四号线复线
城市轨道快线B	三号线、七号线、十三号线、十四号线、十六号线、二十一号线、二十四号线、二十五号线、二十六号线、二十七号线、二十九号线、四十号线及支线
城市轨道普线	一号线、二号线、四号线、五号线、六号线、八号线、九号线、十号线及支线、十一号线、十二号线及支线、十五号线、十九号线、二十号线、二十三号线、三十号线、三十一号线、三十二号线、三十三号线、三十四号线、三十五号线、三十六号线、三十八号线、三十九号线、四十一号线、四十二号线、四十三号线、以及广佛线和11条（段）佛山/东莞/中山轨道交通线网引入广州的线路

资料来源：广州市规划和自然资源局、浙商证券研究所

1.1 未来10年城市轨交里程翻3倍

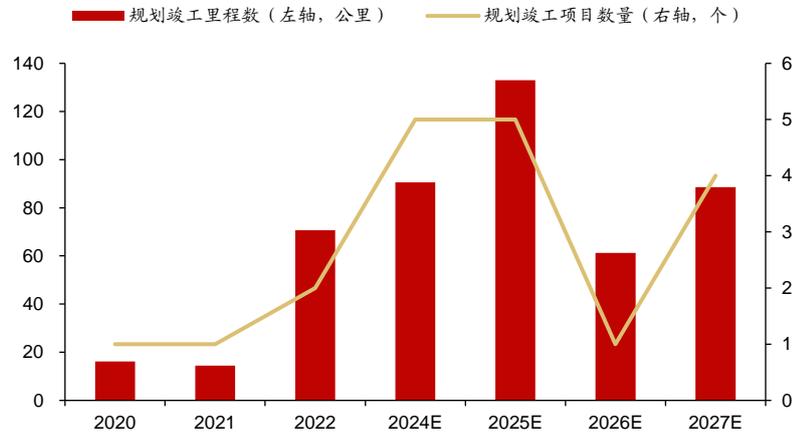
远期来看，未来10年城市轨交里程有望翻3倍。根据广州市政府规划，预计2035年城市轨道交通线路总里程数达到2013公里，共计55条线路。目前广州地铁总里程数量约663公里，共有16条运营线路，2035年的建设目标相较于当下新增39条地铁线，对应1350公里里程。

中期来看，广州地铁四期建设规划方案出炉，率先拉开“十五五”轨交建设序幕。根据广东省政府采购中心发布信息，广州市城市轨道交通第四期建设规划规划线路共8条线（段），线路全长175.5公里，总投资约1720.8亿元。

短期来看，2025年有望迎来轨交交付高峰。以广东省轨道交通建设节奏为例，轨道交通的建设分为土建和机电建设两个环节，一般一条轨道交通线路的规划建设时间为4-8年不等，土建和机电建设的价值量比例约为3:1。参考广州市2020-2024年城市轨道交通规划，

受到此前公共卫生事件影响部分项目建设进度有所延迟，广州市现存地铁建设项目有望在2025年迎来竣工小高峰，预计单年竣工地铁里程数为133公里，2020-2027竣工里程总数约为475公里。我们认为此次广州综合交通规划有望承接2025年的竣工高峰，拉动地铁建设的新一轮增长。

图2: 广州市城市轨道交通规划竣工项目情况估算



资料来源: 广东省交通运输厅网站、浙商证券研究所

1.2 城市轨交建设有望为公司带来6.5亿元利润增量

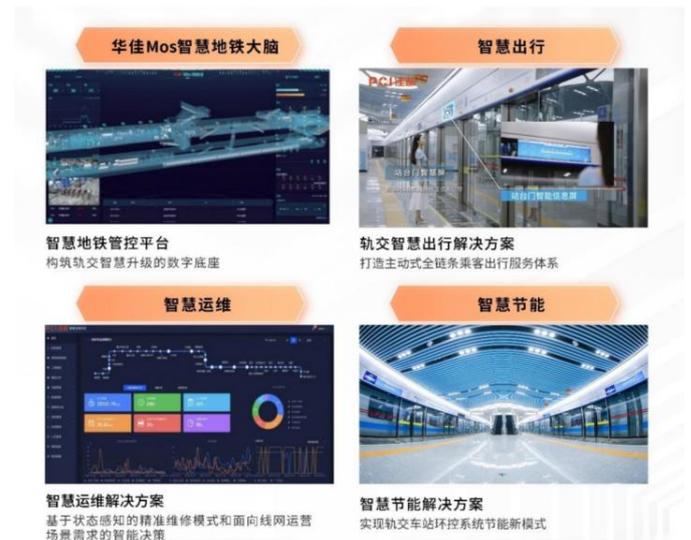
公司在城市轨道交通领域深耕多年，是国内同时掌握四大核心系统技术并拥有相应工程业绩的系统集成及产品公司，具备机电总包的技术实力，业务覆盖地铁、城际铁路、有轨电车、BRT等轨道交通领域，并以广州、武汉、成都、青岛、天津为根据地，向全国辐射超过17个城市，形成全国性的城市轨道交通业务分布，并逐步形成规模效应。同时公司基于AI和大数据技术自主研发佳Mos智慧地铁管控平台，可实现地铁车站全栈数据打通，对从客流信息、行车信息到运营指标、运力配置，再到客运服务和运营事件等重要运营数据进行汇集、分析、管理，数据涵盖视频、日志、信号、事件等多种类别，目前已在广州18/22号线、长沙6号线全线交付应用。

图3: 公司轨交业务四大核心系统



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图4: 公司智慧轨交业务产品线



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

公司在广州地区城市轨道交通领域具有较强的影响力，有望直接参与广州市新一轮城市轨道交通线路规划建设。2021 年公司联合白云电器等共 9 家企业联合出资成立的广州大湾区轨道交通产业投资集团，目标打造规模产值领先、行业带动力强、国际知名的轨道交通总承包和专业系统集成平台，公司在产业投资集团中出资占比 26%，是第二大股东。目前公司已参与广州地铁四号线、六号线、九号线一期、十三号线首期、十一号线、十四号线、二十一号线、知识城线 BT 等项目建设，技术能力获得充分认可。

参考广东省城市轨道交通建设历史投资规模，我们预计每公里里程对应的机电建设投资额约为 1 亿元，则新增里程对应总机电工程投资规模约为 1350 亿元。我们假设整体规划在 10 年内完成，则平均每年的投资规模约为 135 亿元。考虑到公司在广州地区城市轨道交通领域的良好卡位和影响力，我们假设公司获得 60% 市场份额，则对应每年增量收入为 81 亿元。我们假设城市轨道交通建设稳态净利率为 8%，则对应每年的利润增厚空间为 6.5 亿元。

2 建设后市场：城市轨道交通站点运营有望加速激活

随着城市轨道交通运营总里程数的增加，站点运营需求有望被加速激活。一方面，城市轨道交通运营入不敷出是普遍状况，随着运营里程数的增加，政府补贴压力增大；另一方面，早期建成的线路使用年限增长，所需的修理费和牵引动力费逐年增大，对应运营开销增大，进一步扩大轨道交通运营的收支差。

公司通过引用 AI 及数字孪生技术，可实现对轨交站点的智慧运营，帮助轨交公司实现降本增效。具体包括：

- 降低地铁工作人员数量，从而降低职工薪酬支出：包括减少地铁售票窗口人员和设备检修人员数量；
- 智慧节能解决方案减少能源成本开销；从牵引供电、通风空调、智能照明等多个系统，提升节能降耗水平。通过光伏发电等绿色新能源应用，优化能源结构；以数字化管理手段，进一步实现智慧化节能管控和调配。
- 智慧运维解决方案，降低维修费：可通过数字孪生平台实现设备和车辆状态监测平台，规划资产维护及置换策略，优化维修资源配置。

图5：佳都科技智慧节能解决方案



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图6：佳都科技综合智能运维解决方案



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

公司地铁站点运营业务根据站点数量按年收费，类似于订阅模式。根据我们在《以数字孪生为基，构建多模态 AI 应用大场景——佳都科技首次覆盖报告》中对于站点运营市场规模的测算，我们假设每个站点每年运营服务费用约为 250 万元。参考 2023 年底广州地铁线网总里程 653 公里，对应 302 个站点，我们预计 2035 年广州地铁总运营里程数量达到 2013 公里后，总站点数量有望达到 931 个，则对应每年站点运营总市场规模为 23 亿元。我们假设公司市占率为 70%，则对应每年增量收入为 16 亿元。我们假设站点运营稳态净利率为 20%，则对应每年的利润增厚空间为 3.2 亿元。

表1：广州 2023-2035 年城市轨交建设规划空间测算

机电建设业务		站点运营业务		合计
新增公里数	1350	2023 存量站点数量	302	
单公里机电建设成本(亿元)	1	远期站点数量	931	
总建设规模	1350	单站点运营费用(万元/年)	250	
平均每年建设规模	135	站点运营市场规模(亿元)	23	
市占率	60%	市占率	70%	
每年增量收入(亿元)	81	每年增量收入(亿元)	16	97
净利率	8%	净利率	20%	
每年增量利润	6.5	每年增量利润	3.2	9.7

资料来源：广州市规划和自然资源局、广东省发改委网站、广州国资委、番禺圈、广州市轨交产业联盟、浙商证券研究所测算

3 盈利预测与估值

盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 71.00、82.30、101.16 亿元，归母净利润分别为 0.63、2.08、5.04 亿元。

2) 估值：使用市盈率 PE 对公司进行估值。选取千方科技、数字政通、国投智能作为可比公司，结合可比公司的财务数据，给予 2026 年 34X 估值。

3) 股价空间：目标市值为 170 亿元，对应目标价为 7.95 元，现价空间 44%。**维持“买入”评级。**

表2：可比公司估值分析

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入(亿元)				归母净利润(亿元)				PE		
			2024/11/22	23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	24E	25E
佳都科技	5.51	118.09	62.28	71.00	82.30	101.16	3.95	0.63	2.08	5.04	189	57	23
均值											64	48	34
千方科技	9.90	156.44	77.94	84.79	106.50	132.05	5.42	5.06	6.16	7.56	31	25	21
数字政通	17.60	109.32	12.13	13.37	16.62	20.04	1.34	1.51	1.90	2.32	72	58	47
国投智能	15.21	130.73	19.84	23.75	28.66	34.39	2.06	1.50	2.15	3.88	87	61	34

资料来源：wind、浙商证券研究所

注：可比公司盈利预测参考万得一致预期

4 风险提示

- 1) 广州地铁建设节奏不及预期: 实际规划建设过程中, 规划与建设规模的缩减以及节奏放缓可能导致公司业绩增长不及预期。
- 2) 公司站点运营业务拓展不及预期: 站点运营业务为新型业务, 可能由于下游需求释放节奏缓慢而导致公司站点运营业务收入及利润不及预期。
- 3) 行业竞争加剧: 可能导致公司损失部分市场份额, 从而导致营收及业绩增长不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,256	9,965	11,403	13,729
现金	1,962	1,983	2,235	2,691
交易性金融资产	94	94	94	94
应收账款	3,309	3,540	3,934	4,693
其它应收款	37	82	78	118
预付账款	624	681	787	956
存货	1,059	1,246	1,538	1,892
其他	2,170	2,339	2,737	3,284
非流动资产	4,966	4,907	4,929	4,930
金融资产类	1,220	1,120	1,140	1,170
长期投资	1,131	1,211	1,261	1,291
固定资产	184	176	169	161
无形资产	478	448	407	357
在建工程	0	0	0	0
其他	1,952	1,952	1,952	1,952
资产总计	14,221	14,872	16,332	18,659
流动负债	6,115	6,754	7,966	9,739
短期借款	249	299	299	299
应付款项	4,659	5,112	6,182	7,730
预收账款	0	0	0	0
其他	1,207	1,343	1,485	1,710
非流动负债	309	309	309	309
长期借款	0	0	0	0
其他	309	309	309	309
负债合计	6,425	7,064	8,275	10,049
少数股东权益	9	9	9	9
归属母公司股东权益	7,788	7,800	8,048	8,602
负债和股东权益	14,221	14,872	16,332	18,659

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	83	205	415	599
净利润	395	63	208	504
折旧摊销	221	138	148	158
财务费用	17	13	14	14
投资损失	123	0	0	0
营运资金变动	(166)	(129)	(10)	(136)
其它	(507)	120	54	58
投资活动现金流	(790)	(140)	(149)	(128)
资本支出	(198)	(100)	(99)	(98)
长期投资	(141)	(80)	(50)	(30)
其他	(451)	40	0	0
筹资活动现金流	1,475	(44)	(14)	(14)
短期借款	44	50	0	0
长期借款	(236)	0	0	0
其他	1,667	(94)	(14)	(14)
现金净增加额	769	21	251	457

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,228	7,100	8,230	10,116
营业成本	5,441	6,193	7,158	8,695
营业税金及附加	17	19	22	27
营业费用	233	240	264	264
管理费用	265	278	306	321
研发费用	266	253	278	292
财务费用	(17)	(26)	(25)	(30)
资产减值损失	(28)	(30)	(40)	(50)
公允价值变动损益	551	(60)	20	30
投资净收益	(123)	0	0	0
其他经营收益	41	47	58	71
营业利润	445	72	233	561
营业外收支	0	(2)	(1)	(1)
利润总额	446	70	231	560
所得税	51	7	23	56
净利润	395	63	208	504
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	395	63	208	504
EBITDA	244	332	443	786
EPS (最新摊薄)	0.18	0.03	0.10	0.24

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	16.70%	14.01%	15.93%	22.91%
营业利润	227.72%	-83.93%	224.98%	141.18%
归属母公司净利润	250.78%	-84.13%	232.29%	142.05%
获利能力				
毛利率	12.64%	12.77%	13.03%	14.05%
净利率	6.34%	0.88%	2.53%	4.98%
ROE	5.07%	0.80%	2.59%	5.86%
ROIC	0.25%	2.12%	3.13%	6.26%
偿债能力				
资产负债率	45.18%	47.50%	50.67%	53.85%
净负债比率	-20.44%	-20.04%	-22.54%	-26.40%
流动比率	1.51	1.48	1.43	1.41
速动比率	0.88	0.84	0.80	0.78
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.49	0.53	0.58
应收账款周转率	1.94	2.13	2.27	2.42
应付账款周转率	2.57	2.57	2.57	2.54
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.03	0.10	0.24
每股经营现金	0.04	0.10	0.19	0.28
每股净资产	3.63	3.64	3.76	4.01
估值比率				
P/E	29.92	188.56	56.75	23.44
P/B	1.52	1.51	1.47	1.37
EV/EBITDA	43.74	30.87	22.54	12.13

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>