

## 一体两翼有效落地，有质量的增长可期

### ——新北洋(002376.SZ)首次覆盖报告

#### 报告要点：

#### ● 公司主业围绕社会发展趋势和主航道方向，持续高质量成长可期

公司围绕“无人化、少人化”的社会发展趋势和主航道方向，聚焦金融、物流、无人零售、餐饮、彩票、医疗、交通及政务等特定的细分领域和市场，为全球客户提供智能设备/装备综合解决方案。近年来，公司围绕“提质增效”的管理主题，将经营质量改善和提升放到首位，强化关键环节管理改善，着力提升运营效率，盈利能力逐步改善。2023年，公司实现营业收入21.90亿元，实现扣非归母净利润0.07亿元。2024年前三季度，公司实现营业收入16.97亿元，同比增长8.84%，实现扣非归母净利润0.23亿元。

#### ● 主体业务稳步提升业务规模和竞争力，保持公司稳定增长态势

公司坚持“一体两翼、八大业务板块”业务战略不动摇，国内与海外业务协同发展，努力实现有质量的增长。“一体”是指两个专业化产品解决方案和两个场景化产品解决方案，构成了公司的核心业务和稳定增长的基础。专用打印扫描产品和智能自助终端产品作为专业化解决方案，覆盖全球多个行业，提供创新需求的专用设备。金融行业场景化解决方案和物流分拣场景化解决方案则针对特定行业需求，提供全场景智慧金融和物流自动化解决方案，共同推动公司业务的持续增长和市场竞争力的提升。

#### ● 两翼业务推动产业链上下游协同共进，拓展公司的成长空间

“两翼”是主体业务的上游“关键基础零部件解决方案”+下游“服务运营解决方案”作为产业链上下游布局支撑的“两翼”业务，推动产业链上中下游的协同共进。前者包括专用打印扫描零部件和机器人/自动化零部件，后者涵盖新零售综合运营、物流自动化分拣运营和设备综合运维服务。新零售综合运营立足自助零售业务，通过解决方案赋能新场景，运营平台赋能精细化运营，数据赋能零售价值，着力打造消费者身边智能便捷的“Mini Mart”。截至2024年6月底，公司已运营8000+点位，为消费者提供数亿次服务。

#### ● 盈利预测与投资建议

作为智能设备/装备领域具有显著影响力的解决方案提供商，公司不断增强核心竞争力，未来持续成长空间广阔。预测公司2024-2026年的营业收入为23.45、24.73、25.97亿元，归母净利润为0.47、0.53、0.59亿元，EPS为0.06、0.07、0.08元/股，对应的PE为111.48、98.44、87.96倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长性，首次评级，给予“增持”。

#### ● 风险提示

市场竞争加剧的风险；公司业务扩张导致的管控风险；汇率波动的风险；“新北转债”转股对每股收益EPS摊薄的风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2276.52	2189.65	2344.54	2473.43	2597.17
收入同比(%)	-13.95	-3.82	7.07	5.50	5.00
归母净利润(百万元)	-25.67	19.26	46.56	52.73	59.01
归母净利润同比(%)	-117.60	175.05	141.70	13.24	11.91
ROE(%)	-0.78	0.61	1.32	1.48	1.64
每股收益(元)	-0.04	0.03	0.06	0.07	0.08
市盈率(P/E)	-202.21	269.44	111.48	98.44	87.96

资料来源：同花顺iFinD，国元证券研究所

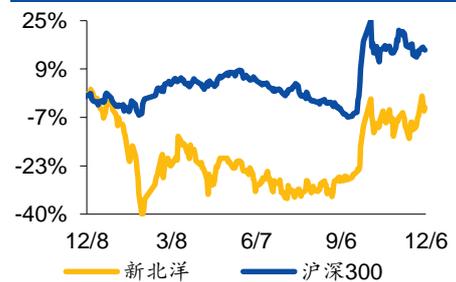
## 增持|首次评级

当前价：7.19元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)	8.00 / 4.73
A股流通股(百万股)	698.80
A股总股本(百万股)	721.89
流通市值(百万元)	5024.37
总市值(百万元)	5190.39

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师	耿军军
执业证书编号	S0020519070002
电话	021-51097188-1856
邮箱	gengjunjun@gyzq.com.cn
联系人	王朗
邮箱	wanglang2@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 研发打造核心优势，业务战略有效落地 .....	3
2. 营业收入保持稳定，盈利能力逐步提升 .....	3
3. 股权结构较为分散，核心团队经验丰富 .....	9
4. 盈利预测与投资建议.....	11
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

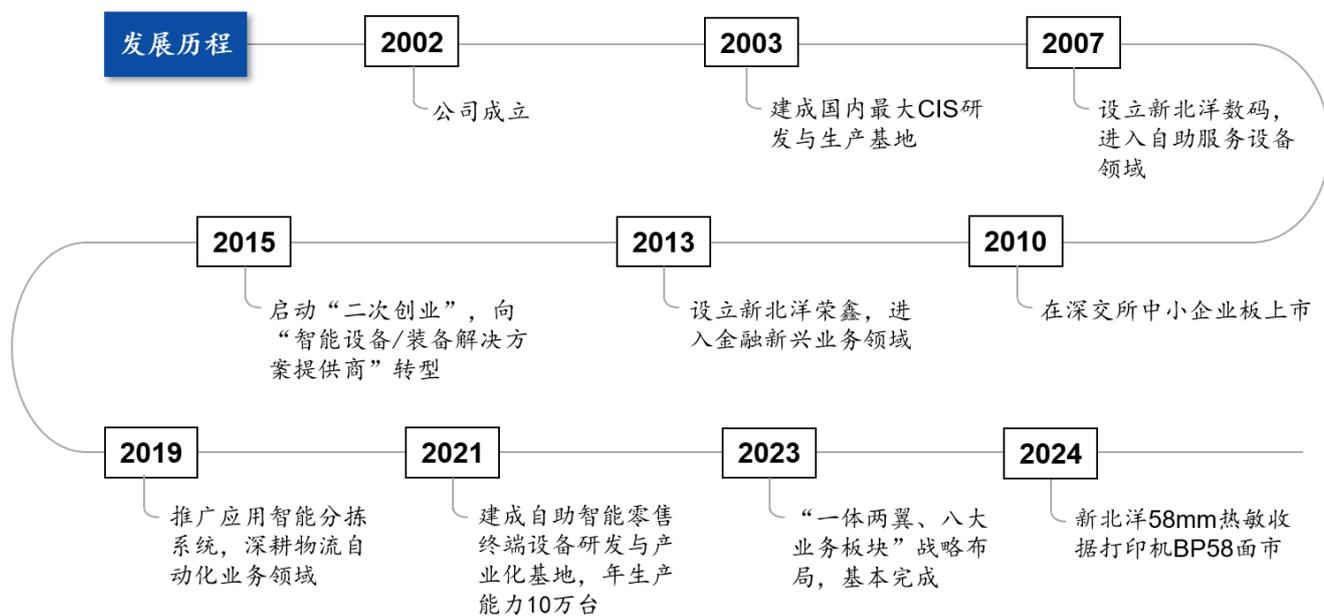
图 1：公司发展历程.....	3
图 2：营业收入与毛利率情况 .....	4
图 3：扣非归母净利润与净利率情况 .....	4
图 4：主要业务构成 .....	4
图 5：关键基础零部件 .....	5
图 6：关键基础零部件业务收入情况 .....	5
图 7：智慧自助终端产品.....	6
图 8：智慧金融设备产品.....	6
图 9：智能制造行业收入情况 .....	7
图 10：服务运营行业收入与毛利率情况.....	7
图 11：公司期间费用率情况 .....	8
图 12：研发投入情况.....	9
图 13：研发人员情况.....	9
图 14：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比.....	9
图 15：公司股权结构（截至 2024 年 11 月 11 日） .....	10
表 1：公司收入拆分（单位：百万元） .....	12
表 2：可比公司估值情况.....	12

## 1. 研发打造核心优势，业务战略有效落地

山东新北洋信息技术股份有限公司成立于 2002 年，是智能设备/装备领域具有显著影响力的解决方案提供商。公司围绕着“无人化、少人化”的社会发展趋势和主航道方向，聚焦金融、物流、无人零售、餐饮、彩票、医疗、交通及政务等特定的细分领域和市场，为全球客户提供智能设备/装备综合解决方案。公司坚持“一体两翼、八大业务板块”业务战略不动摇，国内与海外业务协同发展，努力实现有质量的增长。

凭借多年在光、机、电、软等技术领域的深厚积累和丰富经验，秉持创新精神，结合云计算、大数据、人工智能、物联网等最新技术，公司以自有核心技术和关键应用为基础，形成以“两个专业化产品解决方案”和“两个行业场景解决方案”为一体，“关键基础零部件解决方案”和“服务运营解决方案”为两翼的战略格局，八大业务板块间相互联系，为各行业提供独特产品和深度服务，持续为客户创造价值。公司具有从关键基础零件、部件到智能整机终端及系统集成产品的规模生产制造能力，建有中国领先的专用打印扫描产品生产基地和国内领先、国际先进的智能自助设备/装备生产基地。同时建有全球营销服务网络，拥有丰富的客户资源，与众多国际知名企业、行业领军企业建立了紧密的战略合作伙伴关系，产品规模销售至欧洲、北美、亚太等地区。

图 1：公司发展历程



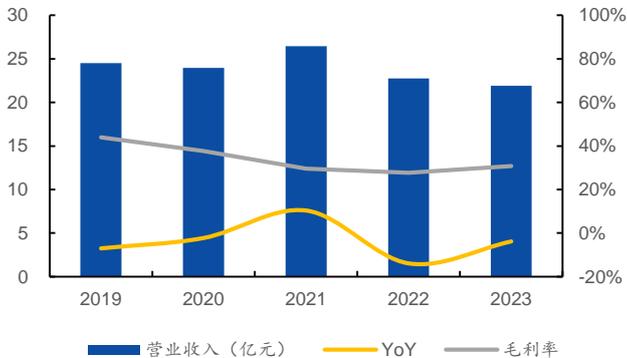
资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

## 2. 营业收入保持稳定，盈利能力逐步提升

2023 年，公司实现营业收入 21.90 亿元，同比下降 3.82%，实现扣非归母净利润 0.07 亿元，同比增长 125.65%，整体毛利率为 30.76%。2019-2022 年，公司净利率呈现逐年下降的趋势，2023 年，受多种因素的影响，公司净利率有所回升，为 2.45%。

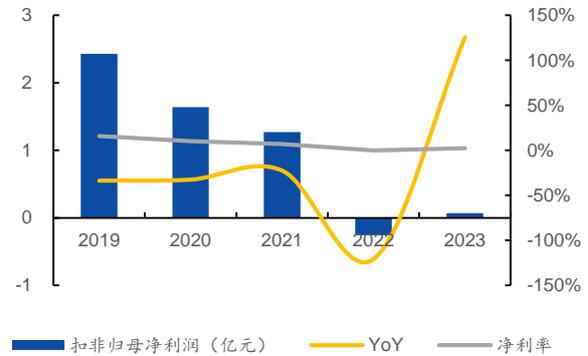
2024 年前三个季度，公司营业收入分别为：4.10、6.22、6.65 亿元，同比增速分别为 5.24%、8.58%、11.43%，增长在逐步加速。

图 2：营业收入与毛利率情况



资料来源：Choice，国元证券研究所

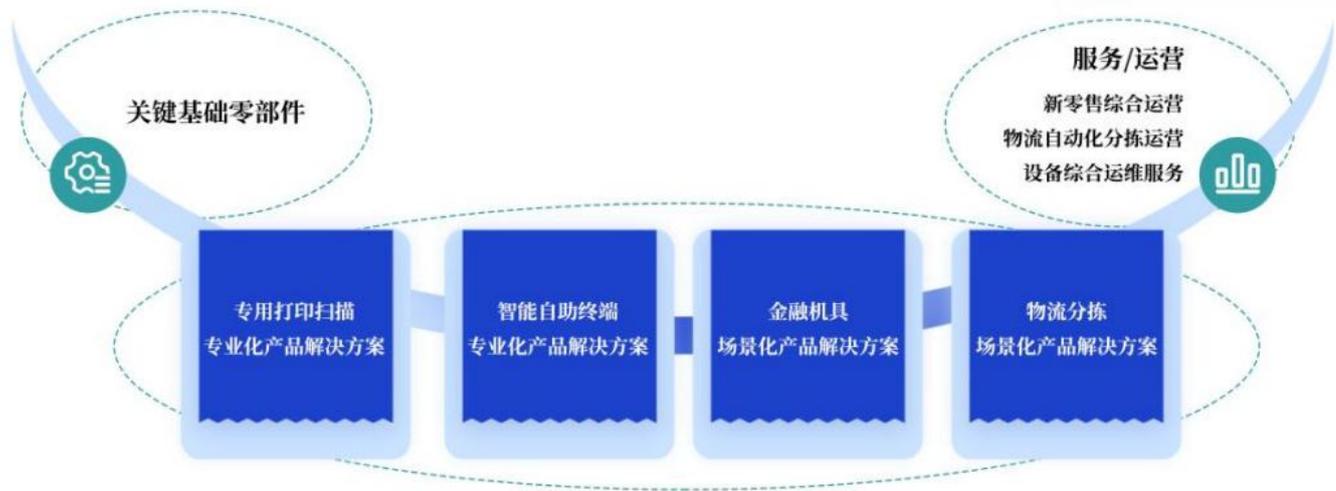
图 3：扣非归母净利润与净利率情况



资料来源：Choice，国元证券研究所

目前，公司的核心产品包括：关键基础零部件、打印扫描产品、智能自助终端、智慧金融设备、智能物流装备、服务运营业务。2023 年，关键基础零部件占营业收入比重为 11.92%，打印扫描产品占营业收入比重为 24.42%，智能自助终端占营业收入比重为 17.47%，智慧金融设备占营业收入比重为 18.25%，智能物流装备占营业收入比重为 9.06%，服务运营业务占营业收入比重为 14.53%。

图 4：主要业务构成



资料来源：公司公告，国元证券研究所

关键基础零部件包括专用打印扫描零部件和机器人/自动化零部件两大类。专用打印扫描零部件包括热打印头(TPH)和接触式图像传感器(CIS)两部分；机器人/自动化零部件包括运动控制、机器视觉、工控主机三部分。运动控制类主要应用于自动化设备，包括：伺服驱动器、伺服电机、电滚筒、动态称等；机器视觉类主要应用于智能识别、检测设备，包括：图像传感器、线扫相机、微距相机、检测系统等；工控主机类包括工控主板、主机。

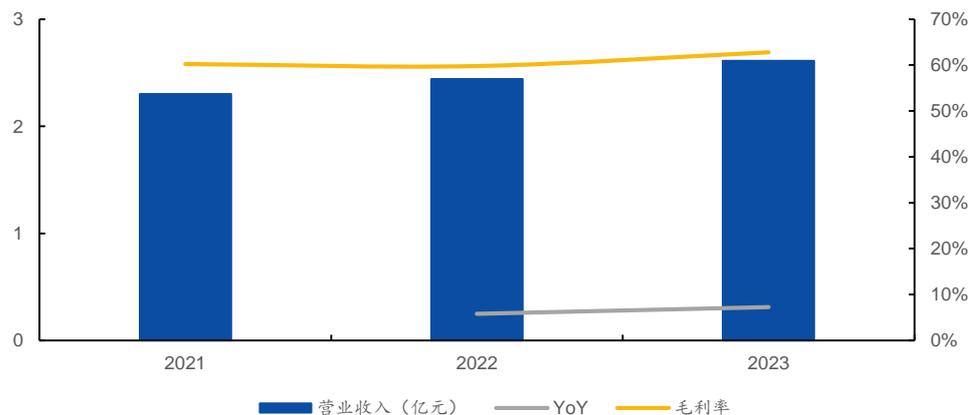
图 5：关键基础零部件



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2023 年，关键基础零部件实现营业收入 2.61 亿元，同比增长 7.29%。2021-2023 年，该业务毛利率保持稳定，维持在 60%左右。

图 6：关键基础零部件业务收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

智能自助终端产品广泛应用于无人零售、末端配送、交通、医疗、政务等领域，凭借便捷的操作体验、高效的服务效率和个性化的定制服务，赢得了广大客户的青睐。智能自助终端集成大数据、物联网、人工智能等多种技术，实现数据共享和互联互通，提升服务智能化水平，实现了自助购买、自助存取、自助查询缴费等多种功能，为用户提供了 24 小时不间断的便捷服务，不仅提高了服务效率，还降低了人力成本，是现代科技与生活的结晶。2022-2023 年，该业务营业收入分别为 4.86、3.82 亿元，毛利率分别为 15.56%、18.52%。

图 7：智慧自助终端产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司聚焦“银行网点转型”和“海外商业零售”两大场景，研究创新现金、支票、卡等介质流通业务，充分发挥识别、鉴伪核心技术实力，结合机电一体化技术优势，提供从核心模块和智能整机到平台软件和系统集成的一体化解决方案。针对银行客户，提供全场景智慧金融解决方案。模块产品包含现金处理、票据处理、卡处理等核心功能模块，主要有：纸币鉴别器、TCR 机芯、票据打印/扫描模块、证卡打印模块等；智能整机产品，除票据扫描仪、清分机外，还推出了适应厅堂场景、柜员场景、后台场景、24 小时自助场景不同业务场景的金融终端，如：STM、CRS 等；软件产品，搭建了银行网点智慧金融设备统一管控平台、智慧银行网点现金运营管理平台、冠字号管理系统、智能营销平台等；服务业务，提供金融设备的安装、调试、维保、回收等全生命周期服务，并不断拓宽服务边界，为银行业提供全方位、一体化、多层次的整体解决方案。2022-2023 年，该业务的营业收入分别为 4.56、4.00 亿元，毛利率分别为 30.73%、34.04%。

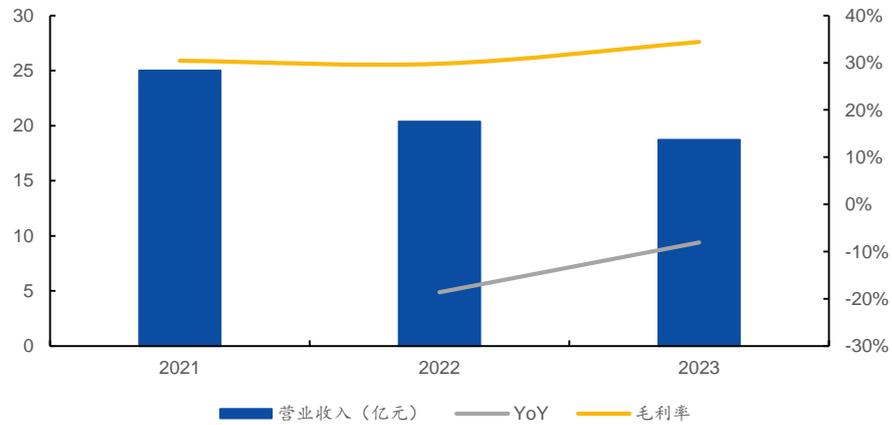
图 8：智慧金融设备产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

分行业来看，公司主要从事智能制造、服务运营这两个行业。2023 年，智能制造、服务运营占营业收入比重分别为 85.47%、14.53%。2023 年，智能制造行业实现收入 18.72 亿元，同比下降 8.06%。

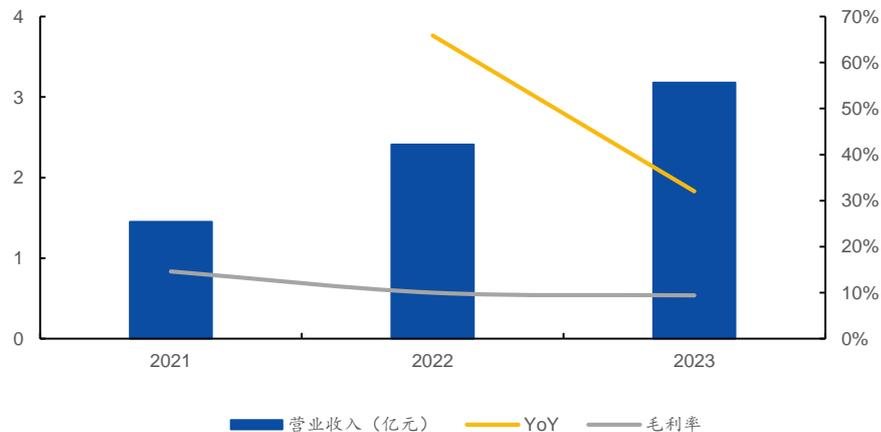
图 9：智能制造行业收入情况



资料来源：Choice，国元证券研究所

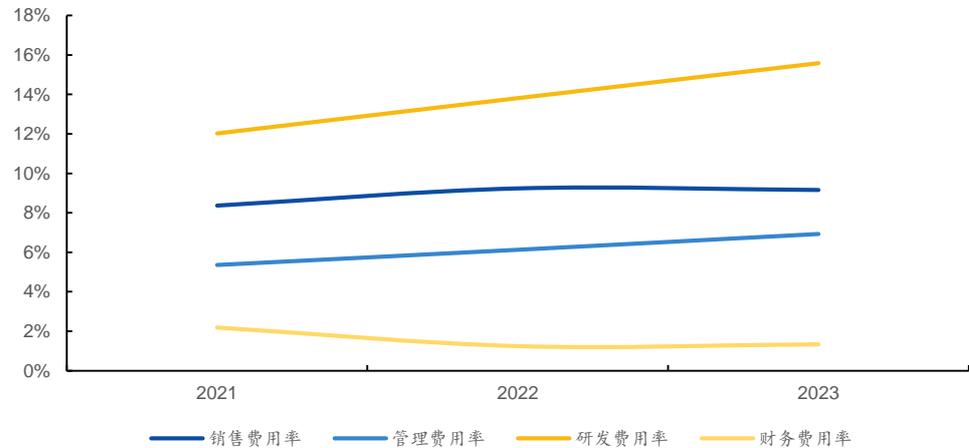
2021-2023 年，服务运营行业营业收入呈上升趋势，2023 年实现收入 3.18 亿元，同比增长 32.05%，服务运营业务毛利率较低，保持在 10%左右。

图 10：服务运营行业收入与毛利率情况



资料来源：Choice，国元证券研究所

2021-2023 年，公司销售费用率分别为 8.37%、9.24%、9.16%；管理费用率分别为 5.36%、6.13%、6.93%；研发费用率分别为 12.02%、13.81%、15.58%；财务费用率分别为 2.18%、1.25%、1.34%。

**图 11：公司期间费用率情况**


资料来源：Choice，国元证券研究所

公司始终高度重视产品研发和技术进步，并致力于通过不断的技术创新提升公司的竞争力。2023年，公司研发投入达到3.47亿元，占营业收入的比例为15.86%。公司拥有一支年轻化、国际化、高水平的专业研发团队，现有研发人员超过1000人，占员工总数的比例约30%，多名技术带头人获得国务院特殊津贴、国家有突出贡献的中青年专家、泰山学者特聘专家、泰山产业领军人才等荣誉；公司研发团队人员结构合理，研发技能多元，能够及时高效完成高难度、复合技术能力的技术攻坚和研发任务，快速响应不同客户的差异化需求。

公司不仅在强化内部研发机构能力方面苦下功夫，也善于充分利用外部的研发资源补齐短板，注重与国内外知名科研机构和专业院校开展合作与交流，建立“产、学、研”相结合的科研合作机制，为公司的持续发展提供了强有力的技术保障和研发支撑。围绕重点聚焦的领域，创新形成了覆盖关键零件、部件、整机、集成设备到软件系统全链条的完整产品线及解决方案，以及众多专有技术、专利技术和创新成果。截至2024年6月30日，公司累计拥有有效专利2156项，其中发明专利640项（含国际发明专利138项）；正在申请并受理的专利271项，其中发明专利205项（含国际发明专利45项）；取得软件产品登记证书106项，计算机软件著作权证书398项；拥有注册商标144项。

图 12: 研发投入情况

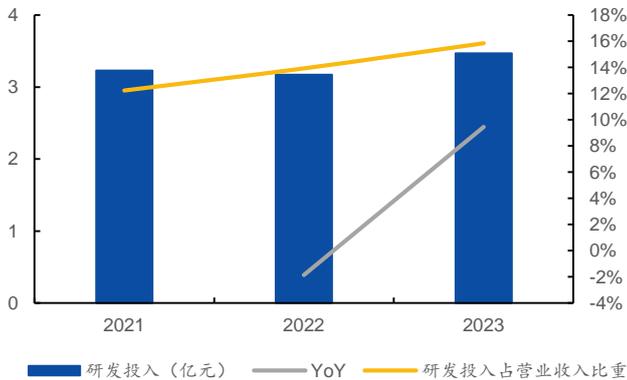
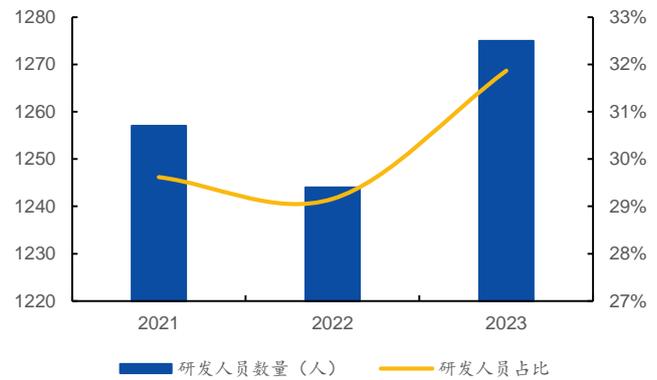


图 13: 研发人员情况

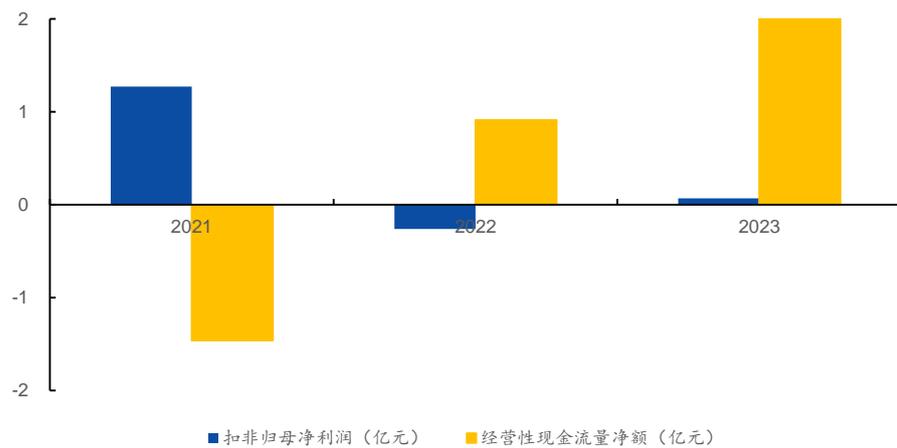


资料来源: Choice, 国元证券研究所

资料来源: Choice, 国元证券研究所

2021-2023 年, 公司经营性现金流量净额分别为-1.46、0.91、3.89 亿元, 扣非归母净利润分别为 1.27、-0.26、0.07 亿元。2023 年公司经营性现金流量净额为 3.89 亿元, 同比增长 325.78%, 其主要原因为公司为生产备料采购支付货款减少所致。

图 14: 扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比



资料来源: Choice, 国元证券研究所

### 3. 股权结构较为分散, 核心团队经验丰富

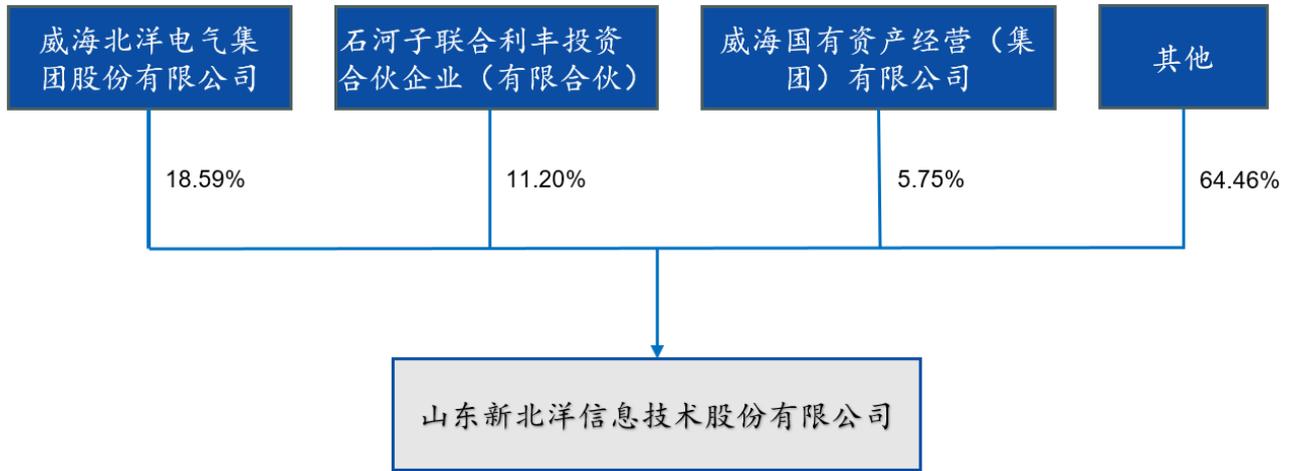
2021 年 2 月 3 日, 公司实际控制人由“威海市国资委”变更为“无实际控制人”, 公司控股股东由“北洋集团”变更为“无控股股东”。

宋森先生, 现任公司董事长, 清华大学 EMBA 硕士学位, 曾任山东省昌乐县宝石城实业公司部门经理, 山东三星通信设备有限公司工程师, 北洋集团技术研究开发中心程序设计员、项目管理部副经理, 新北洋董事会办公室主任, 新北洋副总经理兼董事会秘书兼国内营销中心总经理。

荣波先生, 现任公司总经理, 中欧国际工商学院 EMBA 硕士学位, 曾任山东新北洋

信息技术股份有限公司研发部行政助理、项目管理部副部长、董事会办公室副主任、人力资源部部长、总经理办公室主任、总经理助理、董事会秘书。

图 15：公司股权结构（截至 2024 年 11 月 11 日）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 核心假设：

公司围绕“无人化、少人化”的社会发展趋势和主航道方向，聚焦金融、物流、无人零售、餐饮、彩票、医疗、交通及政务等特定的细分领域和市场，为全球客户提供智能设备/装备综合解决方案。公司集聚并发挥技术创新优势、客户与品牌优势、规模制造优势、服务优势，践行“快速满足客户多样化需求”的差异化竞争战略，为客户提供一站式的创新产品和服务，努力从规模、创新能力及品牌影响力等各方面达到国内领先、世界先进的行业地位。公司坚持“一体两翼、八大业务板块”业务战略不动摇，国内与海外业务协同发展，努力实现有质量的增长。分行业来看，公司目前的业务主要包括：智能制造、服务运营，我们按照这两个维度预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 智能制造：**公司具有从打印扫描关键基础零件、部件到智能整机终端及系统集成产品的规模生产制造能力。公司在专用热打印、接触式图像扫描领域深耕多年，拥有二十多年的技术积累。专用热打印产品基于TPH精密热打印研发，专用扫描产品基于CIS接触式图像传感器研发。公司拥有遍布全球的服务营销网络，是世界头部专用打印扫描产品提供商，基于两大类核心技术(TPH/CIS)，为各行业提供专用打印、扫描、混合产品。同时，公司智能自助终端集成大数据、物联网、人工智能等多种技术，实现数据共享和互联互通，提升服务智能化水平，实现了自助购买、自助存取、自助查询缴费等多种功能，为用户提供了24小时不间断的便捷服务。公司还聚焦“银行网点转型”和“海外商业零售”两大场景，研究创新现金、支票、卡等介质流通业务，充分发挥识别、鉴伪核心技术实力，结合机电一体化技术优势，提供从核心模块和智能整机到平台软件和系统集成的一体化解决方案。2022-2023年，该业务的收入增速分别为-18.59%、-8.06%，2024年上半年，该业务的收入增速为5.16%，未来三年有望实现稳健增长，预测收入增速分别为4.75%、3.04%、2.62%。毛利率方面，2022-2023年分别为29.76%、34.38%，未来三年有望维持在2023年的水平，保持在35-36%的区间。
- 2. 服务运营：**服务运营业务是公司推进业务转型、沿产业链向下游延伸而着力培育发展的新兴业务，主要包括：新零售综合运营、物流自动化分拣运营和设备综合运维服务等。新零售综合运营立足自助零售业务，通过解决方案赋能新场景，运营平台赋能精细化运营，数据赋能零售价值，着力打造消费者身边智能便捷的“Mini Mart”（微型超市），助力公司创新增值业务的成长，推动公司业务的升级与转型。物流自动化分拣运营是公司基于自有自动化分拣运营管理平台、智能物流装备以及对分拣应用场景的深刻理解布局了快递包裹分拣运营业务。通过科技赋能快递服务，打造高效的快递分拣中心，助力快递分拣场景由劳动密集型升级为智能、高效、少人的自动化分拣中心。设备综合运维服务是公司基于深厚的产品技术支持和运维服务积累，结合智能化的设备综合运维服务管理平台，依托覆盖全球的服务网络和团队，面向运营商、系统集成商客户，提供各类智能自助终端、金融机具等各类智能设备/装备的仓储、运输、安装、维护、巡检、运营、

回收等全生命周期综合运维服务。2022-2023 年，该业务的收入增速分别为 65.88%、32.05%，2024 年上半年，该业务的收入增速为 19.52%，未来三年有望实现较快增长，预测收入增速分别为 20.75%、18.04%、15.62%。毛利率方面，2022-2023 年分别为 10.01%、9.43%，未来三年有望维持在 2023 年的水平，保持在 9-10% 的区间。

**表 1：公司收入拆分（单位：百万元）**

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>智能制造</b>					
收入	2035.65	1871.58	1960.48	2020.07	2073.00
增长率	-18.59%	-8.06%	4.75%	3.04%	2.62%
毛利率	29.76%	34.38%	35.06%	35.14%	35.28%
<b>服务运营</b>					
收入	240.87	318.07	384.07	453.36	524.17
增长率	65.88%	32.05%	20.75%	18.04%	15.62%
毛利率	10.01%	9.43%	9.49%	9.58%	9.76%
<b>合计</b>					
收入	2276.52	2189.65	2344.54	2473.43	2597.17
增长率	-13.95%	-3.82%	7.07%	5.50%	5.00%
毛利率	27.67%	30.76%	30.87%	30.45%	30.13%

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

### 可比公司估值：

在 A 股市场，广电运通、纳思达、智微智能也属于计算机设备行业，与公司所从事的业务相近，因此我们选择这三家公司作为可比公司。从 PE 估值角度来看，公司的估值水平显著高于可比公司的平均水平，伴随着公司盈利能力的持续提升，估值水平有望不断下降。

**表 2：可比公司估值情况**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002152.SZ	广电运通	13.41	333.02	0.39	0.44	0.51	0.58	34.09	30.39	26.53	23.06
002180.SZ	纳思达	27.72	394.45	-4.35	0.98	1.25	1.59	-	28.46	22.21	17.53
001339.SZ	智微智能	39.85	100.05	0.13	0.55	0.80	1.04	304.94	72.58	49.79	37.76
<b>平均</b>		-	-	-	-	-	-	-	<b>43.81</b>	<b>32.84</b>	<b>26.12</b>
002376.SZ	新北洋	7.19	51.90	0.03	0.06	0.07	0.08	269.44	111.48	98.44	87.96

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

注：可比公司均采用 iFinD 一致预期，收盘价的日期为 2024 年 12 月 06 日

### 投资建议：

公司始终专注于各行业智能化产品与服务的创新这一业务定位不动摇，致力于“成为世界先进的智能设备/装备解决方案提供商”。随着公司“一体两翼、八大业务板块”业务战略的推进落地，各业务板块和所涉足行业领域不断开拓和延伸，公司的持续成长空间已经逐步打开，未来持续成长空间广阔。近年来，公

司围绕“提质增效”的核心管理主题，聚力提升经营质量，盈利能力有望不断提升。

综上，预测公司 2024-2026 年的营业收入为 23.45、24.73、25.97 亿元，归母净利润为 0.47、0.53、0.59 亿元，EPS 为 0.06、0.07、0.08 元/股，对应的 PE 为 111.48、98.44、87.96 倍。考虑到行业的景气度和公司未来的持续成长性，首次评级，给予“增持”。

## 5. 风险提示

- 1. 市场竞争加剧的风险：**智能设备/装备相关产品技术更新迭代周期快，基于场景化的应用需求复杂多变，市场环境趋于成熟，市场参与者和新进入者不断增多，市场竞争日趋激烈，公司相应业务存在增长放缓、盈利水平下降的风险。金融行业，银行网点智能化转型方案日趋成熟，厂商间竞争日渐加剧；物流行业，国内快递物流自动化市场竞争进一步加剧，同质化竞争较为激烈，智能快递柜市场进入成熟期，主要厂商基于成本的竞争进一步加剧；无人零售行业，竞争也日趋激烈，各设备厂家开始优化产业布局，深耕细分市场。如果不能在产品技术创新、产品成本、产品质量和服务等方面保持竞争优势，公司的业务发展和盈利能力将会受到严重影响；
- 2. 公司业务扩张导致的管控风险：**随着公司“一体两翼、八大业务板块”业务战略的推进落地，各业务板块和所涉足行业领域不断开拓和延伸，公司的经营规模、业务类型、人员规模等同步快速扩张，分公司、子公司不断增加，对业务管理、人力资源、风险管控等方面均提出了更高的要求，经营管理的复杂程度显著提高。如果公司不能及时构建与战略转型相匹配人才队伍，有效配置资源，调动各方积极性和创造性，将影响公司的运营能力和发展动力，可能会给公司带来管理风险；
- 3. 汇率波动的风险：**目前公司的产品出口销售区域主要是欧美等经济发达的地区，部分电子零部件进口采购区域主要是美国、日本等地区，目前进出口业务主要采用美元、欧元等外币结算，随着公司进出口业务规模的增长，未来汇率波动将对公司的业绩产生一定影响；
- 4. “新北转债”转股对每股收益 EPS 摊薄的风险：**根据公司发布的《关于新北转债转股数额累计达到转股前公司已发行股份总额 10%的公告》：截至 2024 年 11 月 11 日，公司尚有 4802874 张“新北转债”尚未转股，占可转债发行总量的 54.76%，如果未来持续转股，股本会增加，对 EPS 会持续摊薄。

**财务预测表**

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2785.92	2267.35	2608.55	2641.40	2698.38
现金	921.67	724.49	980.97	937.01	929.96
应收账款	699.13	565.13	579.84	596.50	602.85
其他应收款	37.38	43.44	49.63	50.94	52.89
预付账款	18.65	25.59	25.93	26.49	27.04
存货	839.47	723.88	779.36	828.64	875.79
其他流动资产	269.60	184.83	192.81	201.81	209.84
<b>非流动资产</b>	3068.67	3148.74	3173.95	3189.01	3209.86
长期投资	877.54	970.83	989.87	1002.13	1021.37
固定资产	1452.79	1446.19	1453.92	1457.66	1461.06
无形资产	167.82	161.11	156.00	151.60	146.63
其他非流动资产	570.52	570.61	574.16	577.62	580.79
<b>资产总计</b>	5854.58	5416.09	5782.50	5830.41	5908.23
<b>流动负债</b>	1433.02	1095.53	1113.30	1131.48	1156.96
短期借款	803.92	444.98	433.21	420.31	419.21
应付账款	282.42	304.16	318.48	334.07	348.59
其他流动负债	346.67	346.39	361.61	377.10	389.16
<b>非流动负债</b>	849.49	892.78	879.66	853.59	844.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	849.49	892.78	879.66	853.59	844.52
<b>负债合计</b>	2282.50	1988.32	1992.96	1985.07	2001.48
少数股东权益	264.99	253.59	269.54	286.44	304.54
股本	655.20	648.47	721.89	721.89	721.89
资本公积	871.12	822.34	1145.40	1145.40	1145.40
留存收益	1602.76	1524.43	1473.72	1512.48	1555.67
<b>归属母公司股东权益</b>	3307.09	3174.18	3520.01	3558.90	3602.21
<b>负债和股东权益</b>	5854.58	5416.09	5782.50	5830.41	5908.23

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	91.43	389.28	46.98	63.71	82.05
净利润	-1.60	53.69	62.51	69.62	77.11
折旧摊销	158.70	167.87	144.03	151.14	158.78
财务费用	28.57	29.36	17.57	16.42	16.17
投资损失	-103.32	-124.22	-127.21	-131.53	-136.83
营运资金变动	-68.17	218.58	-51.47	-45.92	-35.81
其他经营现金流	77.26	44.01	1.55	3.98	2.63
<b>投资活动现金流</b>	123.47	-0.63	-39.62	-33.64	-43.06
资本支出	155.28	56.29	98.78	102.28	109.43
长期投资	-242.61	-37.33	19.82	12.52	19.35
其他投资现金流	36.14	18.33	78.98	81.16	85.72
<b>筹资活动现金流</b>	-173.26	-621.84	249.12	-74.03	-46.04
短期借款	145.80	-358.94	-11.77	-12.90	-1.10
长期借款	-57.07	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-10.52	-6.73	73.42	0.00	0.00
资本公积增加	-119.77	-48.78	323.05	0.00	0.00
其他筹资现金流	-131.70	-207.39	-135.58	-61.13	-44.94
<b>现金净增加额</b>	56.64	-218.27	256.48	-43.96	-7.05

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2276.52	2189.65	2344.54	2473.43	2597.17
营业成本	1646.52	1516.15	1620.77	1720.24	1814.64
营业税金及附加	21.78	22.98	24.15	24.98	25.71
营业费用	210.27	200.49	212.88	222.86	231.93
管理费用	139.56	151.84	161.30	168.94	176.87
研发费用	314.45	341.08	369.21	381.29	395.48
财务费用	28.57	29.36	17.57	16.42	16.17
资产减值损失	-31.71	-13.45	-13.12	-12.95	-12.86
公允价值变动收益	-2.89	-2.71	-2.68	-2.65	-2.63
投资净收益	103.32	124.22	127.21	131.53	136.83
<b>营业利润</b>	2.38	58.64	68.50	76.23	84.33
营业外收入	1.86	1.60	1.65	1.71	1.78
营业外支出	1.78	1.67	1.72	1.79	1.85
<b>利润总额</b>	2.45	58.56	68.43	76.15	84.26
所得税	4.06	4.88	5.92	6.53	7.15
<b>净利润</b>	-1.60	53.69	62.51	69.62	77.11
少数股东损益	24.06	34.42	15.95	16.90	18.10
<b>归属母公司净利润</b>	-25.67	19.26	46.56	52.73	59.01
EBITDA	189.65	255.86	230.10	243.80	259.29
EPS (元)	-0.04	0.03	0.06	0.07	0.08

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-13.95	-3.82	7.07	5.50	5.00
营业利润(%)	-98.67	2365.10	16.82	11.28	10.63
归属母公司净利润(%)	-117.60	175.05	141.70	13.24	11.91
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.67	30.76	30.87	30.45	30.13
净利率(%)	-1.13	0.88	1.99	2.13	2.27
ROE(%)	-0.78	0.61	1.32	1.48	1.64
ROIC(%)	-0.62	2.78	2.67	2.84	3.05
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.99	36.71	34.47	34.05	33.88
净负债比率(%)	36.80	22.63	22.01	21.46	21.24
流动比率	1.94	2.07	2.34	2.33	2.33
速动比率	1.36	1.41	1.64	1.60	1.58
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.39	0.42	0.43	0.44
应收账款周转率	2.43	2.91	3.36	3.46	3.57
应付账款周转率	3.96	5.17	5.21	5.27	5.32
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-0.04	0.03	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	0.54	0.07	0.09	0.11
每股净资产 (最新摊薄)	4.58	4.40	4.88	4.93	4.99
<b>估值比率</b>					
P/E	-202.21	269.44	111.48	98.44	87.96
P/B	1.57	1.64	1.47	1.46	1.44
EV/EBITDA	25.77	19.10	21.24	20.05	18.85

资料来源: 同花顺 iFinD, 国元证券研究所

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
 邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
 邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
 邮编：100027