

## 信义山证汇通天下

证券研究报告

系统设备

三旺通信（688618.SH）

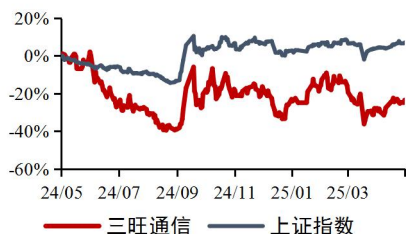
增持-A(维持)

业务短期承压，新兴行业有望迎来催化

2025 年 5 月 21 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 20 日

|           |       |
|-----------|-------|
| 收盘价（元）：   | 21.71 |
| 总股本（亿股）：  | 1.10  |
| 流通股本（亿股）： | 1.10  |
| 流通市值（亿元）： | 23.89 |

基础数据：2025 年 3 月 31 日

|             |      |
|-------------|------|
| 每股净资产（元）：   | 7.88 |
| 每股资本公积（元）：  | 3.83 |
| 每股未分配利润（元）： | 2.72 |

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

赵天宇

执业登记编码：S0760524060001

邮箱：zhaotianyu@sxzq.com

事件描述：

公司发布 2024 年及 2025 一季度报告。2024 年，公司实现营收 3.57 亿元，同比-18.79%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比-69.98%；扣非后归母净利润为 0.21 亿元，同比-78.2%。2025Q1，公司实现营收 0.81 亿，同比+7.01%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比-48.44%。

事件点评：

➤ 下游解决方案项目实施节奏不及预期，叠加费用前瞻投入、新基地折旧增加等因素导致公司业绩下滑。分应用场景来看，2024 年公司智慧能源、智慧交通、工业互联网、智慧城市以及其他行业板块分别实现营业收入 19,126.52 万元、6,130.16 万元、3,659.51 万元、2,705.42 万元、4,062.35 万元，同比分别+8.1%、-20.6%、-62.2%、-47.4%、+9.4%。工业互联网业务主要受制造业数字化改造解决方案类订单实施放缓的影响；智慧交通、智慧城市业务主要由于轨交车型上市进度及道路、管廊建设进度影响。产品结构上，公司工业交换产品、工业网关及无线产品、解决方案类产品，分别实现营业收入 28,116.74 万元、5,721.40 万元、831.21 万元，分别同比-9.4%、+9.5%、-87.2%，解决方案类收入下滑受工业互联网客户资本支出节奏和市政交通类客户资金压力以及竞争格局多方面影响，是拖累 2024 业绩的主要因素。

➤ 前瞻投入，坚定由单一通信设备提供商向定制化解决方案提供者转型。2024 年，销售、管理、研发费用分别为 6240.7、4796.8、7347.5 万元，同比分别+11.2%、52.7%、19.6%。销售方面，公司加大团队建设和海外市场布局，解决方案相关产品占比增加，客户由设备商、集成商转向业主、集团公司，随着后续产品导入，相关费用有望企稳；管理费用增加主要由于上海工业互联网产业基地固定资产折旧费及办公费增加；研发方面，公司持续保持前沿技术高投入，重点攻克 TSN、边缘计算、AI 等技术，公司 TSN 网络整体解决方案不断完善，产品处于国内领先水平。我们认为，公司高研发带来了坚实的技术壁垒，为创新提供强大动力，公司已完成边缘网关与 DeepSeek 融合、实现 HaaS 与 DeepSeek 的深度整合，实现智能化数据处理与本地推理，网关可实现对海量异构数据（如设备状态、环境参数）进行实时语义理解与推理，有望提升产品的智能化水平、大幅提高响应速度、降低对云端的依赖，公司有望受益于千行百业智能化浪潮。

➤ 四大领域继续发力，工业通信细分市场龙头地位稳固。智慧能源受益于电网数字化建设，风光储及智慧矿山业务发展良好，参与三峡乌兰察布源网荷储、甘州南滩 30 万千瓦光伏发电、粤电阳江沙扒海上风电、神东大柳塔煤



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

矿等众多示范项目，我国煤矿智能化渗透率发展空间较大，公司 2025 年将重点推进煤矿精准定位等场景的突破。智慧城市有望乘智能网联东风，低速无人驾驶、无人公交车等领域已批量供货，并在车载确定性网络、车载多域控制器、车载网关等方面投入开发。智慧交通领域受益于政策驱动，公司参与众多轨交系统建设项目，有望继续导入新车型；公路领域钻研集成化设计，从设备供应商向系统级解决方案提供商转变，市场影响力继续扩大。智能制造由产业升级驱动，公司联合智能制造生态伙伴推出制造数字化转型系统解决方案，提供交钥匙工程，落地了东莞信义玻璃厂能源 EMS、南宁卷烟厂二期网络改造等标杆项目。我们认为，公司持续深耕解决方案类业务的技术研发与服务优化，经实战打磨，在系统集成、定制化开发等关键环节实现技术突破，业务成熟度取得显著提升，聚焦中高端市场，短期内经营有所承压，但有利于保持长期竞争力，同时公司把握 AI、机器人、低空行业机遇，通过开发新客户以及方案集成有望打开新的增长点。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**短期公司工业互联网、智慧城市、智慧交通等下游有所承压，销售及研发费用投入持续增加，但我们认为公司在智慧能源领域仍保持龙头地位，煤矿智能化、智能网联等领域仍具有较高景气度，公司前期投入有望在未来取得积极成果，估值有望受到制造业、新能源、车路云等稳增长政策的催化。预计公司 2025-2027 年归母净利润 0.44/0.79/1.42 亿元，同比增长 35.3%/78.2%/79.8%；对应 EPS 为 0.40/0.72/1.29 元，2025 年 05 月 20 日收盘价对应 PE 分别为 53.9/30.3/16.8 倍，维持“增持-A”评级。

**风险提示：**工业物联网 HaaS 项目落地节奏不及预期导致营收大幅下滑；车路云项目进展不及预期导致通信产品增长不及预期；轨交新型号项目交付不及预期导致智慧交通收入下滑；中低端产品线市场竞争激烈导致综合毛利率下滑。

#### 财务数据与估值：

| 会计年度      | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 439   | 357   | 411   | 535   | 660   |
| YoY(%)    | 30.9  | -18.8 | 15.2  | 30.2  | 23.4  |
| 净利润(百万元)  | 109   | 33    | 44    | 79    | 142   |
| YoY(%)    | 13.8  | -70.0 | 35.3  | 78.2  | 79.8  |
| 毛利率(%)    | 56.9  | 60.5  | 58.0  | 57.5  | 57.0  |
| EPS(摊薄/元) | 0.99  | 0.30  | 0.40  | 0.72  | 1.29  |
| ROE(%)    | 12.2  | 3.8   | 4.9   | 8.0   | 12.6  |
| P/E(倍)    | 21.9  | 73.0  | 53.9  | 30.3  | 16.8  |
| P/B(倍)    | 2.7   | 2.8   | 2.6   | 2.4   | 2.1   |
| 净利率(%)    | 24.9  | 9.2   | 10.8  | 14.8  | 21.5  |

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 842   | 736   | 886   | 974   | 1119  |
| 现金             | 136   | 297   | 206   | 241   | 264   |
| 应收票据及应收账款      | 231   | 231   | 226   | 220   | 330   |
| 预付账款           | 4     | 2     | 6     | 4     | 9     |
| 存货             | 98    | 99    | 104   | 164   | 170   |
| 其他流动资产         | 372   | 107   | 344   | 346   | 345   |
| <b>非流动资产</b>   | 238   | 268   | 241   | 238   | 234   |
| 长期投资           | 23    | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 固定资产           | 174   | 184   | 187   | 185   | 182   |
| 无形资产           | 19    | 17    | 15    | 13    | 11    |
| 其他非流动资产        | 22    | 62    | 35    | 36    | 36    |
| <b>资产总计</b>    | 1080  | 1004  | 1127  | 1212  | 1353  |
| <b>流动负债</b>    | 186   | 109   | 187   | 193   | 192   |
| 短期借款           | 92    | 22    | 67    | 60    | 20    |
| 应付票据及应付账款      | 34    | 41    | 52    | 71    | 83    |
| 其他流动负债         | 60    | 46    | 68    | 62    | 89    |
| <b>非流动负债</b>   | 4     | 34    | 34    | 34    | 34    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 4     | 34    | 34    | 34    | 34    |
| <b>负债合计</b>    | 190   | 143   | 221   | 227   | 226   |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 75    | 110   | 110   | 110   | 110   |
| 资本公积           | 483   | 422   | 422   | 422   | 422   |
| 留存收益           | 340   | 334   | 378   | 457   | 600   |
| 归属母公司股东权益      | 890   | 861   | 906   | 985   | 1127  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1080  | 1004  | 1127  | 1212  | 1353  |

现金流量表(百万元)

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b>  | 52    | 65    | 96    | 44    | 59    |
| 净利润             | 109   | 33    | 44    | 79    | 142   |
| 折旧摊销            | 9     | 12    | 12    | 12    | 13    |
| 财务费用            | 1     | 2     | 4     | 4     | -2    |
| 投资损失            | -6    | -14   | -11   | -13   | -12   |
| 营运资金变动          | -83   | 4     | 47    | -41   | -83   |
| 其他经营现金流         | 21    | 29    | 0     | 1     | 1     |
| <b>投资活动现金流</b>  | -128  | 240   | -225  | 3     | 3     |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 0     | -144  | -30   | -4    | 2     |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.99  | 0.30  | 0.40  | 0.72  | 1.29  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.47  | 0.59  | 0.87  | 0.39  | 0.53  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 8.07  | 7.80  | 8.21  | 8.92  | 10.21 |

利润表(百万元)

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 439   | 357   | 411   | 535   | 660   |
| 营业成本            | 189   | 141   | 173   | 227   | 284   |
| 营业税金及附加         | 4     | 5     | 5     | 6     | 7     |
| 营业费用            | 56    | 62    | 72    | 80    | 89    |
| 管理费用            | 31    | 48    | 51    | 59    | 53    |
| 研发费用            | 61    | 73    | 78    | 91    | 99    |
| 财务费用            | 1     | 2     | 4     | 4     | -2    |
| 资产减值损失          | -7    | -25   | -16   | -20   | -18   |
| 公允价值变动收益        | 2     | -2    | -0    | -1    | -1    |
| 投资净收益           | 6     | 14    | 11    | 13    | 12    |
| <b>营业利润</b>     | 122   | 32    | 46    | 80    | 146   |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 123   | 32    | 46    | 79    | 145   |
| 所得税             | 14    | -1    | 2     | 0     | 3     |
| <b>税后利润</b>     | 109   | 33    | 44    | 79    | 142   |
| 少数股东损益          | -1    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 109   | 33    | 44    | 79    | 142   |
| EBITDA          | 132   | 39    | 55    | 90    | 155   |

主要财务比率

| 会计年度         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 30.9  | -18.8 | 15.2  | 30.2  | 23.4  |
| 营业利润(%)      | 19.4  | -73.9 | 45.4  | 71.4  | 83.0  |
| 归属于母公司净利润(%) | 13.8  | -70.0 | 35.3  | 78.2  | 79.8  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 56.9  | 60.5  | 58.0  | 57.5  | 57.0  |
| 净利率(%)       | 24.9  | 9.2   | 10.8  | 14.8  | 21.5  |
| ROE(%)       | 12.2  | 3.8   | 4.9   | 8.0   | 12.6  |
| ROIC(%)      | 11.1  | 3.0   | 4.1   | 7.2   | 11.8  |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 17.6  | 14.2  | 19.6  | 18.7  | 16.7  |
| 流动比率         | 4.5   | 6.7   | 4.7   | 5.0   | 5.8   |
| 速动比率         | 3.8   | 5.4   | 4.0   | 4.0   | 4.7   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.4   | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率      | 2.2   | 1.5   | 1.8   | 2.4   | 2.4   |
| 应付账款周转率      | 4.0   | 3.7   | 3.7   | 3.7   | 3.7   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 21.9  | 73.0  | 53.9  | 30.3  | 16.8  |
| P/B          | 2.7   | 2.8   | 2.6   | 2.4   | 2.1   |
| EV/EBITDA    | 15.3  | 53.6  | 35.9  | 21.6  | 12.1  |

资料来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：****上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

**北京**

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

