

从产品、渠道及服务再看 PHM 龙头成长潜力

核心观点

- **PHM 行业具备“长”、宽、“厚”三大特征。** PHM（故障预测与健康管理系统）是设备运维服务的最新发展方向，可以有效当前设备运维服务存在的痛点，降低维修成本。目前我国设备预测性维护的渗透率较低，根据中国电子技术标准化研究院数据，截至 2020 年底，中国企业设备数字化率达到 50%，但实施设备预测性维护的比例仅为 14%。整体市场规模有望保持快速增长，IOT Analytics 数据预计 2026 年可达 32.14 亿美元。PHM 需求具有共性，覆盖各个行业多种场景，其实现需要融合人工智能、大数据等多种技术，行业内案例数、工程经验积累深厚的厂商具备竞争优势。
- **公司具备三大竞争优势：** 1) 公司软硬件全自研，且平台化架构可迅速复制，产品标准化程度高，毛利率一直处于行业领先水平；2) 截止 2024 年底，公司已积累超 3 万个故障案例数，有利于诊断算法性能的提升。公司从收入规模和覆盖行业数量均处于行业领先水平，工程经验等 Know-How 积累深厚；3) 公司已在风电、冶金、石化、煤炭、水泥等行业形成规模化收入，且服务各行业的头部客户，形成良好的标杆效应，为行业内的深耕奠定基础。
- **多重要素支撑公司长期成长。** 产品端：近年来公司在产品品类不断拓宽，推出场景智能应用解决方案，并发布 PHMGPT 大模型，提升算法性能，产品平均单价呈现上行趋势；渠道端：公司 24 年在煤炭行业试点成功，24 年煤炭行业收入增速达到 63.6%，25 年公司开始向全行业推广，有望加速行业内渗透和新行业的拓展；服务端：24 年底，公司实时看护设备数超过 18 万，随着质保期逐渐到期，未来订阅服务收入有望成为看点。

盈利预测与投资建议

- 调整收入增速、毛利率和费用率，我们预测公司 25-27 年的每股收益分别为 1.68、2.22、2.91 元（原预测 25-26 年每股收益为 1.46/1.93 元），根据可比公司 25 年 PE 水平，给予公司 25 年 37 倍市盈率，对应目标价为 62.16 元，维持买入评级。

风险提示

制造业转型升级不及预期，渠道改革进展不及预期

公司主要财务信息

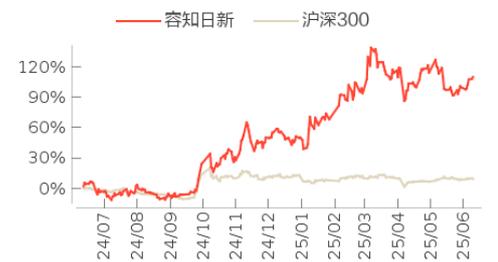
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	498	584	757	954	1,181
同比增长(%)	-9.0%	17.2%	29.8%	25.9%	23.8%
营业利润(百万元)	49	107	170	226	297
同比增长(%)	-57.4%	118.7%	59.0%	32.7%	31.3%
归属母公司净利润(百万元)	63	108	147	194	254
同比增长(%)	-46.0%	71.5%	36.5%	32.2%	31.0%
每股收益(元)	0.72	1.23	1.68	2.22	2.91
毛利率(%)	60.8%	63.6%	63.0%	62.9%	62.8%
净利率(%)	12.6%	18.4%	19.4%	20.4%	21.5%
净资产收益率(%)	8.0%	11.6%	13.1%	15.0%	16.8%
市盈率	70.3	41.0	30.0	22.7	17.3
市净率	5.5	4.2	3.7	3.2	2.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年06月10日）	50.38 元
目标价格	62.16 元
52 周最高价/最低价	59.08/18.58 元
总股本/流通 A 股（万股）	8,743/8,670
A 股市值（百万元）	4,405
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2025 年 06 月 11 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.18	-1.62	-10.69	118.19
相对表现%	5.83	-2.12	-9.08	110.04
沪深 300%	0.35	0.5	-1.61	8.15



证券分析师

陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002
浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090002

目录

一、PHM 行业具备长、宽、厚三大特征	4
1.1 行业之“长”：渗透率低潜力无限，市场广阔开拓可期	4
1.2 行业之“宽”：场景多元而丰，技术融合为用	6
1.3 行业之“厚”：技术沉淀日深，数据积累渐厚	7
二、从行业属性看公司三大竞争优势	8
2.1 优势一：平台化架构叠加软硬件自研塑造公司产品优势	8
2.2 优势二：故障案例数领先，积累行业大量 Know-How	10
2.3 优势三：头部标杆客户众多，奠定行业深耕基础	10
三、从产品、渠道和服务三要素再看公司成长性	11
3.1 产品端：品类拓展、技术升级，价值量不断提升	12
3.2 渠道端：海外市场逐步发力，渠道改革红利显现	13
3.3 服务端：看护设备数与日俱增，“订阅服务”后期发力	15
盈利预测与投资建议	16
盈利预测	16
投资建议	17
风险提示	17

图表目录

图 1: 运维服务的发展历程.....	4
图 2: 当前行业运维服务存在诸多痛点.....	5
图 3: PHM 的优点.....	5
图 4: 2020 年中国企业设备数字化水平.....	5
图 5: 全球预测性维护市场规模（单位：亿美元）.....	5
图 6: 中国预测性维护市场规模（单位：亿美元）.....	5
图 7: 设备运维保护对象.....	6
图 8: PHM 应用行业广泛.....	6
图 9: PHM 的工作原理.....	7
图 10: 传感器种类的多样性.....	7
图 11: 部件损坏的表征变化过程.....	7
图 12: PHM 系统的复杂度更高但降本效果更明显.....	8
图 13: 公司状态监测与故障诊断系统架构图.....	8
图 14: 公司灵芝 SuperCare 设备智能运维平台架构.....	8
图 15: 公司状态监测与故障诊断系统架构图.....	9
图 16: 公司传感器自制率.....	9
图 17: 行业龙头毛利率对比.....	9
图 18: 2021-2024 年公司故障案例的积累数量.....	10
图 19: 机器学习框架示意图.....	10
图 20: 2018-2024 公司营业收入按行业分布情况（单位：百万元）.....	11
图 21: 各行业公司标杆客户.....	11
图 22: 2021-2024 公司单季度营业收入同比增速.....	12
图 23: 公司风电机组监测设备应用.....	12
图 24: 公司场景智能应用解决方案.....	12
图 25: 公司 PHMGPT 大模型.....	13
图 26: 公司有线系统平均单价及增速.....	13
图 27: 公司无线系统平均单价及增速.....	13
图 28: 公司合作伙伴战略架构.....	14
图 29: 公司近年来经销收入及同比增速.....	14
图 30: 公司近年煤炭行业收入及同比增速.....	14
图 31: 公司海外市场收入情况（单位：万元）.....	15
图 32: 公司诊断服务进展.....	15
表 1: 可比公司估值.....	17

一、PHM 行业具备长、宽、厚三大特征

1.1 行业之“长”：渗透率低潜力无限，市场广阔开拓可期

PHM（故障预测与健康管理系统）是设备运维服务的最新发展方向。PHM 是一种基于对设备运行状态的实时监测与分析，预测潜在故障并提前开展维护工作的策略，是运维服务行业最新的发展方向。运维服务发展经历四个过程：

- 1) **响应式维修**：此种维修方式是一种消极维护策略，它是指设备故障后再进行到场维修，此时设备本身损坏程度较高，容易造成维修时长和成本的增加，甚至提高停产时间成本；
- 2) **计划性维护**：此种维修方式是基于设备厂商的保养计划来进行停产检修，由于各个部件在实际工况运行中的使用寿命很难预估，此种运维方式容易造成维修过早或过度保养等问题；
- 3) **基于条件的维修**：此种维修方式是通过对设备运行状态的监控来进行有针对性的维修，主要结合设备本身的运行监控数据等进行简单判断，仍然容易产生维修不及时的情形；
- 4) **基于故障预测的维护**：随着大数据、人工智能等技术的发展，通过对设备运行状态进行故障预测成为可能，此种维修方式可以最大化提升设备部件的使用效益，减少停工停产时间，是目前运维服务的最终发展形态。

图 1：运维服务的发展历程



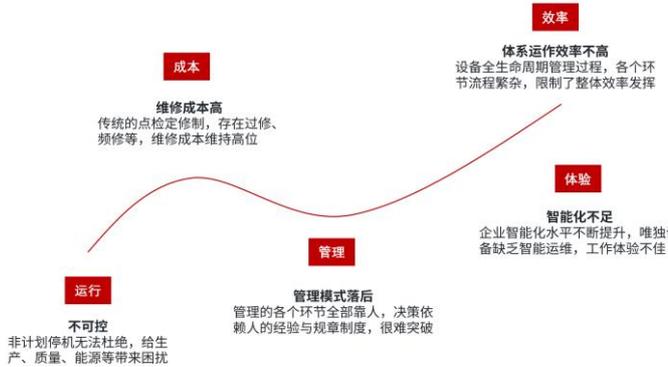
数据来源：罗兰贝格，东方证券研究所

当前设备运维存在痛点，制约企业效能提升。当前行业主要的运维服务停留在第二三阶段，设备运维仍存在诸多难点：1) 管理模式落后：管理及决策高度依赖人的经验与规章制度，管理模式和经验数据电子化程度低，经验传承和应用难度大；2) 智能化不足：设备数智化基础较差，缺乏统一规范的运维数据和高效的数据分析工具，影响设备预测性维护；3) 维修成本高：传统的点检定修制存在过修、频修等问题，维修成本维持高位；4) 体系运作效率低：设备全生命周期管理流程繁琐复杂，各环节衔接不畅，限制整体效率提升，影响企业效能释放；5) 运行不可控：设备运行稳定性较差，非计划停机难以彻底规避，影响企业生产流程的连贯性、产品质量的稳定性以及能源管理的有效性。

PHM 可复制性强，提效明显，是企业在制造业数字化转型背景下运维服务的破局之道。PHM 的应用具备以下优势：1) 对产线影响小：PHM 无需改造产线与工艺，仅需建立设备与服务器连接就可以实现最大限度维持生产连续性；2) 复制性强：相同设备可快速复用解决方案，设备接入越多，积累数据越丰富，模型预测精度越高；3) 效率提升明显：据罗兰贝格项目经验，PHM 可降低 5-10% 的 MRO 及总体维护成本，提升 10-20% 设备正常运行时间，减少 20-50% 维护时间，

保障产品质量；4) 应用场景广：PHM 应用领域从设备维修逐步拓展至排程制定、资产管理等领域，未来发展潜力大。

图 2：当前行业运维服务存在诸多痛点



数据来源：公司招股书、E20 水网固废网等、电子发烧友，东方证券研究所

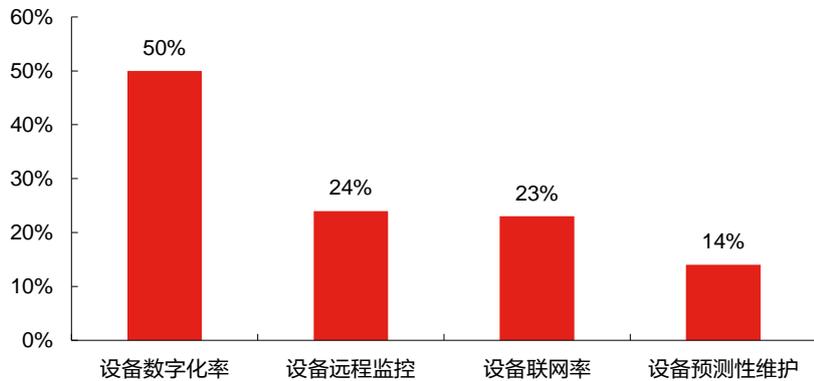
图 3：PHM 的优点



数据来源：罗兰贝格，东方证券研究所

设备预测性维护整体渗透率仍处于较低水平。随着近年来智能制造的推进，我国企业设备的数字化水平有所提升，但智能运维方面的渗透率仍较低。根据中国电子技术标准化研究院数据，截至 2020 年底，中国企业设备数字化率达到 50%，但实施设备预测性维护的比例仅为 14%。在下游行业需求的刺激下，我们认为，未来中国企业设备预测性维护的渗透率将快速提升。

图 4：2020 年中国企业设备数字化水平

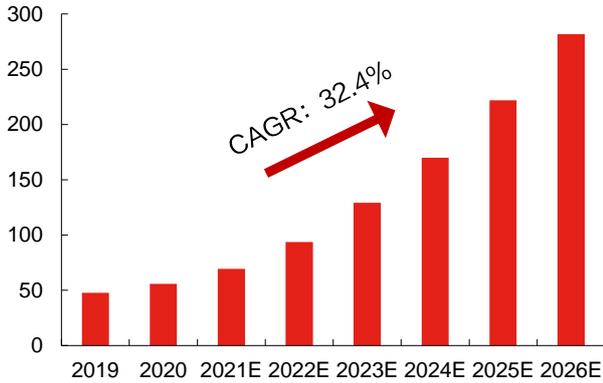


数据来源：中国电子技术标准化研究院，东方证券研究所

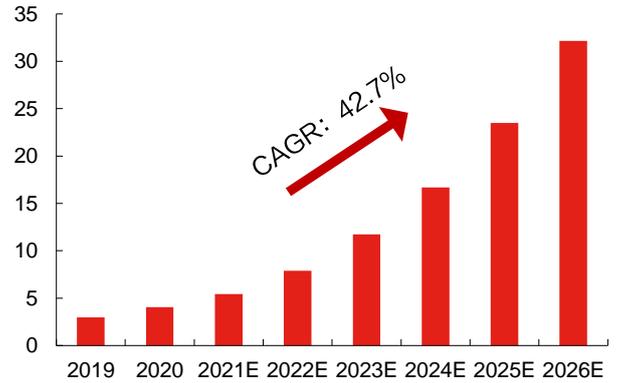
PHM 行业市场空间广阔。根据 IOT Analytics 数据，2021 年全球预测性维护市场规模为 69 亿美元，随着人工智能、机器学习、大数据和云计算等技术发展，2026 年全球预测性维护市场规模将达到 282 亿美元，CAGR 为 32.4%。我国是制造业大国，随着制造业的转型升级，国内预测性维护市场有望实现长期发展，其市场规模 2021 年达到 5.44 亿美元，到 2026 年将增长至 32.14 亿美元，CAGR 为 42.7%。

图 5：全球预测性维护市场规模（单位：亿美元）

图 6：中国预测性维护市场规模（单位：亿美元）



数据来源：IOT Analytics, 博华科技招股书, 东方证券研究所

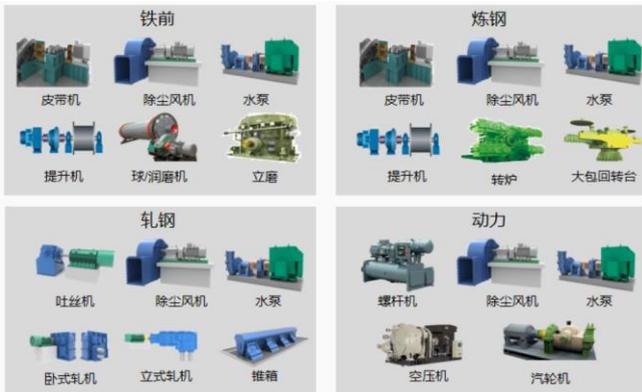


数据来源：IOT Analytics, 博华科技招股书, 东方证券研究所

1.2 行业之“宽”：场景多元而丰，技术融合为用

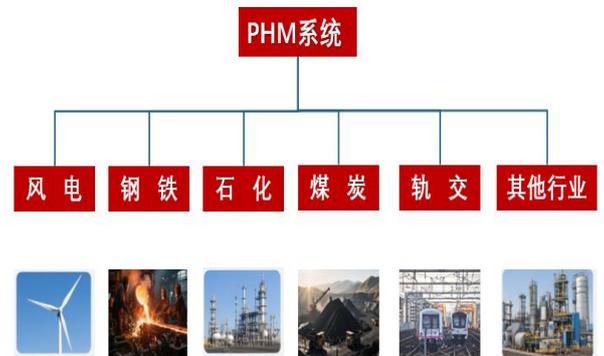
设备运维是通用性需求，下游应用场景丰富。设备是工业的底层根基，是生产活动的物理载体和动能来源。海量的各类设备，尤其如泵、减速机、风机、电机、压缩机、注塑机、冲压机、轧机等动设备，均需专业的运维保障，才能确保生产活动正常进行。因此，PHM的需求覆盖各行各业。随着制造业的数字化及智能化建设进程不断推进，PHM也将在更多的行业渗透和普及。

图 7：设备运维保护对象



数据来源：公司官网, 东方证券研究所

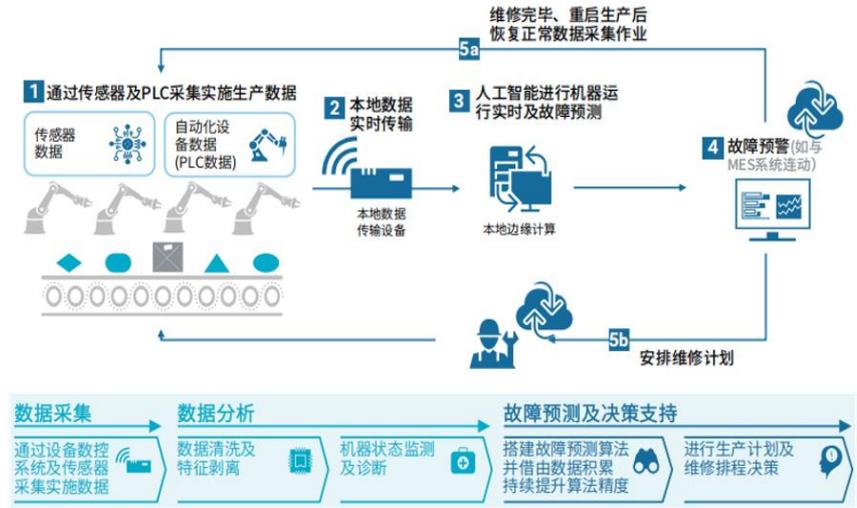
图 8：PHM 应用行业广泛



数据来源：公司招股书、公司年报, 东方证券研究所

PHM 系统的实现需要融合人工智能、大数据等多类技术。PHM 系统的运行主要包括以下几个步骤：1) 通过传感器或可编程逻辑控制器 (PLC) 实时采集设备运行数据，并借助本地数据传输设备，将数据实时传输到本地边缘计算设备进行初步处理。2) 利用人工智能技术，在本地边缘计算设备上对机器运行状态展开实时监测与故障预测，完成数据分析和状态诊断。3) 故障预警信息与制造执行系统联动，生成故障预警报告。4) 依据预警信息和数据分析结果，合理安排维修计划，制定生产计划及维修排程决策，并依托持续积累的数据不断优化算法精度，提高预测准确度。从 PHM 的工作流程中可以看出，实现预测性维护在数据采集端需要振动、温度、油液、红外等各类传感器技术，结合融合振动与噪声理论、信号分析与数据处理，依托大数据以及人工智能算法来完成设备的看护，同时基于诊断云平台来完成客户的设备管理工作。此外，依托智能化诊断分析功能，PHM 还能为设备的定期检查、不定期抽检以及维修工作提供依据，降低设备维护成本，优化维护资源。

图 9：PHM 的工作原理



数据来源：罗兰贝格，东方证券研究所

1.3 行业之“厚”：技术沉淀日深，数据积累渐厚

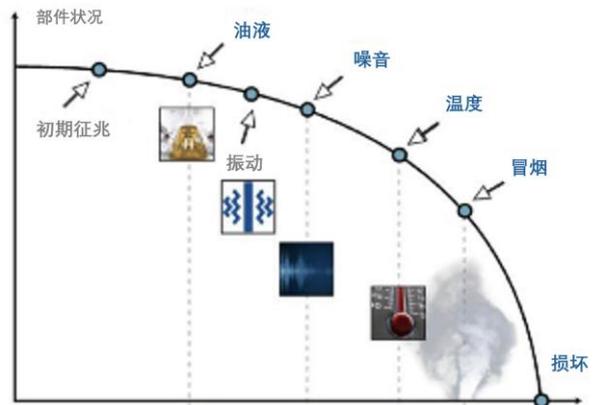
传感器的种类以及工程经验需要不断积累。设备部件的损坏过程会有不同的表征特征，如振动、油液、温度、噪音等，这些表征数据均需要通过不同的传感器来获取，因此传感器种类需要不断丰富，同时通过不同传感器的组合来实现整体设备或者产线的维护。此外，工业设备具有复杂的运行环境和独特的运行机理，因此传感器安装的位置、组合、阈值等参数的调节均需要工程经验的积累，才能匹配对应的机理模型使预测性维护效果达到最佳。

图 10：传感器种类的多样性



数据来源：公司官网，东方证券研究所

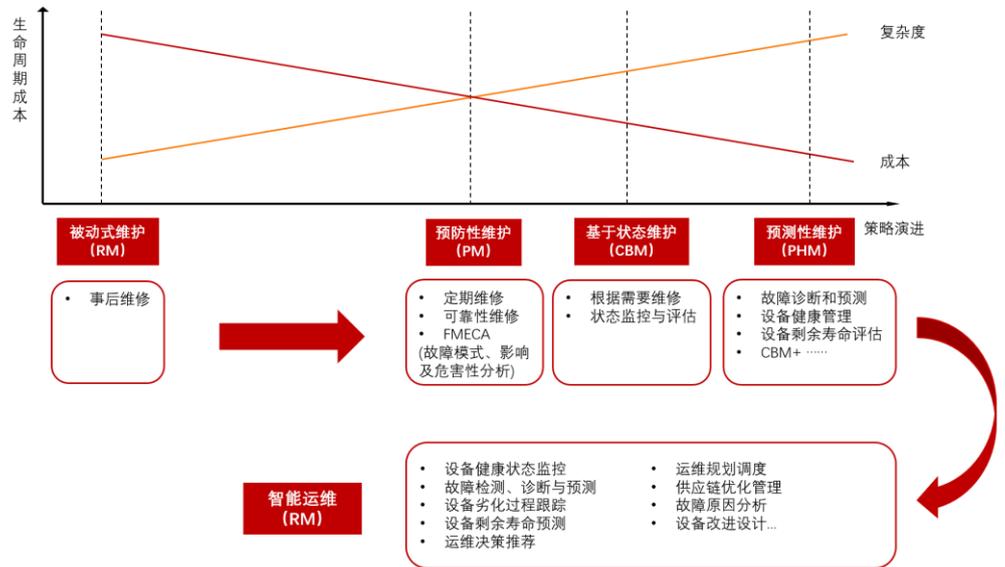
图 11：部件损坏的表征变化过程



数据来源：设备人、风电新视界等，东方证券研究所

数据、算法以及功能需要不断迭代优化。数据是 AI 的核心要素之一，闭环的故障案例数的积累是决定 PHM 系统准确性的关键因素。故障案例数越多，AI 算法模型的效果就越好，而闭环的故障案例数需要在实际看护过程中不断累积获得。预测性维护涉及的运维规划调度、供应链优化管理、故障原因分析等各个环节的功能实现、不同类型的智能诊断模型也要逐步积累和优化，设备运维的智能化程度才能不断加深。

图 12：PHM 系统的复杂度更高但降本效果更明显



数据来源：罗兰贝格、先进制造业、公司招股书等，东方证券研究所

二、从行业属性看公司三大竞争优势

2.1 优势一：平台化架构叠加软硬件自研塑造公司产品优势

公司物联网架构和智能运维平台实现应用能力快速复用，形成标准化产品和解决方案。工业设备可分为动设备、静设备、电气设备以及仪器仪表四大类，其中动设备通常是产线上价值量最高的，是设备运维的重点保护对象。动设备的运动方式通常为旋转式运动或往复式运动，不同行业不同种类的动设备运维存在共性。公司主要产品为工业设备状态监测与故障诊断系统，主要包含有线系统、无线系统和手持系统三个系列。其中有线和无线系统为典型的物联网架构，以灵芝 SuperCare 设备智能运维平台为核心，采用云、边、端三层架构，端侧是公司自主研发生产的智能数据采集终端，实时采集设备状态数据；边侧用作各企业数据存储、管控与分发；云侧平台作为架构的核心，通过业务中台形式将设备维保、检修、备件等一系列应用工具 SaaS 化部署于云平台上，形成标准化的解决方案，不同行业设备状态监测与故障诊断的应用场景具有共性，公司技术能力可快速推广复制，公司产品满足多行业、多类型设备的运维需求。

图 13：公司状态监测与故障诊断系统架构图



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 14：公司灵芝 SuperCare 设备智能运维平台架构



数据来源：公司官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司是行业里头部的综合解决方案厂商，产品涵盖硬件、软件、平台和服务。目前 PHM 行业厂商分为综合解决方案厂商和软件平台厂商，软件平台厂商核心为 PHM 平台，缺乏相应的硬件品类，而综合解决方案厂商是目前国内市场的主流，根据规模大小与技术研发能力以及提供诊断服务能力，由高到低分为三类：第一类具有较强自主研发创新能力与强大的故障诊断分析专业团队，产品涵盖硬件、软件和服务，拥有一定规模的网络化在线监测客户群体，掌握大量监测数据及诊断案例库，积累丰富故障诊断经验。第二类具有一定的技术研发能力，规模较小，专注于某一细分行业。第三类为设备集成商或产品代理商，自身不具备研发和生产能力。公司属于第一类厂商，无论收入规模还是行业覆盖程度均属市场前列。

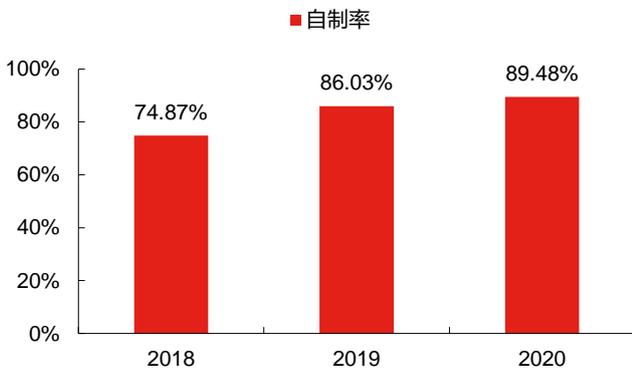
图 15：公司状态监测与故障诊断系统架构图



数据来源：容知日新招股说明书，智研咨询，东方证券研究所

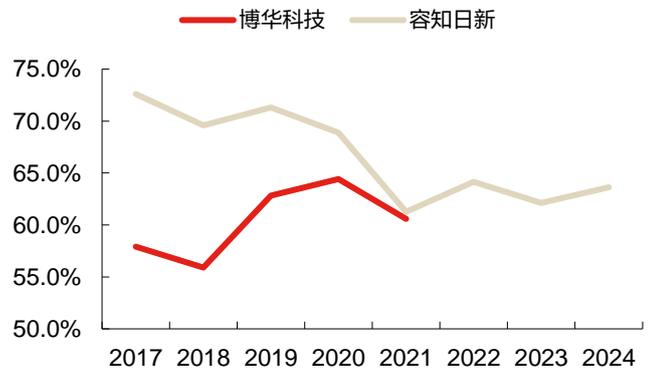
公司硬件自给率高，产品毛利率行业领先。公司是行业内少数能够自主研发和生产预测性维护系统全部核心软硬件的厂商之一，除少数传感器外采外，其余均为公司自主生产。根据公司招股书，2018-2020 年公司传感器自制率呈现逐年提升状态，2020 年自制率达到 89.48%。公司毛利率一直处于较高水平，一直处于 60%以上，且高于行业内另一龙头博华科技，体现出公司产品化程度以及硬件自给的优势。

图 16：公司传感器自制率



数据来源：容知日新招股书，东方证券研究所

图 17：行业龙头毛利率对比



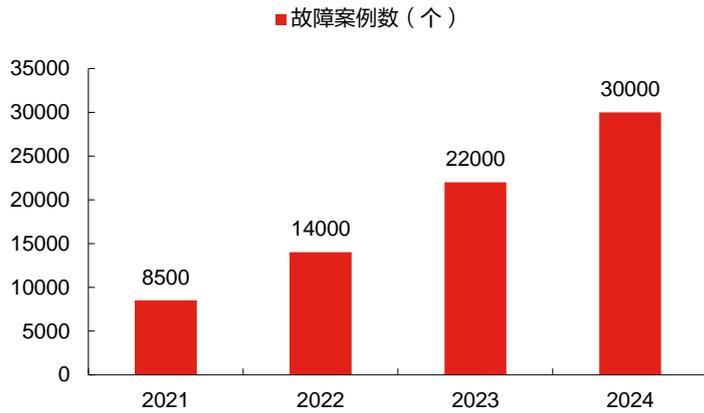
数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.2 优势二：故障案例数领先，积累行业大量 Know-How

公司是国内较早进入工业设备智能运维领域的公司之一，积累了大量行业 Know-How 和故障案例数。公司为风电、石化、冶金、水泥和煤炭等多个行业提供设备智能运维解决方案，服务大型工业企业上千家，积累了丰富的行业经验和大量的工业设备运行数据及经过验证的诊断案例库，提高了该领域新进厂商的进入门槛。截止 24 年底，公司已经积累了超 3 万个宝贵的设备故障案例数据和大量由诊断专家常年标记积累而成的诊断标签，构成了公司 AI 算法开发的坚实基础。

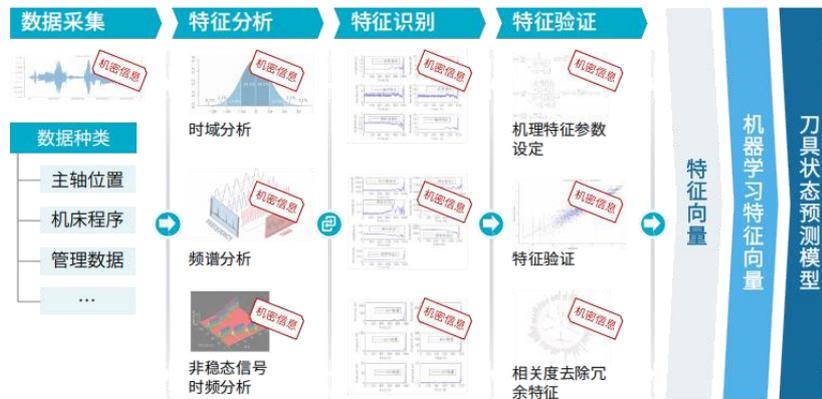
图 18：2021-2024 年公司故障案例的积累数量



数据来源：公司年报，东方证券研究所

案例数可提高设备故障诊断的准确性。机器学习模型是预测性维护解决方案的核心，从传感器获得表征数据后，再经过时域、频域等特征分析，进入特征识别和验证环节。特征识别是识别目标部件正常运作及磨损时的波形、波峰等各类参数的特征表现，特征验证是从机理特征参数设定开始，将已识别出的故障特征参数做相关设定，并通过统计方式验证，从而去除冗余信息。故障案例数决定了特征挖掘的充分性和验证结果的可靠性，对预测准确性产生决定性影响。因此，积累了丰富的故障案例，意味公司 PHM 产品在诊断准确性上具有领先性。

图 19：机器学习框架示意图

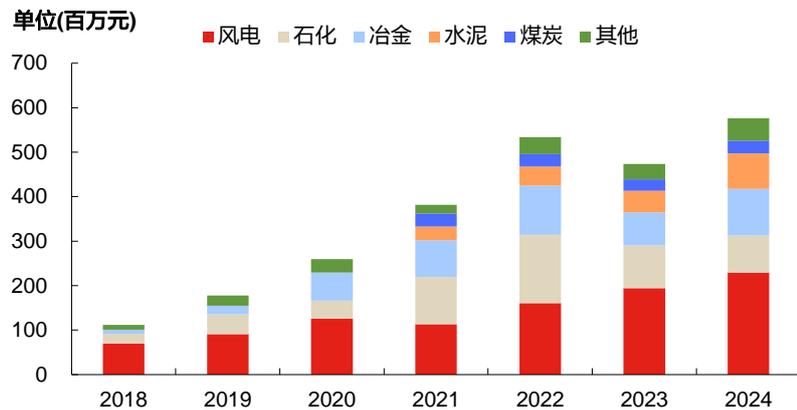


数据来源：罗兰贝格，东方证券研究所

2.3 优势三：头部标杆客户众多，奠定行业深耕基础

公司服务下游行业广泛，领先同行业。得益于完整的技术链体系和先发优势，公司是目前行业内覆盖行业最多的公司之一，已在风电、冶金、石化、煤炭、水泥等行业形成规模化收入，2024年对应的收入占比分别 39.3%、17.9%、14.3%、13.7%、5.0%。此外，公司也在培育有色、轨交等新兴行业，有望在未来形成规模化收入。

图 20：2018-2024 公司营业收入按行业分布情况（单位：百万元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

公司采用行业头部标杆客户战略，需求稳定，发展潜力大。公司在风电、冶金和石化行业与行业多数头部企业均保持良好的合作关系。头部企业客户的状态监测与故障诊断系统渗透率较低，需求稳定性高，能够保持长期收益。以冶金行业为例，公司作为宝武钢铁的生态合作伙伴，将在未来长期为宝武钢铁提供设备智能运维升级服务，为宝武钢铁带来整体的数字化智能化能力。在新行业如水泥、煤炭等拓展方面，公司以行业头部客户入手，打造行业标杆案例，提升公司的市场影响力，将产品逐渐渗透行业内中下游企业客户，具有巨大的发展潜力。

图 21：各行业公司标杆客户



数据来源：公司官网，东方证券研究所

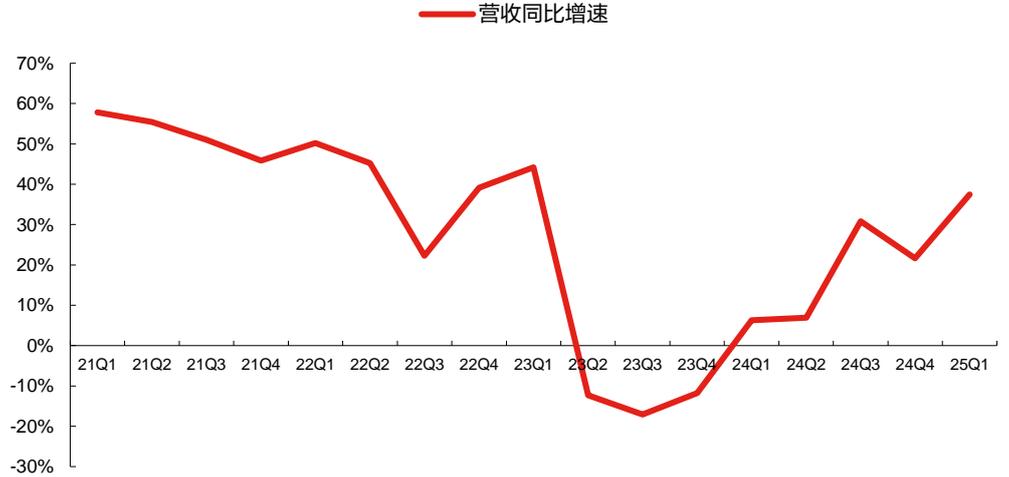
三、从产品、渠道和服务三要素再看公司成长性

经历 23 年阵痛，公司重回快速增长周期。从单季度营收同比增速看，公司上市后的前两年（2021 年与 2022 年）一直处于快速增长期。2023 年由于下游需求收紧叠加公司内部管理变化，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

营收出现短暂失速。2024年，公司积极做出调整，实施“高质量发展 2.0 战略”，推出伙伴战略、服务战略和好产品全球化战略。公司单季度营收增长中枢出现明显回升，重回快速增长区间。

图 22：2021-2024 公司单季度营业收入同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.1 产品端：品类拓展、技术升级，价值量不断提升

公司产品品类不断拓宽。一方面，公司对于原有设备的产品方案进行迭代升级，推出差异化产品。如在风电市场，随着风机单机容量大型化，风机的价值量和维护成本也随之提升，公司对原有风电的产品方案进行升级，推出“三合一”、“五合一”产品（叶片、塔筒、螺栓）等，产品价值量随之提升。另一方面，公司还推出针对特种装备等场景的智能应用解决方案，如天车智能监测系统、煤炭三机智能监测系统、皮带机智能监测系统等，包含以巡检机器人为代表的解决方案，进一步拓宽公司覆盖品类。

图 23：公司风电机组监测设备应用



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 24：公司场景智能应用解决方案



数据来源：公司年报，东方证券研究所

大模型推动公司产品智能化提升。2024年8月，容知日新率先完成与 DeepSeek-V2 人工智能大模型的深度融合，成功升级 PHMGPT 设备智能运维大模型，实现了设备状态洞察、故障溯源、策略优化、使用体验等能力的全面升维。通过整合 DeepSeek 的千亿级参数模型和容知日新独有的行业知识图谱，PHMGPT 的设备异常检测准确率显著提升，可快速处理振动、温度、压力等多

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

维度数据。同时，支持自然语言对话的“AI 运维专家”在人机交互上实现了革命性突破。用户可通过文字直接提问，系统实时提供运维建议，大幅降低了一线人员的技术门槛，使操作更加简单便捷。随着 DeepSeek-r1 的发布，容知日新正在基于其思考推理流程构建具有诊断思考流程的 PHMGPT 升级版，通过对振动数据的深度观察和分析，结合行业经验知识库，推出符合客观事实和专业机理的诊断结论。大模型推动 PHM 从“经验驱动”向“数据驱动”智能化升级。

图 25：公司 PHMGPT 大模型



数据来源：公司官网，东方证券研究所整理

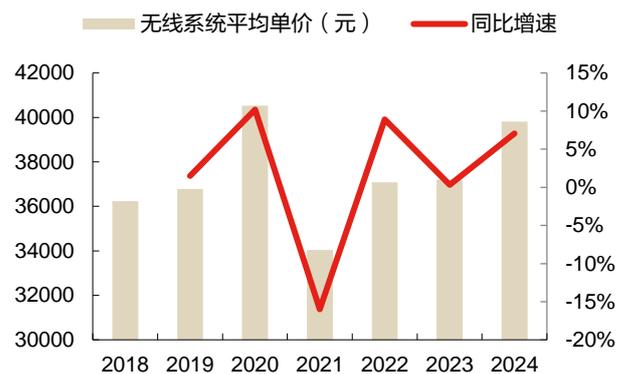
场景化智能解决方案推出后，产品平均单价实现提升。2023 年以前，公司提供给风电、冶金等行业产品较为单一，受风电抢装潮等影响，产品平均单价出现下滑。自 2023 年，公司全面推出各类数字化智能化运维产品和场景化解决方案后，有线系统和无线系统的平均单价实现了逐年递增。

图 26：公司有线系统平均单价及增速



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 27：公司无线系统平均单价及增速



数据来源：公司年报，东方证券研究所

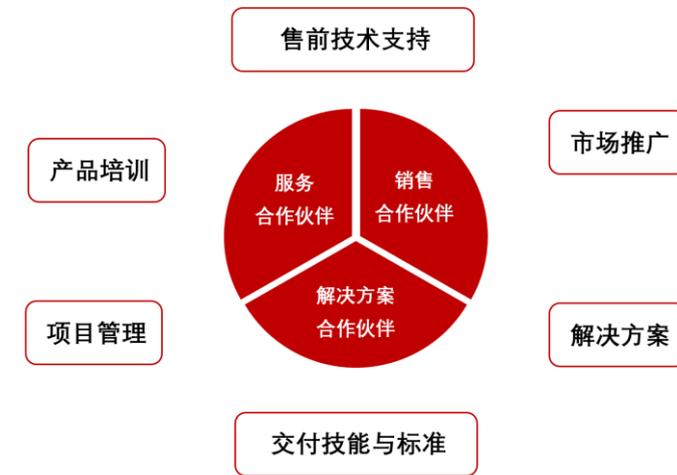
3.2 渠道端：海外市场逐步发力，渠道改革红利显现

实施合作伙伴发展战略是公司规模再上台阶的必要举措。由于 PHM 行业整体渗透率较低，在已有标杆客户行业，公司可以凭借自身在产品优势以及标杆案例逐渐在行业内推广。尽管公司产品的标准化程度较高，但在实际交付环节仍需要耗费人力和时间，制约公司的效率提升。此外，对于新行业往往 PHM 的渗透率更低，因此新行业的拓展更难，过往均需要耗费数年才能首先新行业

的规模化收入。公司具备渠道战略的产品基因，即产品的标准化程度很高，而PHM是制造业行业的共性需求，因此实施渠道战略是公司实现长期发展的必要举措。

2024年9月公司发布了包括伙伴战略在内的“高质量发展2.0战略”。在伙伴战略中，公司招募三类核心伙伴：1) 销售伙伴：凭借营销能力与客户基础，以代理经销和市场咨询方式在授权领域推广产品；2) 解决方案伙伴：整合工业企业咨询、系统集成能力，融合容知日新设备智能运维产品定制整体方案，联合拓展市场；3) 服务伙伴：在区域或行业内负责交付实施与运维服务，确保产品落地运行。公司通过多层赋能支持伙伴，涵盖市场推广、解决方案设计、产品培训、售前技术支持、项目管理及交付技能标准化培训，助力伙伴发挥优势，降低自身运营成本，实现资源共享与优势互补。

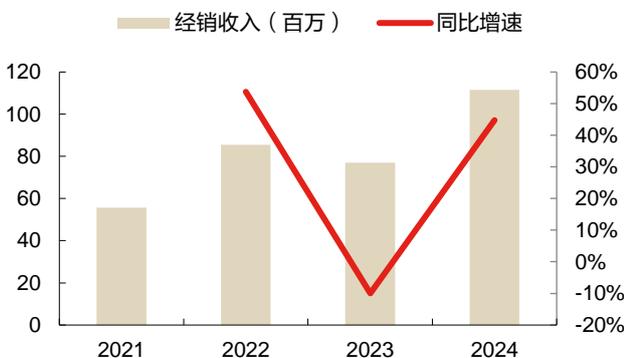
图 28：公司合作伙伴战略架构



数据来源：公司官网、公司年报，东方证券研究所

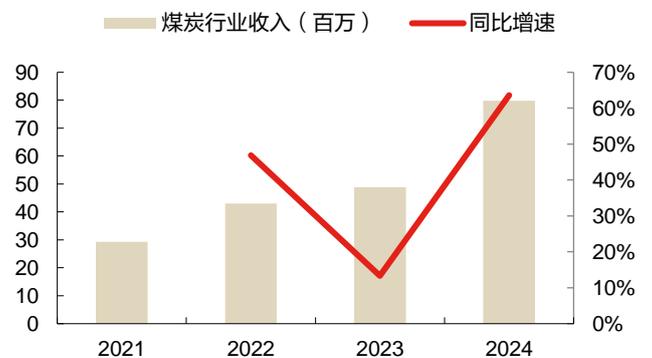
渠道改革红利显现，公司新行业拓展有望提速。2024年公司率先在煤炭行业试点推行合作伙伴战略，从收入端看，公司煤炭行业2024年收入0.8亿，同比增长63.6%，整体经销收入1.11亿，同比增长45%，渠道改革的第一年就成效显著。2025年公司将在全行业推行合作伙伴战略，一方面有望加速原有行业的渗透率，另一方面，依托合作伙伴，有望加速新行业的拓展。

图 29：公司近年来经销收入及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

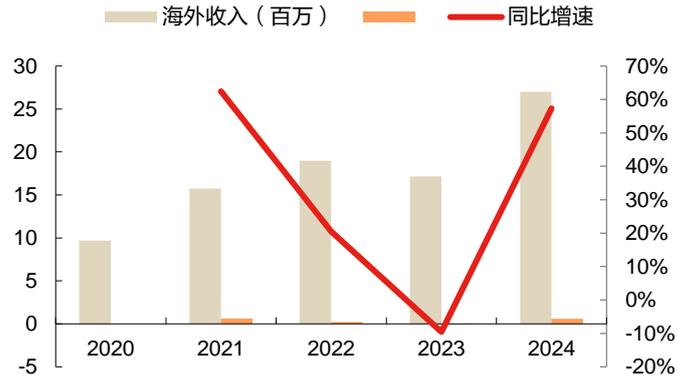
图 30：公司近年煤炭行业收入及同比增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

海外市场开拓有望加速。2024 年公司的海外市场收入达到 0.27 亿，同比增加 57.3%，营收占比仍然较小。2024 年，公司开始实施好产品全球化战略，要求从产品规划阶段，着眼于全球市场需求，确保产品质量、接口、标准、安全等全面符合目标市场需求，通过产品和市场双循环驱动，形成“海外需求牵引→国内产品升级迭代→全球竞争力强化”的正向循环，预期未来海外市场收入占比将会继续提升。

图 31：公司海外市场收入情况（单位：百万）



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.3 服务端：看护设备数与日俱增，“订阅服务”后期发力

诊断服务需求逐渐递增，订阅收费成为未来看点。公司通过 SuperCare 智能运维平台，针对不同行业打造设备智能运维整体解决方案，满足重点行业战略客户的数字化整体需求。截止 2024 年底，公司云平台实时在线监测的设备超 18 万台，同比增长 20%，智能推送设备体检报告超过 280 万次，同比增长 40%。公司目前已针对客户推广订阅服务，随着存量设备的质保期逐渐到期，订阅服务需求有望逐渐显现。公司的订阅式服务以远程看护为切入点，通过技术赋能、专家支持与生态共建，帮助企业提升生产效率。公司主要聚焦远程运维，为客户提供四类订阅式服务，包括智能运维顶层规划、智能运维体系建设、诊断人才培养服务和综合运维保障服务。

图 32：公司诊断服务进展



数据来源：公司官网，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于设备状态监测与故障诊断系统，包括有线系统、无线系统和手持系统。公司深耕风电、石化和冶金等行业，同时不断拓展新行业的应用，推出了灵芝 SuperCare 智能运维平台，增长态势良好。我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 7.57、9.54、11.81 亿元。
- 2) 随着公司在新行业的大力拓展，预期未来毛利率将会有小幅下降。我们预测公司 2025-2027 年毛利率分别为 63.0%、62.9%、62.8%。其中有线系统的毛利率为 60.6%、60.4%、60.2%，无线系统的毛利率为 70.1%、69.9%、69.7%。
- 3) 公司未来将继续推进对轨道交通、有色等新行业的拓展。我们预测公司 2025-2027 年的销售费用率分别为 20.14%、19.33%、18.61%。公司组织管理能力优秀，我们预测公司 2025-2027 年的管理费用率分别为 7.63%、7.07%、6.68%。公司将持续进行产品及技术研发，我们预测公司 2025-2027 年研发费用率分别为 16.87%、15.88%、15.05%。

盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
有线系统					
销售收入（百万元）	265.6	324.3	404.0	490.6	586.3
增长率	1.9%	22.1%	24.6%	21.4%	19.5%
毛利率	60.8%	60.8%	60.6%	60.4%	60.2%
无线系统					
销售收入（百万元）	145.8	179.0	241.7	317.0	404.9
增长率	-31.2%	22.8%	35.0%	31.2%	27.8%
毛利率	70.3%	70.4%	70.1%	69.9%	69.7%
手持系统					
销售收入（百万元）	5.5	4.5	4.8	5.2	5.5
增长率	-6.9%	-17.9%	7.3%	6.8%	6.4%
毛利率	77.0%	76.9%	78.5%	76.9%	76.9%
其他主营业务					
销售收入（百万元）	56.9	68.5	92.1	122.5	160.7
增长率	3.6%	20.3%	34.4%	33.1%	31.2%
毛利率	71.3%	65.4%	64.4%	63.8%	63.3%
其他服务					
销售收入（百万元）	24.2	7.5	14.9	18.7	23.1
增长率	78.5%	-69.0%	97.7%	25.9%	23.8%
毛利率	3.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
合计	498.0	583.7	757.4	953.9	1,180.6
增长率	-9.0%	17.2%	29.7%	25.9%	23.8%
综合毛利率	62.1%	63.6%	63.0%	62.9%	62.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

调整收入增速、毛利率和费用率，我们预测公司 25-27 年的每股收益分别为 1.68、2.22、2.91 元（原预测 25-26 年每股收益为 1.46/1.93 元），根据可比公司 25 年 PE 水平，给予公司 25 年 37 倍市盈率，对应目标价为 62.16 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/6/10	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中控技术	688777	44.47	1.41	1.67	1.98	2.31	31.48	26.67	22.51	19.22
广联达	002410	13.90	0.15	0.30	0.40	0.48	91.69	45.75	34.90	28.75
柏楚电子	688188	138.22	3.06	3.87	4.86	6.04	45.16	35.75	28.47	22.90
国能日新	301162	47.23	0.78	1.05	1.35	1.72	60.67	45.00	34.91	27.43
东华测试	600588	39.20	0.88	1.26	1.67	2.20	44.48	31.02	23.51	17.83
	最大值						91.69	45.75	34.91	28.75
	最小值						31.48	26.67	22.51	17.83
	平均数						54.70	36.84	28.86	23.23
	调整后平均						50.10	37.26	28.96	23.19

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

制造业转型升级不及预期，我国近年来制造业转型升级政策频出，在产业政策支持 and 国民经济发展推动下，工业设备智能运维行业整体技术水平、创新能力和技术成果转化率提升明显。未来若国家相关产业政策落地不及预期，将会对公司相关业务销售产生不利影响。

渠道改革进展不及预期，公司全面实施合作伙伴战略，目前效果显著，若在其他行业推进不及预期，将会对公司收入造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	206	279	303	382	472	营业收入	498	584	757	954	1,181
应收票据、账款及款项融资	483	569	743	936	1,158	营业成本	195	212	280	354	439
预付账款	5	4	5	6	8	销售费用	113	122	153	184	220
存货	114	104	137	173	215	管理费用	44	45	58	67	79
其他	26	31	39	46	55	研发费用	109	107	128	151	178
流动资产合计	834	986	1,227	1,543	1,909	财务费用	(3)	(2)	0	6	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	15	19	0	2	2
固定资产	42	192	261	354	390	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	109	0	21	29	17	投资净收益	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
无形资产	9	9	9	8	8	其他	28	27	33	38	44
其他	72	69	70	71	83	营业利润	49	107	170	226	297
非流动资产合计	231	270	361	463	498	营业外收入	3	2	3	3	3
资产总计	1,065	1,256	1,588	2,007	2,407	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	77	19	154	320	399	利润总额	52	109	173	228	299
应付票据及应付账款	138	133	176	223	277	所得税	(11)	2	26	34	45
其他	47	53	60	71	85	净利润	63	108	147	194	254
流动负债合计	262	206	390	614	760	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	63	108	147	194	254
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.72	1.23	1.68	2.22	2.91
其他	1	1	2	2	2	主要财务比率					
非流动负债合计	1	1	2	2	2		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	264	206	392	616	762	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	-9.0%	17.2%	29.8%	25.9%	23.8%
实收资本 (或股本)	82	87	87	87	87	营业利润	-57.4%	118.7%	59.0%	32.7%	31.3%
资本公积	320	464	464	464	464	归属于母公司净利润	-46.0%	71.5%	36.5%	32.2%	31.0%
留存收益	400	499	645	840	1,094	获利能力					
其他	(0)	(0)	0	0	0	毛利率	60.8%	63.6%	63.0%	62.9%	62.8%
股东权益合计	802	1,050	1,196	1,391	1,645	净利率	12.6%	18.4%	19.4%	20.4%	21.5%
负债和股东权益总计	1,065	1,256	1,588	2,007	2,407	ROE	8.0%	11.6%	13.1%	15.0%	16.8%
现金流量表						ROIC	6.7%	10.6%	12.0%	12.9%	13.9%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	63	108	147	194	254	资产负债率	24.8%	16.4%	24.7%	30.7%	31.7%
折旧摊销	10	11	25	33	39	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(3)	(2)	0	6	10	流动比率	3.18	4.80	3.14	2.51	2.51
投资损失	4	1	1	1	1	速动比率	2.74	4.29	2.79	2.23	2.23
营运资金变动	(98)	(80)	(167)	(182)	(209)	营运能力					
其它	(50)	34	(1)	2	(8)	应收账款周转率	1.2	1.4	1.5	1.4	1.4
经营活动现金流	(74)	72	5	53	87	存货周转率	2.1	1.9	2.3	2.3	2.3
资本支出	(57)	(51)	(115)	(134)	(64)	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	111	13	(0)	(1)	(1)	每股收益	0.72	1.23	1.68	2.22	2.91
投资活动现金流	54	(39)	(116)	(135)	(65)	每股经营现金流	-0.91	0.82	0.06	0.61	0.99
债权融资	0	(0)	0	0	0	每股净资产	9.17	12.00	13.68	15.91	18.81
股权融资	8	150	0	0	0	估值比率					
其他	24	(85)	135	161	69	市盈率	70.3	41.0	30.0	22.7	17.3
筹资活动现金流	31	65	135	161	69	市净率	5.5	4.2	3.7	3.2	2.7
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	73.5	35.6	21.2	15.7	12.0
现金净增加额	11	98	24	79	91	EV/EBIT	90.1	39.4	24.3	17.9	13.5

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有容知日新(688768)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。