

2025 年 07 月 25 日

投资评级：买入（首次）

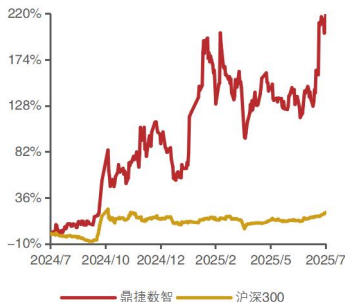
证券分析师

宁柯瑜
SAC: S1350525020001
ningkeyu@huayuanstock.com
董佳男
SAC: S1350524110002
dongjianan@huayuanstock.com

联系人

王月瑶
wangyueyao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 24 日

收盘价（元） 47.30
一年内最高/最低（元） 50.33/14.65
总市值（百万元） 12,836.88
流通市值（百万元） 12,741.70
总股本（百万股） 271.39
资产负债率（%） 30.61
每股净资产（元/股） 8.06

资料来源：聚源数据

鼎捷数智 (300378.SZ)

——深耕制造业数智化数十年，拥抱 AI 构筑第二增长曲线

投资要点：

- 经营稳健，收入利润有望稳定增长。**2024 年受下游制造业不景气影响，公司整体订单、收入承压。但 2025 年开始，随着工业经济转型升级，大陆内外部分制造业需求有所恢复，且公司产品及解决方案覆盖下游客户生产运营全流程，并积极推广 AI 产品，公司订单、收入有望稳健增长。
- 工业软件国产化替代持续，份额有望继续提升。**公司提供定制化解决方案，客户粘性强，壁垒高，且公司在制造业下游多个领域，如装备制造、电子、汽车零部件等细分赛道积累了丰富的行业 Know-How 经验，且公司解决方案性价比高于 SAP 等外资企业，在国产替代浪潮+公司自身的核心产品、客户壁垒加持下，公司的 ERP、MES、PLM 份额有望持续提升。
- AI 应用品类丰富，持续助力制造业企业数智化转型。**公司积极拥抱海内外大模型，以雅典娜数智原生平台为底座，基于行业 Know-How 以及深度积累的客群资源，推动 AI 在垂类场景如装备制造、零部件制造等行业持续落地。AI 有望为公司带来收入增量，打开新的成长曲线。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 2.06/2.81/3.62 亿元，同比增速分别为 32.34%/36.43%/28.70%，当前股价对应的 PE 分别为 62、46、35 倍。我们选取和公司处于同一行业、提供定制化解决方案+AI 为主的赛意信息、汉得信息、泛微网络作为可比公司，25–27 年可比公司均值 PE 为 64、52、43 倍。鉴于公司深度的客户资源及行业 Know-How 经验，叠加 AI 应用全面布局，未来份额有望持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。**1、下游景气度不及预期风险。公司客户主要集中在制造业和流通行业，受宏观经济波动影响较大。2、竞争加剧风险。制造业数智化方案供应商整体格局较分散，公司未来可能面临竞争风险。3、AI 技术进步不及预期。AI 应用底层依赖大模型的进步，若大模型进度放缓，则也会影响 AI 应用的商业化推进。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,228	2,331	2,530	2,771	3,072
同比增长率（%）	11.65%	4.62%	8.56%	9.54%	10.85%
归母净利润（百万元）	150	156	206	281	362
同比增长率（%）	12.48%	3.59%	32.34%	36.43%	28.70%
每股收益（元/股）	0.55	0.57	0.76	1.04	1.33
ROE（%）	7.27%	7.09%	8.69%	10.77%	12.40%
市盈率（P/E）	85.43	82.48	62.32	45.68	35.49

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司是制造业数智化解决方案供应商，我们选取和公司处于同一行业、提供定制化解决方案+AI 为主的赛意信息、汉得信息、泛微网络作为可比公司。我们预计公司 25/26/27 年归母净利润分别为 2.06/2.81/3.62 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 62、46、35 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

收入预测：自研软件产品受益于大陆内外工业数智化需求提升、叠加 AI 模块购买需求、公司在装备制造、电子等多优势领域国产渗透率提升预期下，我们认为公司自研软件产品 25-27 年增速为 15%、17%、19%。技术服务：公司技术服务有望随着软件产品销售规模、客群扩大，稳定增长，预期 25-27 年收入增速为 5%、7%、9%。

毛利率：公司持续优化业务结构，减少低毛利率业务收入占比，叠加 AI 等模块销售，毛利率有望稳步提升，预期 25-27 年毛利率分别为 59.1%、60.6%、62.2%。

投资逻辑要点：

经营稳健，收入利润有望稳定增长。2025 年开始，随着工业经济转型升级，大陆内外部分制造业需求有所恢复，且公司产品及解决方案覆盖下游客户生产运营全流程，并积极推广 AI 产品，公司订单、收入有望稳健增长。

工业软件国产化替代持续，份额有望继续提升。公司提供定制化解决方案，客户粘性强，壁垒高，且公司在制造业下游多个领域，如装备制造、电子、汽车零部件等细分赛道积累了丰富的行业 Know-How 经验，且公司解决方案性价比高于 SAP 等外资企业，在国产替代浪潮+公司自身的核心产品、客户壁垒加持下，公司的 ERP、MES、PLM 份额有望持续提升。

AI 应用品类丰富，持续助力制造业企业数智化转型。公司积极拥抱海内外大模型，以雅典娜数智原生平台为底座，基于行业 Know-How 以及深度积累的客群资源，推动 AI 在垂类场景如装备制造、零部件制造等行业持续落地。AI 有望为公司带来收入增量，打开新的成长曲线。

核心风险提示

- 1、下游景气度不及预期风险。公司客户主要集中在制造业和流通行业，受宏观经济波动影响较大。
- 2、竞争加剧风险。制造业数智化方案供应商整体格局较分散，公司未来可能面临竞争风险。
- 3、AI 技术进步不及预期。AI 应用底层依赖大模型的进步，若大模型进度放缓，则也会影响 AI 应用的商业化推进。

内容目录

1. 深耕制造业数智化数十年，拥抱 AI 构筑第二增长曲线	5
2. 收入利润稳健增长，经营质量优秀	6
3. 工业转型持续推进，工业软件国产化替代空间广阔	9
3.1. 下游制造业客户景气度有所恢复，数字化需求有望回升	9
3.2. 国产替代仍有较大空间，公司多细分行业份额领先	10
4. 基于雅典娜平台，全面布局 AI 应用	11
5. 盈利预测与评级	13
6. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 鼎捷数智历史沿革	5
图表 2: 鼎捷数智产品矩阵	6
图表 3: 营收及增速	6
图表 4: 营收拆分(亿元)	6
图表 5: 分地区营收(亿元)	7
图表 6: 各地区毛利率(%)	7
图表 7: 各品类毛利率	7
图表 8: 销售净利率、销售毛利率	7
图表 9: 公司各大费用率情况	8
图表 10: 归母净利润、扣非归母净利润及增速	8
图表 11: 鼎新数智(中国台湾)营收、净利润及增速	8
图表 12: 中国台湾地区业务以价值交付模式为主	9
图表 13: 公司下游行业占比	9
图表 14: 国内对研发类设计软件的政策	10
图表 15: 中国台湾工业生产指数、制造业生产指数	10
图表 16: 2023 中国 PLM 软件市场格局	11
图表 17: 2023 年中国细分装备制造业 PLM 市场格局	11
图表 18: 2023 年中国制造业 MES 软件市场格局	11
图表 19: 2021 年前三季度中国制造业 ERP 市场格局	11
图表 20: AI 整体架构	12
图表 21: AI 创新应用	12
图表 22: 娜娜 AI 助理与传统 erp 等软件结合	13
图表 23: 可比公司估值表	14

1. 深耕制造业数智化数十年，拥抱 AI 构筑第二增长曲线

公司深耕工业制造 40 余年，是国内领先的数智方案提供商。鼎捷数智发家于中国台湾地区，逐步拓展业务到大陆地区、东南亚地区。公司以自制 ERP 软件和数智技术服务为核心，为制造业等提供数智技术、自研数智软件产品、数智一体化软硬件解决方案三大类服务，且数智化工业软件解决方案具有高度定制化特性，由此建立客户粘性。自研软件产品中，公司 ERP、MES、PLM 等软件产品在多个领域市占排名第一，覆盖超过 80 个细分行业，累积客户超过 5 万家，在装备制造、汽车零部件、电子半导体等多行业均保持领先地位。

图表 1：鼎捷数智历史沿革



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

产品矩阵丰富，为下游客户提供从前端研发-生产制造-后台运营全流程所需的软件及解决方案，并持续融入 AI 进行创新。公司业务涵盖“研发设计类”、“数字化管理类”、“生产控制类”、“AIoT 类”等几大业务领域。

研发设计类：产品包含 PLM、PMS 等，为企业在产品导入、成长、成熟到衰退阶段提供全生命周期管理，帮助企业整合数据、流程、业务系统以及人员信息。

数字化管理类：以运营类软件如 ERP、CRM 等产品为主。公司以 T100（面向大型及超大型集团企业）、E10（面向中大型集团企业）和易飞（面向中小型企业）等产品为企业提供数字化管理服务。

生产控制类：包含制造执行系统（MES）、先进排程系统（APS）、仓储物流管理系统（WMS）、质量管理体系（QMS）及智能制造中台（MMP）等产品。

AIoT：提供软硬融合解决方案。基于鼎捷雅典娜 AI 平台，聚焦制造企业的车间自动化与工艺智能化需求，实现设备联网化、数字化、智能化。

图表 2：鼎捷数智产品矩阵

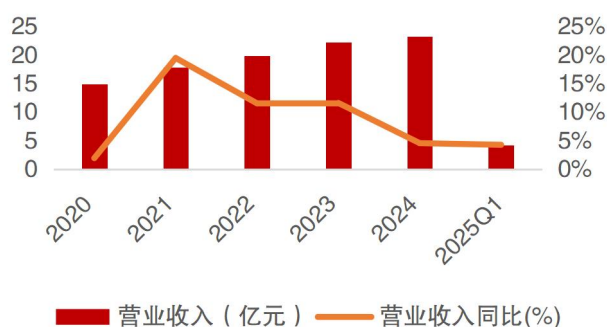


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 收入利润稳健增长，经营质量优秀

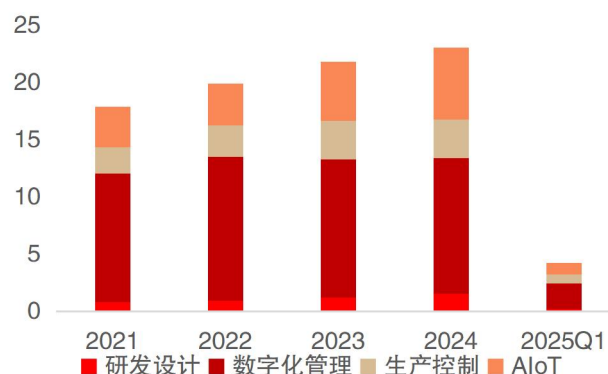
营收稳健增长，研发设计类和 AIoT 类表现亮眼。2023、2024 年及 25Q1，公司营收同比增长分别为 11.65%、4.62%和 4.33%，经营整体保持增长。2024 及 25Q1 收入同比增速下降系下游客户需求放缓。分业务看，2024 年研发设计类和 AIoT 类增速亮眼，分别同比增长 23.33%和 22.04%。

图表 3：营收及增速



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

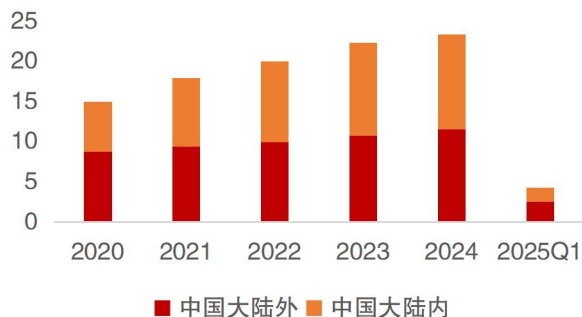
图表 4：营收拆分(亿元)



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

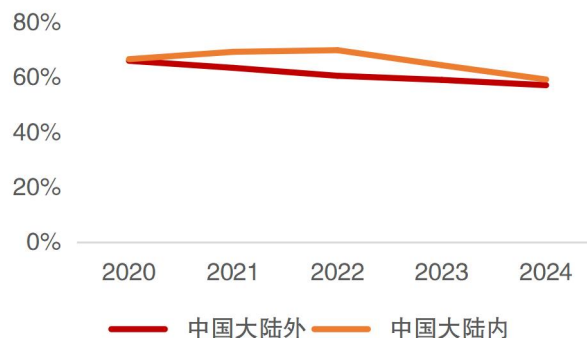
大陆内外并驾齐驱，持续拓展东南亚市场，收入稳步增长。分地区看，2024 年公司中国大陆内和中国大陆外地区营收分别为 11.77 亿元和 11.54 亿元，收入体量基本相当。截止到 2024 年底，大陆外收入以中国台湾地区为主，占比超过 90%。公司持续布局东南亚各地区潜力产业，扩充泰国、越南、马来西亚当地团队规模，已构建出本地化率超 90%的人才团队。同时，公司通过与当地龙头企业合作积极拓展合作伙伴，打造标杆案例。25Q1 公司中国大陆外业务毛利率提升，主要得益于收入结构的改善。

图表 5：分地区营收（亿元）



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

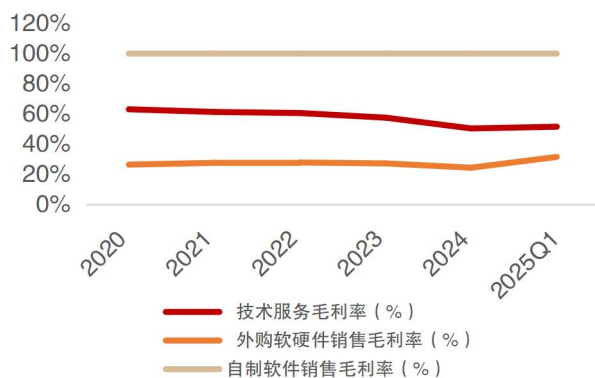
图表 6：各地区毛利率(%)



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

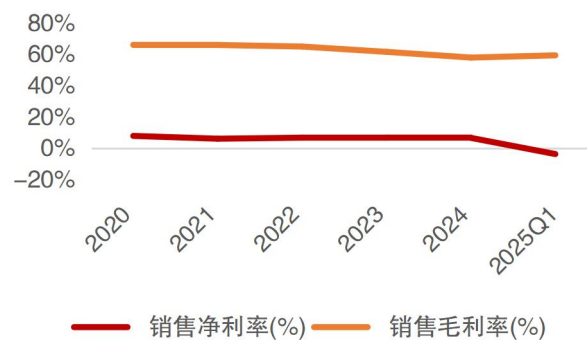
优化业务结构，25Q1 毛利率小幅抬升。2025Q1 系公司数智技术服务这一高毛利率业务收入占比提升、以及数智一体化软硬件解决方案因销售模式优化，毛利率也有提升，带动整体毛利率比 24Q1 上涨 4.3pct。

图表 7：各品类毛利率



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

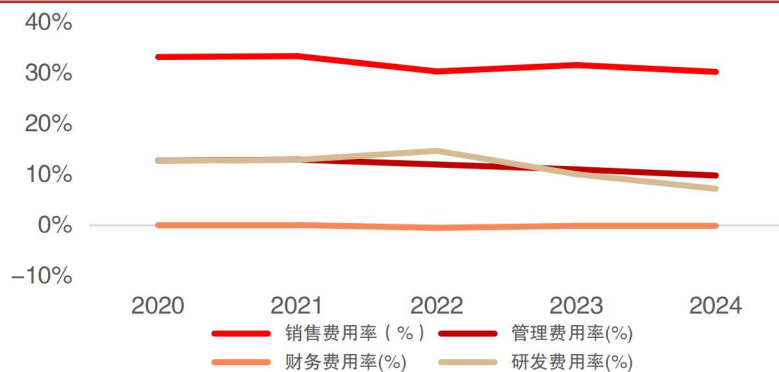
图表 8：销售净利率、销售毛利率



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

控费持续，提升内部效率明显。2024 年公司销售、管理、研发费用率分别为 30.18%、9.74%、7.13%，相比 2023 年进一步下降，公司通过加强预算管理、严控各项费用支出等方式管控管理和研发费，优化费率结构。2025 年，公司将继续调整优化内部组织架构，加强数智化人才梯队建设，优化组织运作效率，切实助力公司人效提升。

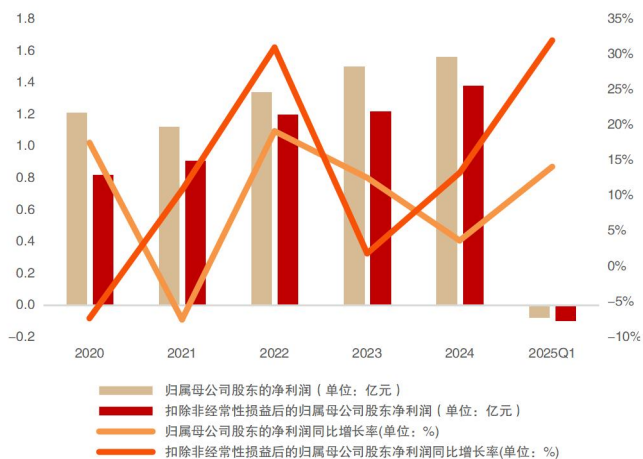
图表 9：公司各大费用率情况



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

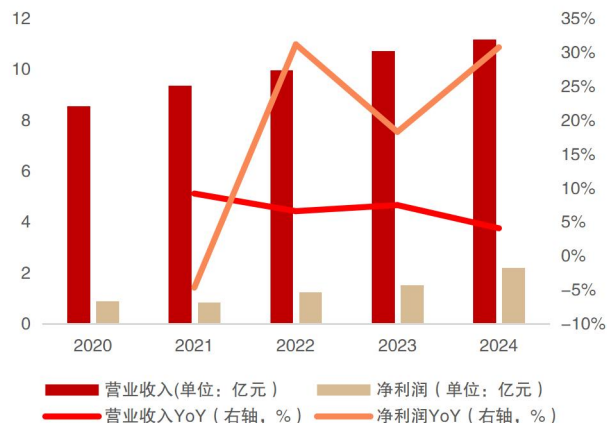
中国台湾地区业务盈利能力高于大陆，客户付费意愿较好。控费持续下，公司整体盈利能力较稳定。其中，中国台湾地区盈利模式优秀，2024 年，公司中国台湾主体鼎新数智净利润率近 20%，相比 2022 年提升 7pct 左右。核心系中国台湾地区为效果付费模式，非人力外包制，净利率较高，无需增加大量人工成本。截至 2024 年底，公司在中国台湾地区已积累了上万家老客户，老客户营收占比高达 75%。未来预期随着公司持续挖掘新老客户需求与潜能、持续深化行业解决方案，有望维持其在中国台湾地区的领先地位。

图表 10：归母净利润、扣非归母净利润及增速



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

图表 11：鼎新数智（中国台湾）营收、净利润及增速



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所
注：24 年数据为鼎新数智，23 年前数据为鼎新电脑

图表 12：中国台湾地区业务以价值交付模式为主



资料来源：公司官网，华源证券研究所

3. 工业转型持续推进，工业软件国产化替代空间广阔

3.1. 下游制造业客户景气度有所恢复，数字化需求有望回升

工业经济转型升级持续推进，下游核心制造业景气度有所恢复。公司下游客户以电子制造、装备制造为主。2025 年工业经济转型升级持续推进，装备制造业效益保持较高水平，1-5 月份，我国装备制造业利润同比增长 7.2%，对规模以上工业利润支撑作用突出。从行业看，装备制造业的 8 个行业中，有 7 个行业利润实现增长，其中，电子、电气机械、通用设备等行业利润增长超过两位数，增速分别达 11.9%、11.6%、10.6%。

图表 13：公司下游行业占比

类别	2025 年 Q1		2024 年度	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
电子制造	6,906.17	16.31%	41,744.47	17.91%
装备制造	6,911.59	16.32%	49,017.87	21.03%
汽车零部件	3,164.82	7.47%	21,038.67	9.03%
小计	16,982.58	40.10%	111,801.02	47.97%
其他行业	25,363.66	59.90%	121,266.27	52.03%
合计	42,346.24	100.00%	233,067.29	100.00%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：国内对研发类设计软件的政策



资料来源：公司官网《2025 年中国工业 PLM 细分市场观察报告》，华源证券研究所

中国台湾制造业指数快速增长，数字化需求长存。从 20 世纪 70 年代起，全球部分制造业板块由欧、日迁移至中国台湾、中国香港、新加坡和韩国。公司扎根中国台湾，在中国台湾地区拥有当地顾问，提供从实施到运维的快速响应，客户满意度较高。随着下游客户生产恢复增长，对工业软件等数字化解决方案需求有望稳步增长。

图表 15：中国台湾工业生产指数、制造业生产指数



资料来源：MOEA，华源证券研究所

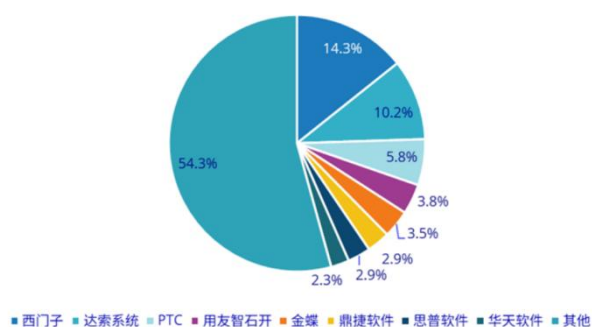
3.2. 国产替代仍有较大空间，公司多细分行业份额领先

国产替代持续，公司行业 Know-how 积累较深，更具性价比，份额有望持续提升。整体工业软件、ERP 领域，还是外资主导，这类型解决方案供应商的核心竞争力在于行业 Know-How 经验。公司提供深度定制化的解决方案，如装备制造业普遍面临研发周期长，跨

部门协作复杂的问题，针对这一需求，公司提供 ERP 项目管理系统实现项目全生命周期管控等，从而有效管控设计变更流程，降低工程变更对项目进度与成本的影响。相较于 SAP、Oracle 等产品，公司具有产品价格优势。

优势行业领域，公司 ERP、MES、PLM 份额均位于国产厂商前列。公司深耕电子、半导体、装备制造、汽车零部件等制造业。2023 年，公司在中国装备制造 PLM 市场中份额第一、在中国制造业 MES 领域位于前 7。2021 年前三季度，公司在中国制造业 ERP 市场中位列第三（份额仅次于外资厂 SAP 和 Oracle）。在半导体领域，公司在全球头部半导体厂商中合作占比约 30%。在汽车零部件领域，公司在 A 股上市汽车零部件企业客户占比近 20%。在电子领域，公司 A 股上市消费电子企业客户占比近 40%。

图表 16：2023 中国 PLM 软件市场格局



资料来源：IDC 咨询公众号，华源证券研究所

图表 17：2023 年中国细分装备制造业 PLM 市场格局



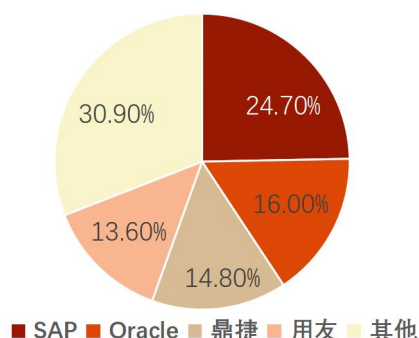
资料来源：IDC 咨询公众号，华源证券研究所

图表 18：2023 年中国制造业 MES 软件市场格局



资料来源：IDC 咨询公众号，华源证券研究所

图表 19：2021 年前三季度中国制造业 ERP 市场格局



资料来源：亿欧智库公众号，华源证券研究所

4. 基于雅典娜平台，全面布局 AI 应用

积极布局 AI 应用，品类丰富，覆盖多场景。年初 DeepSeek 点燃了 AI 的商业化进度，公司积极布局 AI 领域，拥抱 MCP 协议，提供产品包括：

(1) 鼎捷雅典娜 PaaS 平台，积极拥抱主流模型，整合 Azure GPT、豆包大模型、DeepSeek R1、Qwen 等开源大模型，结合积累的行业数据，对其进行本地化微调与优化，开发垂类鼎捷大模型。

(2) 代表的垂类场景 AI 应用：

1) 零部件云：帮企业做内外部供应链全链路管理，打造预测透镜、供应天眼、体系云管家、试研北斗、试验优测等 AI 应用。以预测透镜为例，其通过 AI 能力对产品销售量进行预测，推荐库存 BOM 需求量，助力企业达成产销均衡和存货高效周转。

2) 装备制造云：打造“售前－售中－售后”全链路闭环 AI 应用，包括项目中控台、项目智捷报、项目掌利润、设变一点通、带图快采等，解决售前商机管理、招投标、报价，售中设计变更、项目管理、物料采购、利润核算，售后维保等问题，提升业务效率与利润管控能力。以设变一点通为例，其在接收设计变更需求后，可主动判断影响范围，并通过 AI 能力帮助用户分析变更处理方案，缩短响应周期、提升处理效率。

3) 财务云：利用业界领先的数智驱动及任务引擎技术，打造新一代智能化、可视化、轻配置的合并报表解决方案——智合报。

图表 20：AI 整体架构



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 21：AI 创新应用



资料来源：鼎捷公众号，华源证券研究所

(3) 通用 AI Agent 应用：基于 AI 大模型的文字生成、多模态及交互等能力，推出 ChatFile、文生设计和“娜娜”AI 数智员工系列通用应用。主要提供知识问答、AI 助理等功能。

图表 22：娜娜 AI 助理与传统 erp 等软件结合



资料来源：鼎捷智造公众号，华源证券研究所

AI 持续拓场景，有望成为第二增长曲线。预计未来公司基于雅典娜，将持续发展和迭代多个子行业的场景 AI 应用，在不打破或重建现有的系统和流程的前提下，通过平台将系统内数据收敛和提炼，形成闭环需求结构的敏态应用矩阵，助力客户逐步完成数智化迁徙。

5. 盈利预测与评级

收入预测：

（1）自研软件产品：公司自研软件产品包含 ERP、MES、PLM 等软件，基于前述分析，受益于大陆内外工业数智化需求提升、叠加 AI 模块购买需求、公司在装备制造、电子等多优势领域国产渗透率提升预期下，我们认为公司自研软件产品 25-27 年增速为 15%、17%、19%。

（2）技术服务：公司技术服务有望随着软件产品销售规模、客群扩大，稳定增长，预期 25-27 年收入增速为 5%、7%、9%。

（3）外购软硬件销售：这类软硬集成的业务毛利率较低，公司调整业务结构，低毛利率订单或将减少，预期这块收入规模缩减。

毛利率：

公司持续优化业务结构，减少低毛利率业务收入占比，叠加 AI 等模块销售，毛利率有望稳步提升，预期 25-27 年毛利率分别为 59.1%、60.6%、62.2%。

费用率：

公司内部也在使用 AI 类工具，本着降本增效原则，公司持续进行费用优化，我们预期 25-27 年公司费率稳中有降，销售费率预期 30%、29%、28%；研发费率预期 7%、7%、7%；管理费率预期 9.5%、9%、9%。

归母净利润：

基于上述判断，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 2.06/2.81/3.62 亿元，同比增速分别为 32.34%/36.43%/28.70%。

估值：公司是制造业数智化解决方案供应商，我们选取和公司处于同一行业、提供定制化解决方案+AI 为主的赛意信息、汉得信息、泛微网络作为可比公司。我们预计公司 25/26/27 年归母净利润分别为 2.06 亿、2.81 亿、3.62 亿，当前股价对应的 PE 分别为 62、46、35 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 23：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2025/7/24	25E	26E	27E	25E	26E	27E
300687.SZ	赛意信息	29.80	0.53	0.67	0.82	57	44	36
300170.SZ	汉得信息	19.00	0.25	0.30	0.37	77	63	51
603039.SH	泛微网络	63.27	1.05	1.32	1.52	60	48	42
	平均值					64	52	43
300378.SZ	鼎捷数智	47.3	0.76	1.04	1.34	62	46	35

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，鼎捷数智盈利预测来自华源证券研究所

6. 风险提示

- 1、下游景气度不及预期风险。公司客户主要集中在制造业和流通行业，受宏观经济波动影响较大。
- 2、竞争加剧风险。制造业数智化方案供应商整体格局较分散，公司未来可能面临竞争风险。
- 3、AI 技术进步不及预期。AI 应用底层依赖大模型的进步，若大模型进度放缓，则也会影响 AI 应用的商业化推进。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	759	1,031	1,077	1,200	营业收入	2,331	2,530	2,771	3,072
应收票据及账款	811	728	797	884	营业成本	973	1,036	1,091	1,161
预付账款	32	28	31	34	税金及附加	22	19	21	24
其他应收款	24	24	27	29	销售费用	703	759	804	860
存货	85	81	86	91	管理费用	227	240	249	276
其他流动资产	21	78	86	95	研发费用	166	177	194	215
流动资产总计	1,733	1,971	2,103	2,334	财务费用	-4	0	-2	-2
长期股权投资	99	99	100	100	资产减值损失	0	-1	-1	-1
固定资产	721	747	756	750	信用减值损失	-49	-33	-36	-40
在建工程	101	51	40	40	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	218	311	499	733	投资收益	7	7	7	7
长期待摊费用	14	9	5	2	公允价值变动损益	1	0	1	2
其他非流动资产	509	510	510	460	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	1,663	1,726	1,911	2,085	其他收益	42	42	42	42
资产总计	3,395	3,698	4,014	4,419	营业利润	244	313	426	548
短期借款	50	0	0	0	营业外收入	1	1	1	1
应付票据及账款	257	261	275	292	营业外支出	6	2	2	2
其他流动负债	690	866	926	1,002	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	997	1,127	1,201	1,294	利润总额	239	311	425	547
长期借款	54	46	41	34	所得税	81	100	136	175
其他非流动负债	13	13	13	13	净利润	158	212	289	372
非流动负债合计	68	59	54	47	少数股东损益	3	6	8	10
负债合计	1,064	1,186	1,255	1,342	归属母公司股东净利润	156	206	281	362
股本	271	271	271	271	EPS(元)	0.57	0.76	1.04	1.33
资本公积	939	939	940	942	主要财务比率				
留存收益	985	1,160	1,398	1,705	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	2,195	2,370	2,609	2,918	成长能力				
少数股东权益	136	142	150	160	营收增长率	4.62%	8.56%	9.54%	10.85%
股东权益合计	2,331	2,512	2,759	3,078	营业利润增长率	6.85%	28.12%	36.26%	28.60%
负债和股东权益合计	3,395	3,698	4,014	4,419	归母净利润增长率	3.59%	32.34%	36.43%	28.70%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-53.85%	944.09%	-27.17%	23.81%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	158	180	256	338	毛利率	58.25%	59.05%	60.63%	62.22%
折旧与摊销	82	87	97	108	净利率	6.80%	8.37%	10.43%	12.10%
财务费用	-4	0	-2	-2	ROE	7.09%	8.69%	10.77%	12.40%
投资损失	-7	-7	-7	-7	ROA	4.58%	5.57%	7.00%	8.18%
营运资金变动	-262	214	-12	-14	估值倍数				
其他经营现金流	82	47	47	47	P/E	82.48	62.32	45.68	35.49
经营性现金净流量	50	521	380	470	P/S	5.51	5.07	4.63	4.18
投资性现金净流量	-125	-158	-288	-287	P/B	5.85	5.42	4.92	4.40
筹资性现金净流量	-31	-91	-46	-60	股息率	0.06%	0.24%	0.33%	0.43%
现金流量净额	-114	272	46	123	EV/EBITDA	21	31	23	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。