

主业稳健增长，数字化与“软建设”优势凸显

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年半年度报告, 公司 2025 年上半年实现营收 12.76 亿元, 同比增长 4.90%, 实现归母净利润 1259.41 万元, 同比下降 33.24%。扣除非经常性损益后归母净利润 434.63 万元, 同比增长 126.27%。
- **点评: 扣非净利高增, 核心业务盈利能力显著增强。** 公司营收保持稳健增长, 归母净利润同比下滑主要系去年同期存在约 3449 万元的闲置房产处置收益, 基数较高所致。公司聚焦主业, 核心盈利能力大幅提升, 扣非后归母净利润实现 126.27% 的高速增长。高毛利的农水科技销售与农水信息业务毛利率稳步提升。
- **农水业务稳健增长, 政策东风驱动“软建设”优势显现。** 分业务看, 公司主营业务保持增长态势。其中, 农水项目实现收入 8.28 亿元, 同比增长 12.71%, 是营收增长的核心驱动力; 农水科技销售实现收入 2.20 亿元, 同比增长 2.36%。业绩增长的背后是国家对水利和农业领域投资力度的持续加大, 特别是“两重”项目建设和高标准农田政策的推动。公司紧抓行业发展重心从“硬投资”向“软建设”转变的机遇, 凭借在规划设计、投融资及建后管护等方面的综合优势, 深度参与行业变革。报告期内, 公司主导或深度参与了 30 余项农业和水利项目的“软建设”编制工作, 基本完成对“两重”大型灌区的跟踪全覆盖, 为后续订单获取奠定坚实基础。
- **数字化与运营能力持续夯实, 降本增效成果初显。** 公司在数字化领域的技术优势进一步巩固, 旗下慧图科技牵头完成的湖南欧阳海和甘肃疏勒河灌区数字孪生项目入选水利部优秀应用案例, 是唯一一家独立承担两项优秀案例的单位。同时, 公司强化内部管理, 降本增效成果显著。报告期内, 公司管理费用同比降低 8.76%, 财务费用同比降低 12.00%。此外, 公司加大应收账款回收力度, 报告期内累计清欠 5 年及以上应收账款 4210 万元, 应收账款余额同比下降近 10%, 财务健康状况得到改善, 盈利结构优化。
- **母子公司双轮驱动发挥协同效应, 未来增长空间广阔。** 慧图科技是公司四大业务子集团之一, 自 2020 年公司完成对慧图科技的收购后, 慧图科技的营业收入和净利润持续增长。2024 年公司农水信息化业务收入同比增长 16.2%, 成为新增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.7/3.0/5.1 亿元, 对应 PE 为 31/17/10 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险、应收账款管理风险、项目交付风险、公司快速发展的管理风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,379	5,418	6,926	8,906
增长率	26.83%	23.73%	27.83%	28.59%
归属母公司净利润 (百万元)	81	169	300	511
增长率	61.81%	108.16%	77.36%	70.52%
每股收益 EPS (元)	0.10	0.17	0.30	0.51
净资产收益率 ROE	3.95%	7.85%	13.29%	21.00%
PE	42.66	30.71	17.31	10.15
PB	1.69	2.41	2.30	2.13

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

分析师: 赵磐
执业证号: S1250525070003
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 李艾莼
执业证号: S1250525070004
电话: 17396222897
邮箱: liac@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 同花顺 iFinD

基础数据

总股本(亿股)	9.95
流通 A 股(亿股)	8.46
52 周内股价区间(元)	3.01-6.96
总市值(亿元)	51.85
总资产(亿元)	91.55
每股净资产(元)	2.25

相关研究

1. 大禹节水 (300021): 水利基建政策东风劲吹, 领跑智慧水利新征程 (2025-05-26)

盈利预测

关键假设：

假设 1：目前，我国数字水利行业正处于从资源水利向数字水利加速发展的阶段。《“十四五”规划纲要》要求，构建智慧水利体系，以流域为单元提升水情测报和智能调度能力。2024 公司实现新签订单 53.1 亿元，订单规模稳居行业内同类民营企业首位，合同负债 3.7 亿元，同比增长 139.8%。未来，公司持续拓展市场，强化项目管理，积极推进项目建设交付进度，智慧农水项目建设业务收入有望持续增长。我们预计 2025-2027 年，公司智慧农水项目建设业务收入增速约为 30%/35%/35%；农水科技产品销售与服务业务收入增速约为 13%/15%/15%；农水信息化服务业务收入增速约为 20%/20%/20%。

假设 2：随着行业竞争进一步加剧，项目的平均毛利率出现下滑，一定程度拖累了公司整体的毛利率水平。未来，随着政府主管部门充分意识到“建管脱节”导致的一系列严重问题，将进一步推动有关政策文件陆续出台，强化制度创新、推动技术标准动态升级、严格资质准入门槛、建立行业自律机制，有效提升行业整体“建管结合”的水平，预计未来行业项目毛利率有望逐步回升。我们预计 2025-2027 年，公司智慧农水项目建设业务毛利率为 15%/17.5%/20.0%；农水科技产品销售与服务业务毛利率为 15%/17.5%/20.0%；农水信息化服务业务毛利率为 31%/31%/31%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入及成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
智慧农水项目建设	收入	2,640.74	3,432.96	4,634.50	6,256.57
	增速	40.37%	30%	35%	35%
	成本	2,283.18	2918	3823	5005
	毛利率	13.54%	15.00%	17.50%	20.00%
农水科技产品销售与服务	收入	867.54	980.32	1,127.37	1,296.47
	增速	14.08%	13%	15%	15.00%
	成本	746.43	833	930	1037
	毛利率	13.96%	15.00%	17.50%	20.00%
农水信息化服务	收入	588.98	706.78	848.13	1,017.76
	增速	16.25%	20%	20%	20%
	成本	407.99	488	585	702
	毛利率	30.73%	31.00%	31.00%	31.00%
设计收入	收入	265.91	279.21	293.17	307.82
	增速	-5.94%	5%	5%	5.00%
	成本	151.01	168	176	185
	毛利率	43.21%	40.00%	40.00%	40.00%
其他	收入	15.63	18.76	22.51	27.01
	增速	-27.54%	20%	20%	20.00%
	成本	11.98	13	16	19
	毛利率	23.37%	30.00%	30.00%	30.00%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入	4,378.80	5,418.02	6,925.67	8,905.64
	增速	26.83%	23.73%	27.83%	28.59%
	成本	3,600.59	4419.62	5530.41	6948.29
	毛利率	17.77%	18.43%	20.15%	21.98%

数据来源：Wind，西南证券

风险提示

市场竞争风险。随着国家加大粮食安全国策落实力度，加速加大水利领域投资力度，水利成为资金来源和市场空间确定性较高的领域，更多社会资本和经营主体进入水利和农业服务领域，公司可能面临市场竞争加剧的风险。

应收账款管理风险。公司的主要客户为各地政府部门，主要资金来源以中央资金为主，总体回款有较好保障。随着公司新签订单和承接项目规模逐渐增大，项目建设和回款的周期相应可能有所延长，各项目从订单签订到产值确认、产值确认到回款存在一定周期。未来随着公司经营规模进一步扩大，如果出现大量应收账款无法收回的情况，将会对公司的经营业绩造成较大不利影响。

项目交付风险。随着行业高质量发展，政府客户对综合解决方案、项目交付质量和模式创新能力提出了更高的要求。尽管公司已经在大项目运作和交付方面积累了充分经验，如果因项目数量增多、难度增加和周期紧张等原因造成项目交付出现延迟或不及预期的情形，可能会对公司经营业绩和品牌美誉度造成不利影响。

公司快速发展的管理风险。公司所处行业和自身主营业务处于快速发展期，市场区域覆盖和组织架构纵深对公司管理提出了更高要求。如果公司的业务板块及其下属公司管理体系无法适应经营规模快速扩张带来的重大变化，将对公司经营产生一定不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,379	5,418	6,926	8,906	净利润	110	212	394	667
营业成本	3,601	4,420	5,530	6,948	折旧与摊销	86	10	19	29
营业税金及附加	24	33	41	52	财务费用	113	114	135	161
销售费用	163	200	256	330	资产减值损失	72	0	0	0
管理费用	275	341	436	561	经营营运资本变动	281	-392	-640	-594
财务费用	110	114	135	161	其他	-64	-28	-45	-75
资产减值损失	-48	0	0	0	经营活动现金流净额	597	-84	-137	188
投资收益	21	18	20	33	资本支出	50	-101	-76	-58
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-98	-97	20	33
其他经营损益	31	32	43	57	投资活动现金流净额	-48	-198	-55	-25
营业利润	124	250	454	780	短期借款	330	500	550	750
其他非经营损益	5	0	0	0	长期借款	-180	0	0	0
利润总额	129	250	454	780	股权融资	18	142	0	0
所得税	20	37	61	113	支付股利	-118	-224	-330	-494
净利润	110	212	394	667	其他	-69	-15	0	0
少数股东损益	28	43	94	156	筹资活动现金流净额	-20	403	220	256
归属母公司股东净利润	81	169	300	511	现金流量净额	529	120	27	419
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,688	1,809	1,836	2,255	成长能力				
应收和预付款项	3,302	4,004	5,334	6,712	销售收入增长率	26.83%	23.73%	27.83%	28.59%
存货	329	560	659	781	营业利润增长率	66.33%	100.98%	82.06%	71.71%
其他流动资产	67	67	67	67	净利润增长率	61.81%	108.16%	77.36%	70.52%
长期股权投资	476	476	476	476	EBITDA 增长率	23.17%	19.62%	63.09%	59.41%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	411	501	582	654	毛利率	17.77%	18.43%	20.15%	21.98%
无形资产和开发支出	464	480	480	480	三费率	12.51%	12.10%	11.95%	11.81%
其他非流动资产	536	651	651	651	净利率	2.50%	3.92%	5.68%	7.49%
资产总计	9,349	10,710	12,825	15,423	ROE	3.95%	7.85%	13.29%	21.00%
短期借款	1,116	1,616	2,166	2,916	ROA	1.27%	2.12%	3.35%	4.72%
应付和预收款项	3,355	3,810	4,993	6,246	ROIC	3.80%	5.36%	7.83%	10.58%
长期借款	694	694	694	694	EBITDA/销售收入	7.12%	6.89%	8.78%	10.89%
其他负债	1,851	2,115	2,299	2,560	营运能力				
负债合计	7,016	8,235	10,152	12,416	总资产周转率	0.51	0.54	0.59	0.63
股本	854	995	995	995	固定资产周转率	10.07	12.35	13.20	14.82
资本公积	493	493	493	493	应收账款周转率	1.46	1.52	1.52	1.51
留存收益	570	628	733	911	存货周转率	10.37	9.94	9.07	9.65
归属母公司股东权益	2,052	2,150	2,254	2,432	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	281	324	418	575	资本结构				
股东权益合计	2,332	2,474	2,673	3,007	资产负债率	75.05%	76.90%	79.16%	80.50%
负债和股东权益合计	9,349	10,710	12,825	15,423	带息债务/总负债	38.62%	40.01%	37.88%	37.01%
					流动比率	1.25	1.19	1.16	1.15
					速动比率	0.92	0.88	0.84	0.83
					股利支付率	65.17%	65.17%	65.17%	65.17%
					每股指标				
					每股收益	0.10	0.17	0.30	0.51
					每股净资产	2.40	2.16	2.27	2.44
					每股经营现金	0.70	-0.08	-0.14	0.19
					每股股利	0.06	0.11	0.20	0.33
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	312	373	608	970					
PE	43	31	17	10					
PB	2	2	2	2					
PS	1	1	1	1					
EV/EBITDA	14	18	12	8					
股息率	1.47%	2.12%	3.76%	6.42%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn