

信义山证汇通天下

证券研究报告

系统设备

三旺通信（688618.SH）

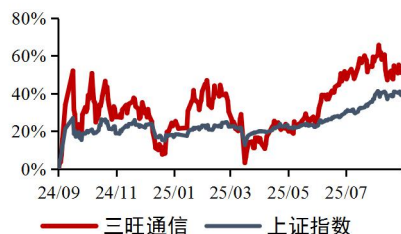
增持-A(维持)

整体经营情况企稳，期待新领域催化

2025 年 9 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 9 月 19 日

收盘价（元）：	26.39
总股本（亿股）：	1.10
流通股本（亿股）：	1.10
流通市值（亿元）：	29.04

基础数据：2025 年 6 月 30 日

每股净资产（元）：	7.80
每股资本公积（元）：	3.84
每股未分配利润（元）：	2.63

资料来源：最闻

分析师：

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 2025 半年度报告。2025H1，公司实现营收 1.72 亿元，同比+10.05%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比-36.72%；扣非后归母净利润为 0.11 亿元，同比-30.69%。单二季度来看，公司实现营收 0.91 亿元，同环比分别增长 12.89%、13.03%；归母净利润实现 0.08 亿元，同环比分别-18.36%、+1.07%。

事件点评：

➤ 公司主要业务板块企稳回升，有望迎来收入拐点。分应用场景来看，2025H1，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 8909.77 万元、3151.15 万元、2412.26 万元、785.15 万元、1951.76 万元，同比分别+8.4%、+3.4%、+64.6%、-16.8%、-0.5%。智慧能源主要由传统电力项目、新能源项目需求带动；智能制造行业受益于智能仓储、智能物流等增量空间较大的行业。产品结构上，公司工业交换产品、工业网关及无线产品、其他产品，分别实现营业收入 13183.43 万元、3110.22 万元、916.45 万元，分别同比+6.4%、+11.9%、+96.3%。

➤ 继续加大投入，稳固核心竞争壁垒。2025H1，销售、管理、研发费用分别为 3454.24、1841.74、4404.76 万元，同比分别+10.11%、-9.16%、+31.67%。销售方面，公司持续加强团队建设、市场布局及研发投入力度，加大海外市场布局，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。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，同时持续深化由单一通信产品提供商向场景化软硬件产品解决方案提供商和工业互联网平台提供商的转型升级，大量新产品已经进入送样验证阶段，未来或将放量，同时公司边缘网关与 AI 融合可实现对海量数据的理解和推理，有望提高产品对各行业的深度适配能力，受益于各行业的 AI 化浪潮。

➤ 四大领域仍保持竞争优势，垂直方向挖掘新需求。智慧能源受益于无人化、自动化、数值化、智能化进程，国内智能煤矿建设仍然处在初级示范引领阶段、智能矿井比重不足 20%，仍有较大的增长空间。公司已在传统电力领域实现新产品全面覆盖，新能源领域的数字化市场已经初具规模，从终端应用往中游延展，继续扩大业务领域。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



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

控制器、车载网关等方面投入开发。智慧交通领域，预计 2026 年我国高速公路智能化行业市场规模将突破 1,200 亿元，年化增长率约为 13%，形成“政府引导、市场主导”的良性循环。公司拥有全系列的城市轨道交通通信系统解决方案，从传统的设备供应商，转为联合生态打造系统级解决方案提供商，市场竞争力与品牌影响力有望持续提升。智能制造经验丰富，行业知名度不断提高，并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，为业主及集成商提供交钥匙工程。有望持续受益于数字化转型红利。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：**短期由于公司销售及研发费用投入持续增加，利润方面仍有所承压，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 0.44/0.78/1.41 亿元，同比增长 34.7%/77.5%/80.0%；对应 EPS 为 0.40/0.71/1.28 元，2025 年 09 月 19 日收盘价对应 PE 分别为 65.9/37.1/20.6 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	78	141
YoY(%)	13.8	-70.0	34.7	77.5	80.0
毛利率(%)	56.9	60.5	58.0	57.5	57.0
EPS(摊薄/元)	0.99	0.30	0.40	0.71	1.28
ROE(%)	12.2	3.8	4.9	8.0	12.6
P/E(倍)	26.6	88.7	65.9	37.1	20.6
P/B(倍)	3.3	3.4	3.2	3.0	2.6
净利率(%)	24.9	9.2	10.8	14.7	21.4

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
流动资产	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
非流动资产	238	268	254	265	268
长期投资	23	4	4	4	4
固定资产	174	184	197	204	205
无形资产	19	17	18	21	22
其他非流动资产	22	62	35	36	36
资产总计	1080	1004	1140	1239	1387
流动负债	186	109	200	221	228
短期借款	92	22	80	88	56
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
非流动负债	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
负债合计	190	143	234	255	262
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	456	598
归属母公司股东权益	890	861	906	984	1125
负债和股东权益	1080	1004	1140	1239	1387

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	52	65	97	46	62
净利润	109	33	44	78	141
折旧摊销	9	12	13	15	16
财务费用	1	2	4	5	-1
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
投资活动现金流	-128	240	-239	-13	-8
筹资活动现金流	0	-144	-30	-5	1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	0.30	0.40	0.71	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.59	0.88	0.41	0.56
每股净资产(最新摊薄)	8.07	7.80	8.21	8.92	10.20

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	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	5	-1
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
营业利润	122	32	46	79	145
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0		0	0
利润总额	123	32	46	79	144
所得税	14	-1	2	0	3
税后利润	109	33	44	78	141
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	109	33	44	78	141
EBITDA	132	39	56	92	159

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	30.9	-18.8	15.2	30.2	23.4
营业利润(%)	19.4	-73.9	44.7	70.8	83.2
归属于母公司净利润(%)	13.8	-70.0	34.7	77.5	80.0
获利能力					
毛利率(%)	56.9	60.5	58.0	57.5	57.0
净利率(%)	24.9	9.2	10.8	14.7	21.4
ROE(%)	12.2	3.8	4.9	8.0	12.6
ROIC(%)	11.1	3.0	4.1	7.0	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	17.6	14.2	20.6	20.6	18.9
流动比率	4.5	6.7	4.4	4.4	4.9
速动比率	3.8	5.4	3.7	3.5	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	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
估值比率					
P/E	26.6	88.7	65.9	37.1	20.6
P/B	3.3	3.4	3.2	3.0	2.6
EV/EBITDA	19.2	66.7	44.9	26.9	15.3

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,本报告的任一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

