

评级：买入（维持）

市场价格：32.10元

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：李雪峰

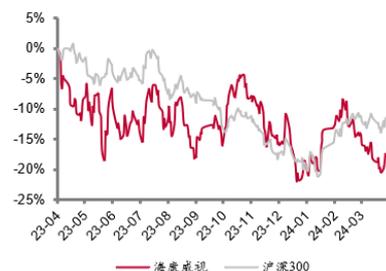
执业证书编号：S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	9,331
流通股本(百万股)	9,108
市价(元)	32.10
市值(百万元)	299,512
流通市值(百万元)	292,377

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	83,166	89,340	102,595	117,507	133,958
增长率 yoy%	2%	7%	15%	15%	14%
净利润(百万元)	12,837	14,108	16,301	19,005	22,089
增长率 yoy%	-24%	10%	16%	17%	16%
每股收益(元)	1.38	1.51	1.75	2.04	2.37
每股现金流量	1.09	1.78	1.62	2.23	1.89
净资产收益率	18%	17%	17%	16%	16%
P/E	23.3	21.2	18.4	15.8	13.6
P/B	4.4	3.9	3.3	2.8	2.3

备注：股价取自2024年4月19日收盘价

投资要点

- 事件：**公司发布2023年年度报告及2024年一季度报告。**1) 2023：**实现营业收入893.4亿元，yoy+7.42%，实现归母净利润141.1亿元，yoy+9.89%；扣非归母136.7亿元，yoy+10.83%；毛利率为44.4%，yoy+2.15pct，净利率16.96%，yoy+0.66pct；**2) 2024Q1：**营业收入178.2亿元，yoy+9.98%，qoq-36.5%；归母净利润19.16亿元，yoy+5.8%，qoq-63.6%。
- 2023年公司营收稳健增长，23Q4收入创历史新高。**2023年公司稳健增长实现营业收入893.4亿元，yoy+7.42%，实现归母净利润141.1亿元，yoy+9.89%。单Q4公司实现营业收入280.6亿元，yoy+19.71%，qoq+18.4%，归母净利润52.6亿元，yoy+31.51%，qoq+49.6%，单季度营收创历史新高，表现亮眼；其中毛利率为43.54%，yoy+1.41pct，qoq-0.78pct，净利率为20.16%，yoy+2.32pct，qoq+4.37pct。2023年全年公司EBG与创新业务表现亮眼，**分业务来看：****1) PBG：**实现营收153.54亿元，yoy-4.84%，在政府投资总体下行的背景下，公安行业的业务收入出现明显的下滑，而交通、交警等行业则实现了全年营收增长。**2) EBG：**实现营收178.45亿元，yoy+8.12%，其中工商企业、能源冶金、教育教学、金融服务等行业均实现了较好的增长；**3) SMBG：**实现营收126.79亿元，yoy+1.46%，逐步企稳，反映中小企业信心向好的趋势；**4) 海外：**收入239.77亿元，同比增长8.83%，增速逐季提升。公司2023年完成海外四个大区的调整合并，协同效应显著，公司在新兴市场国家加速拓展，即使长期面临地缘政治的冲击，公司海外业务依然显示出很强的韧性；**5) 创新业务：**收入185.53亿元，yoy+23.11%，在各个场景中的竞争格局已经逐步形成，赋能数字化转型的业务布局形成了一定的规模。
- 24Q1业绩符合预期，创新业务、海外业务、EBG表现较好。**24Q1公司实现营业收入178.2亿元，yoy+9.98%，qoq-36.5%；归母净利润19.16亿元，yoy+5.8%，qoq-63.6%；毛利率为45.76%，yoy+0.59pct，qoq+2.22pct，净利率为12.47%，yoy+0.44pct，qoq-7.69pct。其中毛利率表现亮眼，达到近10个季度以来新高。分业务增速看，一季度公司创新业务、海外业务、EBG业务增长较快，PBG与SMBG仍有压力。利润方面，Q1公司研发费用及少数股东权益同比增加3.76亿，导致利润增速略低于收入增速。此外，公司Q1汇兑损失约1.1亿元。
- 经济逐步企稳，全年业绩有望前低后高。**2024全年来看，公司预期国内经济逐步企稳，全年业绩可能呈现前低后高的趋势。一季度受费用端等因素影响，利润增速略低于收入增速。公司毛利率稳定，伴随持续推进高质量发展，后续有望释放利润端弹性。AI方面，观澜大模型能力快速发展，赋能AI开放平台的应用也保持着高速增长。公司立足于AI开放平台，面向安防、交通、电力、钢铁、煤炭、安检等多个垂直行业，结合高质量领域数据和知识，打造行业模型和应用，有望助力公司加快推进数字化转型业务发展。
- 由于下游需求的不确定性，我们调整盈利预测，预计2024-2026年公司将实现163、190、221亿净利润（先前预测24/25年分别为163/196.6亿元），对应PE估值分别为18.4/15.8/13.6倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业景气不及预期；下游进展的不确定性；新品迭代不及预期。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	49,629	59,618	77,450	92,203	营业收入	89,340	102,595	117,507	133,958
应收票据	2,606	1,334	1,528	1,741	营业成本	49,637	56,427	63,924	72,873
应收账款	35,815	38,158	42,939	48,842	税金及附加	705	852	940	1,072
预付账款	508	846	959	1,093	销售费用	10,843	12,311	14,101	16,075
存货	19,211	20,087	19,791	25,390	管理费用	2,770	3,078	3,525	4,019
合同资产	1,173	1,534	2,082	2,387	研发费用	11,393	13,337	15,276	16,745
其他流动资产	5,381	5,720	6,794	7,768	财务费用	-750	694	724	583
流动资产合计	113,151	125,764	149,461	177,036	信用减值损失	-880	-6	-6	-6
其他长期投资	539	619	709	808	资产减值损失	-463	-60	-90	-120
长期股权投资	1,151	1,151	1,151	1,151	公允价值变动收益	23	0	0	0
固定资产	11,508	10,162	8,992	7,973	投资收益	63	150	144	119
在建工程	4,308	4,308	4,308	4,308	其他收益	2,560	2,560	2,560	2,560
无形资产	1,810	1,922	2,056	2,178	营业利润	16,039	18,542	21,628	25,148
其他非流动资产	6,381	6,437	6,488	6,525	营业外收入	88	88	87	87
非流动资产合计	25,697	24,599	23,703	22,942	营业外支出	28	28	28	28
资产合计	138,848	150,363	173,165	199,979	利润总额	16,099	18,602	21,687	25,207
短期借款	2,119	97	226	335	所得税	943	1,090	1,271	1,477
应付票据	1,164	1,533	1,684	1,860	净利润	15,156	17,512	20,416	23,730
应付账款	19,163	16,928	19,369	22,299	少数股东损益	1,048	1,211	1,412	1,641
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	14,108	16,301	19,004	22,089
合同负债	2,978	1,847	2,115	2,411	NOPLAT	14,450	18,166	21,098	24,279
其他应付款	3,658	3,658	3,658	3,658	EPS (按最新股本摊薄)	1.51	1.75	2.04	2.37
一年内到期的非流动负债	5,815	5,815	5,815	5,815					
其他流动负债	9,516	10,399	11,612	12,969	主要财务比率				
流动负债合计	44,412	40,277	44,478	49,347	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	8,940	8,990	9,040	9,120	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	7.4%	14.8%	14.5%	14.0%
其他非流动负债	3,332	3,332	3,332	3,332	EBIT增长率	10.7%	25.7%	16.1%	15.1%
非流动负债合计	12,272	12,322	12,372	12,452	归母公司净利润增长率	9.9%	15.5%	16.6%	16.2%
负债合计	56,684	52,599	56,850	61,799	获利能力				
归属母公司所有者权益	76,354	90,744	107,883	128,106	毛利率	44.4%	45.0%	45.6%	45.6%
少数股东权益	5,809	7,020	8,432	10,073	净利率	17.0%	17.1%	17.4%	17.7%
所有者权益合计	82,164	97,765	116,315	138,179	ROE	17.2%	16.7%	16.3%	16.0%
负债和股东权益	138,848	150,363	173,165	199,979	ROIC	16.2%	17.9%	17.7%	17.4%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	40.8%	35.0%	32.8%	30.9%
					债务权益比	24.6%	18.7%	15.8%	13.5%
					流动比率	2.5	3.1	3.4	3.6
					速动比率	2.1	2.6	2.9	3.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	132	130	124	123
					应付账款周转天数	128	115	102	103
					存货周转天数	139	125	112	112
					每股指标(元)				
					每股收益	1.51	1.75	2.04	2.37
					每股经营现金流	1.78	1.62	2.23	1.89
					每股净资产	8.18	9.73	11.56	13.73
					估值比率				
					P/E	21	18	16	14
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	64	51	45	40

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。