

2024年05月13日  
软通动力 (301236.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

咨询实施及其他服务

投资评级 **买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价 **49.12元**  
股价 (2024-05-10) **39.65元**

交易数据

总市值(百万元)	37,784.12
流通市值(百万元)	26,974.51
总股本(百万股)	952.94
流通股本(百万股)	680.32
12个月价格区间	19.6/54.91元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.4	4.5	15.2
绝对收益	-10.8	13.5	6.9

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

杨楠 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522060001

yangnan2@essence.com.cn

马诗文 联系人

SAC 执业证书编号: S1450122050037

masw2@essence.com.cn

相关报告

拟战略收购同方整机业务, 2023-11-10  
巩固华为全产业链领先地位  
华为核心生态伙伴, 全面布局信创彰显国产替代能力 2023-09-27

## 战略大客户基本盘稳定, 打造软硬一体华为生态

### 事件概述:

1) 近日, 软通动力在北京举行智能化产品和服务新品发布活动, 重磅发布了全新企业智能知识中台和 SwanLink AI 智能识别应用等产品。

2) 近日, 软通动力发布《2023 年年度报告》和《2024 年一季度报告》。2023 年, 公司实现营业收入 175.81 亿元, 同比下降 7.97%; 实现归母净利润 5.34 亿元, 同比下降 45.15%; 扣非归母净利润 4.62 亿元, 同比下降 44.89%。2024 年第一季度, 公司实现营业收入 54.49 亿元, 同比增长 29.65%; 归母净利润亏损 2.77 亿元, 扣非归母净利润亏损 2.84 亿元。

### Q1 收入快速增长, 强化以咨询为引领的数字化能力

2023 年, 公司实现营业收入 175.81 亿元, 归母净利润 5.34 亿元, 数字化创新业务和战略新兴行业作为公司转型升级的核心引擎, 进入稳步发展阶段, 2023 年数字化创新业务实现营业收入 83.48 亿元, 营收占比 47.48%, 战略新兴行业实现营业收入 64.11 亿元, 营收占比 36.47%。分行业来看, ①通讯设备行业收入 70.54 亿元 (YoY-18.35%)。②金融科技行业收入 40.42 亿元 (YoY+6.31%)。③互联网服务行业收入 32.87 亿元 (YoY-9.34%)。④高科技与制造业收入 23.72 亿元 (YoY+1.66%)。分产品来看, 通用技术服务实现收入 77.51 亿元 (YoY-16.43%), 数字技术服务实现收入 70.29 亿元 (YoY-2.68%), 咨询与解决方案收入 13.19 亿元 (YoY+24.08%), 数字化运营服务收入 14.8 亿元 (YoY-4%)。2023 年, 公司的销售/管理/研发费用率分别为 3.29%/7.82%/5.44%, 分别同比+0.18/+0.18/-0.1pct。

2024 年第一季度, 2024Q1 实现营业收入 54.49 亿元 (YoY+29.65%), 归母净利润-2.77 亿元, 同比转亏, 主要系 2024 年 1 月底完成同方计算机和同方国际并购, 整合初期业务融合、组织拉通等成本费用增加, 并购贷款利息支出增加, 叠加春节期间市场需求波动、核心大客户价格竞争及增值税加计抵减政策到期等影响所致。

公司战略大客户基本盘保持稳定, 大客户的规模和数量持续增加。面向国内市场, 公司完成了全国六大区域 40 余个重要城市的营销能力布局, 面向国际市场, 启动了东南亚和中东发展战略。

### 收购同方核心资产, 打造软硬一体的华为生态

在开源鸿蒙方面, 子公司鸿湖万联打造了业内首个具备跨指令集的操作系统 SwanLinkOS, 发布了全栈自主技术卡口解决方案, 与多家龙头企业达成战略合作, 在煤矿、电力等行业成功商业化; 在开源欧拉方面, 软通动力企业版服务器操作系统天鹤 OS (iSSEOS) 完成与主流国产服务器 CPU/数据库/中间件厂商的兼容性适配, 发布一站式服

务工具链和运维平台工具，成功中标中国移动“云智能中心 2023-2024 年省专公司操作系统迁移技术服务项目”的第二标段；在开源高斯方面，公司自研基于 openGauss 内核的数据库商业发行版天鹤 DB (iSSEDB)，推出天鹤多数据库管理平台等产品和基于天鹤数据库的保险、资金管理等多个联合解决方案。

2024 年 1 月完成同方计算机和同方国际并购，本次收购的同方相关资产，聚焦信创和商业市场 PC、服务器及终端产品的研发、制造、销售和配套技术服务，是华为鲲鹏、昇腾和存储等产品线的生态合作伙伴。我们认为，软通动力未来有望形成“同方 PC+鸿蒙 OS、同方服务器+欧拉 OS+高斯数据库、同方整机+华为云+MetaERP”的软硬件一体化产品能力，实现从硬件算力到软件应用的产业闭环，进而打造华为“鲲鹏+昇腾+鸿蒙+欧拉+高斯+MetaERP+云服务”的全产业链能力和生态合作关系。

## 目 投资建议

软通动力是信息技术领域的核心服务商，同时也是华为重要的生态合作伙伴，有望在科技自立自强和华为全面回归的大背景下充分受益，本次收购则为公司后续的战略布局和业务拓展奠定了坚实的基础、打开了更大的空间。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 288.53/332.51/388.11 亿元，归母净利润分别为 7.80/10.02/12.07 亿元。我们选择了算力相关的公司作为可比对象，6 个月目标价为 49.12 元，相当于 2024 年 60 倍的动态市盈率，维持买入-A 的投资评级。

表1：相关上市公司估值水平

相关标的	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			市盈率 PE		
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
云赛智联	144.74	1.93	2.27	2.62	82.03	77.59	67.19
拓维信息	154.54	0.45	3.02	4.71	419.41	74.00	47.42
深桑达	188.79	3.30	4.06	4.92	73.12	44.89	37.04
平均值						65.49	50.55
软通动力	377.84	5.34	7.80	10.02	82.46	48.43	37.70

资料来源：Wind，国投证券研究中心（注：日期为 2024-05-10，上述可比公司均采用此前覆盖报告的预测数据）

## 目 风险提示：

人力成本上升和规模持续扩张带来的管理风险、客户集中风险等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	19,103.7	17,580.7	28,853.3	33,250.9	38,811.3
净利润	973.3	533.9	780.2	1,002.3	1,206.9
每股收益(元)	1.53	0.56	0.82	1.05	1.27
每股净资产(元)	15.79	11.12	11.69	12.38	13.19
<hr/>					
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	22.96	82.46	48.43	37.70	31.31
市净率(倍)	2.22	4.17	3.38	3.17	2.95
净利润率	5.1%	3.0%	2.7%	3.0%	3.1%
净资产收益率	12.9%	5.2%	7.2%	8.7%	9.8%
股息收益率	0.0%	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%
ROIC	9.7%	4.1%	5.0%	5.5%	5.8%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	19,103.7	17,580.7	28,853.3	33,250.9	38,811.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	15,042.2	14,194.5	23,269.7	26,661.1	30,920.6	营业收入增长率	14.9%	-8.0%	64.1%	15.2%	16.7%
营业税费	130.1	123.8	203.2	234.2	273.4	营业利润增长率	-2.7%	-50.8%	49.3%	28.5%	20.4%
销售费用	593.6	578.3	920.2	1,060.5	1,237.8	净利润增长率	3.0%	-45.1%	46.1%	28.5%	20.4%
管理费用	2,517.4	2,331.0	3,825.6	4,408.7	5,145.9	EBITDA增长率	-2.4%	-43.4%	32.0%	30.1%	21.1%
财务费用	75.5	17.1	139.4	230.1	311.2	EBIT增长率	-4.1%	-52.8%	76.5%	32.5%	22.4%
资产减值损失	-40.7	41.5	92.7	61.9	118.4	NOPLAT增长率	-5.6%	-46.4%	69.5%	32.5%	22.4%
加:公允价值变动收益	27.7	-31.8	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	59.1%	5.0%	75.6%	-11.4%	44.2%
投资和汇兑收益	21.4	13.8	13.8	16.5	18.2	净资产增长率	99.6%	5.7%	5.1%	5.9%	6.6%
<b>营业利润</b>	985.7	485.2	724.6	930.8	1,120.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	22.7	10.6	0.0	0.0	0.0	毛利率	21.3%	19.3%	19.4%	19.8%	20.3%
<b>利润总额</b>	1,008.4	495.8	724.6	930.8	1,120.9	营业利润率	5.2%	2.8%	2.5%	2.8%	2.9%
减:所得税	58.3	9.1	13.4	17.2	20.7	净利润率	5.1%	3.0%	2.7%	3.0%	3.1%
<b>净利润</b>	973.3	533.9	780.2	1,002.3	1,206.9	EBITDA/营业收入	7.1%	4.4%	3.5%	4.0%	4.1%
						EBIT/营业收入	5.7%	2.9%	3.2%	3.6%	3.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	14	16	11	10	8
货币资金	6,344.3	6,247.0	10,252.6	11,815.2	13,791.0	流动营业资本周转天数	119	133	176	107	168
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	240	262	306	237	298
应收账款	4,966.8	5,109.8	11,427.8	7,630.3	14,614.8	应收账款周转天数	92	105	105	105	105
应收票据	104.9	86.7	142.3	164.0	191.4	存货周转天数	17	18	18	18	18
预付账款	41.9	91.8	150.6	173.6	202.6	总资产周转天数	244	318	271	285	280
存货	682.8	715.5	1,576.8	1,049.6	1,996.3	投资资本周转天数	239	272	291	224	277
其他流动资产	416.7	384.4	630.9	727.1	848.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	12.9%	5.2%	7.2%	8.7%	9.8%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	6.5%	3.4%	2.9%	4.1%	3.5%
长期股权投资	200.9	2.5	2.5	2.5	2.5	ROIC	9.7%	4.1%	5.0%	5.5%	5.8%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	703.1	812.2	869.6	863.9	857.8	销售费用率	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
在建工程	0.2	64.3	0.0	0.0	0.0	管理费用率	13.2%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
无形资产	501.5	537.8	606.2	682.1	766.3	财务费用率	0.4%	0.1%	0.5%	0.7%	0.8%
其他非流动资产	1,099.6	1,565.5	1,564.6	1,563.8	1,563.0	三费/营业收入	16.7%	16.6%	16.9%	17.1%	17.2%
<b>资产总额</b>	15,062.7	15,617.5	27,224.0	24,672.0	34,834.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,459.7	2,509.9	11,886.9	8,599.6	16,834.7	资产负债率	33.4%	32.1%	59.1%	52.2%	63.9%
应付账款	455.2	490.3	1,059.7	716.2	1,343.4	负债权益比	50.2%	47.3%	144.5%	109.2%	177.2%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	2.70	2.66	1.53	1.71	1.44
其他流动负债	1,742.7	1,756.5	2,879.5	3,299.2	3,826.3	速动比率	2.55	2.51	1.43	1.63	1.35
长期借款	2.1	1.0	1.0	1.0	1.0	利息保障倍数	8.34	6.58	2.92	2.72	2.68
其他非流动负债	373.1	260.3	260.3	260.3	260.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	5,032.8	5,018.1	16,087.4	12,876.4	22,265.7	DPS(元)	0.00	0.33	0.18	0.27	0.34
少数股东权益	-28.5	38.6	-30.4	-119.0	-225.7	分红比率	0.0%	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%
股本	635.3	952.9	952.9	952.9	952.9	股息收益率	0.0%	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%
留存收益	9,423.1	9,608.0	10,214.0	10,961.6	11,841.4						
<b>股东权益</b>	10,029.9	10,599.5	11,136.5	11,795.6	12,568.7						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
						净利润	950.1	486.7	711.3	913.7	1,100.2
						加:折旧和摊销	104.5	97.8	98.0	106.0	112.8
						资产减值准备	-40.7	41.5	92.7	61.9	118.4
						公允价值变动损失	-27.7	31.8	0.0	0.0	0.0
						财务费用	75.5	17.1	139.4	230.1	311.2
						投资损失	-21.4	-13.8	-13.8	-16.5	-18.2
						少数股东损益	-23.2	-47.2	-69.0	-88.6	-106.7
						营运资金的变动	-4.7	258.4	-5,871.6	4,286.9	-6,966.8
						<b>经营活动产生现金流量</b>	1,012.4	872.3	-4,913.0	5,493.4	-5,449.0
						<b>投资活动产生现金流量</b>	-851.9	-918.6	-144.8	-158.7	-172.0
						<b>融资活动产生现金流量</b>	3,153.1	-56.8	9,063.3	-3,772.0	7,596.8
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	1.53	0.56	0.82	1.05	1.27
						BVPS(元)	15.79	11.12	11.69	12.38	13.19
						PE(X)	22.96	82.46	48.43	37.70	31.31
						PB(X)	2.22	4.17	3.38	3.17	2.95
						P/FCF	790.53	101.26	9.04	20.79	16.41
						P/S	1.17	2.50	1.31	1.14	0.97
						EV/EBITDA	18.32	60.68	49.08	35.22	34.25
						CAGR(%)	-12.1%	-24.8%	-10.5%	37.0%	24.4%
						PEG	7.60	-1.83	1.05	1.32	1.53
						ROIC/WACC	0.98	0.42	0.50	0.55	0.59
						REP	2.04	8.55	4.33	4.14	3.17

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034