

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 26.71 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

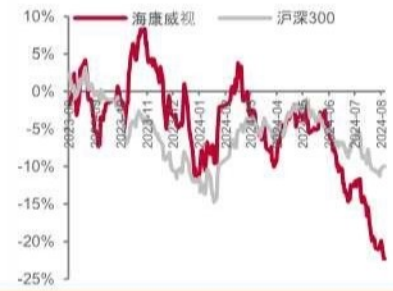
**分析师: 李雪峰**

执业证书编号: S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	9,233
流通股本(百万股)	9,106
市价(元)	26.71
市值(百万元)	246,619
流通市值(百万元)	243,221

**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	97,648	109,366	120,303
增长率 yoy%	2%	7%	9%	12%	10%
净利润 (百万元)	12,837	14,108	14,702	16,700	18,659
增长率 yoy%	-24%	10%	4%	14%	12%
每股收益 (元)	1.39	1.53	1.59	1.81	2.02
每股现金流量	1.10	1.80	1.20	1.93	1.51
净资产收益率	18%	17%	15%	15%	14%
P/E	19.2	17.5	16.8	14.8	13.2
P/B	3.6	3.2	2.8	2.4	2.0

备注: 股价取自 2024 年 8 月 19 日收盘价

**投资要点**

- 事件:** 公司发布 2024 年半年度报告, 业绩期内实现营业收入 412.09 亿元, yoy+9.68%, 实现归母净利润 50.64 亿元, yoy-5.13%, 实现扣非归母净利润 52.43 亿元, yoy+4.11%; 毛利率为 45.05%, yoy-0.13pct, 净利率 13.69%, yoy-1.63pct。
- 行业需求承压, 公司业务稳健增长。** 上半年公司实现稳健增长, 营业收入 412.09 亿元, yoy+9.68%, 实现归母净利润 50.64 亿元, yoy-5.13%, 毛利率 45.05%, yoy-0.13pct。分业务来看: 1) 国内主业: 上半年三大 BG 国内营收合计 189.71 亿元, yoy-0.26%, 占整体收入 46%, 其中 PBG 实现收入 56.93 亿元, yoy-9.25%, 主要受地方政府财政情况制约, 公安、交警行业承压, 水利水务、防灾救灾、应急管理等业务向好; EBG 实现营收 74.89 亿元, yoy+7.05%, 虽增速放缓, 但企业提质降本增效的需求依然迫切, 除智慧建筑下行外, 工业企业、石化煤炭、教育教学等八个子行业均保持增长; SMBG 实现营收 57.89 亿元, yoy+0.64%, 公司将继续打造线上线下的渠道优势, 不断拓宽、丰富产品矩阵及推广; 2) 境外主业: 上半年实现收入 114.41 亿元, yoy+15.46%, 海外主业收入占公司业务 28% (考虑创新业务后达到 34.41%), 目前海外发展中国家与发达国家营收贡献约 7:3, 剔除美国影响后, 美洲、泛欧、泛亚太、中东非等四大区均实现增长。我们认为后续随发展中国家及地区持续增长, 叠加公司产品力提升, 海外业务有望保持持续增长; 3) 创新业务: 上半年实现营收 103.28 亿元, yoy+26.13%, 占公司整体比例达 25%, 目前主要创新业务已在各自垂直行业占据市场主动, 后续有望与公司主业形成协同优势, 拉动公司业务持续增长。
- 24Q2 收入稳定增长, 受股权激励费用影响利润单季承压。** 公司 Q2 实现营业收入 23.92 亿元, yoy+9.46%, qoq+31.28%, 归母净利润 3.14 亿元, yoy-10.73%, qoq+64.32%, 扣非归母净利润 3.48 亿元, yoy+0.02%, qoq+97.85%。受下游需求影响, 盈利水平略有下滑, 单季度毛利率 44.51%, yoy-0.69 pct, qoq-1.25 pct。费用方面, 二季度计提此前未摊销完股权激励费用 4.71 亿元, 标记为非经常性损益, 此外本期汇兑损失约 8100 万元, 去年同期汇兑收益约 2.85 亿元, 导致利润同比承压。
- 技术创新推动下游降本增效趋势明显。** 上半年受宏观经济影响, 需求略有承压, 公司增速略有下滑, 但受环境影响, 下游 G 端及 B 端以技术创新促进政府、企业提质增效降本、推动经济高质量发展的大趋势愈发清晰, 公司有望把握产业趋势, 叠加 AI 赋能, 推动业务稳定增长。2024 全年来看可能呈现前低后高的趋势, 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。
- 考虑到下游需求的不确定性以及盈利水平承压, 我们下调 2024-2026 年盈利预测至 147/167/187 亿利润 (前值 163/190/221 亿), 对应 PE 估值分别为 17/15/13 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	57,087	73,620	86,445	营业收入	89,340	97,648	109,366	120,303
应收票据	2,606	1,269	1,422	1,564	营业成本	49,637	53,902	59,933	65,565
应收账款	35,815	38,765	42,498	46,360	税金及附加	705	488	645	878
预付账款	508	809	899	983	销售费用	10,843	12,206	13,671	15,038
存货	19,211	19,512	18,555	23,336	管理费用	2,770	2,929	3,281	3,609
合同资产	1,173	1,460	1,938	2,144	研发费用	11,393	13,964	15,639	16,842
其他流动资产	5,381	5,444	6,324	6,976	财务费用	-750	-639	-913	-1,025
流动资产合计	113,151	122,886	143,317	165,664	资产减值损失	-463	-487	-511	-536
其他长期投资	539	589	659	725	公允价值变动收益	23	0	0	0
长期股权投资	1,151	1,151	1,151	1,151	投资收益	63	152	145	120
固定资产	11,508	10,034	8,752	7,637	其他收益	2,560	2,560	2,560	2,560
在建工程	4,308	4,308	4,308	4,308	营业利润	16,039	16,718	18,998	21,233
无形资产	1,810	1,922	2,056	2,178	营业外收入	88	87	87	87
其他非流动资产	6,381	6,437	6,488	6,525	营业外支出	28	28	28	28
非流动资产合计	25,697	24,441	23,415	22,524	利润总额	16,099	16,777	19,057	21,292
资产合计	138,848	147,327	166,732	188,188	所得税	943	983	1,116	1,247
短期借款	2,119	97	226	335	净利润	15,156	15,794	17,941	20,045
应付票据	1,164	1,465	1,578	1,674	少数股东损益	1,048	1,092	1,241	1,386
应付账款	19,163	16,171	18,160	20,063	归属母公司净利润	14,108	14,702	16,700	18,659
预收款项	0	0	0	0	NOPLAT	14,450	15,192	17,081	19,080
合同负债	2,978	1,758	1,969	2,165	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>1.53</b>	<b>1.59</b>	<b>1.81</b>	<b>2.02</b>
其他应付款	3,658	3,658	3,658	3,658					
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	9,996	10,953	11,846	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	44,412	38,958	42,358	45,555	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	8,940	8,990	8,920	9,000	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	7.4%	9.3%	12.0%	10.0%
其他非流动负债	3,332	3,332	3,332	3,332	EBIT增长率	10.7%	5.1%	12.4%	11.7%
非流动负债合计	12,272	12,322	12,252	12,332	归母公司净利润增长率	9.9%	4.2%	13.6%	11.7%
负债合计	56,684	51,280	54,610	57,887	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	76,354	89,146	103,980	120,772	毛利率	44.4%	44.8%	45.2%	45.5%
少数股东权益	5,809	6,902	8,142	9,528	净利率	17.0%	16.2%	16.4%	16.7%
所有者权益合计	82,164	96,047	112,122	130,300	ROE	17.2%	15.3%	14.9%	14.3%
负债和股东权益	138,848	147,327	166,732	188,188	ROIC	16.2%	15.2%	14.8%	14.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	40.8%	34.8%	32.8%	30.8%
					债务权益比	24.6%	19.0%	16.3%	14.2%
					流动比率	2.5	3.2	3.4	3.6
					速动比率	2.1	2.7	2.9	3.1
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
					应收账款周转天数	132	137	134	133
					应付账款周转天数	128	118	103	105
					存货周转天数	139	129	114	115
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.53	1.59	1.81	2.02
					每股经营现金流	1.80	1.20	1.93	1.51
					每股净资产	8.27	9.65	11.26	13.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17	17	15	13
					P/B	3	3	2	2

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	16,623	11,097	17,803	13,943
现金收益	15,892	16,867	18,571	20,420
存货影响	-213	-301	957	-4,781
经营性应收影响	-5,505	-1,427	-3,465	-3,553
经营性应付影响	3,848	-2,692	2,103	1,999
其他影响	2,601	-1,351	-363	-142
投资活动现金流	-3,987	-440	-376	-466
资本支出	-5,257	-350	-395	-407
股权投资	101	0	0	0
其他长期资产变化	1,169	-90	19	-59
融资活动现金流	-3,145	-3,199	-894	-652
借款增加	5,140	-1,972	59	189
股利及利息支付	-7,083	-3,077	-3,147	-3,587
股东融资	73	0	0	0
其他影响	-1,275	1,850	2,194	2,746

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。