

買入

2025 年 4 月 03 日

收入低於預期，毛利率有望改善

➤ **2024 年業績低於預期：**2024 年全年實現收入 169.51 億元，同比下降 1.0%，略低於市場預期，主要因基石業務修復進度滯後所致。歸母淨利潤同比下滑 28.7%至 5.04 億元，低於預期，主要因壞賬撥備增加及政府補助減少所拖累。2024 年基石業務收入同比下降 9.5%，主要因大客戶需求疲軟及價格壓力所致。儘管整體收入承壓，公司全棧 AI 業務表現亮眼，貢獻收入 9.57 億元，占收比達 5.65%。依託 AI 轉型及新興業務放量，預計 2025 年收入有望恢復正向增長。

➤ **佈局全棧 AI 場景服務：**公司聚焦“1+3”業務 AI 化升級，通過集成 DeepSeek 技術顯著增強智慧體交互能力；通過激發企業智慧化轉型需求，推動市場對全棧 AI 解決方案的關注度提升。依託華為雲生態優勢，公司在鴻蒙遷移、昇騰適配及模型服務領域持續領跑，並通過軟硬一體化的智慧體平臺與 Agent 產品升級，加速千行百業數位化轉型進程。

➤ **降本增效戰略顯著，毛利率預期改善：**2024 年公司行政開支同比縮減 9.9%，占收入比重下降 0.7 個百分點，主要受益於自研 AI 招聘系統及運營 Agent 的規模化應用，實現人效優化與流程自動化。研發端聚焦 AI、ERP 及 OpenHarmony 生態整合方案，通過 AI 輔助代碼生成等工具提升研發效能，預計未來費用增速將長期低於收入增長水準。毛利率修復動能明確：1) 高毛利全棧 AI 業務收入占比持續提升；2) 標準化產品（如 KaihongOS 作業系統、JointPilot 大模型、AI 一體機及開鴻智慧 PC）加速商業化，推動收入結構優化；3) AI 工具鏈全面嵌入 IT 服務全流程，交付週期縮短帶動成本節約。

➤ **調整目標價至 6.4 港元，維持買入評級：**綜合分析，中軟國際流水穩健，且公司研發能力繼續加固，我們看好公司在雲智慧業務的影響和佈局。在華為多項業務合作線以及深度綁定華為下，雲智慧業務和 AI 產品落地加速推進。考慮到毛利率有望改善的影響，我們調整估值中樞為 14 倍 PE，根據 2025 年預測盈利得出目標價為 6.4 港元，較上一收盤價有 25% 的上升空間，維持買入評級。

李京霖

852-2532-1957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

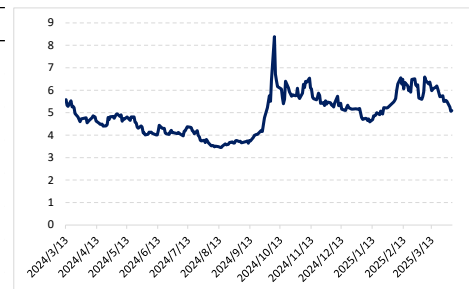
行業	TMT
股價	5.1 港元
目標價	6.4 港元 (25%)
股票代碼	354
已發行股本	27.32 億股
市值	139.61 億港元
52 周高/低	9.32/3.38 港元
每股淨資產	4.51 港元
主要股東	瑞士銀行 8.89% ChenYuhong 9.40% CSI 3.83% 摩根大通 2.42%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入（人民币千元）	17,116,894	16,950,733	17,656,829	18,043,970	18,776,886
总收入	-14.44%	-0.97%	4.17%	2.19%	4.06%
经调整净利润	706,486	502,673	865,367	950,325	1,206,210
经调整每股盈利（人民币元）	0.259	0.190	0.338	0.371	0.471
变动（%）	0.88%	-26.58%	77.67%	9.82%	26.93%
派息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
市盈率5.1港元（估）	18.4	25.1	14.1	12.9	10.1

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

附錄一：主要財務報表

财务报表摘要					
单位：千元;财务年度截至十二月三十一日					
损益表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
营运收入	17,116,894	16,950,733	17,656,829	18,043,970	18,776,886
销售成本	13,113,818	13,209,231	13,198,581	13,637,653	14,281,245
毛利	4,003,076	3,741,502	4,458,248	4,406,316	4,495,642
其他收入	428,905	241,941	317,823	366,670	493,783
其他收益	83,905	219,574	92,118	110,559	109,374
销售及分销费用	868,347	875,097	892,548	912,260	947,318
行政开支	1,354,733	1,220,082	1,554,563	1,664,098	1,784,797
研发费用	1,078,296	906,274	1,041,165	958,557	881,807
其他支出	105,680	34,206	52,494	50,344	49,445
营业利润	966,808	911,191	941,070	1,032,017	1,288,487
融资成本	202,833	175,918	174,828	172,228	170,048
税前盈利	733,947	568,096	941,070	1,032,017	1,288,487
所得税	21,280	56,951	75,703	81,692	82,276
净利润	712,667	511,145	865,367	950,325	1,206,210
少数股东损益	-727	-1,780	-734	-734	-734
本公司股东应占利润	713,394	512,925	866,101	951,059	1,206,944
经调整净利润	706,486	502,673	865,367	950,325	1,206,210
折旧及摊销	88,484	88,484	105,738	118,855	121,812
增长					
总收入（%）	-14%	-1%	4%	2%	4%
经调整净利润（%）	-7%	-29%	72%	10%	27%

资产负债表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
固定资产	1,150,858	1,341,755	1,492,484	1,800,367	2,141,022
无形资产	336,136	377,431	442,174	499,388	546,644
商誉	843,654	843,654	843,654	843,654	843,654
递延税项资产	2,308	2,166	2,166	2,166	2,166
其他投资	428,906	445,327	445,327	445,327	445,327
指定以公允价值记账之	282,686	503,553	504,573	507,823	510,008
非流动资产其他项目	320,273	722,936	722,936	722,936	722,936
非流动资产合计	4,122,341	5,642,061	5,858,553	6,226,900	6,616,996
存货	96,182	61,297	93,987	102,549	94,442
应收账款	6,091,897	6,458,917	5,777,473	5,904,149	6,143,966
应收票据	74,545	73,205	46,408	47,425	49,351
现金及等价物（流动）	3,788,110	3,130,989	5,395,188	5,780,825	6,300,673
合同资产	2,091,903	2,292,057	1,994,204	2,037,929	2,120,706
流动资产合计	12,945,329	12,790,256	14,081,052	14,646,668	15,482,930
总资产	17,067,670	18,432,317	19,939,605	20,873,568	22,099,926
应付账款	1,662,625	1,976,013	1,987,119	1,984,916	2,017,712
融资租赁负债（流动）	114,663	103,713	102,713	99,113	95,163
合同负债	254,421	136,119	302,043	286,140	273,447
总短期负债	2,962,210	6,103,164	6,234,047	6,221,286	6,245,384
长期贷款	2,282,044	775,345	775,345	775,345	775,345
递延税项负债	10,667	25,482	25,482	25,482	25,482
非流动负债合计	2,338,700	890,659	890,659	890,659	890,659
总负债	5,300,910	6,993,823	7,124,706	7,111,945	7,136,043
少数股东权益	24,299	22,519	22,519	22,519	22,519
股东权益	11,766,760	11,438,494	12,814,899	13,761,623	14,963,884
储备	7,249,076	7,847,639	8,713,006	9,663,330	10,869,541
营运资产	9,983,119	6,687,092	7,847,005	8,425,383	9,237,547

现金流量表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
除税前溢利(业务)	733,947	568,124	865,367	950,325	1,206,210
折旧及摊销	422,654	220,543	105,738	118,855	121,812
应收账款减少	-60,944	-53,795	-134,856	-170,400	-322,594
应付账款及应计	-294,218	-212,347	145,704	-21,935	24,340
其他	-81,498	-63,102	-91,606	138,501	5,938
经营业务现金流	719,941	459,423	890,346	1,015,345	1,035,707
资本开支	401,877	-368,366	-466,293	-483,952	-509,724
其他投资活动	-1,846,709	-480,564	-1,020	-3,250	-2,185
投资业务现金流	-1,444,832	-848,930	-467,313	-487,202	-511,909
融资业务现金流	-514,029	468,098	-365,478	-378,956	-563,783
现金净额	-1,238,920	-859,880	1,607,078	385,636	519,848
期初现金	5,005,226	3,788,110	3,788,110	5,395,188	5,780,825
汇兑变化	21,804	N/A	N/A	N/A	N/A
期末现金	3,788,110	3,788,110	5,395,188	5,780,825	6,300,673

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。