

## 下游需求仍然疲弱，精细化管理与运营改善盈利能力

### 核心观点

#### 事件:

公司发布 2024 年报，营业收入同比下降 12.1%至 21.5 亿元，归属母公司净利润为 2.04 亿元，同比上升 4.9%，扣非净利增长 44.0%至 1.14 亿元。据此测算，公司 4 季度收入同比下滑 16.5%，归母净利同比下降 23.1%，扣非净利同比增速则为-24.5%。

- **各项业务均有所下滑，仅招采运营业务实现正增长。**受整体经济环境影响，公司各项业务呈现不同程度下滑：智慧招采收入下降 7.2%至 9.48 亿，智慧政务下降 18.5%至 8.6 亿，数字建筑业务下降 8.4%至 3.3 亿。在各类项目制收入均有所下滑的情况下，智慧招采业务中的招采运营业务增加 6.3%至 3.9 亿，成为公司业务的结构亮点，也扭转了前一年的下滑趋势。
- **毛利率整体提升，各项费用管控良好。**报告期间，在整体需求较为平淡的情况下，公司不断加强精细化运营与费用管控，带来盈利能力提升。在运营与成本管控方面，公司持续推进交付线上化、标准化，并改善交付成本管理，带来毛利率较去年同期提升 3.4pct；而从各项费用来看，公司进一步压缩团队规模，员工总数从 23 年底的 6712 人降至 6264 人，同时也注重费用管理与效率提升，带来销售、管理与研发费用率总和由去年的 56.9%降至 53.3%，同比下降 3.6pct。
- **全面拥抱 AI，产品持续迭代。**过去一年，公司持续投入研究私有化大模型在各业务场景中的落地方案。在招采项目类业务中，公司重点研发交易行业大模型，赋能招标采购全流程价值场景，推出 AI+物料治理、AI+辅助评标、AI+供应商管理、智能客服等功能；在招采运营业务中，公司加大“AI+投标人服务”产品研发，提升标讯、招标文件解析与编制、快速组价、智能排版等产品的市场份额和价值；在智慧政务中，公司完成智能客服、政务服务数字人、云端导办、虚拟窗口、智能公文等多业务场景与 AI 充分融合；数字建筑业务也基于大模型做了部分产品与功能的升级。

### 盈利预测与投资建议

- 由于整体需求弱于预期，我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.81、1.02、1.19 元（原 25 年预测为 1.07 元），参考可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 43 倍市盈率，对应目标价为 34.83 元，维持买入评级。

### 风险提示

下游需求波动风险；公司新业务拓展慢于预期风险

### 公司主要财务信息

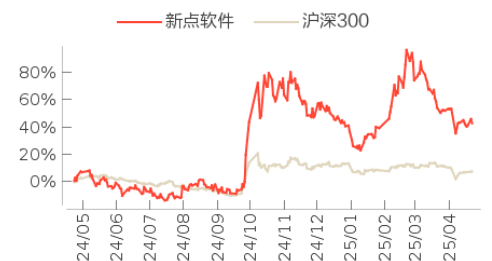
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,441	2,146	2,316	2,517	2,685
同比增长(%)	-13.6%	-12.1%	7.9%	8.7%	6.7%
营业利润(百万元)	179	206	272	344	399
同比增长(%)	-68.2%	15.6%	31.8%	26.4%	16.1%
归属母公司净利润(百万元)	195	204	267	337	391
同比增长(%)	-66.0%	4.9%	30.9%	26.2%	16.0%
每股收益(元)	0.59	0.62	0.81	1.02	1.19
毛利率(%)	57.8%	61.2%	61.2%	61.7%	62.1%
净利率(%)	8.0%	9.5%	11.5%	13.4%	14.6%
净资产收益率(%)	3.5%	3.7%	4.6%	5.5%	6.0%
市盈率	51.3	48.9	37.4	29.6	25.5
市净率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年04月22日）	30.27 元
目标价格	34.83 元
52 周最高价/最低价	43.98/18.02 元
总股本/流通 A 股（万股）	33,000/17,348
A 股市值（百万元）	9,989
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2025 年 04 月 23 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.3	-7.43	8.11	42.58
相对表现%	-0.9	-4.09	8.45	35.41
沪深 300%	0.6	-3.34	-0.34	7.17



### 证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002
宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090002

### 相关报告

需求疲弱影响业绩，运营模式探索具备空间 2024-03-24 间

## 附录

### 盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>智慧招采</b>					
销售收入（百万元）	1,021.6	948.4	1,065.1	1,190.9	1,287.2
增长率	-16.4%	-7.2%	12.3%	11.8%	8.1%
毛利率	66.7%	67.5%	67.5%	67.9%	68.4%
<b>智慧政务</b>					
销售收入（百万元）	1,055.5	860.6	916.2	981.4	1,042.2
增长率	-14.5%	-18.5%	6.5%	7.1%	6.2%
毛利率	53.0%	52.1%	52.6%	52.9%	53.2%
<b>数字建筑</b>					
销售收入（百万元）	357.7	327.5	324.3	334.0	344.0
增长率	-2.6%	-8.4%	-1.0%	3.0%	3.0%
毛利率	71.0%	66.7%	66.5%	66.5%	66.5%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	6.3	9.8	10.2	10.8	11.3
增长率	591.3%	53.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
<b>合计</b>	<b>2,441.2</b>	<b>2,146.3</b>	<b>2,315.9</b>	<b>2,517.1</b>	<b>2,684.7</b>
增长率	-13.6%	-12.1%	7.9%	8.7%	6.7%
综合毛利率	61.3%	61.0%	61.2%	61.7%	62.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

考虑到宏观经济影响、公司 2023 年、2024 业绩不如预期，我们下调营业收入预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.67 亿、3.37 亿、3.91 亿（原 25 年预测为 3.54 亿），对应 EPS 分别为 0.81、1.02、1.19 元，参考可比公司给予公司 25 年 43 倍 PE，对应目标价为 34.83 元，维持买入评级。

表 2：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/4/22	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
税友股份	603171	43.03	0.21	0.28	0.67	1.03	209.90	155.46	63.92	41.91
中科江南	301153	25.23	0.86	0.30	0.64	0.86	29.47	84.52	39.36	29.24
国投智能	300188	13.40	-0.24	-0.48	0.02	0.12	-56.02	-27.75	697.92	111.20
博思软件	300525	15.38	0.43	0.53	0.67	0.85	35.61	29.23	23.07	18.10
东软集团	600718	10.21	0.06	0.22	0.38	0.51	166.29	46.96	26.85	19.96
调整后平均								54.00	43.00	30.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

下游需求波动风险；公司新业务拓展慢于预期风险

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	259	728	795	730	967	营业收入	2,441	2,146	2,316	2,517	2,685
应收票据、账款及款项融资	1,463	1,391	1,497	1,627	1,736	营业成本	1,030	833	898	965	1,019
预付账款	30	27	29	31	33	销售费用	602	520	543	567	595
存货	417	402	433	466	492	管理费用	185	168	170	180	189
其他	3,485	3,113	3,118	3,124	3,129	研发费用	513	455	456	484	506
<b>流动资产合计</b>	<b>5,653</b>	<b>5,662</b>	<b>5,873</b>	<b>5,979</b>	<b>6,358</b>	财务费用	(6)	(19)	(7)	(7)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	93	91	95	99	102
固定资产	250	224	391	1,021	1,396	公允价值变动收益	100	90	90	90	90
在建工程	295	554	665	339	36	投资净收益	17	(2)	(2)	(2)	(2)
无形资产	105	193	187	182	176	其他	38	20	23	26	28
其他	500	73	70	66	64	<b>营业利润</b>	<b>179</b>	<b>206</b>	<b>272</b>	<b>344</b>	<b>399</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,149</b>	<b>1,044</b>	<b>1,313</b>	<b>1,608</b>	<b>1,673</b>	营业外收入	3	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>6,802</b>	<b>6,706</b>	<b>7,186</b>	<b>7,587</b>	<b>8,030</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>181</b>	<b>208</b>	<b>274</b>	<b>346</b>	<b>401</b>
应付票据及应付账款	343	374	404	434	458	所得税	(14)	5	6	8	9
其他	765	716	744	778	805	<b>净利润</b>	<b>195</b>	<b>203</b>	<b>267</b>	<b>337</b>	<b>391</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,108</b>	<b>1,090</b>	<b>1,148</b>	<b>1,212</b>	<b>1,264</b>	少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>195</b>	<b>204</b>	<b>267</b>	<b>337</b>	<b>391</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.59	0.62	0.81	1.02	1.19
其他	78	64	62	62	62						
<b>非流动负债合计</b>	<b>78</b>	<b>64</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,185</b>	<b>1,154</b>	<b>1,210</b>	<b>1,274</b>	<b>1,326</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	5	10	10	10	10	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	330	330	330	330	330	营业收入	-13.6%	-12.1%	7.9%	8.7%	6.7%
资本公积	3,880	3,723	3,880	3,880	3,880	营业利润	-68.2%	15.6%	31.8%	26.4%	16.1%
留存收益	1,403	1,489	1,756	2,094	2,485	归属于母公司净利润	-66.0%	4.9%	30.9%	26.2%	16.0%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,617</b>	<b>5,552</b>	<b>5,976</b>	<b>6,313</b>	<b>6,705</b>	毛利率	57.8%	61.2%	61.2%	61.7%	62.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,802</b>	<b>6,706</b>	<b>7,186</b>	<b>7,587</b>	<b>8,030</b>	净利率	8.0%	9.5%	11.5%	13.4%	14.6%
						ROE	3.5%	3.7%	4.6%	5.5%	6.0%
						ROIC	3.3%	3.3%	4.5%	5.3%	5.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	17.4%	17.2%	16.8%	16.8%	16.5%
净利润	195	203	267	337	391	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	37	25	38	79	132	流动比率	5.10	5.19	5.12	4.93	5.03
财务费用	(6)	(19)	(7)	(7)	(8)	速动比率	4.70	4.82	4.74	4.55	4.64
投资损失	(17)	2	2	2	2	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(216)	265	(87)	(107)	(89)	应收账款周转率	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
其它	58	(212)	(92)	(90)	(90)	存货周转率	2.3	2.0	2.1	2.1	2.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>51</b>	<b>264</b>	<b>122</b>	<b>214</b>	<b>338</b>	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(250)	(340)	(307)	(374)	(197)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.59	0.62	0.81	1.02	1.19
其他	(43)	801	88	88	88	每股经营现金流	0.15	0.80	0.37	0.65	1.02
<b>投资活动现金流</b>	<b>(292)</b>	<b>462</b>	<b>(219)</b>	<b>(286)</b>	<b>(109)</b>	每股净资产	17.01	16.79	18.08	19.10	20.29
债权融资	(3)	(1)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	(157)	157	0	0	市盈率	51.3	48.9	37.4	29.6	25.5
其他	(202)	(120)	7	7	8	市净率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(204)</b>	<b>(279)</b>	<b>164</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	EV/EBITDA	29.8	29.5	20.7	15.1	12.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	36.2	33.4	23.6	18.6	16.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(446)</b>	<b>447</b>	<b>67</b>	<b>(65)</b>	<b>238</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。