

亿联网络 (300628.SZ)

24 年业绩高增，短期受关税政策影响有限

核心观点：

- 公司披露 24 年年报及 25 年一季报。24 年，公司营收 56.21 亿元，YoY+29.28%；归母净利润 26.48 亿元，YoY+31.72%。25Q1，公司营业收入 12.05 亿元，YoY+3.57%；归母净利润 5.62 亿元，YoY-1.15%。
- 24 年营收大幅增长，公司会议产品和云办公终端受益于协同办公的发展趋势。2024 年，公司会议产品收入 19.97 亿元，同比增长 36.21%；云办公终端收入 5.27 亿元，同比增长 62.98%。我们认为，公司的产品线覆盖会议室、桌面及移动办公全场景，在协同办公带来通信产品升级的趋势下，会议摄像机、商务耳麦等音视频通信产品有望放量。
- 应对美国关税政策变化影响，公司加强备货。为应对美国关税政策变化，公司通过境外仓部署保障美国市场订单交付能力。截至 25 年一季度末，公司存货为 8.95 亿元，较 24 年年底增加 10.02%。考虑到 25 年营收的增长趋势，截止 25 年一季度末公司部署在美国境内的库存商品或可满足二季度较大比例美国市场的交付，但若要实现三、四季度的营收目标，公司的商品仍需从美国境外进口。
- 公司布局东南亚产能，中国境外生产的商品短期内受关税政策影响较小。为分散区域政策风险，公司在 24 年推进东南亚等海外地区的产能建设。在 25 年第二季度，公司东南亚工厂生产的产品不仅能满足美国本土市场的交付，还能补充增加美国境内库存，为三、四季度的产品交付做好准备。短期内，美国加征关税政策对公司影响在可控范围内。
- 盈利预测与投资建议。预计 2025-2027 年公司归母净利分别为 29.4/35.3/42.0 亿元，对应 EPS 分别为每股 2.33/2.79/3.32 元。参考可比公司估值，给予公司 2025 年合理估值倍数 20 倍 PE，合理价值 46.51 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。美方加征关税政策影响公司产品在美国的商业拓展；汇率波动风险；行业竞争加剧；新产品业务不及预期。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,348	5,621	6,621	7,725	8,944
增长率 (%)	-9.6	29.3	17.8	16.7	15.8
EBITDA (百万元)	2,016	2,717	3,308	3,935	4,670
归母净利润 (百万元)	2,010	2,648	2,939	3,529	4,202
增长率 (%)	-7.7	31.7	11.0	20.1	19.1
EPS (元/股)	1.59	2.10	2.33	2.79	3.32
市盈率 (P/E)	18.58	18.42	14.48	12.06	10.13
ROE (%)	24.7	29.6	29.1	32.7	36.5
EV/EBITDA	18.33	17.78	12.69	10.64	8.95

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

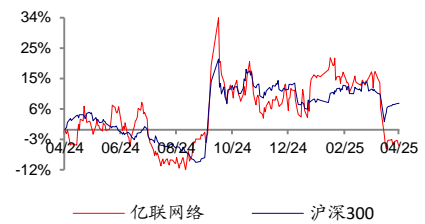
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	33.68 元
合理价值	46.51 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-24

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：

周源



SAC 执证号：S0260523040001



0755-23948351



shzhouyuan@gf.com.cn

请注意，周源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

亿联网络 (300628.SZ) :业绩 2024-10-23

绩延续高增态势，产品高阶智能化升级

亿联网络 2024-08-27

(300628.SZ) :24H1 业绩

延续 Q1 高增态势，验证需求修复预期

一、2024 年报及 2025 一季报分析

公司发布2024年年报及2025年一季度报告：

24年全年：营业收入56.21亿元，同比增加29.28%；归母净利润26.48亿元，同比增加31.72%；扣非归母净利润24.3亿元，同比增长36.15%。

24Q4：营业收入15.12亿元，同比增加34.44%；归母净利润5.83亿元，同比增加47.26%；扣非归母净利润5.18亿元，同比增长48.06%。

25Q1：营业收入12.05亿元，同比增加3.57%；归母净利润5.62亿元，同比减少1.15%；扣非归母净利润5.31亿元，同比增长2.17%。

（一）主要财务数据分析

1. 24年营收分产品拆分：

- (1) 桌面通信终端收入30.82亿元，同比增长21.13%，毛利率为67.55%，同比增加0.14pct。
- (2) 会议产品收入19.97亿元，同比增长36.21%，毛利率为65.67%，同比减少0.08pct。
- (3) 云办公终端收入5.27亿元，同比增长62.98%；
- (4) 其他业务收入1571万元，同比增长8.25%。

2. 24年营收分地区拆分：

- (1) 欧洲地区贡献营收23.69亿元，同比增长34.98%；
- (2) 美洲地区贡献营收21.84亿元，同比增长26.42%；
- (3) 其他地区贡献营收10.68亿元，同比增长23.44%。

3. 24年主营业务毛利率约65.45%，较23年减少0.27pct。

4. 24年费用情况：

销售费用2.91亿元，同比增加5.66%，销售费用率5.18%，上年同期6.34%；

管理费用1.56亿元，同比增加17.57%，管理费用率2.78%，上年同期3.06%；

研发费用5.59亿元，同比增加12.08%，研发费用率9.95%，上年同期11.48%。

5. 截至25年一季度末，公司存货为8.95亿元，较24年年底增加10.02%；截至24年末，公司存货8.13亿元，较24年三季度末减少6.16%；

6. 截至25年一季度末，公司应收账款为7.90亿元，较24年年底减少14.30%；截至24年末，公司应收账款9.22亿元，较24年三季度末增加17.56%；

7. 截至25年一季度末，公司合同负债为3708万元，较24年年底减少-3.94%；截至24年末，公司合同负债3860万元，较24年三季度末增加38.83%；

8. 24年现金流情况：

(1) 2024年，经营活动现金流净额25.1亿元，23年同期为18.0元。主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加所致。

(2) 2024年，投资活动现金流净额为-6.2亿元，23年同期为787万元。

(3) 2024年，筹资现金流净额为-19.0亿元，23年同期为-18.7亿元。

表 1：年度财务关键数据（单位：百万元）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024
营业收入	2754.29	3684.24	4810.55	4348.04	5,621.34
营业成本	936.03	1416.63	1779.36	1490.49	1,942.39
销售费用	146.31	189.87	255.58	275.80	291.40
管理费用	74.91	96.80	111.59	132.93	156.29
研发费用	295.85	364.68	495.64	499.07	559.35
财务费用	47.41	21.40	-123.51	-35.81	-67.24
投资净收益	154.66	163.03	141.65	159.15	155.08
营业利润	1403.19	1770.16	2377.06	2177.63	2,893.73
归母净利润	1278.72	1616.08	2177.66	2010.22	2,647.86
扣非净利润	1114.96	1428.11	2055.57	1788.37	2,434.89
主要比率					
毛利率	66.02%	61.55%	63.01%	65.72%	65.45%
销售费用率	5.31%	5.15%	5.31%	6.34%	5.18%
管理费用率	2.72%	2.63%	2.32%	3.06%	2.78%
研发费用率	10.74%	9.90%	10.30%	11.48%	9.95%
营业利润率	50.95%	48.05%	49.41%	50.08%	51.49%
归母净利率	46.43%	43.86%	45.27%	46.23%	47.10%
YOY					
营业收入	10.64%	33.76%	30.57%	-9.61%	29.28%
归母净利润	3.52%	26.38%	34.75%	-7.69%	31.72%
扣非净利润	1.80%	28.09%	43.94%	-13.00%	36.15%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营业总收入	1,155.04	1,180.00	1,124.37	1,163.62	1,503.39	1,442.74	1511.59	1205.15
营业成本	395.26	391.36	388.05	411.60	515.06	478.47	537.26	427.38
销售费用	60.48	66.22	95.71	58.63	63.04	65.00	104.73	65.01
管理费用	27.15	31.82	50.36	28.63	31.02	30.76	65.88	34.76
研发费用	98.38	106.95	198.39	102.28	94.62	111.12	251.33	104.79
财务费用	-50.76	-5.58	-0.01	-13.18	-29.80	16.33	-40.59	-19.79
投资净收益	33.44	33.34	72.87	10.12	25.18	41.68	78.1	26.50
营业利润	661.86	637.26	418.70	620.95	868.40	771.35	633.03	611.54
归母净利润	606.59	584.68	396.05	568.61	791.66	704.37	583.22	562.06
扣非归母净利润	555.60	535.03	349.69	519.71	732.91	664.54	517.73	530.97
主要比率								
毛利率	65.78%	66.83%	65.49%	64.63%	65.74%	66.84%	64.45%	64.53%
销售费用率	5.24%	5.61%	8.51%	5.04%	4.19%	4.51%	6.93%	5.40%
管理费用率	2.35%	2.70%	4.48%	2.46%	2.06%	2.13%	4.36%	2.88%
研发费用率	8.52%	9.06%	17.64%	8.79%	6.29%	7.70%	16.63%	8.70%
营业利润率	57.30%	54.01%	37.24%	53.36%	57.76%	53.46%	41.88%	50.75%
归母净利率	52.52%	49.55%	35.22%	48.87%	52.66%	48.82%	38.58%	46.65%
YoY								
营业总收入	-10.89%	-3.49%	-10.07%	30.95%	30.16%	22.27%	34.44%	3.57%
归母净利润	-6.68%	-9.24%	-0.16%	34.45%	30.51%	20.47%	47.26%	-1.15%
扣非归母净利润	-9.64%	-11.52%	-10.16%	49.33%	31.91%	24.20%	48.05%	2.17%
QoQ								
营业总收入	29.98%	2.16%	-4.71%	3.49%	29.20%	-4.03%	4.77%	-20.27%
归母公司净利润	43.43%	-3.61%	-32.26%	43.57%	39.23%	-11.03%	-17.20%	-3.63%
扣非归母净利润	59.64%	-3.70%	-34.64%	48.62%	41.02%	-9.33%	-22.09%	2.56%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

（三）简评

1. 24年营收大幅增长，公司会议产品和云办公终端受益于协同办公的发展趋势。基于对管理和运营效率的追求，企业内部对于智能高效沟通以及业务协作的需求日益旺盛，这驱动了企业对于新兴音视频通信产品的采购与升级。公司在话机业务取得行业领先水平的基础上，针对协同办公的行业发展趋势，拓展的会议产品和云办公终端产品，在2024年表现出了较好的增长势头。2024年，公司会议产品收入19.97亿元，同比增长36.21%；云办公终端收入5.27亿元，同比增长62.98%。我们认为，公司的产品线覆盖会议室、桌面及移动办公全场景，在协同办公带来通信产品升级的趋势下，会议摄像机、商务耳麦等音视频通信产品有望放量。

2. 应对美国关税政策变化影响，公司加强备货。为应对美国关税政策变化，公司通过境外仓部署保障美国市场订单交付能力。截止到24年底，公司存货为8.13亿元，较24年二季度末的6.97亿元，增加了16.70%。从存货的拆分来看，库存商品增加幅度最大。截止到24年底，公司库存商品为3.69亿元，较24年二季度末的2.42亿元，增加了52.61%。25年以来，公司进一步增加备货。截至25年一季度末，公司存货为8.95亿元，较24年年底增加10.02%。24H1，美洲地区贡献营收10.21亿元；2024年，美洲地区贡献营收21.84亿元。考虑到25年营收的增长趋势，截止25年一季度末公司部署在美国境内的库存商品或可满足二季度较大比例美国市场的交付，但若要实现三、四季度的营收目标，公司的商品仍需从美国境外进口。

图 1：2024年6月底和12月底亿联网络存货拆分

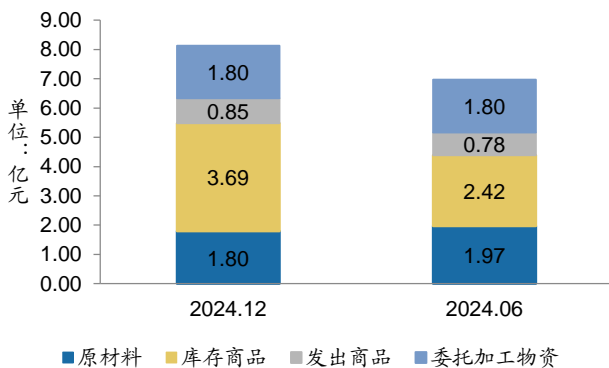
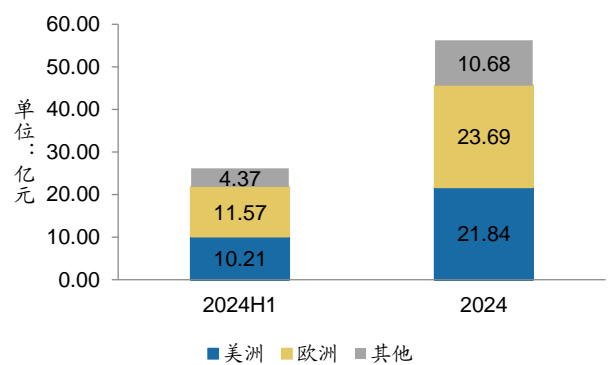


图 2：2024年上半年和2024年全年亿联网络营收



数据来源：亿联网络财报，广发证券发展研究中心

数据来源：亿联网络财报，广发证券发展研究中心

3. 公司布局东南亚产能，中国境外生产的商品短期内受关税政策影响较小。为分散区域政策风险，公司在2024年推进东南亚等海外地区的产能建设。根据美国白宫官网，25年4月9日美国宣布，除了中国以外，对其他地区加征关税的政策延期90天执行。因此，从25年4月初到25年7月初，公司在东南亚等海外地区的工厂生产的SIP话机、会议摄像机、商务耳麦等产品受美国关税政策影响较小。因此，在25年二季度，在公司在美国境内已有一定库存的基础上，公司东南亚工厂生产的产品不仅能满足美国本土市场的交付，还能补充增加美国境内库存，为三、四季度的产品交付做好

准备。总体而言，公司在备货充足、海外产能布局的基础上，短期内已做好充分准备，美国加征关税政策对公司影响在可控范围内。

4. 公司毛利率短期内或受产业链转移的影响。24年，公司毛利率约65.45%，较23年减少0.27pct。为防范潜在贸易风险，公司计划2025年将部分供应链转移至海外。企业音视频通信终端产品原材料丰富，且生产流程复杂。在供应链转移的初期阶段，我们认为，用于海外工厂生产的原材料仍需从国内出口，中途的运输成本或对毛利率有影响。此外，在海外工厂生产的初期阶段，产能较小，单位产品生成成本较高，在规模化效应未显现之前，对于毛利率也有一定影响。

5. 24年，公司有效控制费用增长，利润增长明显。2024年，公司归母净利润26.48亿元，同比增加31.72%。公司各项费用的增长都控制在较低水平。其中，销售费用同比增加5.66%，管理费用同比增加17.57%，研发费用同比增加12.08%。2024年，公司研发人员1117人与2023年1125人持平。考虑到公司在音视频关键技术以及通信协议方面已有一定积累，短期研发投入有限。而公司当前已在欧美等海外市场建立了成熟的经销渠道，自身销售人员的投入有限。我们预期，2025年公司各项费用的增长继续保持较低增速水平。

6. 25年，净利润或受汇率影响。目前，公司产品有90%以上销往海外，公司出口业务主要采用美元结算，受汇率波动影响较为明显，美元汇率波动对公司主要有两方面的影响：一是收入端的影响，若美元贬值，则以美元折算成人民币的营业收入会相应减少，进而影响毛利率；二是利润端的影响，若美元贬值，则在资产负债表日以美元结算的科目折算成人民币后，会产生汇兑损失，进而影响利润增速。当前，在美国经济前景不明朗、政策不稳定的情况下，美元贬值压力较大，公司或因美元贬值导致以人民币计价的营收减少，以及汇兑损失影响利润增速。

二、盈利预测和投资建议

1. 收入拆分及预测

(1) 桌面通信终端业务: 在音视频等多样化通信产品的渗透趋势下, 话机市场受到一定影响, 但在部分行业监管要求下, 仍存在传统现场办公的刚性需求, 公司在SIP话机领域行业地位领先, 预计25-27年保持稳定增长态势, 收入增速分别为14.0%/13.5%/13.0%。

(2) 会议产品业务: 会议产品是满足业务协同办公场景的关键产品, 当前公司会议产品业务逐渐向高阶智能化迈进, 较好的满足了跨空间实时沟通及高效协作的专业会议需求, 预计25-27年会议产品在市场持续渗透, 相信业务收入增速分别为22.0%/20.0%/18.0%。

(3) 云办公终端业务: 商务耳麦等云办公终端产品是员工远程办公、移动办公的关键工具, 有望受益于便携式办公的发展趋势, 预计将进入快速发展阶段。预计25-27年云办公终端业务收入增速分别为23.0%/20.0%/20.0%。

2. 毛利率预测

2025年, 一方面, 公司的SIP话机产品易受到中小厂商商业拓展的影响; 另一方面, 公司的部分产业链在海外转移的初期, 或受到新增运输成本、以及单位产品生产成本较高的影响。2026-2027年, 随着海外供应链的成熟, 以及产能扩张后带来的规模化效应, 预计毛利率有望上升。预计25-27年毛利率分别62.9%/63.6%/64.0%。

3. 期间费用率预测

(1) 销售费用率: 公司经销网络全面且成熟, 销售人员的投入有限, 后续随着公司营收的快速增长, 销售费用率预计有所下降, 我们预计25-27年分别为5.0%/4.8%/4.5%。

(2) 管理费用率: 随着公司持续加强费用管控, 管理费用率预计逐渐下降, 预计25-27年分别为2.6%/2.5%/2.3%。

(3) 研发费用率: 公司在音视频关键技术以及通信协议方面已有一定积累, 短期研发投入有限, 预计25-27年研发费用率分别为10%/9.0%/8.0%。

短期关税政策对公司营收增速或有一定影响, 后续随着公司海外供应链体系建设完备, 公司业务有望重回增长轨道, 我们预计2025-2027年公司营业收入分别为66.2、77.2、89.4亿元, 归母净利润分别为29.4、35.3、42.0亿元, 对应EPS分别为2.33、2.79、3.32元/股。在估值方面, 使用市盈率对公司进行估值, 以主营产品相关性作为标准, 选择主营业务包含交互音频、摄像机的海康威视、主营业务包含云会议服务的二六三作为可比公司。海康威视是摄像头领域的龙头厂商, 行业地位稳固, 新拓展的第二、第三成长曲线目前占营收比重较小, 公司整体营收增长稳定。二六三营收和利润体量较小, 处于早期发展阶段, 成长性和盈利能力未达到稳态, 估值波

动较大。当前，亿联网络在行业地位、发展阶段与海康威视接近，与二六三主营业务类似的会议产品营收占比较小，因此，海康威视的估值水平更具参考意义。参考可比公司估值，给予公司2025年合理估值倍数20倍PE，合理价值46.51元/股，维持“买入”评级。

表 3: 亿联网络收入拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
桌面通信终端						
营业收入 (亿元)	31.45	25.44	30.82	35.13	39.88	45.06
YoY	23.47%	-19.11%	21.13%	14.00%	13.50%	13.00%
营业成本 (亿元)	11.40	8.29	10.00	12.30	13.96	15.77
YoY	19.00%	-27.23%	20.59%	22.94%	13.50%	13.00%
毛利率	63.76%	67.40%	67.55%	65.00%	65.00%	65.00%
会议产品						
营业收入 (亿元)	12.99	14.66	19.97	24.36	29.23	34.49
YoY	42.34%	12.81%	36.21%	22.00%	20.00%	18.00%
营业成本 (亿元)	4.59	5.02	6.85	9.01	10.23	11.73
YoY	33.21%	9.39%	36.55%	31.50%	13.51%	14.63%
毛利率	64.69%	65.76%	65.67%	63.00%	65.00%	66.00%
云办公终端						
营业收入 (亿元)	3.61	3.23	5.27	6.48	7.78	9.33
YoY	63.44%	-10.33%	62.98%	23.00%	20.00%	20.00%
营业成本 (亿元)	1.75	1.49	2.46	3.11	3.66	4.29
YoY	54.96%	-14.99%	65.18%	26.35%	17.50%	17.45%
毛利率	51.37%	53.90%	53.27%	52.00%	53.00%	54.00%
其他业务						
营业收入 (亿元)	0.05	0.15	0.16	0.24	0.36	0.55
YoY	58.49%	179.20%	8.25%	50.00%	52.00%	53.00%
营业成本 (亿元)	0.05	0.10	0.11	0.16	0.24	0.37
YoY	340.29%	87.73%	4.64%	54.82%	49.80%	53.00%
毛利率	-2.86%	30.84%	33.15%	31.00%	32.00%	32.00%
合计						
营业收入 (亿元)	48.11	43.48	56.21	66.21	77.25	89.44
YoY	30.57%	-9.61%	29.28%	17.79%	16.66%	15.78%
营业成本 (亿元)	17.79	14.90	19.42	24.58	28.09	32.17
YoY	25.61%	-16.23%	30.32%	26.56%	14.25%	14.52%
毛利率	63.01%	65.72%	65.45%	62.87%	63.64%	64.04%
毛利润 (亿元)	30.31	28.58	36.79	41.63	49.16	57.27
归母净利润 (亿元)	21.78	20.10	26.48	29.39	35.29	42.02
YoY	34.75%	-7.69%	31.72%	10.99%	20.08%	19.06%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 可比公司估值

证券简称	证券代码	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	股本 (亿股)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
二六三	002467.SZ	72.48	5.27	13.75	0.05	0.08	0.09	110.77	63.22	56.20
海康威视	002415.SZ	2629.61	28.48	92.33	1.30	1.57	1.81	23.67	18.10	15.71

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 收盘日期为 2025 年 4 月 23 日。

三、风险提示

(一) 美方加征关税政策影响公司产品在美国的商业拓展

美洲地区给公司贡献营收比例为 35%-40%，若美国对其境外生产的产品加征较高的关税，或影响当地经销商的成本，进而影响产品的终端销售价格。若其音视频通信产品涨价，或影响企业客户的采购意愿。

(二) 汇率波动风险

公司主要收入来源于海外，当前，在美国经济前景不明朗、政策不稳定的情况下，美元贬值压力较大，公司或因美元贬值导致以人民币计价的营收减少，以及汇兑损失影响利润增速。

(三) 行业竞争加剧

SIP 话机技术门槛较低，易受到中小厂商商业拓展的影响，若行业竞争加剧，公司份额可能受到影响，毛利率可能承压。

(四) 新产品业务不及预期

公司大力发展云办公以及会议产品业务，推出一系列新产品，存在新品推广不及预期的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,095	8,037	9,394	10,135	10,880
货币资金	403	501	598	691	756
应收及预付	826	925	1,216	1,374	1,539
存货	727	813	1,125	1,275	1,457
其他流动资产	5,138	5,798	6,455	6,795	7,127
非流动资产	1,790	1,738	1,972	2,124	2,266
长期股权投资	144	182	187	192	197
固定资产	1,110	1,077	1,181	1,198	1,209
在建工程	8	0	10	25	35
无形资产	275	258	258	258	258
其他长期资产	253	221	336	451	567
资产总计	8,885	9,775	11,365	12,259	13,146
流动负债	734	796	1,240	1,427	1,600
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	519	470	889	968	1,073
其他流动负债	215	327	351	459	527
非流动负债	25	30	28	27	26
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	30	28	27	26
负债合计	759	827	1,268	1,454	1,626
股本	1,264	1,264	1,264	1,264	1,264
资本公积	854	922	922	922	922
留存收益	6,131	6,886	8,035	8,742	9,457
归属母公司股东权益	8,126	8,948	10,097	10,804	11,520
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	8,885	9,775	11,365	12,259	13,146

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,348	5,621	6,621	7,725	8,944
营业成本	1,490	1,942	2,458	2,809	3,217
营业税金及附加	47	67	66	73	85
销售费用	276	291	331	371	402
管理费用	133	156	172	193	206
研发费用	499	559	662	695	715
财务费用	-36	-67	-10	-12	-14
资产减值损失	-2	-13	-3	-4	-4
公允价值变动收益	46	42	0	0	0
投资净收益	159	155	205	193	179
营业利润	2,178	2,894	3,193	3,839	4,571
营业外收支	3	1	2	2	2
利润总额	2,180	2,895	3,195	3,840	4,572
所得税	170	247	256	311	370
净利润	2,010	2,648	2,939	3,529	4,202
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,010	2,648	2,939	3,529	4,202
EBITDA	2,016	2,717	3,308	3,935	4,670
EPS (元)	1.59	2.10	2.33	2.79	3.32

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,802	2,509	2,639	3,282	3,926
净利润	2,010	2,648	2,939	3,529	4,202
折旧摊销	79	87	124	106	111
营运资金变动	-49	23	-222	-167	-215
其它	-239	-248	-201	-187	-173
投资活动现金流	8	-624	-750	-364	-374
资本支出	-188	-140	-238	-141	-136
投资变动	36	-639	-715	-415	-415
其他	160	156	203	192	178
筹资活动现金流	-1,866	-1,899	-1,766	-2,824	-3,488
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1,866	-1,899	-1,766	-2,824	-3,488
现金净增加额	-22	51	142	94	64
期初现金余额	422	400	451	593	686
期末现金余额	400	451	593	686	751

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-9.6%	29.3%	17.8%	16.7%	15.8%
营业利润	-8.4%	32.9%	10.3%	20.2%	19.1%
归母净利润	-7.7%	31.7%	11.0%	20.1%	19.1%
获利能力					
毛利率	65.7%	65.4%	62.9%	63.6%	64.0%
净利率	46.2%	47.1%	44.4%	45.7%	47.0%
ROE	24.7%	29.6%	29.1%	32.7%	36.5%
ROIC	22.0%	26.8%	29.0%	32.5%	36.3%
偿债能力					
资产负债率	8.5%	8.5%	11.2%	11.9%	12.4%
净负债比率	9.3%	9.2%	12.6%	13.5%	14.1%
流动比率	9.66	10.09	7.58	7.10	6.80
速动比率	8.58	8.96	6.56	6.09	5.76
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.60	0.63	0.65	0.70
应收账款周转率	5.24	6.44	6.21	5.99	6.16
存货周转率	2.31	2.52	2.54	2.34	2.35
每股指标 (元)					
每股收益	1.59	2.10	2.33	2.79	3.32
每股经营现金流	1.43	1.99	2.09	2.60	3.11
每股净资产	6.43	7.08	7.99	8.55	9.11
估值比率					
P/E	18.58	18.42	14.48	12.06	10.13
P/B	4.60	5.45	4.22	3.94	3.70
EV/EBITDA	18.33	17.78	12.69	10.64	8.95

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。

吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。

李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。

王钰翔：研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

戴亚敏：研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。