

计算机

2025年05月07日

云从科技 (688327)

——阶段性承压，大模型多标杆项目打造

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (下调)

投资要点:

- **事件：**公司发布 2024 年年报和 25Q1 季报，24 年实现营收 3.98 亿 (-36.7%)，归母净利润-6.96 亿，23 年为-6.43 亿，收入符合此前业绩快报预期，净利润略低于此前业绩快报预期。25Q1 实现收入 0.37 亿 (-31.6%)，归母净利润-1.24 亿，较 24Q1 减亏 0.37 亿，收入低于预期，此前预期与去年同期持平，利润端符合预期。
- **业绩承压主要系战略性调整，预估调整接近完成。**公司营收下降主要系主动推进产品组合和客户结构战略性调整，收缩低附加值业务、聚焦优质客户，新签订单规模阶段性收缩。截止 24 年底，公司智慧治理占比从 54% 收缩至 36%，创新业务泛 AI 和其他占比从 10% 提升至 37%，业务结构优化显著，预估已达成战略目标。
- **阶段性毛利率让渡，25Q1 毛利率恢复常态。**24 年毛利率 35.8% (-16.0pct)，主要系对相关重点项目实行阶段性毛利率让渡。25Q1 毛利率为 55.5% (-2.5pct)，恢复常态。
- **精细化控费开始显效，25Q1 经营性现金流净流出减少。**24 年公司销售/管理/研发费用同比分别为-33.4%/32.8%/-18.3%，管理费用增加主要系股份支付费用增加。25Q1 销售/管理/研发费用同比分别为-35.2%/67.1%/-59.2%，25Q1 经营性现金流净流出为 0.16 亿元，24Q1 为 0.62 亿元，显著减少。
- **大模型多项目落地、与华为昇腾联合发布一体机适配金融政务等场景。**1) 智慧治理：推出从容智能审查大模型，结合信创应用于检察院场景，提升效率超 90%；2) 数字政务：推出智慧寻人系统助力双流机场获 CAPSE 民航创新大赛；3) 智慧金融：金融大模型获中国信通院最高评级 4+，信审效率提升 50 倍，多项目中标；4) 泛 AI：联合华为发布智能制造一体机、为正浩创新打造智慧客服、为从化博物馆和中国铁建 GSF 部署 AI 虚拟导游、发布知识管家 AI 一体机等。
- **考虑到短期承压下调盈利预测，下调评级至“增持”。**考虑到公司战略性调整导致 24 年业绩下滑较多，标杆项目和创新业务转化仍需要时间，下调 2025-2026 年收入为 5.44、7.42 亿，原预测为 10.27、14.11 亿。考虑到公司阶段性毛利率让渡以及 AI 行业技术迭代快仍需研发投入，下调 2025-2026 年归母净利润为-4.55、-3.60 亿，原预测为-4.16、-3.16 亿。新增 2027 年收入、归母净利润预测分别为 10.96 亿、-2.17 亿元。考虑到公司具有深厚的 AI 技术和行业落地经验积累，2025-2026 年以大型标杆项目为主，2027 年一体机、订单有望爆发，以 2027 年作为估值年份，给予行业平均 PS 14x，对应目标市值 155.3 亿，有 7% 的空间，下调评级至“增持”。
- **风险提示：**AI 技术发展不及预期；技术迭代迅速行业竞争加剧；技术人员需求可能加剧。

市场数据： 2025年05月07日

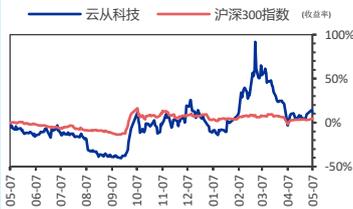
收盘价(元)	13.95
一年内最高/最低(元)	23.84/7.25
市净率	13.9
股息率(分红/股价)	-
流通 A 股市值(百万元)	10,513
上证指数/深证成指	3,342.67/10,104.13

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日

每股净资产(元)	1.00
资产负债率%	59.05
总股本/流通 A 股(百万)	1,039/754
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

陈晴华 A0230123090010
chenqh@swsresearch.com

联系人

陈晴华
(8621)23297818x
chenqh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	398	37	544	742	1,096
同比增长率(%)	-36.7	-31.6	36.8	36.3	47.7
归母净利润(百万元)	-696	-124	-455	-360	-217
同比增长率(%)	-	-	-	-	-
每股收益(元/股)	-0.67	-0.12	-0.44	-0.35	-0.21
毛利率(%)	35.8	55.5	42.7	45.7	48.6
ROE(%)	-62.2	-11.9	-69.0	-123.5	-315.2
市盈率	-	-	-	-	-

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

核心假设变化:

考虑到公司主动收缩部分业务, 智慧治理/智慧金融/智慧出行/智慧商业板块 24 年收缩较多, 下调该些板块 2025-2026 年收入预测: 1) 智慧治理为 1.58 亿、1.82 亿, 原预测为 3.53 亿、4.24 亿, 新增 2027 年预测为 2.18 亿; 2) 智慧金融为 0.55 亿、0.83 亿, 原预测为 0.97 亿、1.35 亿, 新增 2027 年预测为 1.82 亿; 3) 智慧出行为 0.39 亿、0.46 亿, 原预测为 1.32 亿、1.85 亿, 新增 2027 年预测为 0.56 亿; 4) 智慧商业为 0.24 亿、0.29 亿, 原预测为 1.07 亿、2.13 亿, 新增 2027 年预测为 0.37 亿。

公司创新业务泛 AI 和其他增长较快, 上调该板块 2025-2026 年收入预测为 2.67 亿、4.01 亿, 原预测为 2.31、3.47 亿, 新增 2027 年预测为 6.01 亿。

选取技术能力和业务类型具可比性的公司: 云从科技涉及业务较为广泛, 包括视觉解决方案、大模型、企业办公解决方案、行业解决方案等, 选取类似业务公司: 虹软科技、金山办公、拓尔思。

- 1) 虹软科技: 同为 AI 应用重点公司, 底层算法能力相似, 计算机视觉技术提供者。
- 2) 金山办公: 同为 AI 应用重点公司, 企业办公解决方案类似, 例如办公文档大模型等。
- 3) 拓尔思: 同为 AI 应用重点公司, 行业应用定制化开发, 应用于金融、政务、公安等领域, 与云从业务类似。

考虑到公司具有深厚的 AI 技术和行业落地经验积累, 2025-2026 年以大型标杆项目为主, 2027 年一体机、订单有望爆发, 以 2027 年作为估值年份, 给予行业平均 PS 14x, 对应目标市值 155.3 亿, 有 7% 的空间, 下调评级至“增持”。

表 1: 云从科技可比公司估值

证券代码	公司名称	2025/5/7 总市值 (亿元, 人民币)	ifind 一致预期收入 (亿元, 人民币)			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688088.SH	虹软科技	189.8	10.03	12.47	15.67	19	15	12
688111.SH	金山办公	1423.1	61.63	74.29	88.62	23	19	16
300229.SZ	拓尔思	167.4	8.97	10.27	11.67	19	16	14
					平均	20	17	14
688327.SH	云从科技	144.9	5.44	7.42	10.96	27	20	13

资料来源: ifind, 申万宏源研究

风险提示: AI 技术发展不及预期; 技术迭代迅速行业竞争加剧; 技术人员需求可能加剧。

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	628	398	544	742	1,096
其中: 营业收入	628	398	544	742	1,096
减: 营业成本	303	255	312	403	563
减: 税金及附加	2	1	2	2	3
主营业务利润	323	142	230	337	530
减: 销售费用	197	131	133	138	136
减: 管理费用	138	184	195	191	211
减: 研发费用	578	472	474	453	470
减: 财务费用	-3	-17	-1	6	10
经营性利润	-587	-628	-571	-451	-297
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-63	-35	55	40	24
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-54	-89	-7	-3	5
加: 投资收益及其他	45	41	60	51	51
营业利润	-655	-713	-462	-365	-220
加: 营业外净收入	0	5	0	0	0
利润总额	-655	-709	-462	-365	-220
减: 所得税	3	-3	0	0	0
净利润	-657	-706	-462	-365	-220
少数股东损益	-14	-10	-7	-5	-3
归属于母公司所有者的净利润	-643	-696	-455	-360	-217

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。