

实控人拟变更，开启 AI 生态新布局

2025 年 05 月 15 日

► **亏损收窄，数字化转型成果初显。**2024 年公司实现营业收入 3.63 亿元，归母净利润亏损收窄至 2386 万元。2025 年一季度，公司实现营业收入 5236 万元，归母净利润同比减亏 1830 万元至仅亏损 264 万元。主要是由于核心业务结构优化，聚焦智能算力与数据要素“双轮驱动”，在 Re-ID 行人再识别、边缘计算等 AI 能力基础上，构建商业服务与公共服务领域的智能决策体系，有效提升了市场竞争力。同时，通过 AIoT 架构整合线下商业全域数据，推出客流分析系统与远程巡店系统，实现商业空间数字化重构，赋能实体经济的精准运营与降本增效。公司加强供应链管理与研发投入的有效控制，优化产品结构，提升运营效率，推动了亏损的持续收窄。

► **大模型驱动产业变革，AI 重塑商业生态新图景。**开源生态的繁荣推动了垂直应用创新，DeepSeek、豆包 Video World 等开源平台降低了开发门槛，为行业提供多元技术支持。豆包 Video World 作为纯视觉大模型，突破了传统多模态模型对语言标签的依赖，通过 VQ-VAE 与潜在动态模型 (LDM) 实现无标签视觉学习，在围棋和机器人任务中展现了超参数规模性能。随着 AI 技术的发展，汇纳科技的商业数字化边界有望重构：视频生成无需文本提示，直接解析动态规律；客流分析终端升级为自主学习硬件，降低长尾场景开发成本；营销端结合文生图/视频技术与 AI Agent 重构“感知-决策-交互-营销”全链路服务，推动商业流程的自动化与精准化。

► **短期盈利承压，数据化转型强化长期价值。**汇纳科技近年营收波动及短期盈利承压，主要受研发投入和股份支付等刚性支出影响。但公司通过战略转型已实现结构性突破，高毛利率的数据服务业务占比持续提升，盈利结构显著优化，验证 AI 解决方案替代传统硬件路径的有效性。公司通过算力布局、感知网络建设与大模型迭代，已构建“采集-分析-赋能”的技术闭环。随着 AI 解决方案落地提速及费用结构改善，叠加政策红利加持，技术优势正加速转化为商业价值，盈利拐点渐近。

► **投资建议：**汇纳科技以“智能算力+数据要素”双引擎驱动深度转型，战略成效显著。依托“汇客云”平台整合百亿级商业数据资产，构建“数据采集-智能分析-场景应用”的闭环生态，充分释放“AI+数据”的商业价值；纯视觉大模型将以无标签学习重构多模态学习范式，AI 技术的持续发展将深度赋能客流分析、精准营销等场景，全面革新汇纳商业数字化效能。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.12 亿元、0.27 亿元、0.55 亿元，EPS 分别为 0.10 元、0.22 元、0.46 元，对应当前股价 PE 分别为 285x、128x、62x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**AI 技术落地不及预期；数据合规成本攀升；算力“价格战”风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	363	475	630	814
增长率 (%)	-3.4	30.8	32.6	29.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	-24	12	27	55
增长率 (%)	29.9	150.1	122.9	107.7
每股收益 (元)	-0.20	0.10	0.22	0.46
PE	/	285	128	62
PB	3.3	3.3	3.2	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 5 月 15 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

28.39 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 金郁欣

执业证书：S0100523060001

邮箱：jinyuxin@mszq.com

相关研究

- 1.汇纳科技 (300609.SZ) 事件点评：与天府云合作布局智算中心，算力租赁加速发展-2023/11/13
- 2.汇纳科技 (300609.SZ) 2023 年三季度报点评：转型带来短期业绩承压，算力租赁业务后发先至-2023/10/29
- 3.汇纳科技 (300609.SZ) 股权激励事件点评：股权激励计划出炉，彰显长期信心-2023/10/22
- 4.汇纳科技 (300609.SZ) 深度报告：转型数据服务初见成效，算力租赁有望后发先至-2023/09/28

目录

1 AI 与大数据驱动的核心业务布局	3
1.1 智能算力与数据要素双擎：构建数字化转型核心底座	3
1.2 汇纳科技拟易主金石三维江泽星，构建 3D 打印+AI+算力全新布局	4
1.3 AI + 商业服务：打造商业决策智能引擎	5
1.4 AI + 公共服务：智慧城市与政法数字化	6
1.5 主营业务加速转型，始终重视研发投入	7
2 大模型驱动产业变革：AI 重塑商业生态新图景	9
2.1 AI + 视频大模型：豆包 Video World 重塑应用场景	9
2.2 大模型炼金术：重构汇纳商业数字化效能边界	11
2.3 政策赋能消费升级：“AI + 消费”打造商业新增长极	12
3 财务透视：亏损收窄，数据化转型强化长期价值	14
3.1 营收波动显韧性，短期盈利承压	14
3.2 数据化转型成效显现，数据服务驱动毛利率跃升	14
4 盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测假设与业务拆分	15
4.2 估值分析与投资建议	17
5 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 AI 与大数据驱动的核心业务布局

1.1 智能算力与数据要素双擎：构建数字化转型核心底座

1.1.1 算力筑基：战略卡位高性能算力服务生态

卡位算力基建生态，汇纳科技通过“战略投资+生态协同”双轨并行，构建覆盖高性能算力服务。硬件基础设施层面，公司深度融入国家“东数西算”战略，2023 年与并济科技合资成立四川汇算智算（持股 51%），双方约定了总数不超过 200 台内嵌英伟达 A100 GPU 高性能服务器的授权运营事宜，该合资公司预计形成算力规模约 4,500P，远期规划新增运营算力总规模不低于 10,000P，其自建的算力平台可以提供稳定的英伟达 A100 千卡级大模型训练集群。在商业化拓展方面，公司 2024 年通过子公司四川汇算智算与宇博科技签署 6,234.83 万元销售合同，涵盖 43 台高性能服务器及配套 AI 管理系统，标志着算力服务商业闭环的实质性突破，同时公司表示未来将聚焦地方政府、运营商及央国企需求，提供从异构算力集群到 AI 管理系统的全栈解决方案，验证规模化落地能力。

图1：汇纳科技联席总裁出席算力浦江揭榜挂帅签约仪式



资料来源：汇纳科技微信公众号，民生证券研究院

1.1.2 数据要素：汇客云平台引领数据资产化进程

深耕数据服务领域，积极推进“汇客云”大数据产品和服务战略，驱动业务价值释放。汇纳科技在经过十余年的布局、积累、沉淀到转型，已从客流系统销售企业发展成为人工智能和大数据应用方案提供商，商业零售领域二十余年的行业经验，为公司积累了大量的线下商户资源，以及分布广泛、数量众多的线下商业数据入口，并于 2019 年发布了实体商业智慧决策平台-“汇客云”。“汇客云”以公司独有的多年线下数据积累为核心，整合多方数据资源和能力，沉淀了全球最大的线下实体商业数据库，并结合公司的 AI 建模能力，可以对购物中心的客流进

行智能预测，同时为实体商业提供经营诊断、价值评估、精细运营、降本增效等方面的解决方案。

图2：“汇客云”实体商业大数据平台



资料来源：汇客云官网，民生证券研究院

该平台已覆盖全国超 2,500 家购物中心及 50,000 家品牌门店，年统计客流超百亿人次。通过数据清洗、治理及资产化，“汇客云”构建了涵盖客流轨迹、消费行为、商圈热力的多维度数据资产，同时，基于“汇客云”平台，搭建城市实体商业数据底座，汇集人流、物流、资金流等多维度数据，为城市提供商业运营监测、分析和决策服务，提高城市治理效率。

1.2 汇纳科技拟易主金石三维江泽星，构建 3D 打印+AI+算力全新布局

1.2.1 实际控制人拟发生变更

根据汇纳科技于 2025 年 5 月 10 日发布的公告，公司控股股东及实际控制人拟发生变更。2025 年 5 月 9 日，张宏俊与江泽星先生控制的上海金石一号智能科技合伙企业（有限合伙）、上海宝金石一号智能科技合伙企业（有限合伙），签署《股份转让协议》，张宏俊将其持有的汇纳科技 12,011,412 股股份（占上市公司股份总数的 10.00%）及其所对应的所有股东权利和权益转让给金石一号，将其持有的汇纳科技 6,005,720 股股份（占上市公司股份总数的 5.00%）及其所对应的所有股东权利和权益转让给宝金石一号。

2025 年 5 月 9 日，江泽星先生与上市公司签订了《附条件生效的股份认购协议》，拟以现金方式全额认购本次发行的股票。本次向特定对象发行股票的数量不超过 36,000,000 股（含本数），不超过本次发行前公司总股本的 30%。

江泽星系深圳市金石三维打印科技有限公司创始人兼董事长，深耕智能制造领域十余年，在增材制造（3D 打印）技术产业化方面具有深厚积累。其创立的金石三维是国内工业级 3D 打印设备龙头企业，产品覆盖 SLA 光固化、金属 3D 打印等技术路线，产品广泛服务于航空航天、汽车、医疗、齿科、模具、手板、鞋业、雕塑、文创、教育、建筑等多个核心领域，在鞋业、汽车、医疗等领域市占率领先，2020 年销售额近 3 亿元，市场份额约 30%。江泽星主导研发的超大型

SLA 光固化 3D 打印机、陶瓷 3D 打印解决方案等技术成果，推动中国 3D 打印行业从实验室走向规模化应用。

1.2.2 战略转型加速推进，构建 3D 打印+AI+算力全新布局

汇纳科技战略转型有望加速落地，把握增材制造行业快速增长的市场机遇，利用上市公司平台择机、逐步开展增材制造相关业务，优化现有产品结构，提升公司销售规模及市场份额，实现业务横向扩展并提高公司综合竞争力，满足快速变化的市场需求。通过深度整合公司的 AI 算法能力、算力资源与金石三维的工业级增材制造技术，一方面，可以实现 3D 打印路径 AI 优化、打印工艺 AI 改良、3D 打印模型 AI 生成等 AI 技术的场景化应用；另一方面，通过高性能算力资源赋能增材制造流程，将有助于构建云端产业协同平台，实现增材制造设备远程监控、3D 打印产能动态调配等 AI 工业管理系统。

1.3 AI + 商业服务：打造商业决策智能引擎

1.3.1 客流分析系统：AI 驱动多场景商业决策赋能

客流分析系统依托自研 Re-ID 技术构建商业数据决策闭环，通过“端-云”协同架构实现全链路赋能。公司基于最新 AI 技术研发的新一代客流数据分析系统，已为全国 2,500 多座购物中心及超 5 万家品牌零售店提供线下客流分析服务。针对商业综合体，系统通过客流热力、游逛动线及店铺关联分析，辅助业态优化与招商决策；面向零售品牌，则聚焦进店转化率、商品关注度及停留时长等维度，驱动门店运营策略迭代，助力实体商业的数字化转型升级。

图3：公司全栈技术、产品和能力



资料来源：汇纳科技官网，民生证券研究院

图4：公司主要技术



资料来源：汇纳科技官网，民生证券研究院

1.3.2 远程巡店系统：AI 驱动的全场景智慧门店管理

汇纳科技全资子公司成都云盯推出的远程巡店系统，以“AIOT+边缘计算+多

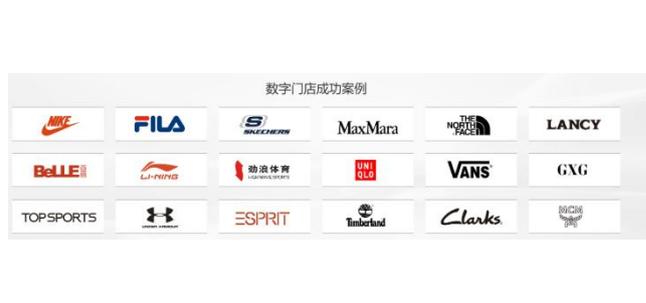
模态感知"技术架构重构门店管理流程, 实现全场景数字化管控。系统搭载多倍变焦、定点监控、云台追踪等智能硬件集群, 通过 Re-ID 跨镜追踪技术与深度计算机视觉算法, 对商品陈列、员工行为、卫生安全等 12 类运营指标进行实时 AI 识别, 巡店者可打破时空限制, 随时随地进行远程巡店。大大减少连锁经营管理人员对门店巡视的频率, 提高工作效率,降低门店管理成本, 提升品牌对门店的管理力度, 改善店铺经营状况, 提高品牌策略的执行力度。该方案已服务鞋服、餐饮、汽车等业态客户, 部署于全国 400+城市, 支持 7 * 24 小时运维响应。

图5: 智慧门店 AI 远程巡店解决方案



资料来源: 汇纳科技官网, 民生证券研究院

图6: 数字门店成功案例



资料来源: 汇纳科技官网, 民生证券研究院

1.3.3 协同丙晟科技: 强化 AI 零售战略纵深

公司计划收购丙晟科技股权, 迈入智慧零售新阶段。公司于 2024 年 12 月 23 日晚公告, 将以 1 亿元收购大连万达持有的丙晟科技 10% 股权。丙晟科技作为万达、腾讯及高灯科技三方合资企业, 汇聚了万达线下商业场景资源、腾讯技术与生态优势以及高灯科技数字化技术实力, 为万达广场及各类商户提供数字营销、商圈数据采集、数字零售等服务, 致力于线下商业场景的全面数字化升级。通过投资丙晟科技, 汇纳科技有望进一步强化其在 AI 零售领域的战略纵深。在“智慧商业的 2025”主题研讨会上, 汇纳科技表示将充分利用丙晟科技的商业场景资源和科技生态优势, 结合自身的数据资源优势与 AI 技术能力, 共同开发面向商业客户的人工智能及大数据应用产品与服务, 加速推动实体商业数字化。

1.4 AI + 公共服务: 智慧城市与政法数字化

1.4.1 智慧城市治理: “经验驱动”向“数据+AI 双轮驱动”转型

持续赋能城市数字化, 推动城市运行从“经验驱动”向“数据+AI 双轮驱动”转型。公司围绕“一网通办、一网统管”核心战略, 已形成三大数字化平台体系。在政务大数据平台方面, 通过“上海 12345 市民感知平台(二期)”项目推出 LLMOps 平台, 集成 DeepSeek、通义千问、GPT 等大模型, 实现治理数据的分布式训练与多模型对比, 其语义分析组件通过多维度特征画像模型深度挖掘医疗、养老、教育等七大场景需求, 构建治理知识图谱, 支撑预警与智能报告生成。

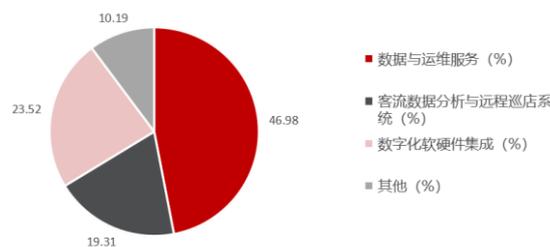
数据与运维服务营收贡献率显著提升，占总营收比重从 2021 年的 17.52% 上升至 2022 年的 27.01%，但线下客流分析与远程巡店系统、智慧科技法庭系统业务仍为核心支柱；在“数字中国”战略推动下，公司数据运维与服务业务实现结构性突破，2023 年营收占比跃居首位，达 34.57%，成为核心增长引擎；2024 年，公司数据运维与服务占总营收比重继续增长，达到 46.98%，标志着公司从传统硬件供应商向数据服务商的战略转型基本完成。

图10：公司 2021-2024 年各主营业务营收情况



资料来源：Choice，民生证券研究院

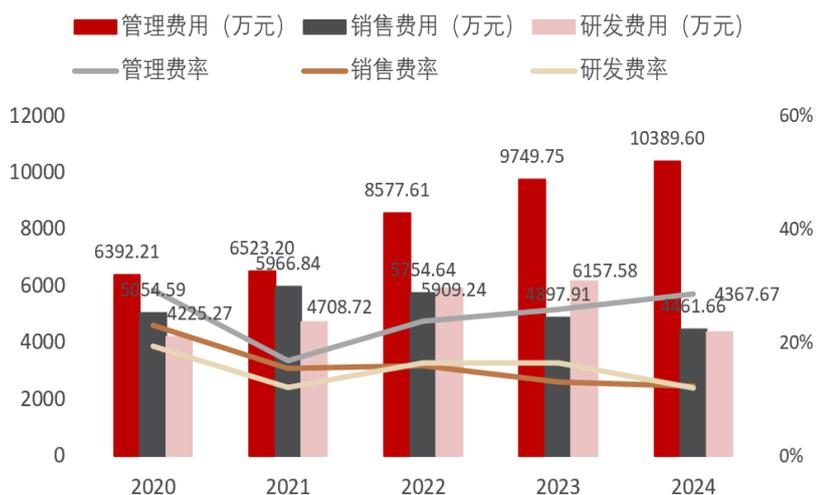
图11：公司 2024 年主营业务营收占比情况



资料来源：Choice，民生证券研究院

公司费用效率优化，始终重视研发投入。从研发费用上看，公司重视研发投入，近五年公司研发费率始终保持 10% 以上；从销售费用上看，受益于公司战略转型成效，公司费用效率优化，销售费率从 2020 年的 23.11% 下降至 2024 年的 12.28%，降幅达到 10.83pct；从管理费用上看，2024 年公司管理费率同比上升 2.68pct，主要是由于报告期内股份支付费用、折旧摊销费用增加所致。

图12：2020-2024 年公司各项费用及费用率情况



资料来源：Choice，民生证券研究院

2 大模型驱动产业变革：AI 重塑商业生态新图景

2.1 AI + 视频大模型：豆包 Video World 重塑应用场景

2.1.1 开源生态繁荣推动大模型多元化发展，垂类应用加速落地

2023 年以来，中国大模型技术呈现“开源开放 + 垂直深耕”双轮驱动格局。截至 2025 年 2 月，国内完成备案并上线、能为公众提供服务的生成式人工智能服务大模型已近 400 多个，注册用户数超过 6 亿，形成了涵盖通用基座、行业专用、场景定制等多层级的模型矩阵，并且随着 DeepSeek 等头部开源模型的推出，开源生态步入规模化发展阶段，模型开发门槛显著降低，为行业提供了丰富的技术底座选择。

图13：国内大模型分布情况



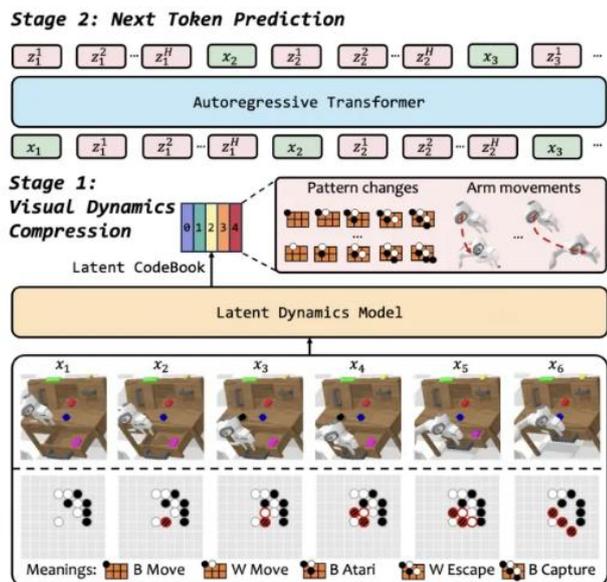
资料来源：CIO 之家公众号，民生证券研究院

开源生态繁荣直接催生垂类模型迅速创新。在此背景下，汇纳科技等垂类解决方案提供商有望基于 LLaMA-3、DeepSeek、豆包 Video World 等开源底座，以低成本快速构建适配零售场景的轻量化模型，驱动产品规模化商业场景落地。

2.1.2 豆包 Video World 大模型的技术突破：纯视觉认知重构 AI 学习范式

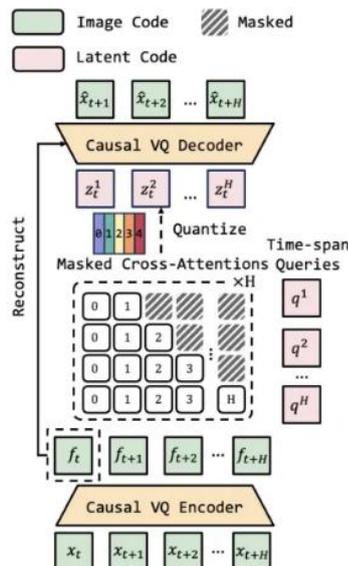
豆包 Video World 作为全球首个纯视觉认知大模型，突破传统多模态模型对语言/标签数据的依赖，通过自监督学习实现仅基于视觉信号的知识获取与推理能力。相较于传统多模态模型（如 Sora、DALL-E、Midjourney），其创新之处在于无需依赖语言或标签数据即可执行理解和推理任务。豆包 Video World 利用矢量量化-变分自编码器（VQ-VAE）将视频帧转换为离散潜在编码，保留高维视觉特征并消除冗余信息，结合自回归 Transformer 基于历史编码序列预测未来帧，通过自注意力机制捕捉时空依赖关系，模仿人类婴儿基于视觉的学习方式。

图14: 豆包 Video World 大模型整体架构概览



资料来源: 字节跳动 Seed 微信公众号, 民生证券研究院

图15: 潜在动态模型 (LDM) 架构概览



资料来源: 字节跳动 Seed 微信公众号, 民生证券研究院

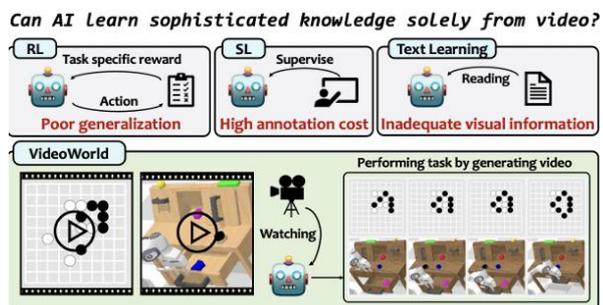
同时, 豆包 Video World 创新性地引入潜在动态模型 (Latent Dynamics Model, LDM), 在保留丰富视觉信息的同时, 高效压缩视频帧间的变化信息, 提高模型的知识挖掘能力。通过引入 LDM, 豆包 Video World 在仅有 300M 参数量下, 在 9x9 围棋测试中达到专业 5 段水平, 且不依赖任何强化学习中的搜索或奖励函数机制, 并且在机器人任务上, 也展现出了对多任务、多环境的泛化能力, 展现出远超其参数规模的性能, 在保证模型性能的同时, 大大降低了模型的部署难度。

2.1.3 纯视觉认知革命: 开启 AI 应用新范式

豆包 Video World 大模型的推出标志着 AI 行业进入纯视觉认知新纪元, 正在重塑视频生成、自动驾驶、具身机器人、医疗影像等领域的应用范式。在视频生成领域, 传统多模态模型依赖语言描述生成内容, 需通过文本提示词对齐视觉特征, 导致生成效率受限且语义误差累积。而豆包 Video World 大模型则可通过纯视觉学习实现“看视频学知识”, 直接解析视频时序动态规律。用户可通过向模型输入类似的参考视频, 模型可生成高保真特效片段, 无需复杂文本描述, 使视频生成从“文字翻译”升级为“视觉叙事”, 显著提升内容密度与信息准确性。

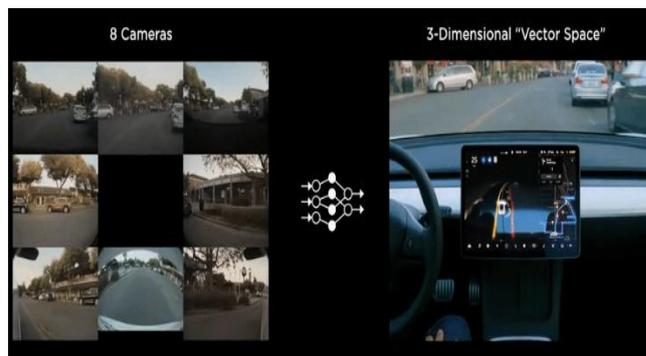
在自动驾驶领域, 对于世界信息的捕捉主要是通过多模态视觉能力, 传统方案依赖激光雷达+语言标注数据, 豆包 Video World 模型可通过观看极端天气下的驾驶视频, 便可自主提取避让策略, 显著增强了长尾场景的泛化能力, 同时大幅降低了训练成本。特斯拉的“Tesla Vision”是典型的纯视觉自动驾驶方案, 仅依赖摄像头收集的图像数据, 旨在实现高效且低成本的自动驾驶技术。

图16: 豆包 Video World 模型直接观看视频学习知识



资料来源：《VideoWorld: Exploring Knowledge Learning from Unlabeled Videos》，作者 Zhongwei Ren 等，民生证券研究院

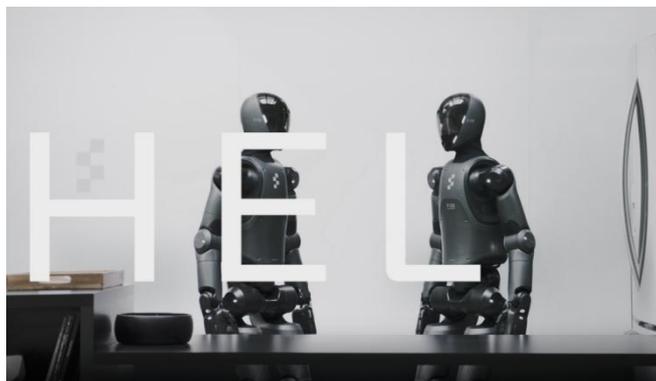
图17: 特斯拉 FSD 纯视觉方案



资料来源：特斯拉 AI Day，民生证券研究院

在具身机器人领域，传统机器人依赖人工设计奖励函数或动作标签，难以应对复杂物理交互任务，多模态模型可让机器人观看视频自主学习物理规律以及动作逻辑，提升机器人对于环境的理解以及决策能力。在医疗影像分析领域，传统医疗AI依赖标注病灶区域，但语言描述难以覆盖复杂病理特征（如肿瘤边缘浸润），同时医疗数据标注需要医学专业知识支持需由专业医生或标注团队完成，耗时且成本高，多模态模型可通过纯视觉学习百万级医学影像数据，突破数据标注瓶颈，辅助医生进行诊断和治疗规划，提高治疗效率并且降低成本。

图18: Helix 模型



资料来源：Figure 官网，民生证券研究院

2.2 大模型炼金术：重构汇纳商业数字化效能边界

2.2.1 AI 引领商业变革：汇纳科技构建零售智能服务新生态

随着 AI 技术的不断发展，汇纳科技在商业和零售领域的应用前景愈发广阔。汇纳科技将利用 AI 算法与商场客流数据，结合外部资源，构建精准的客流模型，覆盖更多商业场所，实现消费者行为预测，为零售商提供优化产品组合与定价策略的依据，从而提高客单价。在实体商业运营中，汇纳科技通过 AI 技术解决门店客流预测、商品销售预测及活动效果评估，帮助零售商优化库存管理，减少过剩库存，

并提升促销活动效果，吸引更多高价值顾客。随着 AI 技术深化，公司有望进一步提升数据采集与分析的效率和精准度，推动业务持续增长。

图19：品牌门店大数据服务解决方案



资料来源：汇纳科技官网，民生证券研究院

2.2.2 大模型驱动商业智变：汇纳科技打造全链路智能服务引擎

汇纳科技将以大模型技术为核心引擎，构建覆盖“感知-决策-交互-营销”的全场景智能服务体系。通过适配 DeepSeek 等先进大模型，升级视频分析能力，实现客流监控与精准营销的智能化突破。公司利用多模态理解与 AI Agent 重构商业 workflow，将传统人工巡检与报表生成转化为自动化智能系统。同时，开发动态交互中枢，通过自然语言交互解析用户需求，生成定制化数据看板与决策报告，推动“对话即服务”成为新商业分析范式。在营销领域，汇纳科技融合文生图/视频技术，批量生成个性化优惠券与广告素材，实施“千人千面”的精准触达。依托企业知识库与全域数据融算，公司构建智能大脑，挖掘消费趋势与增长机会，为政企客户提供闭环数字化转型动能。

2.3 政策赋能消费升级：“AI + 消费”打造商业新增长极

在“人工智能+消费”成为国家战略的背景下，汇纳科技作为商业数字化领域的 AI 解决方案提供商，迎来政策红利与市场需求增长的双重机遇。2025 年 2 月，李强总理主持的国务院会议强调支持“人工智能+消费”发展，推动消费新产品、新场景的打造。各地政府也相继提出推进相关举措，山东省和安徽省都强调“人工智能+消费”的发展，推动数字经济与消费增长。政策导向将 AI 技术从产业工具升级为消费变革引擎，汇纳科技的技术布局与国家战略方向高度契合，助力公司在消费领域的赋能与增长。

公司推出“汇客云”平台，通过 AI 建模能力智能预测购物中心客流，并提供经营诊断、价值评估等解决方案，助力实体商业精细化运营。在消费新场景方面，公司依托多模态图文理解模型技术，构建虚实融合的消费体验矩阵，提供三维度客

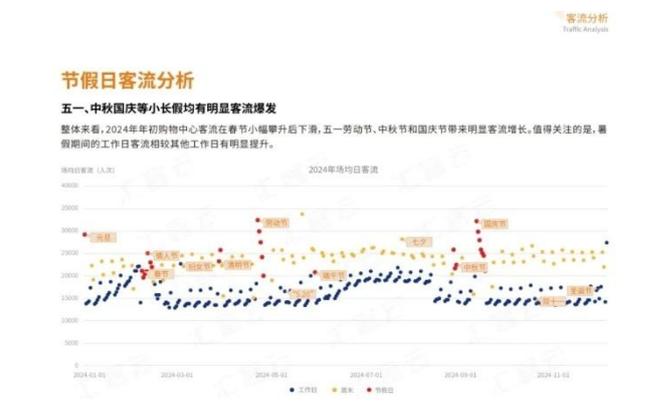
流分析模型。在消费新热点方面，公司布局银发经济，通过“特殊群体需求画像模型”精准捕捉老年群体需求，推动技术创新与场景落地，重塑消费产业价值链。

图20：汇客云为购物中心运营提供的产品支持



资料来源：汇客云微信公众号，民生证券研究院

图21：节假日客流分析



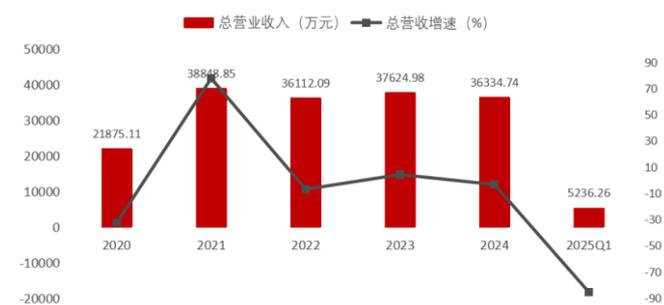
资料来源：汇客云微信公众号，民生证券研究院

3 财务透视：亏损收窄，数据化转型强化长期价值

3.1 营收波动显韧性，短期盈利承压

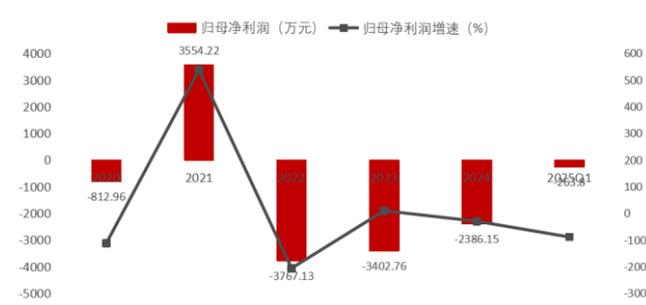
汇纳科技近年财务数据呈现短期盈利承压以及营收波动增长的特点。公司在过去三年中经历了收入增长与盈利波动。2021年，受宏观经济复苏和新业务发展推动，公司收入大幅增长，归母净利润大幅上升。2022年，由于宏观环境压力及商誉减值等因素，收入小幅下降，净利润大幅下滑。2023年，尽管通过业务拓展和管理优化实现收入增长，净利润继续减亏，但高额费用负担仍导致亏损。2024年公司整体亏损缩窄。

图22：公司 2020-2025Q1 营业收入以及增速



资料来源：Choice，民生证券研究院

图23：公司 2020-2025Q1 归母净利润及增速



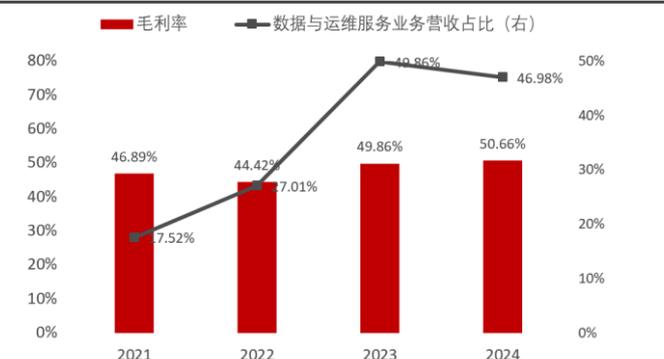
资料来源：Choice，民生证券研究院

3.2 数据化转型成效显现，数据服务驱动毛利率跃升

汇纳科技在业务结构优化中展现盈利韧性，数据化转型战略成效逐步显现。

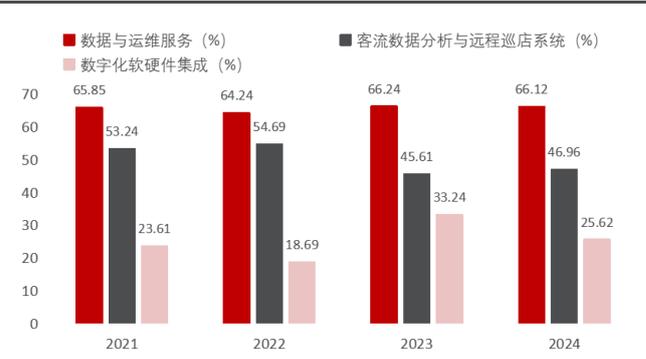
2021至2024年，公司毛利率逐步修复，主要得益于高附加值数据与运维服务业务的快速增长，表明业务重心向AI驱动的数字化服务转型。尽管短期仍面临亏损压力，但高毛利业务的扩展显著改善了经营质量，验证了“转型数据服务提供商”战略的有效性。数据服务业务的快速增长，尤其在营收占比上，增强了公司长期盈利修复的基础，体现了此类业务的强客户黏性与持续付费特性。

图24：公司 2021-2024 年毛利率以及数据与运维服务业务营收占比



资料来源：Choice，民生证券研究院

图25：公司 2021-2024 年各业务毛利率



资料来源：Choice，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

汇纳科技主营业务涵盖数据与运维服务、客流数据分析与远程巡店系统以及数字化软硬件集成。在“数字中国”战略推动下，公司依托“汇客云”平台，打造了国内最大线下商业数据资源池，持续优化 AI 算法与数据治理能力，深度挖掘商业场景数据价值。随着战略转型和实体商业智能化改造加速，公司有望通过核心数据平台的技术延展性实现盈利改善与估值重塑。基于以上分析并根据财报及审计报告披露，我们对汇纳科技涉及的不同业务做出如下假设与预测：

1) 数据与运维服务：在数字化转型深化与政策红利的推动下，汇纳科技所在的 AI 大数据行业需求持续扩容，成长空间不断拓展。公司 2025 年战略聚焦“AI+大数据”赛道，依托“汇客云”平台的丰富数据资源与加大 AI 研发投入，数据智能与运维服务业务有望保持高速增长，技术迭代加速及标杆项目落地将推动进一步发展。我们预计 2025-2027 年该业务营收增速分别为 60%、50%、40%。鉴于行业竞争加剧带来的价格压力以及公司为巩固技术壁垒持续提升研发支出占比，预计 2025-2027 毛利率分别为 59%、55%、55%。

表1：数据与运维服务盈利预测

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	170.70	273.13	409.69	573.57
YOY	31.23%	60.00%	50.00%	40.00%
成本	57.83	111.98	184.36	258.10
毛利	112.87	161.14	225.33	315.46
毛利率	66.12%	59.00%	55.00%	55.00%
收入占比	46.98%	57.45%	65.00%	70.45%
毛利占比	61.32%	67.87%	73.34%	77.99%

资料来源：Choice，民生证券研究院预测

2) 客流数据分析与远程巡店系统：汇纳科技正处于业务结构优化期，公司战略重心加速向高附加值的数据服务业务倾斜，同时该块业务较为成熟，叠加线下消费复苏缓慢，客流数据分析与远程巡店系统面临增速压力，但随宏观经济回暖以及新零售时代实体商业智能化改造的刚性需求释放而逐步缓和，我们预计 2025-2027 年该业务营收增速分别为 5%、10%、10%。考虑近 3 年该业务的历史毛利率，我们预计毛利率维持在 50%的水平。

表2：客流数据分析与远程巡店系统盈利预测

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	70.16	73.66	81.03	89.13
YOY	-28.14%	5.00%	10.00%	10.00%
成本	37.21	36.83	40.52	44.57
毛利	32.95	36.83	40.52	44.57
毛利率	46.96%	50.00%	50.00%	50.00%

收入占比	19.31%	15.49%	12.86%	10.95%
毛利占比	17.90%	15.51%	13.19%	11.02%

资料来源: Choice, 民生证券研究院预测

3) 数字化软硬件集成: 数字化软硬件集成业务主要为公司控股子公司多融科技相关业务, 包括智慧科技法庭系统与司法业务大数据平台开发及集成技术服务, 结合公司 2024 年年报数据, 该块业务营收同比下滑 23.28%, 但考虑政务项目季节性因素, 项目验收通常集中在四季度, 叠加项目周期波动以及政务数字化推进提速的双重影响, 我们预计 2025-2027 年该业务营收增速分别为 5%、10%、10%。结合该业务历史毛利率, 并考虑政务项目竞争加剧, 我们预计 2025-2027 年该业务毛利率为 21%、20%、20%。

表3: 数字化软硬件集成盈利预测

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	85.45	89.72	98.70	108.57
YOY	-23.28%	5.00%	10.00%	10.00%
成本	63.56	70.88	78.96	86.85
毛利	21.89	18.84	19.74	21.71
毛利率	25.62%	21.00%	20.00%	20.00%
收入占比	23.52%	18.87%	15.66%	13.33%
毛利占比	11.89%	7.94%	6.42%	5.37%

资料来源: Choice, 民生证券研究院预测

4) 其他业务: 公司其他业务收入主要来自公司大数据平台开发服务以及智能屏管理系统, 由于后续公司业务发力重点在于数据服务, 且该块业务占比较小, 我们预计 2025-2027 该业务营收增速维持在 5%。毛利率维持在 53.00%水平。

表4: 其他业务盈利预测

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	37.04	38.90	40.84	42.88
YOY	-0.34%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	20.69	18.28	19.20	20.15
毛利	16.35	20.61	21.65	22.73
毛利率	44.14%	53.00%	53.00%	53.00%
收入占比	10.19%	8.18%	6.48%	5.27%
毛利占比	8.88%	8.68%	7.05%	5.62%

资料来源: Choice, 民生证券研究院预测

根据以上各部分收入预测汇总, 我们预计公司 2025-2027 年总收入分别为 4.75 亿元、6.3 亿元、8.14 亿元, 同比增长率分别为 30.84%、32.57%、29.18%。

表5: 汇纳科技收入预测表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	363.36	475.41	630.26	814.15
YOY	-3.43%	30.84%	32.57%	29.18%
毛利	179.30	237.98	323.03	409.68
毛利率	184.06	237.43	307.23	404.47

归母净利润 50.66% 49.94% 48.75% 49.68%

资料来源: Choice, 民生证券研究院预测

主要费用率: 1) 销售费用率: 公司转型为数据服务商, 该类业务具备强客户黏性与持续付费特性, 叠加前期销售费用管控成效显著及收入端的持续增长, 公司 2024 年销售费用率为 12.38%, 基于此, 我们预计 2025-2027 年销售费用率分别为 11%、10%、10%; 2) 管理费用率: 伴随收入端持续增长以及公司管理效能不断提升, 预计 2025—2027 年管理费用率分别为 22%、21%、20%; 3) 研发费用率: 公司始终重视研发投入, 结合公司历史研发费用率, 并考虑未来收入持续增长以及研发效能的提高, 预计 2025-2027 年研发费用率分别为 12%、11%、10%。

表6: 主要费用率预测表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.0%	12.38%	11.0%	10.0%	10.0%
管理费用率	25.9%	28.62%	22.0%	21.0%	20.0%
研发费用率	16.4%	12.11%	12.0%	11.0%	10.0%

资料来源: Choice, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

汇纳科技通过业务转型, 专注于线下实体商业数据的采集、分析和应用, 为下游客户提供数据驱动的决策支持。我们选择云赛智联和石基信息作为可比公司。云赛智联在云计算、大数据和智慧城市领域具有深厚积累, 且两家公司均在大数据和算力领域有所布局, 服务政府和商业客户, 提供全链条服务。石基信息则在酒店、餐饮、零售等行业提供数字化解决方案, 汇纳科技专注于实体商业的数字化与数据挖掘, 市场定位相似。两家可比公司 2025-2027 年 PE 均值分别为 176x、106x、77x, 根据我们预测, 预计汇纳科技 2025-2027 年归母净利润分别为 0.12 亿元、0.27 亿元、0.55 亿元, EPS 分别为 0.10 元、0.22 元、0.46 元。从盈利成长性看, 汇纳科技 2025-2027 年 EPS 复合增速 (CAGR) 为 114.47%, 高于石基信息的 91.48% 和云赛智联的 20.18%。尽管公司对应 2025-2027 年 PE 分别为 285x、128x、62x, 公司当前估值整体高于可比公司平均水平, 但考虑到其在“AI+商业服务”与“数据要素平台”领域具备稀缺性布局, 叠加战略转型带来盈利结构优化, 我们看好公司长期成长空间。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表7: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			EPS
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	CAGR
600602.SH	云赛智联	21.58	0.18	0.22	0.26	120	99	84	20.18%
002153.SZ	石基信息	7.79	0.03	0.07	0.11	232	112	70	91.48%
	平均值					176	106	77	55.83%
300609.SZ	汇纳科技	28.39	0.10	0.22	0.46	285	128	62	114.47%

资料来源: ifind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 ifind 一致预期, 股价时间为 2025 年 5 月 15 日

5 风险提示

1) AI 技术落地不及预期。AI 技术具有极大不确定性，若公司 AI 技术开发后难以落地商业化，会影响公司未来的收入和利润水平。

2) 数据合规成本攀升。客流数据涉及隐私保护，政策趋严或导致数据清洗/脱敏成本增加。

3) 算力“价格战”风险。算力租赁行业进入者增加，中小厂商低价争夺市场份额，或致公司算力业务毛利率下降。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	363	475	630	814
营业成本	179	238	323	410
营业税金及附加	3	5	6	8
销售费用	45	52	63	81
管理费用	104	105	132	163
研发费用	44	57	69	81
EBIT	-15	8	22	52
财务费用	-3	-2	-3	-3
资产减值损失	-17	-1	-1	-2
投资收益	2	5	6	8
营业利润	-26	13	29	61
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	-25	13	29	61
所得税	1	1	3	6
净利润	-26	12	27	55
归属于母公司净利润	-24	12	27	55
EBITDA	63	86	101	131

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	275	363	354	353
应收账款及票据	249	252	334	432
预付款项	14	36	48	61
存货	40	57	75	93
其他流动资产	19	20	24	29
流动资产合计	598	728	836	969
长期股权投资	35	35	35	35
固定资产	282	290	295	298
无形资产	50	50	50	50
非流动资产合计	705	656	656	656
资产合计	1,303	1,384	1,491	1,624
短期借款	10	10	10	10
应付账款及票据	95	129	175	222
其他流动负债	80	113	148	179
流动负债合计	185	253	333	411
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	29	31	31	31
非流动负债合计	29	31	31	31
负债合计	215	284	365	442
股本	120	120	120	120
少数股东权益	60	60	60	60
股东权益合计	1,088	1,100	1,127	1,182
负债和股东权益合计	1,303	1,384	1,491	1,624

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.43	30.84	32.57	29.18
EBIT 增长率	49.47	153.38	176.19	138.41
净利润增长率	29.88	150.15	122.92	107.66
盈利能力 (%)				
毛利率	50.66	49.94	48.75	49.68
净利润率	-6.57	2.52	4.23	6.80
总资产收益率 ROA	-1.83	0.86	1.79	3.41
净资产收益率 ROE	-2.32	1.15	2.50	4.94
偿债能力				
流动比率	3.22	2.88	2.51	2.36
速动比率	2.88	2.47	2.10	1.95
现金比率	1.49	1.44	1.06	0.86
资产负债率 (%)	16.48	20.51	24.45	27.23
经营效率				
应收账款周转天数	217.98	188.66	166.66	168.54
存货周转天数	88.39	73.48	73.57	73.66
总资产周转率	0.27	0.35	0.44	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	-0.20	0.10	0.22	0.46
每股净资产	8.56	8.66	8.88	9.34
每股经营现金流	0.34	0.93	0.54	0.60
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	285	128	62
PB	3.3	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	51.69	37.75	32.24	24.68
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-26	12	27	55
折旧和摊销	78	78	79	79
营运资金变动	-34	10	-55	-80
经营活动现金流	41	111	65	73
资本开支	-35	-69	-70	-70
投资	-5	0	0	0
投资活动现金流	-35	-13	-63	-62
股权募资	1	0	0	0
债务募资	-26	0	0	0
筹资活动现金流	-57	-11	-11	-11
现金净流量	-51	87	-9	0

插图目录

图 1: 汇纳科技联席总裁出席算力浦江揭榜挂帅签约仪式	3
图 2: “汇客云”实体商业大数据平台	4
图 3: 公司全栈技术、产品和能力	5
图 4: 公司主要技术	5
图 5: 智慧门店 AI 远程巡店解决方案	6
图 6: 数字门店成功案例	6
图 7: 城市商业大数据平台	7
图 8: 城市公共空间态势感知分析平台	7
图 9: 智慧科技法庭系统解决方案	7
图 10: 公司 2021-2024 年各主营业务营收情况	8
图 11: 公司 2024 年主营业务营收占比情况	8
图 12: 2020-2024 年公司各项费用及费用率情况	8
图 13: 国内大模型分布情况	9
图 14: 豆包 Video World 大模型整体架构概览	10
图 15: 潜在动态模型 (LDM) 架构概览	10
图 16: 豆包 Video World 模型直接观看视频学习知识	11
图 17: 特斯拉 FSD 纯视觉方案	11
图 18: Helix 模型	11
图 19: 品牌门店大数据服务解决方案	12
图 20: 汇客云为购物中心运营提供的产品支持	13
图 21: 节假日客流分析	13
图 22: 公司 2020-2025Q1 营业收入以及增速	14
图 23: 公司 2020-2025Q1 归母净利润及增速	14
图 24: 公司 2021-2024 年毛利率以及数据与运维服务业务营收占比	14
图 25: 公司 2021-2024 年各业务毛利率	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 数据与运维服务盈利预测	15
表 2: 客流数据分析与远程巡店系统盈利预测	15
表 3: 数字化软硬件集成盈利预测	16
表 4: 其他业务盈利预测	16
表 5: 汇纳科技收入预测表	16
表 6: 主要费用率预测表	17
表 7: 可比公司 PE 数据对比	17
公司财务报表数据预测汇总	19

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048