

# 石基信息 (002153.SZ)

## 十年磨一剑，全球化突破超预期

### 核心观点:

- **石基信息签约万豪酒店，全球化进程实现里程碑式突破。**6月5日晚，公司发布公告，公司全资子公司石基美国与万豪国际管理服务公司签约，该协议表明公司将为万豪旗下中国区全权管理直营酒店和特许经营加盟酒店在 PMS 云服务领域的首选提供商（从产业实践来看，我们预期实操层面有可能是唯一供应商），为其提供新一代云架构的企业级酒店管理系统 DAYLIGHT PMS。
- **公司持续打磨自身，小胜不断大胜终至。**公司签约洲际后，受内外部多重因素影响，导致大客户拓展的脚步较慢。但公司通过小步快跑策略，不断签约区域性高端奢华酒店业客户，打磨自身产品，积累口碑，以稳扎稳打的渐进式路径不断取得突破。我们认为，通过和万豪集团的签约，在全球 Top 5 星级酒店集团中独占两系，进一步巩固了行业领先企业的地位，为后续潜在高端酒店客户树立了更多标杆。
- **SEP 潜在市场空间较大，公司有望进一步加速市场拓展。**我们此前发布的公司深度报告中曾对石基 SEP 做过市场规模测算。若是以近 30 家排名相对靠前的高端酒店市场为基础做测算，石基 SEP 的潜在市场空间约 118 亿元人民币。需要注意的是，该市场空间测算为 2023 年所做，而近两年整体酒店规模仍在扩张。此外，公司 SEP 的目标客户也远不止我们测算所选的 29 家酒店。因此实际市场空间可能超预期。若是排除掉汇率等波动的影响，实际 SEP 的市场空间应更大。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 25-27 年营收为 33.54/38.52/44.60 亿元，同比增速为 13.8%、14.8%、15.8%，归母净利润为 0.91/1.99/2.94 亿元。参考可比公司，我们给予公司 9.5X PS 估值倍数，则公司每股合理价值约为 11.68 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**高端酒店集团采购及上线新产品的节奏的不确定性；地缘政治对公司业务拓展有不确定性；商誉减值风险。

### 盈利预测:

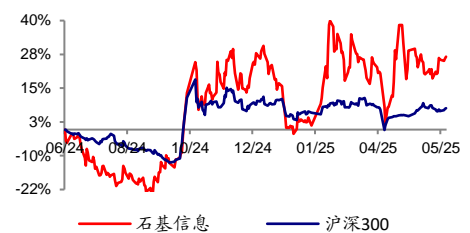
|              | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 (百万元)   | 2749   | 2947   | 3354   | 3852   | 4460  |
| 增长率 (%)      | 5.9%   | 7.2%   | 13.8%  | 14.8%  | 15.8% |
| EBITDA (百万元) | 70     | 133    | 337    | 491    | 631   |
| 归母净利润 (百万元)  | -105   | -199   | 91     | 199    | 294   |
| 增长率 (%)      | 86.6%  | -90.0% | 146.0% | 118.0% | 47.4% |
| EPS (元/股)    | -0.04  | -0.07  | 0.03   | 0.07   | 0.11  |
| 市盈率 (P/E)    | -      | -      | 244.65 | 112.20 | 76.15 |
| ROE (%)      | -1.4%  | -2.8%  | 1.2%   | 2.5%   | 3.6%  |
| EV/EBITDA    | 316.45 | 115.50 | 51.95  | 35.14  | 26.76 |

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 | 8.19 元     |
| 合理价值 | 11.68 元    |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2025-06-06 |

### 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: 吴祖鹏



SAC 执证号: S0260521040003



wuzupeng@gf.com.cn

请注意, 吴祖鹏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:

- 石基信息 (002153.SZ): 云 2025-05-06  
化转型效果持续显现, 全球业务不断突破
- 石基信息 (002153.SZ): 三 2024-10-31  
季报有所波动, 静待海外业务持续放量
- 石基信息 (002153.SZ): SEP 签约凯 2024-10-29  
宾斯基, 全球化步伐不断克服挑战

联系人: 王钰翔 021-38003529

wangyuxiang@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 一、十年磨一剑，全球化突破超预期

1. **石基信息签约万豪酒店，全球化进程实现里程碑式突破。**6月5日晚，公司发布公告，公司全资子公司石基美国与万豪国际管理服务公司签约，该协议表明公司将为万豪旗下中国区全权管理直营酒店和特许经营加盟酒店在PMS云服务领域的首选提供商(从产业实践来看，我们预期实操层面有可能是唯一供应商)，为其提供新一代云架构的企业级酒店管理系统DAYLIGHT PMS。截至2025年3月底，万豪作为全球范围内影响力前五的国际酒店集团，旗下拥有30多个品牌，业务遍及144个国家和地区，拥有将近9,500家酒店，中国地区有超过600家酒店。根据万豪集团2024年财报，中国地区客房数量超17.2万家。
2. **公司持续打磨自身，小胜不断大胜终至。**此前公司签约洲际后，受内外部多重因素影响，包括海外酒店集团对数据安全标准的严苛要求以及疫情后全球IT支出收缩等，导致大客户拓展的脚步较慢。但公司通过小步快跑策略，不断签约区域性高端奢华酒店业客户，打磨自身产品，积累口碑，以稳扎稳打的渐进式路径不断取得突破。我们认为，通过和万豪集团的签约，在全球Top 5高星级酒店集团中独占两系，进一步巩固了行业领先企业的地位，为后续潜在高端酒店客户树立了更多标杆。
3. 根据公司财报，截至2024年年末，石基企业平台Daylight PMS已成功签约了行业标杆客户新濠、RUBY、CIRCLE、TIME、FLETCHER等国际酒店集团以及钓鱼台美高梅、首旅诺金、安麓等知名酒店集团。已签约标杆客户洲际酒店集团成功上线酒店达429家，在半岛、洲际、朗廷、Ruby、Fletcher、Sircl、TIME、Dakota、New Hotel Collection等酒店集团上线共629家酒店。2024年SaaS业务ARR同比增长25.1%，达到约5.2亿元，企业客户（最终用户）门店总数超过8万家酒店，平均续费率超过90%。
4. **SEP潜在市场空间较大，公司有望进一步加速市场拓展。**我们此前发布的公司深度报告《石基信息：国际化继续推进，新技术有望催化直连及支付业务》中曾对石基SEP做过市场规模测算。若是以近30家排名相对靠前的高端酒店市场为基础做测算，石基SEP的潜在市场空间约118亿元人民币（713万间房×20美元/间房/月×12个月×6.9汇率），核心假设条件包括：
  - (1) SEP实际是按照每间房/每个月的模式收费，参考国外PMS产品厂商订费并考虑石基SEP主要面向高端酒店，假设单价为20美元/间房/月；
  - (2) 上述29家高端酒店集团共约713万间客房；
  - (3) 汇率1美元=6.9人民币。

需要注意的是，该市场空间测算为2023年所做，而近两年整体酒店规模仍在扩张，以万豪为例，根据公司23年及24年财报，中国地区酒店数量增加了64家，房间数量增加了1.2万间。此外，公司SEP的目标客户也远不止我们测算

所选的29家酒店。因此实际市场空间可能超预期，118亿元人民币的市场空间数据也非静态。若是排除掉汇率等波动的影响，实际SEP的市场空间应更大。

表 1: 境外主要高端、轻奢酒店集团下属酒店分布

| 酒店集团            | 总部所在地 | 美洲  |     |      | 亚太  |         | 欧非中东 |       |     | 酒店数 (个) | 房间数 (间)   |
|-----------------|-------|-----|-----|------|-----|---------|------|-------|-----|---------|-----------|
|                 |       | 美国  | 加拿大 | 拉丁美洲 | 大中华 | 东南亚和太平洋 | 欧洲   | 中东/中亚 | 非洲  |         |           |
| Marriot 万豪      | 美国    | 71% |     | 4%   | 12% |         | 9%   | 4%    |     | 8288    | 1,525,407 |
| Hilton 希尔顿      | 美国    | 77% | 5%  |      | 9%  |         | 7%   | 2%    |     | 7165    | 1,127,430 |
| IHG 洲际          | 美国    | 71% |     |      | 10% | -       | 19%  |       |     | 6028    | 882,897   |
| Wyndham 温德姆     | 美国    | 67% | 5%  | 3%   | 17% | 2%      | 6%   |       |     | 9059    | 842,510   |
| Accor 雅高        | 法国    | 10% |     |      | 24% |         | 58%  | 8%    |     | 5300    | 777,945   |
| BWH 贝斯特韦斯特      | 美国    | 12% | 6%  | 2%   | 14% | 19%     | 43%  | 3%    | -   | 3963    | 348,077   |
| Hyatt 凯悦        | 美国    | 65% |     |      | 16% |         | 20%  |       |     | 1263    | 304,108   |
| Aimbridge       | 美国    | 94% |     |      | -   |         | 6%   | -     |     | 1517    | 226,797   |
| Radisson 丽笙     | 美国    | -   |     |      | 24% |         | 54%  | 12%   | 9%  | 689     | 200,000   |
| Melia 美利亚       | 西班牙   | 20% |     |      | 11% |         | 66%  | 3%    |     | 326     | 83,772    |
| Whitbread       | 英国    | -   |     |      | -   |         | 100% | -     |     | 837     | 88,161    |
| Minor 美诺        | 泰国    | -   | 2%  |      | -   | 18%     | 77%  | 3%    | -   | 527     | 75,621    |
| Toyoko Inn 东横   | 日本    | -   |     |      | -   | 99%     | 1%   | -     |     | 331     | 72,559    |
| Highgate        | 美国    | 95% |     |      | -   |         | 5%   | -     |     | 409     | 70,002    |
| Barcelo 巴塞罗     | 西班牙   | 23% |     |      | 2%  |         | 62%  | 5%    | 8%  | 271     | 62,000    |
| Scandic         | 瑞士    | -   |     |      | -   |         | 100% | -     |     | 268     | 54,265    |
| RIU             | 西班牙   | 3%  | -   | 43%  | -   |         | 21%  | 4%    | 29% | 100     | 49,832    |
| Caesars 凯撒      | 美国    | 95% | 2%  | -    | -   |         | -    | 2%    | -   | 43      | 47,200    |
| Walt Disney 迪士尼 | 美国    | 58% | -   |      | 25% |         | 18%  | -     |     | 45      | 47,100    |
| MGM 美高梅         | 美国    | 88% | -   |      | 12% | -       | -    |       |     | 17      | 45,859    |
| Fattal          | 以色列   | -   |     |      | -   |         | 75%  | 25%   | -   | 255     | 47,000    |
| Benchmark       | 美国    | 95% | -   |      | -   |         | 5%   | -     |     | 219     | 43,054    |
| Shangri-La 香格里拉 | 中国香港  | -   | 2%  | -    | 57% | 33%     | 2%   | 7%    | -   | 104     | 42,142    |
| Four Seasons 四季 | 加拿大   | 41% |     | 3%   | 24% |         | 15%  | 17%   |     | 122     | 24,200    |
| Kempinski 凯宾斯基  | 瑞士    | 6%  |     |      | 35% |         | 32%  | 26%   |     | 79      | 19,500    |
| Langham 朗廷      | 中国香港  | 23% |     | -    | 54% | 14%     | 9%   | -     |     | 32      | 12,255    |
| Peninsula 半岛    | 中国香港  | 25% |     |      | 50% |         | 25%  | -     |     | 12      | 3,576     |
| Sircle          | 荷兰    | -   |     |      | -   |         | 100% | -     |     | 13      | 2,399     |
| Ruby            | 德国    | -   |     |      | -   |         | 100% | -     |     | 16      | 2,952     |

数据来源: Wind, 相关上市公司年报, 相关非上市公司官网, 美国《HOTELS》杂志, 广发证券发展研究中心

注: 个别无法直接获取地区分布的数据存在一定估算

公司其他业务和公司核心产品SEP是互通且相辅相成的，因此随公司国际化进程的进一步加快，其他业务的远期空间也将较大。以直连和支付为例，若石基SEP成功在高端酒店占领一席之地，则直连、支付业务的“通胀”属性有望使其价值明显提升。参考grandviewresearch数据，2021年全球酒店在线预定市场规模约980亿美元。同时参考易观分析数据，坐拥全球中高端酒店资源的Booking 预定佣金率超过15%，且参考Adyen支付方式费率（0.3%~3%），即使石基两大业务佣金率一共仅5%，则其收入空间或超过百亿级人民币，前景广阔。

**表 2：石基企业平台SEP可集成应用**

| 分类   | 应用名称          | 简介   |
|------|---------------|--|
| 餐饮   | Infrasys      | 成立于 1994 年，2007 年被石基收购，全球领先的餐饮企业解决方案提供商，分销网络覆盖亚太、欧洲、中东、非洲以及美洲，专门从事酒店 POS 解决方案的开发 |
|      | 石基 IFC        | 一个独立的酒店接口系统，与第三方设备交换信息，包括酒店房间钥匙、门锁、电话系统等   |
| 物业管理 | Vingcard      | 门禁解决方案的全球领导者，在高效开门、可信身份和入口自动化等领域处于领先地位，拥有射频识别（RFID）兼容锁定技术，以及一系列创新时尚的电子酒店锁        |
| 收益管理 | Duetto 收益解决方案 | 云技术团队成员遍布世界各地，通过提供针对小决策进行优化的定价、财务预测和集团业务解决方案，改善酒店经营者的体验                          |
|      | IDeaS 收益解决方案  | SAS 旗下公司，是全球领先的收入管理软件和服务提供商，为全球酒店和旅游业中各种 TPE 和规模的企业提供服务                          |
| 分销   | 石基分销解决方案      | 使酒店、餐厅、赌场和主题公园能够实现更多自动化，已为 70 多家酒店集团、90 个分销渠道、2500+家单体酒店和 3 万家物业提供服务             |
|      | Expedia       | 一家在线旅行社，提供酒店预订、机票和度假套餐   |
|      | SiteMinder    | 全球酒店业领先的客户获取平台之一，在智能简洁解决方案方面跻身技术先驱之列   |
|      | Booking.com   | 将数百万旅行者与难忘的体验、各种交通选择和令人难以置信的住宿地点（从家庭到酒店等等）无缝连接起来                                 |
|      | HotelBeds     | 为全球超过 18 万家酒店提供高价值、互补的分销渠道，可显著提高入住率并优化 RevPAR，同时不与酒店经营者的直接分销策略竞争                 |
|      | WIHP          | 由营销专家和酒店经营者建立，通过元搜索仪表盘、直接预订网站平台和数字广告服务围绕现代酒店经营者的真正需求创建的营销公司                      |
|      | HRS           | 全球商务旅行市场的市场领导者之一，也是欧洲三大酒店门户网站之一  |
|      | LastMinute    | 一家领先的欧洲旅游公司，致力于探索技术如何改变人们对假期的看法  |
|      | Hotel Tonight | 专注于使最后一刻的旅行变得轻松有趣，为旅行者提供无缝的精品/独立酒店预定   |
|      | Planet        | 通过简化复杂的支付，帮助人们自由消费，帮助企业满足客户的需求   |
| 支付   | 石基支付解决方案      | 石基在行业十余年与银行和商户合作，提供尖端、可扩展、安全的支付解决方案  |
|      | Adyen 支付      | 提供现代化的端到端基础设施，直连 Visa，万事达卡，提供消费者的全球首选支付方式  |
| 宾客预定 | 石基 ReviewPro  | 领先的客户体验管理软件，通过收集和理解客人反馈数据，帮助酒店业提高盈利能力，包括酒店声誉、宾客调查、案例管理和宾客沟通                      |
|      | Bookboost     | 统一收件箱，易用的界面，通过 AI 和 ML 在正确的时间为客人提供正确的响应  |
|      | Revinate      | 可以轻松与客人建立更丰富、更个性化的关系，并将数以万计的世界领先酒店视为客户   |

|      |  |   |
|------|--|---|
|      | Code2Order   | 支持酒店将整个酒店住宿变成客人的数字体验，基于渐进式 Web 应用程序，可通过任何电子设备轻松地访问      |
| 订房引擎 | Workmatrix   | 解决方案涵盖了从付款到预订额外服务到创建房间钥匙的整个签到过程，减少了订房期间的等待时间            |
|      | UPHotels   | 在网站设计和用户体验、网站开发、数字营销和一系列创新产品方面为酒店行业提供卓越的服务，以推动酒店网站流量和预订 |
| 后台   | SUN 金融后台系统   | 通过提供从实施到支持到集成到培训和升级的各种服务，帮助用户获得跨组织数据的实时视图               |
|      | DATEV 金融后台系统   | 提供了一个灵活的模块化概念，由软件、服务和相关知识组成，可开放给每个专业人士、中小企业             |
| 试用版  | 3C JDS、Synxis/Sabre、FCS 计算机系统、Dormakaba、Hoist Group 酒店电视、LinkBroad、Onity、Dormakaba 等 |   |

数据来源：石基信息官网，广发证券发展研究中心

## 二、盈利预测与投资建议

我们预计公司2025-2027年营业总收入分别为33.54亿元、38.52亿元、44.60亿元，同比增速分别为13.8%、14.8%、15.8%；归母净利润分别为0.91亿元、1.99亿元、2.94亿元。

- 酒店信息管理系统业务：**在酒店信息化领域，公司已成长为全球范围内的头部厂商，产品竞争力突出，这在国内整个软件行业少有。此外，考虑到SEP等核心产品的顺利上线以及ARR的稳定提升，我们预计该部分业务25-27年营收增速分别为18%、20%、22%。
- 商业流通管理系统业务：**该业务收入体量较大，增长逻辑和酒店信息管理系统业务类似，但我们考虑到目前渗透率已较大，增速会略弱，我们预计该部分业务25-27年营收增速分别为5%、10%、10%。
- 餐饮信息管理系统业务：**公司控股子公司上海海正品贵德并开展中高端、连锁餐饮行业的信息系统业务，在连锁餐饮及供应链应用领域继续保持行业优势地位。我们预计该部分业务25-27年营收增速分别为10%、10%、10%。
- 支付系统业务、其他(旅游休闲+其他业务)：**该两大类业务收入体量较低，此前受公共卫生事件影响明显，目前已基本恢复稳定增长趋势，我们预计这两部分业务将维持稳定增长态势，其中支付系统业务25-27年营收增速为10%、15%、15%，其他(旅游休闲+其他业务)营收增速分别为15%、15%、15%。
- 第三方硬件及其他销售、自主智能商用设备：**公司全资子公司中电器件的主营业务为石基信息软件业务所配套的第三方硬件分销业务，拥有数千家经销商和终端客户，营销网络覆盖全国。报告期内，中电器件新增客户594家，交易客户2405家。公司智能商用商业信息系统解决方案覆盖了商业软件、商用收款机、金融支付、体育彩票终端等产业。我们预计后续该两部分业务将维持稳健增长态势，其中第三方硬件及其他销售营收增速分别为10%、10%、10%，自主智能商用设备营收增速分别为20%、15%、15%。

表 3: 公司详细业务拆分预测表

| 单位(百万元)    | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 酒店信息管理系统业务 |      |      |       |       |       |
| 营业收入       | 938  | 1074 | 1267  | 1521  | 1855  |
| YoY        | 30%  | 15%  | 18%   | 20%   | 22%   |
| 营业成本       | 455  | 569  | 659   | 760   | 890   |
| 毛利率        | 51%  | 47%  | 48%   | 50%   | 52%   |
| 商业流通管理系统业务 |      |      |       |       |       |
| 营业收入       | 580  | 536  | 563   | 619   | 681   |
| YoY        | -5%  | -8%  | 5%    | 10%   | 10%   |
| 营业成本       | 273  | 255  | 265   | 291   | 320   |
| 毛利率        | 53%  | 53%  | 53%   | 53%   | 53%   |

| 支付系统业务        |      |     |     |     |     |
|---------------|------|-----|-----|-----|-----|
| 营业收入          | 39   | 42  | 46  | 53  | 61  |
| YoY           | 6%   | 9%  | 10% | 15% | 15% |
| 营业成本          | 20   | 21  | 23  | 27  | 31  |
| 毛利率           | 49%  | 49% | 50% | 50% | 50% |
| 餐饮信息管理系统业务    |      |     |     |     |     |
| 营业收入          | 112  | 112 | 123 | 135 | 149 |
| YoY           | 10%  | 0%  | 10% | 10% | 10% |
| 营业成本          | 25   | 30  | 31  | 34  | 37  |
| 毛利率           | 78%  | 73% | 75% | 75% | 75% |
| 其他（旅游休闲+其他业务） |      |     |     |     |     |
| 营业收入          | 44   | 51  | 59  | 67  | 77  |
| YoY           | -16% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 营业成本          | 21   | 24  | 28  | 32  | 36  |
| 毛利率           | 52%  | 52% | 53% | 53% | 53% |
| 第三方硬件及其他销售    |      |     |     |     |     |
| 营业收入          | 543  | 627 | 690 | 759 | 835 |
| YoY           | -19% | 16% | 10% | 10% | 10% |
| 营业成本          | 530  | 609 | 663 | 729 | 802 |
| 毛利率           | 2%   | 3%  | 4%  | 4%  | 4%  |
| 自主智能商用设备      |      |     |     |     |     |
| 营业收入          | 494  | 505 | 606 | 697 | 801 |
| YoY           | 22%  | 2%  | 20% | 15% | 15% |
| 营业成本          | 388  | 411 | 485 | 557 | 641 |
| 毛利率           | 22%  | 19% | 20% | 20% | 20% |

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

公司是国内酒店、餐饮、零售、休闲娱乐等大消费行业信息管理系统头部提供商，当前国际化及平台化转型持续推进，逐步有更多收入来自订阅模式，发展前景广阔。同时，产品研发及市场投入仍将保持一定强度，利润表现可能滞后，为更准确评估公司价值，我们使用PS估值方法对公司进行估值。再考虑到公司国际化程度较高，而海外客户付费能力及付费意愿也会更强，因此对应到公司本身，伴随酒店业的持续复苏以及国际化进程的加快，中远期表现更值得期待。对应2025年收入，我们给予公司9.5X PS估值倍数，则公司每股合理价值约为11.68元/股，维持“买入”评级。

表 4: 可比公司PS估值情况 (市值统计截止2025.6.05收盘)

| 公司名称 | 公司代码   | 业务类型 | 市值 (百万元) | 收入 (亿元) |       | PS    |       |
|------|--------|------|----------|---------|-------|-------|-------|
|      |        |      |          | 2025E   | 2026E | 2025E | 2026E |
| 金山办公 | 688111 | 办公软件 | 135,100  | 61.3    | 73.7  | 22.0  | 18.3  |
| 中望软件 | 688083 | 工业软件 | 11,834   | 10.2    | 12.0  | 11.6  | 9.9   |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司盈利预测来至 WIND 一致预期

### 三、风险提示

#### （一）高端酒店集团采购及上线新产品的节奏的不确定性

石基 SEP 产品采用云订阅模式收费，而非传统软件授权模式。在云订阅模式下，收入分期确认，而费用当期确认，因此这将对公司财报端，尤其是利润的改善产生滞后的影响。

#### （二）地缘政治对公司业务拓展有不确定性

公司志在全球范围内为高端连锁酒店提供新一代酒店云解决方案，其产品推广进程以及最终份额的获得难免会受到地缘政治环境的影响。

#### （三）商誉减值风险

后续若外部环境或内部经营等因素发生变化，可能导致此前收购的子公司的盈利预测发生明显负面变化，则相关商誉存在进一步减值的可能。

**资产负债表**

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日    | 2023A        | 2024A        | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>5,801</b> | <b>5,512</b> | <b>6,360</b>  | <b>6,850</b>  | <b>7,485</b>  |
| 货币资金           | 4,540        | 4,238        | 4,909         | 5,164         | 5,513         |
| 应收及预付          | 638          | 636          | 750           | 862           | 999           |
| 存货             | 372          | 338          | 384           | 467           | 569           |
| 其他流动资产         | 252          | 300          | 318           | 357           | 404           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>3,892</b> | <b>3,935</b> | <b>4,049</b>  | <b>4,052</b>  | <b>4,070</b>  |
| 长期股权投资         | 211          | 97           | 97            | 97            | 97            |
| 固定资产           | 623          | 582          | 625           | 679           | 747           |
| 在建工程           | 24           | 28           | 37            | 46            | 55            |
| 无形资产           | 1,430        | 1,361        | 1,301         | 1,241         | 1,181         |
| 其他长期资产         | 1,603        | 1,867        | 1,989         | 1,989         | 1,989         |
| <b>资产总计</b>    | <b>9,692</b> | <b>9,447</b> | <b>10,410</b> | <b>10,902</b> | <b>11,555</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,477</b> | <b>1,433</b> | <b>1,758</b>  | <b>1,995</b>  | <b>2,281</b>  |
| 短期借款           | 6            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 应付及预收          | 300          | 247          | 299           | 337           | 383           |
| 其他流动负债         | 1,170        | 1,186        | 1,459         | 1,657         | 1,898         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>51</b>    | <b>56</b>    | <b>55</b>     | <b>55</b>     | <b>55</b>     |
| 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        | 51           | 56           | 55            | 55            | 55            |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,528</b> | <b>1,489</b> | <b>1,813</b>  | <b>2,050</b>  | <b>2,336</b>  |
| 股本             | 2,729        | 2,729        | 2,729         | 2,729         | 2,729         |
| 资本公积           | 2,774        | 2,783        | 2,783         | 2,783         | 2,783         |
| 留存收益           | 1,565        | 1,267        | 1,923         | 2,122         | 2,415         |
| 归属母公司股东权益      | 7,347        | 7,097        | 7,703         | 7,902         | 8,196         |
| 少数股东权益         | 818          | 861          | 894           | 950           | 1,023         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>9,692</b> | <b>9,447</b> | <b>10,410</b> | <b>10,902</b> | <b>11,555</b> |

**利润表**

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日     | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>2749</b> | <b>2947</b> | <b>3354</b> | <b>3852</b> | <b>4460</b> |
| 营业成本            | 1708        | 1920        | 2152        | 2430        | 2758        |
| 营业税金及附加         | 17          | 23          | 17          | 19          | 22          |
| 销售费用            | 288         | 279         | 275         | 308         | 357         |
| 管理费用            | 663         | 663         | 654         | 693         | 781         |
| 研发费用            | 298         | 244         | 235         | 270         | 303         |
| 财务费用            | -182        | -142        | -42         | -49         | -52         |
| 资产减值损失          | -12         | -53         | -5          | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益           | 32          | -2          | 40          | 46          | 54          |
| <b>营业利润</b>     | <b>-8</b>   | <b>-125</b> | <b>141</b>  | <b>293</b>  | <b>421</b>  |
| 营业外收支           | -14         | 0           | 1           | 1           | 1           |
| <b>利润总额</b>     | <b>-22</b>  | <b>-125</b> | <b>142</b>  | <b>294</b>  | <b>422</b>  |
| 所得税             | 28          | 23          | 18          | 38          | 55          |
| <b>净利润</b>      | <b>-49</b>  | <b>-148</b> | <b>123</b>  | <b>255</b>  | <b>367</b>  |
| 少数股东损益          | 55          | 51          | 32          | 56          | 73          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>-105</b> | <b>-199</b> | <b>91</b>   | <b>199</b>  | <b>294</b>  |
| EBITDA          | 70          | 133         | 337         | 491         | 631         |
| EPS (元)         | -0.04       | -0.07       | 0.03        | 0.07        | 0.11        |

**现金流量表**

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日    | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>63</b>    | <b>67</b>    | <b>465</b>   | <b>457</b>   | <b>573</b>   |
| 净利润            | -49          | -148         | 123          | 255          | 367          |
| 折旧摊销           | 292          | 349          | 237          | 246          | 261          |
| 营运资金变动         | -179         | -245         | 133          | 2            | 0            |
| 其它             | 0            | 111          | -29          | -47          | -55          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-407</b>  | <b>396</b>   | <b>-304</b>  | <b>-202</b>  | <b>-224</b>  |
| 资本支出           | -470         | -428         | -343         | -248         | -278         |
| 投资变动           | -47          | 736          | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 110          | 89           | 40           | 46           | 54           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-68</b>   | <b>-71</b>   | <b>-54</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 银行借款           | 6            | -6           | 0            | 0            | 0            |
| 股权融资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | -74          | -65          | -54          | 0            | 0            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-303</b>  | <b>417</b>   | <b>107</b>   | <b>255</b>   | <b>349</b>   |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>1,501</b> | <b>1,198</b> | <b>1,615</b> | <b>1,723</b> | <b>1,978</b> |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>1,198</b> | <b>1,615</b> | <b>1,723</b> | <b>1,978</b> | <b>2,326</b> |

**主要财务比率**

| 至 12 月 31 日     | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |       |
| 营业收入            | 5.9%   | 7.2%   | 13.8%  | 14.8%  | 15.8% |
| 营业利润            | 98.9%  | -      | 212.8% | 107.6% | 43.8% |
| 归母净利润           | 86.6%  | -90.0% | 146.0% | 118.0% | 47.4% |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |       |
| 毛利率             | 37.9%  | 34.9%  | 35.8%  | 36.9%  | 38.2% |
| 净利率             | -1.8%  | -5.0%  | 3.7%   | 6.6%   | 8.2%  |
| ROE             | -1.4%  | -2.8%  | 1.2%   | 2.5%   | 3.6%  |
| ROIC            | -6.2%  | -3.2%  | 1.0%   | 2.4%   | 3.5%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |       |
| 资产负债率           | 15.8%  | 15.8%  | 17.4%  | 18.8%  | 20.2% |
| 净负债比率           | 18.7%  | 18.7%  | 21.1%  | 23.2%  | 25.3% |
| 流动比率            | 3.93   | 3.85   | 3.62   | 3.43   | 3.28  |
| 速动比率            | 3.61   | 3.55   | 3.34   | 3.14   | 2.98  |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |       |
| 总资产周转率          | 0.29   | 0.31   | 0.34   | 0.36   | 0.40  |
| 应收账款周转率         | 4.73   | 5.03   | 5.31   | 5.24   | 5.24  |
| 存货周转率           | 4.73   | 5.41   | 5.97   | 5.71   | 5.32  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |       |
| 每股收益            | -0.04  | -0.07  | 0.03   | 0.07   | 0.11  |
| 每股经营现金流         | 0.02   | 0.02   | 0.17   | 0.17   | 0.21  |
| 每股净资产           | 2.69   | 2.60   | 2.82   | 2.90   | 3.00  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |       |
| P/E             | —      | —      | 244.65 | 112.20 | 76.15 |
| P/B             | 3.62   | 2.75   | 2.90   | 2.83   | 2.73  |
| EV/EBITDA       | 316.45 | 115.50 | 51.95  | 35.14  | 26.76 |

## 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：高级研究员，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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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。