

## AI 本地化部署需求兴起，公司有望充分受益

### 核心观点

- 大模型迭代加速，本地化部署需求保持旺盛。**近期国产大模型迭代呈现加速态势，根据国际权威大模型评测平台 LMArena 的最新榜单中，Kimi-K2、DeepSeek R1、Qwen 3 这三款国产大模型在全球开源模型排行榜上位列前三。其中国产大模型 Kimi-K2、升级版 Qwen 3 都是在近期推出，Kimi-K2 在代码能力以及 Agent 能力方面表现突出，升级版 Qwen 3 在结构化输出和多语言任务上表现优异，仅需 4 张 H20 即可完成本地化部署。出于安全、效率以及场景的考量，国内大模型的本地化部署依然是多数中大型企业的必然选择。大模型迭代带来能力不断增强，有望带来国产大模型本地化部署需求持续提升。
- 公司具备全栈技术部署能力，有望受益于新一轮 AI 浪潮的本地化部署需求。**公司对一朵云解决方案面向 AI 进行全新升级，为用户打造更匹配大模型场景的智算承载、应用构建的 AI 平台。其中，AICP 高性能算力平台在多实例、高并发场景下，性能相比传统 Ollama 架构方案提升 5-10 倍，可广泛适配包括 DeepSeek 在内的最新大模型。此外，公司的 AI 应用创新平台，助力用户快速构建大模型应用，让 AI 应用的开发运营更加简单。公司的全栈化能力为大模型本地化部署提供了“高性能、高安全、高价值”的一站式解决方案，随着国产化替代与 AI 需求的持续增长，公司有望在各行业智能化转型的过程中不断受益。
- 全渠道战略为公司获取大模型本地化部署需求提供关键支撑。**公司一直践行全渠道战略，不仅提升公司品牌的市场影响力，也有利于公司贴近市场、更好地了解用户需求。公司广泛的渠道能力拓宽了公司产品的覆盖面，帮助触达大量长尾客户的大模型本地化部署需求，同时渠道合作伙伴可提供本地化服务能力，增强客户的粘性，从而提升公司的整体竞争力。

### 盈利预测与投资建议

- 受宏观经济扰动影响，公司安全等业务表现不及预期，下调营收预期，我们预计公司 25-27 年营收分别为 82.34、91.66、103.40 亿元（原 25-26 年预测分别为 91.93、103.40 亿元），根据可比公司 25 年的 PS 水平，给予公司 25 年 6.10 倍 PS，对应目标价为 119.00 元，维持买入评级。

### 风险提示

本地化部署需求释放不及预期；本地化部署市场竞争加剧的风险

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,662	7,520	8,234	9,166	10,340
同比增长(%)	3.4%	-1.9%	9.5%	11.3%	12.8%
营业利润(百万元)	209	211	357	523	650
同比增长(%)	2.4%	1.1%	68.8%	46.7%	24.3%
归属母公司净利润(百万元)	198	197	329	495	614
同比增长(%)	1.9%	-0.5%	67.3%	50.4%	23.9%
每股收益(元)	0.47	0.47	0.78	1.17	1.46
毛利率(%)	65.1%	61.5%	61.2%	61.2%	61.6%
净利率(%)	2.6%	2.6%	4.0%	5.4%	5.9%
净资产收益率(%)	2.4%	2.2%	3.5%	5.1%	6.0%
市盈率	218.2	219.3	131.1	87.2	70.3
市净率	4.9	4.7	4.5	4.3	4.1

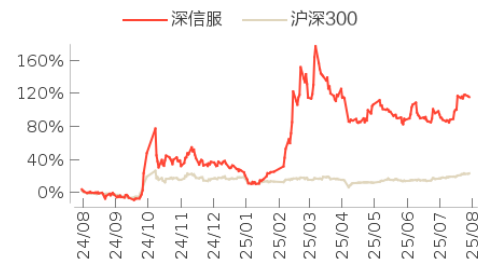
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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07月29日)	102.34 元
目标价格	119.00 元
52 周最高价/最低价	141.91/42.67 元
总股本/流通 A 股 (万股)	42,188/27,829
A 股市值 (百万元)	43,175
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2025 年 07 月 30 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.25	9.95	5.36	113.3
相对表现%	-1.05	4.08	-4.63	90.85
沪深 300%	0.8	5.87	9.99	22.45



### 证券分析师

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

表：可比公司估值

公司	代码	总市值(亿元)	营业收入(亿元)					市销率			
		2025/07/29	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
金山办公	688111	1,404	51.21	61.33	73.66	88.49	27.42	22.89	19.06	15.87	
奇安信	688561	243	43.49	48.52	54.79	62.21	5.59	5.01	4.44	3.91	
用友网络	600588	508	91.53	100.53	111.27	123.77	5.56	5.06	4.57	4.11	
广联达	002410	218	62.40	64.02	66.97	70.85	3.49	3.41	3.26	3.08	
安恒信息	688023	61	20.43	23.61	27.42	28.71	3.00	2.59	2.23	2.13	
中望软件	688083	111	8.88	10.19	12.00	14.25	12.52	10.91	9.27	7.80	
	最大值						27.42	22.89	19.06	15.87	
	最小值						3.00	2.59	2.23	2.13	
	平均数						9.60	8.31	7.14	6.15	
	调整后平均						6.79	6.10	5.38	4.72	

数据来源：wind，东方证券研究所

受宏观经济扰动影响，公司安全等业务表现不及预期，下调营收预期，我们预计公司 25-27 年营收分别为 82.34、91.66、103.40 亿元（原 25-26 年预测分别为 91.93、103.40 亿元），根据可比公司 25 年的 PS 水平，给予公司 25 年 6.10 倍 PS，对应目标价为 119.00 元，维持买入评级。

## 风险提示

本地化部署需求释放不及预期；本地化部署市场竞争加剧的风险

**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	737	525	834	1,353	2,053	营业收入	7,662	7,520	8,234	9,166	10,340
应收票据、账款及款项融资	903	826	930	1,036	1,168	营业成本	2,672	2,898	3,194	3,554	3,973
预付账款	29	28	31	35	39	销售费用	2,702	2,507	2,675	2,932	3,302
存货	383	340	383	426	477	管理费用	372	382	354	372	391
其他	4,900	5,184	5,394	5,620	5,864	研发费用	2,266	2,118	2,263	2,438	2,731
<b>流动资产合计</b>	<b>6,953</b>	<b>6,904</b>	<b>7,573</b>	<b>8,470</b>	<b>9,601</b>	财务费用	(212)	(198)	(163)	(167)	(173)
长期股权投资	410	474	521	573	630	资产、信用减值损失	28	4	13	13	16
固定资产	312	837	1,052	998	899	公允价值变动收益	1	5	5	6	7
在建工程	492	292	0	0	0	投资净收益	72	112	112	112	112
无形资产	271	267	361	365	368	其他	301	284	342	380	430
其他	6,591	6,449	6,444	6,444	6,447	<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>211</b>	<b>357</b>	<b>523</b>	<b>650</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,076</b>	<b>8,318</b>	<b>8,377</b>	<b>8,379</b>	<b>8,344</b>	营业外收入	6	4	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>15,029</b>	<b>15,222</b>	<b>15,951</b>	<b>16,849</b>	<b>17,945</b>	营业外支出	12	11	12	12	12
短期借款	826	200	200	200	200	<b>利润总额</b>	<b>204</b>	<b>204</b>	<b>350</b>	<b>516</b>	<b>643</b>
应付票据及应付账款	975	907	1,022	1,137	1,271	所得税	5	8	20	21	29
其他	2,668	3,120	3,391	3,679	4,027	<b>净利润</b>	<b>199</b>	<b>197</b>	<b>329</b>	<b>495</b>	<b>614</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,469</b>	<b>4,228</b>	<b>4,613</b>	<b>5,016</b>	<b>5,498</b>	少数股东损益	1	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>198</b>	<b>197</b>	<b>329</b>	<b>495</b>	<b>614</b>
应付债券	1,118	1,155	1,155	1,155	1,155	每股收益(元)	0.47	0.47	0.78	1.17	1.46
其他	635	671	671	671	671						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,752</b>	<b>1,827</b>	<b>1,827</b>	<b>1,827</b>	<b>1,827</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,221</b>	<b>6,054</b>	<b>6,440</b>	<b>6,843</b>	<b>7,325</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	420	422	422	422	422	营业收入	3.4%	-1.9%	9.5%	11.3%	12.8%
资本公积	5,053	5,064	5,395	5,395	5,395	营业利润	2.4%	1.1%	68.8%	46.7%	24.3%
留存收益	3,129	3,392	3,695	4,190	4,804	归属于母公司净利润	1.9%	-0.5%	67.3%	50.4%	23.9%
其他	203	290	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,808</b>	<b>9,168</b>	<b>9,511</b>	<b>10,007</b>	<b>10,621</b>	毛利率	65.1%	61.5%	61.2%	61.2%	61.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,029</b>	<b>15,222</b>	<b>15,951</b>	<b>16,849</b>	<b>17,945</b>	净利率	2.6%	2.6%	4.0%	5.4%	5.9%
						ROE	2.4%	2.2%	3.5%	5.1%	6.0%
						ROIC	-0.0%	0.1%	1.7%	3.1%	3.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	41.4%	39.8%	40.4%	40.6%	40.8%
净利润	199	197	329	495	614	净负债率	14.3%	9.6%	6.0%	0.5%	0.0%
折旧摊销	107	194	243	305	347	流动比率	1.56	1.63	1.64	1.69	1.75
财务费用	(212)	(198)	(163)	(167)	(173)	速动比率	1.47	1.55	1.55	1.60	1.65
投资损失	(72)	(112)	(112)	(112)	(112)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	37	(41)	114	123	151	应收账款周转率	9.1	8.9	9.6	9.5	9.6
其它	888	772	(178)	7	9	存货周转率	8.0	7.7	8.3	8.2	8.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>947</b>	<b>812</b>	<b>234</b>	<b>652</b>	<b>837</b>	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
资本支出	(162)	(457)	(255)	(255)	(255)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(16)	(64)	(47)	(52)	(57)	每股收益	0.47	0.47	0.78	1.17	1.46
其他	(2,929)	351	(93)	7	2	每股经营现金流	2.25	1.92	0.55	1.54	1.98
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,107)</b>	<b>(170)</b>	<b>(395)</b>	<b>(300)</b>	<b>(310)</b>	每股净资产	20.87	21.73	22.55	23.72	25.17
债权融资	1,118	32	3	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	663	13	331	0	0	市盈率	218.2	219.3	131.1	87.2	70.3
其他	(349)	(888)	136	167	173	市净率	4.9	4.7	4.5	4.3	4.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,432</b>	<b>(843)</b>	<b>470</b>	<b>167</b>	<b>173</b>	EV/EBITDA	410.0	207.0	97.9	64.7	51.9
汇率变动影响	1	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-16,067.7	3,259.5	221.1	120.2	89.7
<b>现金净增加额</b>	<b>(728)</b>	<b>(201)</b>	<b>309</b>	<b>519</b>	<b>700</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。