

费用率下降趋势明显，未来盈利增速有望提升

核心观点

事件：

公司近期发布 2025Q3 季报，1-9 月收入 15.7 亿（YoY+2.0%），归母净利 1.23 亿（YoY+11.9%），扣非净利增长 12.9%至 1.22 亿；单季度看，25Q3 收入增长 4.1%至 5.15 亿，归母净利下降 10.9%至 4806 万，扣非归母净利下降 10.2%至 4837 万元，经营性现金流入额为 4439 万元，较去年同期的流出 1.23 亿大幅改善。

- 毛利率有所下滑，但现金流改善明显。**公司 25Q3 单季收入增速较 25H1 略有提升，而毛利率则仅有 48.1%，低于 25H1 的 51.3%和 24Q3 单季的 53.7%，我们判断主要源于智能能源业务等硬件占比较高的业务增长更快，不过，随着 4 季度数字企业产品交付和收入确认高峰期的到来，公司整体毛利率将恢复至往年正常水平。此外，25Q3 单季公司“销售商品、提供劳务收到的现金”大幅增长 57.8%至 6.04 亿，超过当季收入 5.15 亿，我们认为，由于国务院《保障中小企业款项支付条例》的正式实施以及公司加强回款管理与考核，我们对全年现金流情况保持相对乐观。
- 研发费用压力高峰期已过，未来净利率预期相对乐观。**费用方面，25Q3 单季公司销售费用和管理分别增长 1.0%和 19.9%至 3534 万、5903 万，而研发费用继续下降，单季度为 1.07 亿，较去年同期的 1.36 亿下降 20.9%，带动三项费用率从去年同期的 44.5%降至 39.2%。年初以来，研发费用合计减少 1.36 亿，验证我们此前对新一代企业数字核心系统 DAP 研发高峰期已过，未来投入将逐步减少的判断。我们预计未来公司研发费率有望降至 20%以下，从而有利于公司净利率提升。
- 未来公司有望进入加速发展周期。**我们判断，随着新一代企业数字核心系统 DAP 的逐步成熟，以及央企国企 ERP 国产化替代的加速，公司数字企业业务有望提速；在大模型逐步落地企业应用场景的背景下，人工智能业务进一步加速将是大概率事件；伴随着新型电力系统建设的深入，配网智能化、电力现货交易将日益普及，公司相关业务也有望在与控股股东国网数科共同协作的背景下，实现相关业务的突破。

盈利预测与投资建议

- 我们维持公司 2025-2027 年归母净利分别为 3.4 亿、4.45 亿、5.95 亿的预测，根据可比公司 2025 年 PE 水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 47 倍市盈率，对应目标价为 8.46 元，维持买入评级。

风险提示

信创推进不及预期；能源信息化行业政策变动风险；市场竞争加剧。

公司主要财务信息

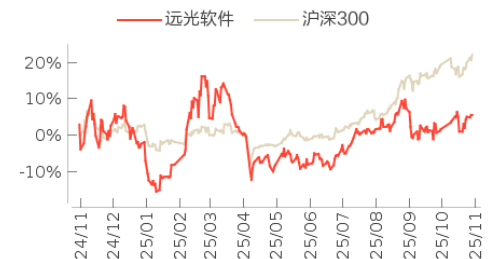
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,389	2,398	2,722	3,126	3,599
同比增长(%)	12.4%	0.4%	13.5%	14.8%	15.1%
营业利润(百万元)	370	317	372	487	652
同比增长(%)	5.5%	-14.2%	17.3%	30.9%	33.9%
归属母公司净利润(百万元)	344	293	340	445	595
同比增长(%)	6.7%	-14.9%	16.0%	30.9%	33.9%
每股收益（元）	0.18	0.15	0.18	0.23	0.31
毛利率(%)	57.2%	55.6%	55.7%	55.6%	55.5%
净利率(%)	14.4%	12.2%	12.5%	14.2%	16.5%
净资产收益率(%)	10.5%	8.3%	8.8%	10.6%	12.9%
市盈率	36.1	42.5	36.6	28.0	20.9
市净率	3.6	3.4	3.1	2.8	2.5

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
股价（2025年10月29日）	6.51 元
目标价格	8.46 元
52 周最高价/最低价	7.34/5.08 元
总股本/流通 A 股（万股）	191,007/176,372
A 股市值（百万元）	12,435
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2025 年 10 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.5	4.33	4.66	7.61
相对表现%	0.12	1.56	-9.69	-13.36
沪深 300%	3.38	2.77	14.35	20.97



证券分析师	
浦俊懿	执业证书编号：S0860514050004 pujunyi@orientsec.com.cn 021-63326320
陈超	执业证书编号：S0860521050002 chenchao3@orientsec.com.cn 021-63326320
宋鑫宇	执业证书编号：S0860524090002 songxinyu@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
收入增长平稳现金流表现较好，期待未来成长加速	2025-05-15
合同资产大幅增长，公司增长动力稳健	2024-04-08
合同资产持续增加体现公司需求高景气，国网数字化加速为公司提供动能	2023-10-31

盈利预测与投资建议

根据 2024 年年报，我们调整公司收入、毛利率与费用预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.4 亿、4.45 亿、5.95 亿，根据可比公司 2025 年 PE 水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 47 倍市盈率，对应目标价为 8.46 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/10/29	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
用友网络	14.99	-0.60	-0.08	0.08	0.19	-24.85	-183.70	194.93	78.07	14.99
朗新集团	18.68	-0.23	0.45	0.60	0.78	-80.62	41.66	31.20	23.99	18.68
国网信通	18.50	0.57	0.77	0.92	1.02	32.52	23.95	20.13	18.12	18.50
普联软件	16.96	0.43	0.52	0.60	0.73	39.55	32.87	28.07	23.30	16.96
国电南瑞	24.93	0.95	1.04	1.17	1.31	26.31	23.93	21.25	19.10	24.93
云赛智联	20.12	0.15	0.18	0.22	0.27	135.95	113.48	92.12	74.38	20.12
鼎捷数智	51.37	0.57	0.75	0.96	1.19	89.57	68.25	53.70	43.14	51.37
税友股份	49.01	0.28	0.53	0.88	1.27	176.87	92.98	55.71	38.61	49.01
调整后平均								47.00	47.00	37.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

信创推进不及预期；能源信息化行业政策变动风险；市场竞争加剧。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	816	944	1,272	1,337	1,487
应收票据、账款及款项融资	1,519	1,883	1,959	2,250	2,591
预付账款	7	3	14	16	18
存货	29	27	34	39	45
其他	850	608	600	689	793
流动资产合计	3,222	3,465	3,879	4,330	4,934
长期股权投资	30	29	29	29	29
固定资产	426	410	405	405	404
在建工程	8	0	0	0	0
无形资产	253	107	91	50	0
其他	320	428	511	560	642
非流动资产合计	1,036	975	1,036	1,045	1,075
资产总计	4,258	4,440	4,915	5,375	6,008
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	380	339	422	486	561
其他	224	207	236	244	252
流动负债合计	604	546	657	730	813
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	54	47	57	58	59
非流动负债合计	54	47	57	58	59
负债合计	658	593	714	788	872
少数股东权益	174	174	191	214	245
实收资本（或股本）	1,905	1,905	1,910	1,910	1,910
资本公积	78	85	108	108	108
留存收益	1,438	1,681	2,021	2,414	2,943
其他	6	3	(30)	(60)	(70)
股东权益合计	3,600	3,847	4,200	4,587	5,137
负债和股东权益总计	4,258	4,440	4,915	5,375	6,008

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	359	308	357	468	626
折旧摊销	104	185	95	122	133
财务费用	1	2	(11)	(12)	(14)
投资损失	(10)	1	0	0	0
营运资金变动	(30)	(157)	10	(315)	(370)
其它	(509)	(106)	(82)	(54)	(64)
经营活动现金流	(85)	232	370	209	312
资本支出	(132)	135	(75)	(82)	(82)
长期投资	3	2	(0)	0	0
其他	847	(165)	(7)	(24)	(26)
投资活动现金流	718	(29)	(82)	(106)	(108)
债权融资	5	(1)	1	0	0
股权融资	323	7	29	0	0
其他	(446)	(81)	11	(38)	(53)
筹资活动现金流	(117)	(75)	40	(38)	(53)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	516	128	328	64	151

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,389	2,398	2,722	3,126	3,599
营业成本	1,022	1,065	1,204	1,389	1,602
营业税金及附加	16	16	19	21	24
销售费用	162	179	192	213	232
管理费用及研发费用	808	849	918	993	1,063
财务费用	1	2	(11)	(12)	(14)
资产、信用减值损失	35	(19)	42	50	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	(1)	0	0	0
其他	15	11	15	15	15
营业利润	370	317	372	487	652
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	370	317	372	487	652
所得税	11	9	15	19	26
净利润	359	308	357	468	626
少数股东损益	15	15	18	23	31
归属于母公司净利润	344	293	340	445	595
每股收益（元）	0.18	0.15	0.18	0.23	0.31

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	12.4%	0.4%	13.5%	14.8%	15.1%
营业利润	5.5%	-14.2%	17.3%	30.9%	33.9%
归属于母公司净利润	6.7%	-14.9%	16.0%	30.9%	33.9%
获利能力					
毛利率	57.2%	55.6%	55.7%	55.6%	55.5%
净利率	14.4%	12.2%	12.5%	14.2%	16.5%
ROE	10.5%	8.3%	8.8%	10.6%	12.9%
ROIC	10.4%	8.3%	8.6%	10.3%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	15.4%	13.4%	14.5%	14.7%	14.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.34	6.35	5.90	5.93	6.07
速动比率	5.29	6.30	5.85	5.88	6.01
营运能力					
应收账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
存货周转率	29.4	37.7	39.6	38.3	38.3
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.18	0.15	0.18	0.23	0.31
每股经营现金流	-0.04	0.12	0.19	0.11	0.16
每股净资产	1.79	1.92	2.10	2.29	2.56
估值比率					
市盈率	36.1	42.5	36.6	28.0	20.9
市净率	3.6	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	25.8	24.2	26.8	20.5	15.8
EV/EBIT	33.0	38.3	33.8	25.7	19.1

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

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。