

股份支付费用影响净利表现，海外与 AI 化
是公司战略核心

核心观点

事件：

公司近期发布 2025Q3 季报，1-9 月收入 4.2 亿（YoY+23.1%），归母净利 4476 万元（YoY+308.5%），扣非净利增长 446%至 2908 万元；单季度看，25Q3 收入增长 16.4%至 1.45 亿，归母净利下降 92.4%至 186 万元，扣非归母净利下降 98.5%至 35.6 万元，经营性现金流入额为 563 万元，较去年同期的流出 1552 万元大幅改善。

- **收入继续维持两位数增长，股份支付费用影响 Q3 利润表现。**公司 25Q3 单季继续维持两位数营收增速，毛利率则达到 37.3%，较 25Q2 的 35.6%提升 1.7pct，Q3 归母净利的大幅下降，主要源于今年 4 月公司向激励对象授予限制性股票、截止 9 月底产生股份支付费用 1320 万元。我们认为，公司去年开始主动调整收入结构取得了积极成效，盈利较强、需求增长较快的第三方测试业务增长迅速，而毛利率较低的软件技术服务占比持续下降，公司的业务结构不断优化。
- **股份支付费用影响费用率，现金流情况持续改善。**费用方面，25Q3 单季，受股份支付费用大幅增加影响，公司销售、管理、研发费用较去年同期分别增长 36.4%、42.4%和 21.4%，三者费用率合计达到 35.5%，较去年同期提升 4.9pct。而从现金流来看，公司不断加强应收款管理，截止 9 月底公司应收账款为 2.19 亿，较去年同期的 3.15 亿和今年 2 季度末的 2.42 亿均有所下降，带来了公司现金流明显改善。
- **国际化和 AI 化是公司战略重心，收入和毛利率继续提升仍可期待。**公司明确了“AI+汽车软件”和“国际化”两大发展战略并积极落实，一方面，公司引入海外业务经验人才并扩大海外市场拓展力度，上半年公司海外收入增速超过一倍，另一方面，公司推动全员“ALL IN AI”，利用自研“SDW”（超级软件工场）打造全新人机协同的软件开发新模式，提升工作效率和软件质量。我们看好公司 AI 提效和海外市场拓展机遇，认为将从收入和毛利率两个层面给公司带来积极影响。

盈利预测与投资建议

- 我们调整部分业务与费用率预测，预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 0.61/1.01/1.57 亿元（原预测 25-26 年为 0.61/0.75 亿）。参照可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2026 年的 48 倍市盈率，对应目标价为 52.32 元，维持买入评级。

风险提示

市场竞争加剧风险；业务拓展不及预期风险；汇率波动风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	639	607	723	864	1,026
同比增长(%)	20.5%	-4.9%	19.0%	19.6%	18.7%
营业利润(百万元)	(11)	32	61	103	167
同比增长(%)	-142.9%	399.4%	92.8%	68.7%	62.2%
归属母公司净利润(百万元)	(15)	30	61	101	157
同比增长(%)	-148.5%	292.9%	104.6%	65.3%	55.5%
每股收益(元)	(0.17)	0.32	0.66	1.09	1.69
毛利率(%)	35.0%	34.4%	38.8%	39.3%	39.8%
净利率(%)	-2.4%	4.9%	8.4%	11.7%	15.3%
净资产收益率(%)	-0.8%	1.5%	3.1%	4.9%	7.3%
市盈率	(298.5)	154.8	75.6	45.8	29.4
市净率	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1

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 11 月 12 日）	49.84 元
目标价格	52.32 元
52 周最高价/最低价	61.3/35.63 元
总股本/流通 A 股（万股）	9,262/6,272
A 股市值（百万元）	4,616
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2025 年 11 月 12 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.05	-4.12	-8.88	-6.33
相对表现%	-3.45	-4.75	-21	-20.04
沪深 300%	0.4	0.63	12.12	13.71



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

汇率变化导致业绩承压，关注下游需求修复情况 2024-08-25

投资建议

我们调整部分业务与费用率预测，预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 0.61/1.01/1.57 亿元（原预测 25-26 年为 0.61/0.75 亿）。参照可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2026 年的 48 倍市盈率，对应目标价为 52.32 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) 2025/11/11	一致预期利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中科创达	300496	64.11	0.89	1.14	1.35	1.62	72.44	56.48	47.35	39.67
经纬恒润-W	688326	97.75	-4.59	0.19	1.99	3.69	-21.31	515.29	49.04	26.50
四维图新	002405	8.98	-0.46	-0.23	-0.07	0.06	-19.45	-39.49	-133.43	146.49
虹软科技	688088	49.15	0.44	0.61	0.81	1.06	111.60	80.61	60.75	46.39
万马科技	300698	47.00	0.31	0.63	0.99	1.27	152.45	74.53	47.36	37.05
调整后平均								71.00	48.00	41.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

市场竞争加剧风险；业务拓展不及预期风险；汇率波动风险。

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	1,244	1,167	1,301	1,022	1,060	营业收入	639	607	723	864	1,026
应收票据、账款及款项融资	384	356	434	519	616	营业成本	415	398	442	524	618
预付账款	4	5	7	8	9	销售费用	30	33	35	38	41
存货	43	30	44	52	62	管理费用	73	59	93	106	102
其他	14	16	18	20	22	研发费用	52	51	63	74	82
流动资产合计	1,689	1,575	1,804	1,621	1,770	财务费用	(28)	(6)	3	(6)	(10)
长期股权投资	106	90	90	90	90	资产、信用减值损失	99	54	30	30	30
固定资产	199	208	314	345	356	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	55	61	11	4	2	投资净收益	(19)	10	0	0	0
无形资产	173	171	169	160	149	其他	11	4	5	4	3
其他	56	49	46	45	45	营业利润	(11)	32	61	103	167
非流动资产合计	590	579	631	645	643	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	2,279	2,153	2,435	2,266	2,413	营业外支出	4	0	0	0	0
短期借款	77	30	265	0	0	利润总额	(15)	31	61	103	167
应付票据及应付账款	62	53	66	79	93	所得税	1	2	1	4	13
其他	94	70	79	83	88	净利润	(16)	29	60	99	154
流动负债合计	233	153	411	162	180	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)	(3)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(15)	30	61	101	157
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	-0.17	0.32	0.66	1.09	1.69
其他	27	26	8	8	8	主要财务比率					
非流动负债合计	27	26	8	8	8		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	260	179	419	170	189	成长能力					
少数股东权益	10	13	12	10	7	营业收入	20.5%	-4.9%	19.0%	19.6%	18.7%
实收资本（或股本）	93	93	93	93	93	营业利润	-142.9%	399.4%	92.8%	68.7%	62.2%
资本公积	1,651	1,586	1,586	1,586	1,586	归属于母公司净利润	-148.5%	292.9%	104.6%	65.3%	55.5%
留存收益	267	288	331	413	545	获利能力					
其他	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	毛利率	35.0%	34.4%	38.8%	39.3%	39.8%
股东权益合计	2,018	1,974	2,015	2,096	2,225	净利率	-2.4%	4.9%	8.4%	11.7%	15.3%
负债和股东权益总计	2,279	2,153	2,435	2,266	2,413	ROE	-0.8%	1.5%	3.1%	4.9%	7.3%
现金流量表						ROIC	-2.0%	1.2%	2.9%	4.2%	6.7%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	(16)	29	60	99	154	资产负债率	11.4%	8.3%	17.2%	7.5%	7.8%
折旧摊销	25	32	28	31	32	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(28)	(6)	3	(6)	(10)	流动比率	7.25	10.31	4.39	10.01	9.81
投资损失	19	(10)	0	0	0	速动比率	7.00	10.11	4.28	9.69	9.46
营运资金变动	(44)	20	(72)	(80)	(92)	营运能力					
其它	86	(13)	(18)	0	0	应收账款周转率	1.8	1.7	1.9	1.8	1.8
经营活动现金流	42	54	1	43	83	存货周转率	9.3	9.1	11.9	10.9	10.8
资本支出	(192)	(23)	(80)	(45)	(30)	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
长期投资	66	21	0	0	0	每股指标（元）					
其他	161	(133)	0	0	0	每股收益	-0.17	0.32	0.66	1.09	1.69
投资活动现金流	35	(135)	(80)	(45)	(30)	每股经营现金流	0.45	0.58	0.01	0.46	0.90
债权融资	(32)	(3)	0	0	0	每股净资产	21.68	21.17	21.63	22.52	23.94
股权融资	8	(66)	0	0	0	估值比率					
其他	45	10	213	(277)	(15)	市盈率	-298.5	154.8	75.6	45.8	29.4
筹资活动现金流	21	(59)	213	(277)	(15)	市净率	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1
汇率变动影响	(2)	(12)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	-253.6	57.8	36.6	26.6	17.9
现金净增加额	96	(151)	134	(279)	39	EV/EBIT	-88.1	130.0	52.4	35.0	21.5

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。