

25Q3 单季业绩表现不佳，订单与新产品新业务有望未来反弹

核心观点

事件:

- 公司发布 2025 年 3 季报，1-9 月收入 7.95 亿（YoY-11.4%），归母净利润-3.66 亿（YoY-51.2%），扣非归母净利润-3.84 亿（YoY-0.2%）；25Q3 单季来看，收入 2.38 亿（YoY-31.9%），归母净利-1.57 亿（YoY-37.8%），扣非净利-1.65 亿（YoY-41.4%）。
- 营收下降源于实施交付放缓，但 1-9 月订单增长将有助于未来收入反弹。**公司 3 季度单季营收端表现不尽如人意，主要是由于公司在手订单实施和项目交付验收部分放缓，不过公司在三季报业绩交流会上透露，1-9 月累计新签订单较去年同期增长 23%，其中超过 50%来自于公共安全大数据、数字政务与企业数字化等实施周期较长的业务领域，我们预计，相关项目的实施和确认，有望在 25Q4 和下一财年转化为公司营收。
 - 毛利率有所下降，管理、研发费用降幅明显。**2025 年 1-9 月，公司综合毛利率 35%，较去年同期下降 5.73%，各条业务线毛利率均面临下行压力，主要是由于市场需求偏弱、买方议价能力提升，公司未来将通过 AI 赋能推出行业代差级产品，并积极拓展“鉴真”和反欺诈服务类产品，并加强项目成本控制，多措并举提升毛利率水平。而从费用的角度，1-9 月公司销售、管理、研发费用增速分别为+4.9%、-14.9%、-25.4%，三项费用合计较去年同期下降 11.9%，我们预计公司将继续加强人员控制和费用管理，未来整体费用仍有下降空间。
 - AI 业务落地和国投集团数字化将带动公司恢复增长。**在“All in AI”战略指引下，公司“天擎”公共安全大模型的技术底座持续夯实，大模型的业务已进入规模化落地阶段，已在公共安全、市场监管、纪检监察、企业数字化等领域实现规模化应用，未来也将推动 AI 应用服务在反诈等领域的发展。而另一方面，公司全资子公司国投云网定位集团数字化基石，正在协助国投集团编制“十五五”数智化规划，将从明年开始承担国投集团数智化建设核心工作，并打造可复制的方案在集团内推广。

盈利预测与投资建议

- 由于公司收入、毛利率均低于预期，我们预测公司 2025-2027 年净利润分别为-3.18/0.28/1.57 亿（原 25-26 年预测为 2.41/3.35 亿），由于公司近两年处于业务调整期、盈利能力不稳定，我们认为应采取 PS 估值，参照可比公司，我们认为公司的合理估值水平为 2026 年的 6.2 倍市销率，对应目标价为 15.05 元，维持增持评级。

风险提示

下游需求低于预期风险；毛利率恢复不及预期风险；费用下降低于预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,984	1,769	1,689	2,076	2,461
同比增长(%)	-13.0%	-10.8%	-4.5%	22.9%	18.5%
营业利润(百万元)	(250)	(394)	(319)	32	173
同比增长(%)	-254.0%	-57.8%	18.9%	110.0%	440.4%
归属母公司净利润(百万元)	(206)	(415)	(318)	28	157
同比增长(%)	-239.1%	-101.8%	23.5%	108.9%	455.2%
每股收益（元）	(0.24)	(0.48)	(0.37)	0.03	0.18
毛利率(%)	46.0%	40.6%	38.5%	39.0%	38.6%
净利率(%)	-10.4%	-23.5%	-18.8%	1.4%	6.4%
净资产收益率(%)	-5.0%	-11.1%	-9.4%	0.9%	4.7%
市盈率	(62.3)	(30.9)	(40.3)	453.9	81.8
市净率	3.2	3.7	4.0	3.9	3.8

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	增持（维持）
股价（2025 年 12 月 03 日）	14.9 元
目标价格	15.05 元
52 周最高价/最低价	19.94/11.2 元
总股本/流通 A 股（万股）	85,948/85,551
A 股市值（百万元）	12,806
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2025 年 12 月 04 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.27	0.07	-6.11	-5.76
相对表现%	-0.03	2.7	-7.71	-20.42
沪深 300%	0.3	-2.63	1.6	14.66



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	
巩固基石业务，加大发展新兴板块	2024-09-06

投资建议

由于公司收入、毛利率均低于预期，我们预测公司 2025-2027 年净利润分别为-3.18/0.28/1.57 亿（原 25-26 年预测为 2.41/3.35 亿），由于公司近两年处于业务调整期、盈利能力不稳定，我们认为应采取 PS 估值，参照可比公司，我们认为公司的合理估值水平为 2026 年的 6.2 倍市销率，对应目标价为 15.05 元，维持增持评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	一致预期营业收入（百万元）					PS			
			2025/12/3	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
启明星辰	002439	14.56		3,315	3,219	3,511	3,927	5.32	5.48	5.02	4.49
安恒信息	688023	52.56		2,043	2,193	2,385	2,621	2.63	2.45	2.25	2.05
迪普科技	300768	18.89		1,155	1,306	1,516	1,774	10.53	9.31	8.02	6.86
拓尔思	300229	19.98		777	873	996	1,138	22.46	20.00	17.52	15.33
深信服	300454	113.01		7,520	8,392	9,539	10,936	6.32	5.66	4.98	4.35
奇安信-U	688561	35.48		4,349	4,749	5,242	5,837	5.57	5.10	4.62	4.15
浩瀚深度	688292	23.41		442	499	593	752	8.38	7.44	6.25	4.93
平均值								7.7	7.1	6.2	5.4

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

下游需求低于预期风险；毛利率恢复不及预期风险；费用下降低于预期风险。

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	1,333	1,274	1,834	1,841	1,867	营业收入	1,984	1,769	1,689	2,076	2,461
应收票据及应收账款	1,047	1,027	667	820	972	营业成本	1,071	1,051	1,039	1,267	1,512
预付账款	64	37	68	83	98	销售费用	298	334	279	284	291
存货	619	394	488	595	711	管理费用	347	304	269	259	261
其他	648	548	442	518	593	研发费用	420	275	229	213	216
流动资产合计	3,712	3,281	3,499	3,858	4,242	财务费用	(12)	(15)	(10)	(15)	(15)
长期股权投资	38	136	59	59	59	资产、信用减值损失	260	417	250	90	80
固定资产	397	316	362	382	396	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	22	0	0	0	投资净收益	96	153	0	0	0
无形资产	266	275	170	39	37	其他	53	50	47	53	56
其他	1,266	1,249	1,083	1,098	1,095	营业利润	(250)	(394)	(319)	32	173
非流动资产合计	1,968	1,998	1,674	1,578	1,587	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	5,679	5,278	5,173	5,435	5,829	营业外支出	3	3	3	3	3
短期借款	101	40	0	0	0	利润总额	(252)	(396)	(322)	29	170
应付票据及应付账款	692	644	488	595	711	所得税	(56)	8	(19)	2	10
其他	580	495	909	1,037	1,164	净利润	(196)	(404)	(303)	28	160
流动负债合计	1,373	1,179	1,397	1,632	1,875	少数股东损益	10	11	15	(1)	3
长期借款	50	49	49	49	49	归属于母公司净利润	(206)	(415)	(318)	28	157
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	-0.24	-0.48	-0.37	0.03	0.18
其他	192	444	397	397	397						
非流动负债合计	242	494	446	446	446	主要财务比率					
负债合计	1,615	1,672	1,844	2,078	2,321		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	105	98	113	112	115	成长能力					
股本	859	859	859	859	859	营业收入	-13.0%	-10.8%	-4.5%	22.9%	18.5%
资本公积	1,334	1,334	1,334	1,334	1,334	营业利润	-254.0%	-57.8%	18.9%	110.0%	440.4%
留存收益	1,657	1,241	923	951	1,099	归属于母公司净利润	-239.1%	-101.8%	23.5%	108.9%	455.2%
其他	109	74	100	100	100	获利能力					
股东权益合计	4,065	3,606	3,329	3,357	3,508	毛利率	46.0%	40.6%	38.5%	39.0%	38.6%
负债和股东权益总计	5,679	5,278	5,173	5,435	5,829	净利率	-10.4%	-23.5%	-18.8%	1.4%	6.4%
						ROE	-5.0%	-11.1%	-9.4%	0.9%	4.7%
						ROIC	-4.6%	-10.5%	-8.7%	0.5%	4.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	28.4%	31.7%	35.6%	38.2%	39.8%
净利润	(196)	(404)	(303)	28	160	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	179	159	190	211	83	流动比率	2.70	2.78	2.50	2.36	2.26
财务费用	(12)	(15)	(10)	(15)	(15)	速动比率	2.21	2.45	2.15	2.00	1.88
投资损失	(96)	(153)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	294	265	684	(117)	(116)	应收账款周转率	1.9	1.7	2.0	2.8	2.8
其它	76	207	32	(16)	6	存货周转率	1.6	2.0	2.4	2.3	2.3
经营活动现金流	245	59	593	91	117	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
资本支出	(7)	36	(100)	(95)	(95)	每股指标（元）					
长期投资	20	(147)	126	0	0	每股收益	-0.24	-0.48	-0.37	0.03	0.18
其他	(52)	80	(5)	(3)	(3)	每股经营现金流	0.28	0.07	0.69	0.11	0.14
投资活动现金流	(39)	(32)	21	(98)	(98)	每股净资产	4.61	4.08	3.74	3.77	3.95
债权融资	54	6	(25)	0	0	估值比率					
股权融资	(3)	(1)	0	0	0	市盈率	-62.3	-30.9	-40.3	453.9	81.8
其他	(318)	(93)	(30)	15	7	市净率	3.2	3.7	4.0	3.9	3.8
筹资活动现金流	(267)	(88)	(55)	15	7	EV/EBITDA	-146.2	-48.4	-86.1	52.9	50.2
汇率变动影响	(1)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-46.1	-29.5	-36.6	715.8	76.6
现金净增加额	(61)	(60)	560	8	26						

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。