



# 软通动力 (301236.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 软硬协同，全栈 AI IT 服务商再启航

### 投资逻辑

- 公司定位：华为生态核心 IT 服务商，“软硬一体”战略构筑全栈增长矩阵。** 公司为国内领先的全栈智能化产品与服务提供商，蝉联中国 IT 服务市场与国内 IT 咨询厂商首位，华为云官网披露公司为 2022 年华为云首家 CTSP 服务伙伴及首批盘古大模型合作伙伴，公司亦深度参与华为云、昇腾、鲲鹏、鸿蒙、欧拉、高斯等华为全体系生态共建。24 年完成同方计算机并表，快速补齐信创 PC、AI 终端与算力硬件能力，26 年 1 月 30 日，公司完成 33.48 亿元向特定对象发行，发行价 40.71 元/股，募资主要用于京津冀软通信创智造基地、AIPC 智能制造基地、怀来智算中心（一期）及计算机生产车间智能升级技改项目。25 年前三季度营收同增 14.3%，归母净利润同增 30.2%。
- 斜率：华为生态深度绑定 + 信创全栈布局，夯实增长根基。** 公司作为华为核心钻石级伙伴，从底层算力芯片、基础软件到云计算、行业应用实现全栈适配与落地。公司打造“信创硬件+基础软件+行业解决方案”全链条布局：信创硬件方面，并表同方计算机后快速构建信创 PC 等全谱系产品矩阵，PC 出货量稳居国内前列；基础软件方面，以开源鸿蒙、欧拉、高斯为核心，依托鸿蒙智联等打造信创底座，在鸿蒙智联、数据库等领域形成差异化壁垒，并在党政等关键行业实现标杆项目落地。
- 增量：具身机器人与 AI 算力双轮驱动，孕育下一阶段增长势能。** 全球具身智能加速迈入产业化拐点，国内产业链量产能力与政策体系领先，公司以软通天擎/天汇切入人形与复合机器人全链条并实现产品落地；AI 算力保持高景气，算力租赁快速扩容，公司依托智算平台与 Token 化运营模式实现首单商业化落地，智算服务与算力租赁具备长期放量空间。

### 盈利预测、估值和评级

- 我们预测，2025/2026/2027 年公司实现营业收入 334.91/361.70/390.64 亿元，同比+6.9%/+8.0%/+8.0%；归母净利润分别为 2.58/3.14/3.65 亿元，同比+42.92%/+21.69%/+16.20%，采用市盈率法，给予公司 2026 年 150 倍 PE 估值，目标价 45.46 元，给予“增持”评级。**

### 风险提示

- 下游行业需求不及预期；并购整合与业务协同不及预期；技术迭代与 AI 竞争加剧；控股股东高比例股权质押；向特定对象发行成本区间潜在抛压；对外投资收益不及预期及资产减值；限售股解禁；主要股东相继减持；债务规模较高风险。**

### 计算机组

分析师：赵伟博 (执业 S1130525120006)

zhaoweibo@gjzq.com.cn

分析师：刘高畅 (执业 S1130525120005)

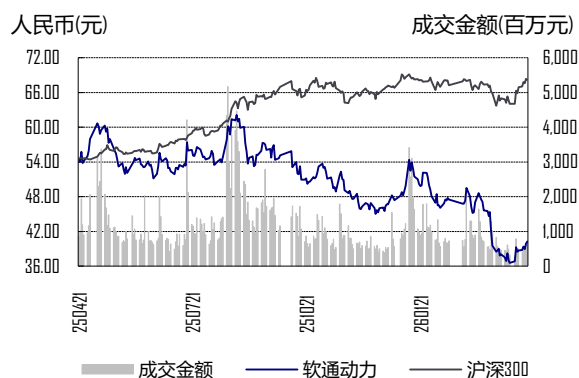
liugaochang@gjzq.com.cn

联系人：孙恺忻

sunkaiqi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.27 元

目标价 (人民币)：45.46 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,581	31,316	33,491	36,170	39,064
营业收入增长率	-7.97%	78.13%	6.94%	8.00%	8.00%
归母净利润(百万元)	534	180	258	314	365
归母净利润增长率	-45.15%	-66.21%	42.92%	21.69%	16.20%
摊薄每股收益(元)	0.560	0.189	0.249	0.303	0.352
每股经营性现金流净额	0.92	0.78	0.43	-0.04	0.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.06%	1.71%	2.40%	2.20%	2.52%
P/E	82.46	310.17	161.71	132.88	114.35
P/B	4.17	5.29	3.89	2.93	2.88

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、公司定位：华为生态核心 IT 服务商，计算×场景×终端构筑全栈 AI 矩阵.....	4
1.1 主业定位：华为生态核心 IT 服务商，计算×场景×终端构筑全栈 AI 矩阵.....	4
1.2 财务分析：费用率优化与盈利能力修复，硬件业务并表带动收入规模增长.....	6
1.3 股权分析：股权结构集中稳定，子公司承载软硬一体与生态拓展.....	7
二、斜率：华为生态深度绑定受益信创加速，并表同方补齐硬件能力拼图.....	8
2.1 华为生态深度绑定：全栈参与 ICT 基础设施与根技术体系，构筑长期竞争壁垒.....	8
2.2 信创战略全景布局：政策与需求共振，并购同方推动卡位全栈核心环节.....	10
三、增量：机器人与 AI 算力双轮驱动，孕育长期增长动能.....	12
3.1 具身智能产业化提速：布局人形机器人全链条，抢占下一代智能终端机遇.....	12
3.2 AI 算力需求持续扩张：公司尝试智算服务与算力租赁，开辟成长新空间.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 投资建议及估值.....	17
五、风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1：公司实现从软件服务商向综合科技服务集团的跨越式升级.....	4
图表 2：公司全栈 AI 产品矩阵：计算×场景×终端，释放智能价值.....	5
图表 3：公司 2024 年并表同方后收入规模明显提升.....	6
图表 4：公司业务结构向双轮驱动转型.....	6
图表 5：公司营收增速 25 年 1-3Q 回落至 14.3%.....	6
图表 6：公司综合毛利率 25 年 1-3Q 降至 11.4%.....	6
图表 7：公司三费率相对稳定.....	7
图表 8：公司净利率有望修复.....	7
图表 9：核心创始人持股比例稳定，机构股东与产业资本多元共存.....	8
图表 10：公司企业上云服务解决方案依托华为公有云平台.....	9
图表 11：软通天鸿提供产品全栈服务及解决方案.....	10
图表 12：基于鲲鹏 920 处理器+昇腾 910AI，公司打造超强 A800IA2 服务器.....	10
图表 13：25 年中国 PC 出货量将保持稳定发展.....	11
图表 14：公司提供信创产品及全栈技术服务.....	12
图表 15：25 年国内人形机器人出货量领跑全球.....	13
图表 16：软通天擎同步发展多系列、多功能、多领域完整布局.....	14



图表 17: 25 年国内智能算力将达到 1,037.3EFLOPS .....	15
图表 18: 互联网行业成为算力租赁主力需求领域 .....	15
图表 19: 盈利预测: 26 年有望实现 361.7 亿元营收, 软硬协同带动毛利率抬升.....	16
图表 20: 可比公司 26 年 PE 中位数约为 116X .....	17



## 一、公司定位：华为生态核心 IT 服务商，计算×场景×终端构筑全栈 AI 矩阵

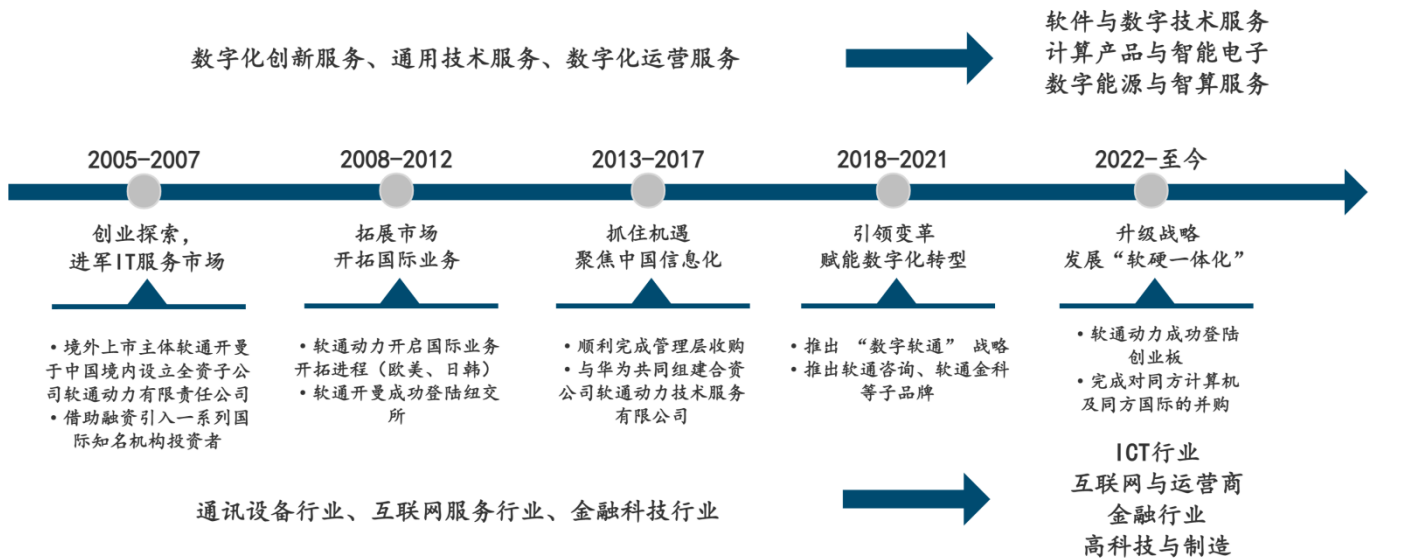
### 1.1 主业定位：华为生态核心 IT 服务商，计算×场景×终端构筑全栈 AI 矩阵

国内领先的全栈智能化产品与服务提供商。目前公司已形成软件与数字技术服务、计算产品与智能电子、数字能源和智算服务三大核心业务板块，构建了“软硬一体、全栈智能”的业务生态。公司前身为软通动力信息技术(集团)有限公司，2020年9月完成整体变更设立为股份有限公司，2022年3月15日在深圳证券交易所挂牌交易。早期以软件与信息技术服务为基础，深耕 ICT、互联网、金融等领域，随着数字经济与人工智能产业的快速发展，逐步推进“智能化、自主化、绿色化、国际化”战略，向“技术+产品+服务+生态”的综合布局演进，形成覆盖数字技术、智能硬件、能源服务、算力支撑的全产业链服务能力。

向全场景智能化解决方案领导者转型。凭借在人工智能、云计算、开源鸿蒙/欧拉、工业互联网等领域的核心技术优势，公司市场地位持续提升，在赛迪顾问发布的《2024-2025年中国信息技术服务市场研究年度报告》中蝉联2024年中国IT服务市场和国内IT咨询厂商首位；据DBC德本咨询发布的“2025中国互联网年度企业”榜单，公司凭借在工业互联网的强劲实力成功入围。

2024年1月，公司完成对同方计算机（后更名为软通计算）及同方国际相关股权的交割并并表，这是公司“软硬一体”战略的重要落子。并购行为有助于快速补齐信创整机、服务器及供应链制造能力，完善从基础软硬件到行业解决方案的产品体系；同时公司借助同方在党政、教育、金融等关键行业的渠道与客户基础，提升公司面向大客户的一体化交付能力，是与公司原有软件服务、华为生态适配及智算能力形成协同，推动硬件销售、解决方案与后续服务的联动放量。

图表1：公司实现从软件服务商向综合科技服务集团的跨越式升级



来源：公司官网，证券之星，中国经济周刊，公司公告，国金证券研究所

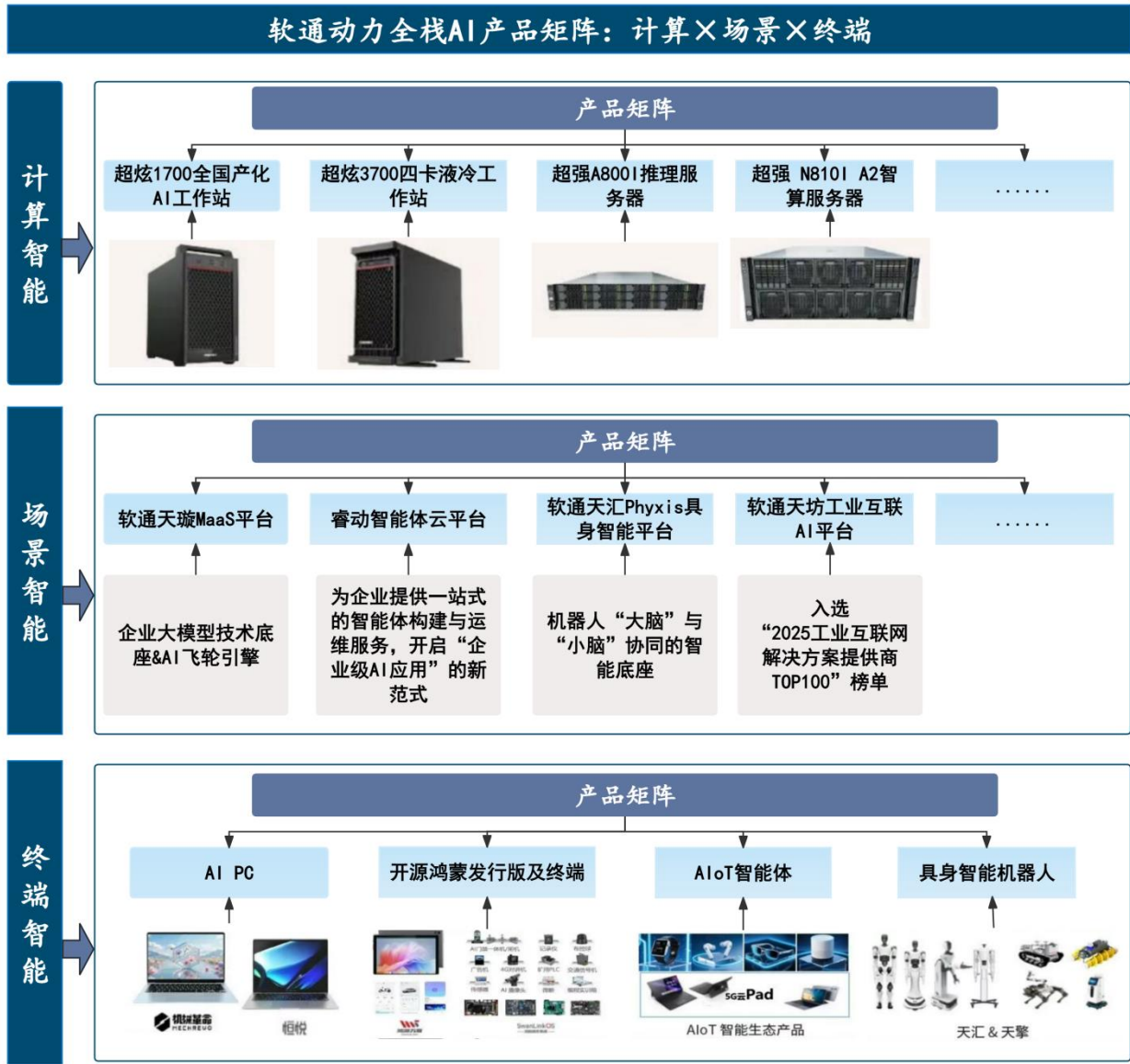
作为华为生态核心合作伙伴，公司深度参与华为技术有限公司技术体系建设。2002年初公司开始与华为展开深度合作，2017年合资成立软通动力技术服务有限公司，合作进一步深化。目前，公司是业内少数实现“昇腾+鲲鹏+鸿蒙+欧拉+高斯+华为云”全栈技术覆盖的钻石级合作伙伴，从底层算力芯片、基础软件到云计算、行业应用，完成华为核心技术体系的全链条适配与落地，双方在海内外多区域、多行业达成深度协同，合作成果涵盖硬件产品共创、软件生态共建、行业解决方案联合打造等多个维度。

软件能力构筑核心壁垒，为硬件产品赋能增值。公司深耕IT服务领域多年，软通咨询蝉联国内IT咨询厂商首位，数字技术服务涵盖云服务、AI大模型等全栈领域，AI业务形成“1+4”能力矩阵；通用技术服务深度融合AI技术，成为500强企业核心信息技术服务供应商，加速技术服务赋能数字化运营服务以“AI+数据”双轮驱动，提供覆盖业务全链路的端到端数智化运营服务。强大的软件技术能力不仅支撑公司为客户提供全生命周期数字化服务，更实现对硬件产品的深度赋能——在具身智能机器人中嵌入多模态交互系统与行业算法模型，使硬件产品具备差异化竞争优势，形成“软件带动硬件”的增值闭环。



硬件产品拓展场景边界，为软件服务提供落地载体。2024 年通过并购整合同方计算机、同方国际等优质资产，公司快速构建起覆盖信创终端、通用终端、创新终端多元硬件矩阵，软通计算机信创 PC 与服务器产品广泛覆盖党政、金融、教育等国产替代重点领域。硬件产品落地不仅直接贡献营收增长，更成为软件服务的重要应用载体与流量入口——通过智算服务器与天元智算服务平台协同，构建“算力+服务”一体化解决方案，形成“硬件承载软件、软件激活硬件”的协同效应。

图表2: 公司全栈 AI 产品矩阵: 计算×场景×终端, 释放智能价值



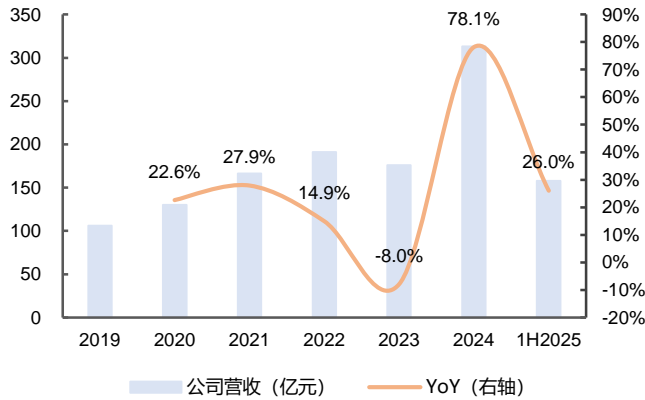
来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

公司营收整体动能强劲。从整体营收及增速来看，2019-2022 年公司营收保持稳健增长；2023 年由于全球经济呈放缓态势，公司预期尚未完全恢复且正推进战略变革，营收短暂承压，营收下滑至 175.81 亿元。2024 年 1 月，公司完成对同方计算机（后更名为软通计算）及同方国际的股权交割与并表，持续深入推进“软硬一体”战略决策，信创 PC、服务器研发制造能力快速突破，公司 PC 出货量市场份额稳居国内第二，营收实现大幅反弹，营收增至 313.16 亿元；2025 年上半年延续高增态势，整体成长动能强劲。

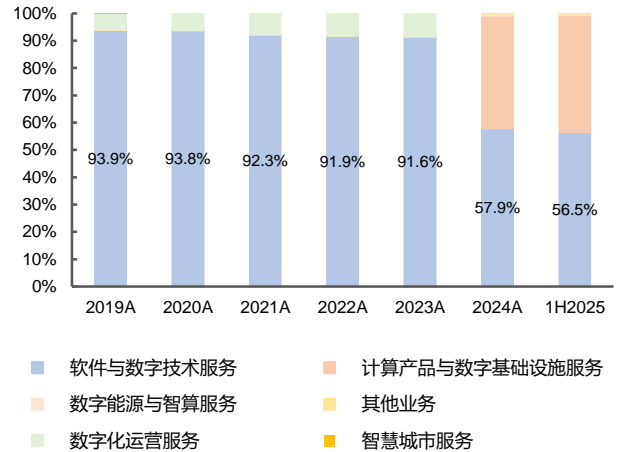
公司业务结构逐步转型。从业务结构来看，2019-2023 年软件与数字技术服务营收占比长期稳定在 90% 以上，覆盖咨询与解决方案、数字技术服务及通用技术服务，是公司营收与利润的核心来源，其余数字化运营、智慧城市等业务占比不足 10%；2024 年公司正式完成同方计算机战略并购，业务口径重构，将原软件服务边界拆分，独立出计算产品与数字基础设施服务，囊括计算产品（PC 终端业务等）及智能电子业务，公司结构由单一核心向双轮驱动转型，成长边界进一步拓宽。



图表3: 公司 2024 年并表同方后收入规模明显提升



图表4: 公司业务结构向双轮驱动转型



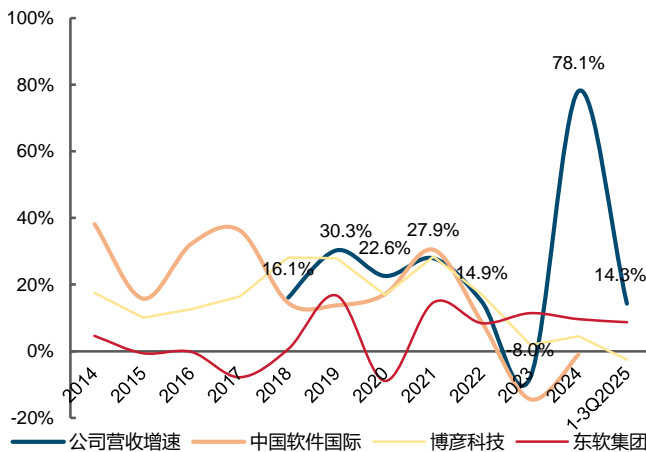
来源: iFinD, 公司公告, 国金证券研究所

来源: iFinD, 公司公告, 国金证券研究所

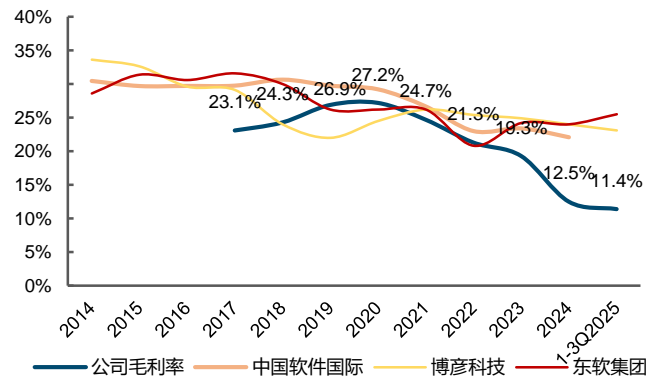
### 1.2 财务分析: 费用率优化与盈利能力修复, 硬件业务并表带动收入规模增长

同业可比公司方面, 中国软件国际、博彦科技、东软集团均以软件开发、IT 外包及数字化服务为核心业务, 整体呈现人力驱动特征, 客户覆盖互联网、金融、通信及大型政企等领域。同业友商均处于软件与信息技术服务赛道, 收入与下游 IT 投入及数字化转型节奏高度相关。1) 收入端看, 软通动力收入与国内数字化转型、企业上云节奏高度同步, 增长弹性突出, 我们认为或与数字经济景气周期及新兴领域业务拓展相关。公司营收在行业景气期实现较高增长, 2019 年及 2021 年分别达 30.3%和 27.9%; 行业调整期则阶段性承压, 2023 年同比增速为-8.0%, 或受宏观环境及公司战略部署调整影响; 2024 年以来, 伴随 AI 驱动及企业数字化需求回暖, 同方计算机、智通国际并表, 公司收入增速有所修复, 增速攀升至 78.1%, 显著领先同业; 2) 毛利率端, 公司综合毛利率处行业中游水平, 且受业务结构影响较为明显。早期受软件与数字技术服务业务细分领域等高毛利业务占比提升及规模化交付效率优化的影响, 毛利率维持在 20%-30%区间, 2019 年至 2020 年逐步抬升至 27.2%; 后续拓展业务板块计算产品与智能电子毛利率较低(约 5%), 对整体盈利能力形成摊薄, 且随行业周期有所回落, 2024 年为 12.5%, 但仍保持健康稳定区间, 盈利能力有望逐步恢复。

图表5: 公司营收增速 25 年 1-3Q 回落至 14.3%



图表6: 公司综合毛利率 25 年 1-3Q 降至 11.4%



来源: iFinD, 公司公告, 国金证券研究所

来源: iFinD, 公司公告, 国金证券研究所

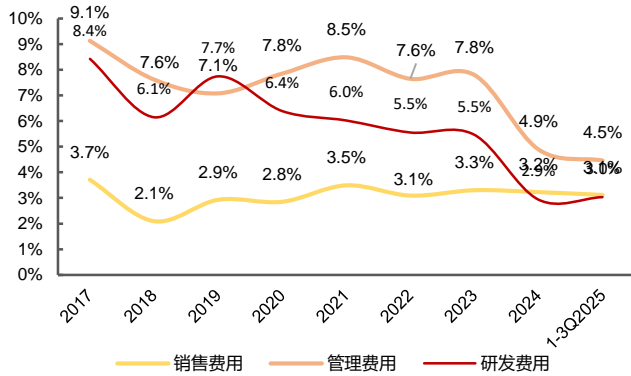
公司三费率整体稳中有降, 费用结构持续优化, 研发投入有回升趋势。公司销售及管理费用率整体呈平稳下降趋势, 其中管理费用率由 2021 年的 8.5%下降至 1-3Q2025 的 4.5%; 研发费用 2017-2023 整体维持在 5%-7%区间, 2024 年虽有所下降, 至 1-3Q2025 仍有回升趋势, 为产品升级及市场拓展提供支撑。

行业周期波动下, 公司盈利能力先抑后扬, 修复趋势明确。2017 年受行业调整影响净利

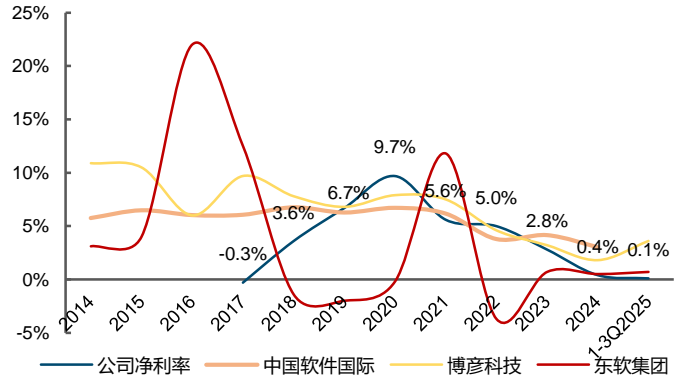


率短暂转负至-0.3%，后续逐步修复；行业景气阶段，公司净利率表现亮眼，2020年达到9.7%的阶段高位；2024年随行业整体下行，净利率回落至0.4%，1-3Q2025进一步收窄至0.1%，但整体保持在健康区间。随着数字化转型需求复苏、高毛利业务占比提升及公司持续降本增效，预计净利率将随订单交付与产能利用率改善逐步回升，业绩弹性有望持续释放。

图表7: 公司三费率相对稳定



图表8: 公司净利率有望修复



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

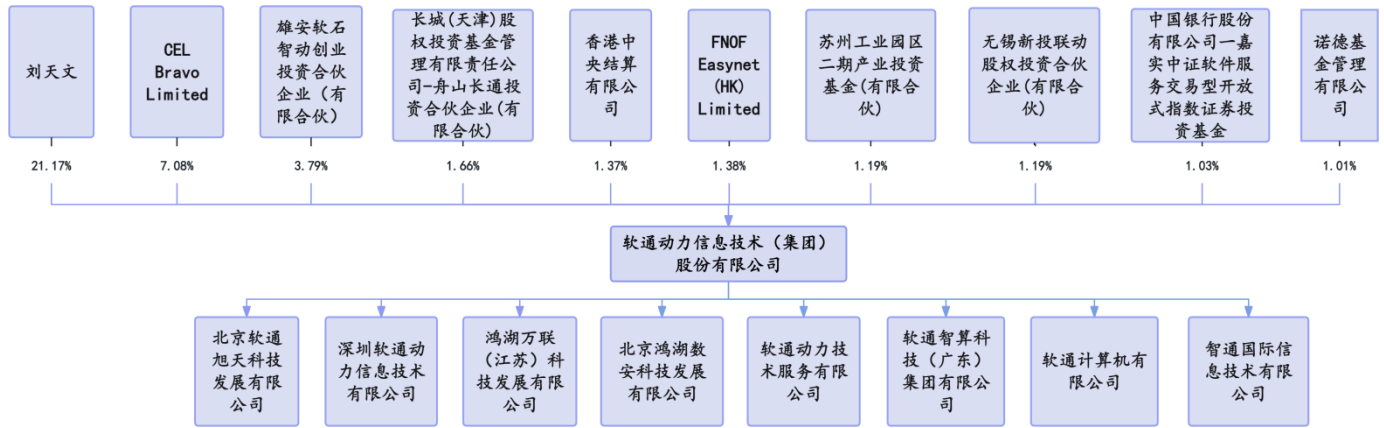
### 1.3 股权分析: 股权结构集中稳定, 子公司承载软硬一体与生态拓展

公司股权结构仍由创始人及其一致行动人主导, 机构股东与产业资本多元共存。根据公司2026年向特定对象发行股票上市公告书及权益变动公告, 刘天文在减持计划实施完毕后直接持有2.19亿股; 本次定增完成后公司总股本增至10.35亿股, 刘天文直接持股比例由发行前约23.00%被动稀释至21.17%, 仍为公司控股股东及核心决策人, 其他机构投资者及公募基金合计持股比例大部分均处于在5%以下, 股权结构稳定且分散。同时公司通过控股子公司多点布局, 持续拓展数字化服务与新兴技术领域。

- 软通智算科技(广东)集团有限公司: 围绕算力基础设施与AI中台开展业务, 自主研发“天元智算服务平台”, 实现算力资源共享调度管理、在算力融合、算力感知、算力运营、算力管理等方面具备高度资源优化和灵活调度的能力。
- 鸿湖万联(江苏)科技发展有限公司: 为公司重点布局基础软件与鸿蒙生态的核心子公司。鸿湖万联主要面向OpenHarmony(开源鸿蒙)提供操作系统发行版、行业解决方案及生态适配服务, 是公司切入操作系统及万物互联领域的重要平台。2024年度, 鸿湖万联累计贡献超过42万行代码, 荣获“2024年度开源鸿蒙社区卓越单位”。
- 软通计算机有限公司: 公司于2024年完成对同方计算机的收购, 公司逐步整合计算产品相关资源, 形成统一的计算产业平台。该战略标志公司正式切入信创PC整机及算力终端领域, 推动“软件服务+计算产品”一体化布局。该公司长期从事国产计算机整机研发与销售, 是国内信创PC重要厂商之一, 有助于公司提升整体解决方案能力。
- 智通国际信息技术有限公司: 原为同方国际, 2024年被公司收购并更名, 是公司全球化及硬件出海的核心平台。该公司主要从事计算机整机及ODM/OEM业务, 并拥有“机械革命”等自有品牌, 覆盖电竞PC及高性能算力终端, 同时具备全球研发、制造及销售体系。通过该平台, 公司实现硬件产品出海及国际市场拓展, 显著提升海外收入与品牌影响力, 已覆盖亚太、欧洲、拉美超18个国家30+客户。



图表9: 核心创始人持股比例稳定, 机构股东与产业资本多元共存



来源: 巨潮资讯, 公司公告, 国金证券研究所

## 二、斜率: 华为生态深度绑定受益信创加速, 并表同方补齐硬件能力拼图

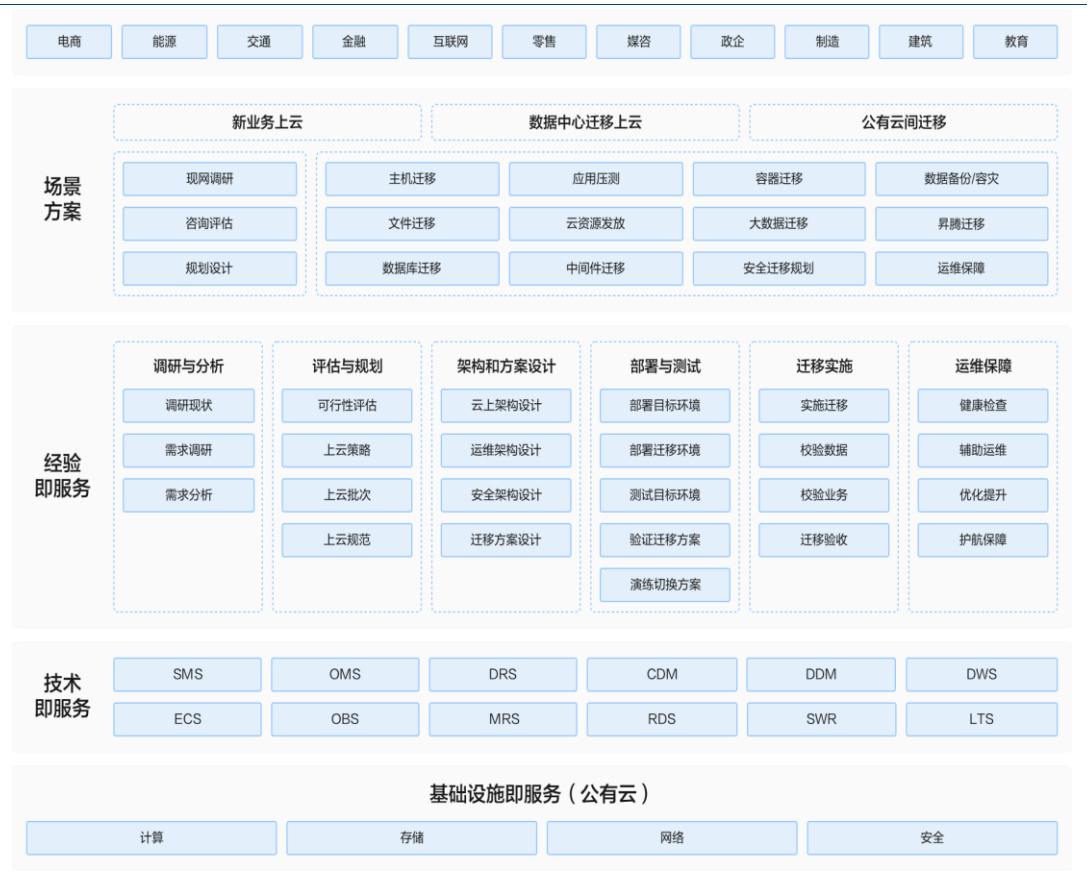
### 2.1 华为生态深度绑定: 全栈参与 ICT 基础设施与根技术体系, 构筑长期竞争壁垒

作为国内领先的软件与信息技术服务商, 公司长期深度服务华为体系。目前, 公司拥有华为同舟共济战略合作伙伴、钻石级解决方案伙伴、盘古大模型首批伙伴等顶级认证, 业务覆盖 ICT 基础设施、云与智能终端、根技术体系(鸿蒙、欧拉、昇腾、鲲鹏、高斯)以及企业核心系统等多个关键领域, 形成从底层技术到行业应用的全栈服务能力, 持续参与核心项目交付与生态建设。

华为云合作持续深化, 海内外标杆落地, 公司已全面嵌入华为 ICT 核心体系。2017 年公司与与华为云签署“同舟共济”合作协议, 坚定实施“销服一体化、咨询与集成”两大战略, 开启深度协同的战略合作新阶段, 通过多项华为云核心能力认证, 成为华为云首个 CTSP 伙伴, 贡献海内外多个项目成功案例。国内华为云合作纵深发展, 公司与华为云助力广州金翔达国际旅行社有限公司完成将 13 套业务系统及周边系统的数据全部迁移至华为云上, 提高商旅航空业务的运行效率 30%, 缩短交付周期 20%, 开创商旅航空业务类型客户上云迁移先河; 在销售领域, 公司在全国多个重点区域城市部署“销售+解决方案+交付”专业团队, 辐射开拓长三角、珠三角、京津冀等多个区域, 在华为云生态大会获得“2024 卓越解决方案提供商”。海外华为云合作不断外延, 公司参与“云上思路, AI 上华为云”出海伙伴计划, 签订了中东中亚合作启动备忘录、亚太区联合商业计划, 并加入了“中东中亚中资联盟”及“数智融合生态联盟”, 与华为云联合落地北非、阿尔及利亚 HCSCBP 云平台, 实现亚太、中东运营商云突破。



图表10: 公司企业上云服务解决方案依托华为公有云平台



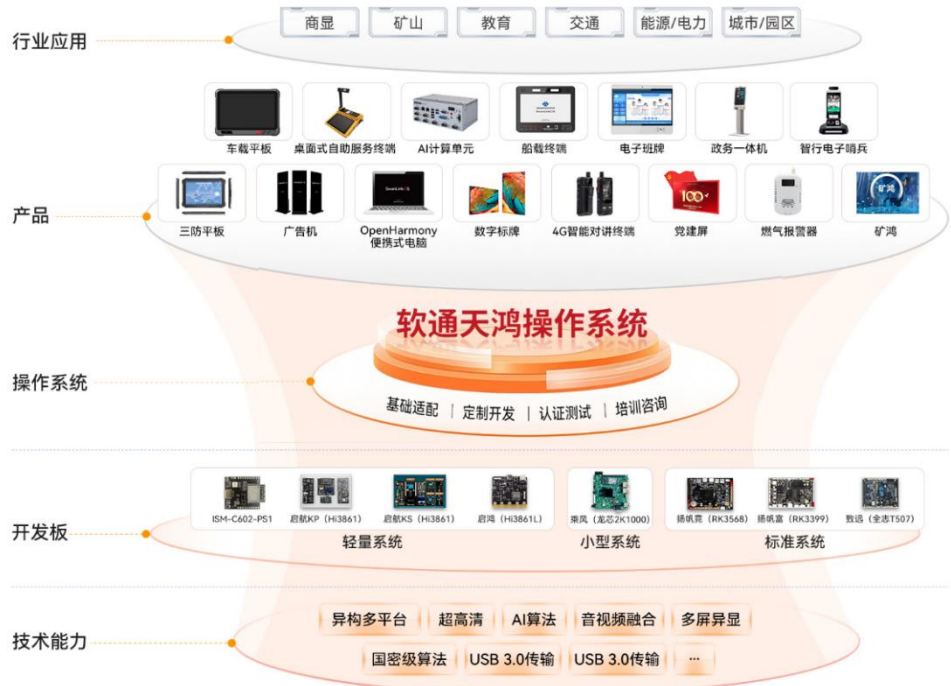
来源：华为云官网，国金证券研究所

根技术体系共建，公司深度参与鸿蒙、欧拉等底层生态建设。2020年，华为鸿蒙操作系统的源代码捐赠给中国开放原子开源基金会（OpenAtomFoundation），开源鸿蒙（OpenHarmony）目标是面向全场景、全连接、全智能时代，搭建智能终端设备操作系统的框架和平台，促进万物互联网繁荣发展。公司与华为合作的生态领域中，开源鸿蒙生态地位领先，子公司鸿湖万联成为鸿蒙产业化核心载体，全面承接软通动力OpenHarmony战略，深耕OpenHarmony技术，提供OpenHarmony产品全栈服务及解决方案。在此技术基础上，公司自研天鸿操作系统，构建了以“天鸿操作系统 SwanLinkOS+ 鸿鹄云管理平台”为核心的全产业链生态，完成近10款国产芯片适配；矿鸿领域实现20+场景、60+认证、近100款设备适配。

欧拉+高斯数据库能力完善，与华为共建信创基础软件底座。公司参与openEuler开源社区建设，自主研发openEuler一站式服务工具链“iTools平台”，构建openEuler一站式服务能力，其中包括：基于openEuler自主研发的天鹤操作系统（iSoftStoneEnterpriseOS，简称ISSEOS），满足不同场景需求，现已推出天鹤OSV24SP1版本；基于openGauss内核自主研发的天鹤数据库（iSoftStoneEnterpriseDatabase，简称ISSEDB），高安全、高性能、高兼容、易运维；数据复制工具天鹤数据复制服务（简称ISSCDC），提供实时监控和告警功能。开源高斯数据库方面，公司已成为openGauss社区推荐优质服务伙伴，具备强劲发展潜力。



图表11: 软通天鸿提供产品全栈服务及解决方案



来源: 鸿湖万联官网, 国金证券研究所

融入昇腾与盘古体系, 深度参与行业智能化。2023年, 公司与华为共同发布了“软通动力 AI 端云协同昇腾解决方案”, 基于昇腾 AI 的硬件产品, 叠加华为云 EI 能力及软通中台能力, 支持华为昇腾全栈生态, 为行业客户带来更加智能化的数据分析和处理; 2024年, 软通天璇 MaaS 平台 2.0 与华为昇腾 AI 完成兼容性测试认证, 满足客户多样化 AI 需求。目前, 公司已搭建绕“昇腾算力+盘古大模型+端边云协同架构”, 华为中国合作伙伴大会 2025 期间, 公司联合吉布森生物科技有限公司正式发布“昇腾智能医疗诊断平台”, 并推出昇腾云服务解决方案并入围盘古大模型服务框架。

图表12: 基于鲲鹏 920 处理器+昇腾 910AI 处理器, 公司打造超强 A800IA2 服务器



来源: 公司官网, 国金证券研究所

## 2.2 信创战略全景布局: 政策与需求共振, 并购同方推动卡位全栈核心环节

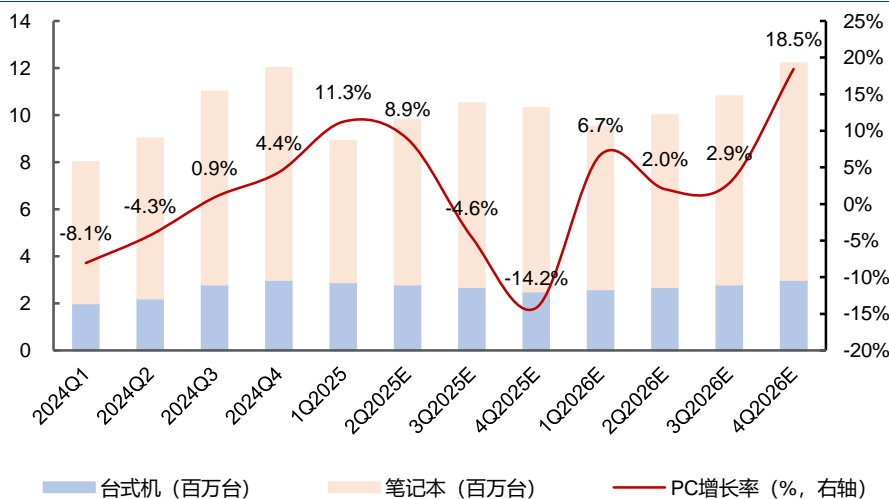
我国信创产业按“2+8+N”梯队有序落地。2018年“中兴事件”为国内信创建设敲响警钟, 自此信创提升至国家战略层面, 推出以党政两大体系先行、金融/电信/电力/石油/交通/教育/医疗/航空航天等国计民生八大行业重点推进, 随后逐步纳入全行业(N)全面覆盖, 成为信创产业全面推广的核心框架; 2021年《“十四五”国家信息化规划》指出2025年推进政务信息化、治理能力现代化, 启动党政信创规模化替代; 2021年12月, 国家发改委发布《“十四五”推进国家政务信息化规划》, 提出到2025年实现政务信息化“安全可靠应用”, 强化全流程自主可控要求; 2022年1月《“十四五”数字经济发展规划》接续强调公共服务数字化水平, 夯实“2”领域替代底座。2022年9月国资委79号文要



求 2027 年央企国企 100%完成信创替代，替换范围涵盖芯片等领域，将“8 大行业”纳入推进范畴，逐步实现“2+8+N”全栈自主可控目标；2025 年 11 月《十五五规划纲要（草案）》再度强调新兴产业与数智化水平发展，信创已从“试点验证阶段”迈入“规模化推广阶段”，行业需求具备长期确定性。

在数字中国与自主可控战略持续推进背景下，信创产业已由“政策驱动”迈入“需求与产业共振”阶段，成为国内 ICT 行业最重要的增长主线之一。从市场空间来看，信创产业正迎来快速增长阶段，产业链逐步完善，自 2018 年信创市场规模持续增长，2027 年中国信创市场有望达到 37011 亿元。具体来看，信创产业链可分为基础硬件、基础软件、应用软件等核心环节。其中，基础软硬件作为“卡脖子”环节，是政策与市场投入的重点方向。Canalys 在 6 月 17 日发布的最新数据显示，2025 年第一季度，中国大陆 PC 市场(不含平板)出货量达 890 万台，同比增长 12%。

图表13: 25 年中国 PC 出货量将保持稳定发展



来源: Canalys, 中国新闻网, 国金证券研究所

公司将信创与自主可控作为核心战略，构建覆盖信创硬件、基础软件、行业解决方案、智算基础设施的全链条能力。依托软件与数字技术服务、计算产品与智能电子、数字能源与智算服务三大业务板块，公司面向党政、金融、运营商、能源、教育、交通等关键行业构建全链条能力，并深度协同华为鲲鹏、昇腾、鸿蒙、欧拉生态，持续强化信创布局，加速成为国内领先的全栈信创提供商。

➢ 信创硬件业务: 公司信创硬件以计算产品与智能电子为核心载体，形成覆盖信创终端、企业级信创算力、智能制造与品牌矩阵的完整体系。2024 年公司完成对同方计算机相关业务收购并表，承接清华同方品牌资产，同步推出北京本土信创整机品牌软通华方，作为同方计算产品唯一合法传承主体开展业务运营。产品端覆盖信创终端、服务器、AI 工作站等全谱系。产能与落地方面，公司推进京津冀信创智造基地、AIPC 智能制造基地建设，京产首台信创服务器顺利下线，产品批量中标党政、金融、运营商、教育等信创重点行业项目，PC 出货量与市场份额稳居国内前列。

➢ 同方系并购战略: 本次同方系并购包括同方计算机 100%股权、同方国际信息技术有限公司(后更名为智通国际)100%股权及同方(成都)智慧产业发展有限公司 51%股权，交易对价分别为 13.55 亿元、5.44 亿元和 1 元，合计约 18.99 亿元；软通计算机、智通国际购买日均为 2024 年 1 月 31 日并自当月末纳入合并报表。并购前，同方计算机 202 年/2023H1 收入分别为 40.32/16.37 亿元，归母净利润分别为-0.99/-0.63 亿元，净利率约-2.5%/-3.9%；同方国际信息 2022 年/2023H1 收入分别为 54.55/35.75 亿元，归母净利润分别为-1.04/0.28 亿元，净利率约-1.9%/0.8%；成都智慧 2022 年/2023H1 收入仅 208.26/10.60 万元，归母净利润为-440.01/-97.49 万元，体量较小且持续亏损。并购后，软通计算机 2024 年营收约 34.96 亿元、净利润-1.26 亿元，2025H1 收入 20.56 亿元、净利润-1.18 亿元，净利率由约-3.6%降至-5.7%，亏损尚未明显改善；智通国际 2024 年 2-12 月收入 97.62 亿元、净利润 0.58 亿元，2025H1 收入 54.49 亿元、净利润 0.65 亿元，净利率由约 0.6%升至 1.2%，盈利能力有所改善。两家公司 2024 年并表收入合计 132.59 亿元、净利润合计-0.68 亿元，对公司收入增长贡献显著但对净利率产生负面影响；2025H1 两家公司收入合计 75.05 亿元、净利润合计-0.53 亿元，整合仍处爬坡期。成都智慧因规模较小，公司 2025 半年报未在主要子公司表中单列其收入净利润，后续改善仍需谨慎跟



踪。

➤ 信创基础软件（根技术）布局：公司以开源鸿蒙、开源欧拉、开源高斯数据库为核心构建信创基础软件底座，依托与华为的深度生态协同，全面参与华为根技术生态共建。开源鸿蒙领域，以子公司鸿湖万联为载体打造全栈方案，矿鸿业务行业领先，鸿蒙智联生态接入规模业内靠前；开源欧拉领域，推出定制化企业级服务器操作系统；开源高斯领域，通过社区服务商认证，与欧拉协同形成信创基础软件栈，支撑关键行业国产化替代（详见 2.1）。2026 年 3 月“华为中国合作伙伴大会 2026”期间，公司正式发布全新品牌——“软通数智”，深耕数智化转型服务前沿。

图表 14：公司提供信创产品及全栈技术服务



来源：软通动力官网，国金证券研究所

➤ 重点行业信创解决方案落地情况：运营商领域，作为中国移动、中国电信、中国联通、中国星网核心供应商，中标 AI 服务器、信创 PC、鲲鹏服务器等重大项目，同时与天翼云联合推进鸿蒙物联网关方案落地，实现运营商信创多场景突破；金融领域深度服务国有大行、城商行、集团财务公司等，提供信创终端、核心系统迁移等全栈服务，成功中标大唐财务公司核心系统升级及信创改造等标杆项目，市场占有率位居行业前列；党政领域，为各级党政机关提供信创集成、算力中心等服务，中标区域亿级算力中心、省级人工智能创新中心软件服务项目，同时完成十余所高校信创产品试点部署，覆盖教学、科研与管理全场景。

### 三、增量：机器人与 AI 算力双轮驱动，孕育长期增长动能

#### 3.1 具身智能产业化提速，人形机器人全链条，抢占下一代智能终端机遇

全球具身机器人正处于从“技术验证”迈向“产业化、规模化落地”的关键阶段，仍处早期但增长极快。《中国发展报告（2025）》数据显示，2030 年全球具身智能市场预计将超过 1500 亿美元，2035 年将达到 4000 亿美元，属于典型的高成长前沿赛道。世界经济论坛报告指出，2026 年前后是行业由实验室走向规模应用的拐点，具身智能（Physical AI）成为继生成式 AI 之后的下一阶段核心方向，将带动整机、核心零部件、算法软件等全产业链高速增长，其中以马斯克主导的特斯拉 Optimus 人形机器人项目，是当前全球最具代表性、产业化推进速度最快的前沿路线。特斯拉依托自身在汽车产业链的大规模制

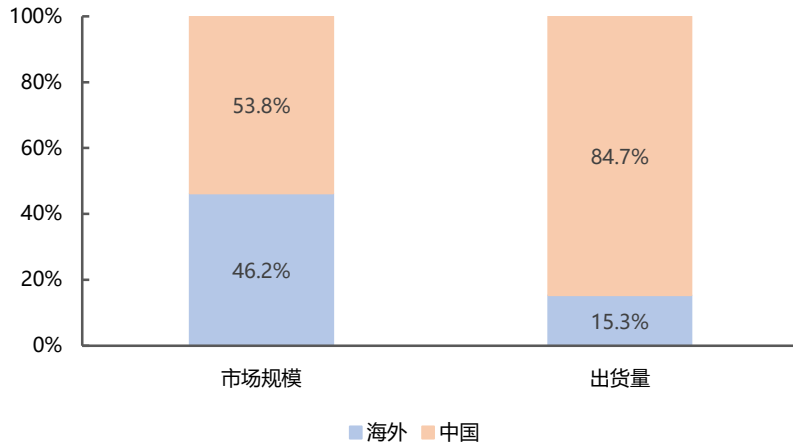


造能力、AI 训练与控制技术积累，持续推动 Optimus 迭代升级，在 2025 年对外明确其第三代产品将于 2026 年正式发布，并规划建设百万台年级别的量产产线，逐步实现商用落地，极大推动全球通用机器人从概念走向现实。

国内具身机器人与具身智能产业正处在政策全面加持、产业链快速成熟、市场规模高速扩张的关键阶段。从政策支持看，2025 年具身智能被正式写入政府工作报告，并纳入国家“十五五”未来产业重点布局；2026 年 2 月在北京召开的人形机器人与具身智能标准化（HEIS）年会上工信部正式发布《人形机器人与具身智能标准体系（2026 版）》，是我国首个覆盖人形机器人与具身智能全产业链、全生命周期的标准顶层设计，标志中国人形机器人产业正从探索式发展迈向规范引领发展的新阶段。从市场规模看，据国务院发展研究中心发布《中国发展报告（2025）》，中国的具身智能市场预计到 2030 年将达到 4000 亿元人民币，预计到 2035 年将超过 1 万亿元人民币，迈入万亿级产业区间。

在产品落地层面，我国已经形成全球最完整的具身机器人量产链条。2025 年国内人形机器人市场规模占据全球份额 53.8%，整机出货量占全球比重达 84.7%，成为全球最大的生产与应用市场。以智元、宇树、优必选等为代表的国内企业，分别以 5168/4200/1000 的年度出货量，占据全球出货量前三席位，先后实现多款人形与四足机器人量产下线，展示出中国人形机器人强大的爆发力。核心零部件国产化率持续提升，叠加国产大模型在具身决策、环境理解、任务规划上的深度赋能，我国具身机器人在成本控制、场景适配、规模化落地能力上已具备全球竞争力。

图表 15：25 年国内人形机器人出货量领跑全球



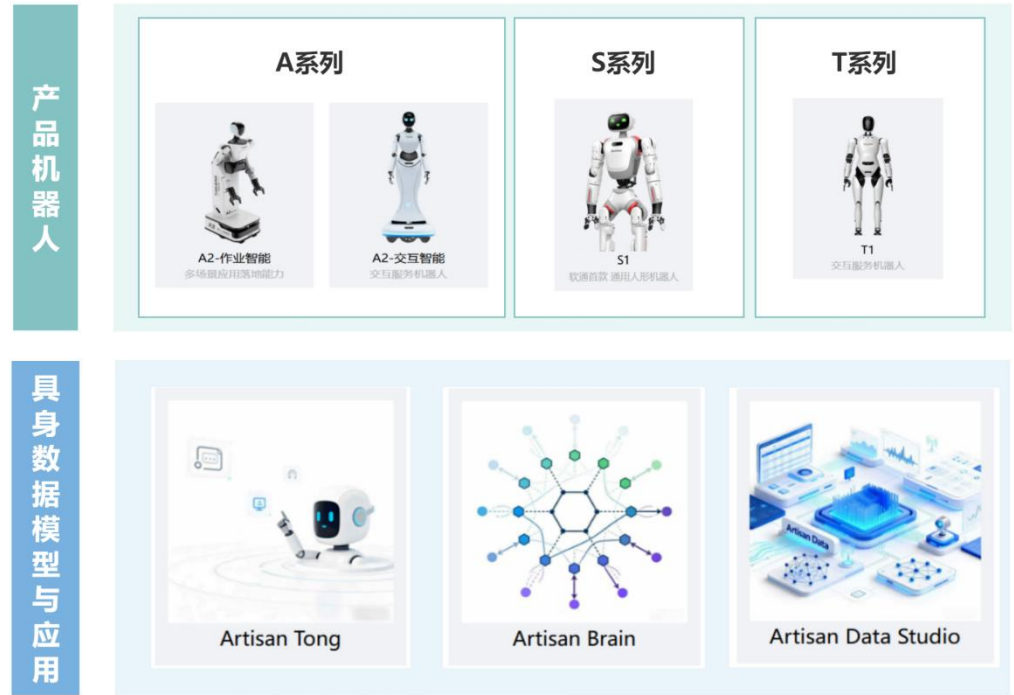
来源：Omedia，环球网，国金证券研究所

公司在具身机器人领域的布局呈现清晰的阶梯式推进节奏。公司具身机器人布局以 2023 年技术铺垫、2024 年战略落地、2025 年产业化成型为脉络逐步展开。2023 年公司尚未开展物理具身机器人的专项布局，同期依托软通动力 AI 机器人-昇腾一体机，帮助客户构建基于昇腾底座的本地化 AI 能力中心，为后续具身智能发展储备算力与算法基础。2024 年成为公司切入具身机器人赛道的关键节点，期间与智元机器人达成战略合作正式布局人形机器人领域，同时联合北京理工华汇成立软通天汇特种机器人实验室；同年 12 月底注册成立江苏软通天擎机器人科技有限公司作为具身机器人业务专属运营主体，完成从技术合作到组织落地的完整布局。

公司加速推进产品化与场景落地，具身智能机器人成为智能终端战略核心之一。公司以软通天擎、软通天汇为核心载体，定位软硬一体具身智能解决方案提供商，搭建起结合人形机器人、复合机器人的产品服务全链条覆盖，推出天鹤 C1 科研教育机型、天擎系列工业巡检机型以及天汇系列管廊巡检、建筑测量等特种复合机器人，部分产品已在无锡智能工厂实现小批量试用，实现多系列（A/S/T 系列）、多功能、多领域同步发展。技术层面，公司依托自研星云具身智能计算平台、天鹤操作系统及天璇 MaaS 大模型平台，持续强化具身决策、运动控制与精密操作能力，核心零部件国产化水平同步提升，充分依托国内完整的具身机器人量产链条优势，在成本控制与场景适配能力上构建竞争力，当前已形成从技术研发、产品设计到量产交付、场景落地的全链条布局。



图表16: 软通天擎同步发展多系列、多功能、多领域完整布局



来源: 软通天擎官网, 国金证券研究所

### 3.2 AI 算力需求持续扩张: 公司尝试智算服务与算力租赁, 开辟成长新空间

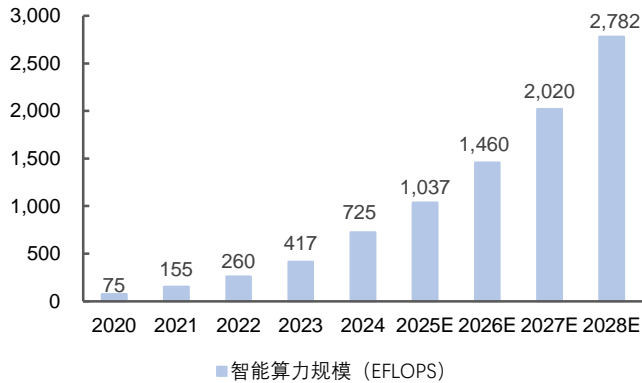
全球及中国 AI 算力市场均处于高速扩张阶段, 中国已成为全球算力增长核心引擎。2025 年全球人工智能 AI 整体支出接近 1.5 万亿美元, 2026 年全球人工智能支出预计将突破 2 万亿美元, 中国算力总规模稳居全球第二位, 2025 算力规模占全球比重约 23%, 算力作为 AI 产业底层支撑持续保持高景气。随着人工智能技术突破, AI 大模型成为前沿焦点, 中国智能算力规模逐年提升, 2024 年国内智能算力规模达 725.3 EFLOPS, 同比增速 74.1%, 预测 2025 年智能算力规模将达到 1,037.3EFLOPS; 2024 年智能算力市场规模为 190 亿美元, 同比增长 86.9%, 预计 2025 年中国人工智能算力市场规模将达到 259 亿美元。AI 服务器市场同步高速扩张。IDC 数据显示, 2024 年全球人工智能服务器市场规模预计为 1,251 亿美元, 2025 年将增至 1,587 亿美元, 中国作为核心增量区域, 国产 AI 芯片与服务器出货量持续提升, 2024 年中国智算服务市场整体规模达到 50 亿美元, 2025 年将增至 79.5 亿美元, 智能算力已成为我国算力体系中战略地位突出的核心板块。

算力租赁依托供需矛盾快速崛起, 已成为国内 AI 算力供给的重要商业化模式。算力租赁是指算力需求方无需自建机房与采购硬件, 通过按需租用 GPU、智算集群等资源并按使用量或时长付费的服务模式, 实现算力资源弹性供给与企业投入成本优化。在高端 GPU 供给持续紧张、大模型训练与推理需求指数级增长的背景下, 算力租赁能够显著降低企业资本开支、缩短算力获取周期, 给予企业更高发展灵活性。基于 FP16 精度测算, 2024 年中国算力租赁市场规模达到 377EFLOPS, 预期至 2027 年达到 1300EFLOPS。

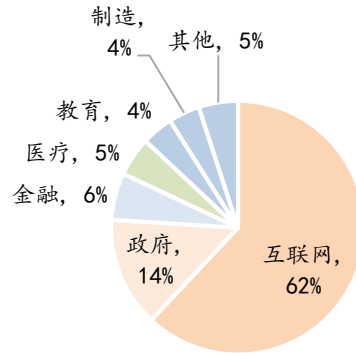
算力租赁行业需求结构呈现集中分化特征。互联网行业以 62% 的占比成为绝对需求主力, 其需求集中于云计算、AI 模型训练及实时推理等高算力场景; 政府需求占比 14%, 偏向智慧城市、公共安全等国产算力化解决方案; 金融、医疗、教育、制造分别占比 6%/5%/4%/4%。



图表17: 25 年国内智能算力将达到 1,037.3EFLOPS



图表18: 互联网行业成为算力租赁主力需求领域



来源: IDC, 浪潮信息, 国金证券研究所

来源: 智研咨询, 国金证券研究所

公司将智算服务列为核心增长战略，初步探索算力租赁业务。2024 年公司成立智算业务总部软通智算，依托自研 DenovoX 天元智算服务平台并投入商用，以 DBO 模式参与智算中心规划、建设与运营，在广州黄埔、上海、韶关等国家算力枢纽节点落地规模化异构算力集群，并接入国家算力互联网服务平台。公司深度适配昇腾国产算力底座，构建“算力基建+调度平台+行业适配”一体化体系，夯实算力服务底层能力。算力租赁层面，公司创新推出“算力基建+睿动 Token+OpenClaw”运营模式，通过睿动平台实现算力按需调度与高效消纳，解决智算中心利用率偏低问题，形成“算力供给-Token 计量-场景消耗-收益分配”的闭环体系，实现算力价值的可持续优化。2025 年，公司已与某游戏行业领先企业签订了算力租赁与资源管理协议，标志公司在算力租赁方向已取得商用业务成功。

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

收入及毛利率方面，我们认为，公司 25/26/27 年收入有望达 334.9/361.7/390.6 亿元，综合毛利率有望达 12.6%/12.6%/12.6%：

- 高科技与制造业务：2024 年受同方计算机并表影响收入高增，同方并表后，公司在品牌、整机研发、制造和供应链端能力显著补强，信创整机国产替代、AIPC 换机周期以及海外 ODM/OEM 拓展有望共同支撑收入增长，毛利率则取决于产品结构向高附加值机型升级及规模效应释放。我们预计 25-27 年该业务收入分别为 110.3/119.2/128.7 亿元，同比增长 9.0%/8.0%/8.0%，毛利率维持在 8.0% 水平。
- 通讯设备业务：作为公司传统核心板块，受益于算力网络建设及 AI 终端需求，依托与华为及运营商体系的长期合作，在算力网络建设、云网边端协同和 AI 终端升级需求释放过程中，公司获取高附加值项目的能力有望持续增强，带动收入稳步增长及毛利率修复。我们预计 25-27 年该业务收入分别为 94.0/101.5/109.6 亿元，同比增长 9.0%/8.0%/8.0%，毛利率随高附加值解决方案占比提升，逐步修复并稳定至 16.0%。
- 互联网服务业务：受益于大模型工程化、AI 应用开发及云服务需求扩张，公司已形成大模型工程化与“AI+数据”运营能力，随着头部互联网客户 AI 应用开发、云迁移和数据治理需求释放，项目单体价值量、交付深度及续约黏性有望继续提升，收入保持较快增长。我们预计 25-27 年该业务收入分别为 78.0/84.2/91.0 亿元，同比增长 9.0%/8.0%/8.0%，毛利率稳定 10.0%，反映相关服务的盈利韧性。
- 金融业务：金融客户对核心系统升级、国产化替代和数据安全要求较高，公司在银行、保险、证券等领域积累较深，信创从外围系统向核心业务系统延伸有望继续带来高质量订单，并支撑较高毛利水平，收入稳健增长。我们预计 25-27 年该业务收入分别为 38.7/41.8/45.1 亿元，同比增长 9.0%/8.0%/8.0%，毛利率提升至 24.0% 并持续稳定，成为拉动综合毛利率的核心动力。
- 其他业务：随着异构算力集群建设及数字能源项目推进，新业务收入体量和毛利贡献



有望逐步提升，并成为中长期业绩弹性来源。我们预计 25-27 年该业务收入分别为 13.9/15.0/16.2 亿元，毛利率提升并稳定至 10.0%。

费用率方面，我们认为：

1) 研发费用率：公司研发投入仍将聚焦开源鸿蒙、开源欧拉/高斯、具身智能与智算平台等关键赛道，在保持核心技术迭代的同时，收入扩张亦有望对费用率形成一定摊薄。持续投入 AI 大模型、开源鸿蒙、智算平台等核心技术，随收入规模扩大，费率保持稳定。我们预计 25/26/27 年研发费率分别为 3.0%/3.0%/3.0%。

2) 销售费用率：信创与智算业务拓展带动销售投入增加，但公司仍需围绕信创整机、鸿蒙生态、机器人及智算服务等新方向保持必要投入，但政企客户复用、产品矩阵完善和品牌协同有望提升销售投入产出效率，但规模效应下费率保持稳定。我们预计 25/26/27 年销售费率分别为 3.2%/3.2%/3.2%。

3) 管理费用率：随着并购同方后组织、供应链与制造体系逐步理顺，共享后台、集中采购及管理半径优化效应有望进一步释放，管理费用率具备稳中趋优基础。规模效应下管理费用率小幅下行。我们预计 25/26/27 年管理费用率分别为 4.7%/4.7%/4.5%。

利润端，公司盈利修复更依赖业务结构优化而非单纯规模扩张，随着金融、互联网服务、智算等高毛利业务占比提升，以及硬件并表后的整合成本逐步消化，利润弹性有望在后续年度更充分体现。2025 年仍处于硬件并表后的整合期，2026-2027 年随高毛利金融、互联网服务业务占比提升，盈利有所修复。我们预计 25/26/27 年归母净利润分别为 2.6/3.1/3.6 亿元，归母净利率分别达 0.8%/0.9%/0.9%，后续随智算等高毛利业务放量，盈利弹性有望逐步释放。

图表19：盈利预测：26 年有望实现 361.7 亿元营收，软硬协同带动毛利率抬升

(亿元, %)	2023	2024	1H2025	2025E	2026E	2027E
营业收入	175.8	313.2	157.8	334.9	361.7	390.6
YoY	-8.0%	78.1%	26.0%	6.9%	8.0%	8.0%
高科技与制造	23.7	101.2	49.7	110.3	119.2	128.7
YoY	1.7%	326.8%	21.5%	9.0%	8.0%	8.0%
毛利率	18.6%	8.7%	7.4%	8.0%	8.0%	8.0%
通讯设备	70.5	86.2	46.0	94.0	101.5	109.6
YoY	-18.4%	22.2%	17.6%	9.0%	8.0%	8.0%
毛利率	19.4%	15.6%	13.0%	16.0%	16.0%	16.0%
互联网服务	32.9	64.9	36.9	78.0	84.2	91.0
YoY	-9.3%	97.5%	89.4%	9.0%	8.0%	8.0%
毛利率	15.8%	9.6%	8.1%	10.0%	10.0%	10.0%
金融	40.4	35.5	16.3	38.7	41.8	45.1
YoY	6.3%	-12.2%	-6.1%	9.0%	8.0%	8.0%
毛利率	21.8%	22.2%	20.7%	24.0%	24.0%	24.0%
其他业务	0.0	0.2	8.9	13.9	15.0	16.2
YoY	3.3%	662.8%	6.3%	8000.0%	8.0%	8.0%
毛利率	73.3%	75.2%	8.2%	10.0%	10.0%	10.0%
其它	8.2	25.1				
YoY	17.5%	205.3%				
毛利率	21.3%	9.8%				



综合毛利率	19.3%	12.5%	10.6%	12.6%	12.6%	12.6%
销售费用率	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用率	7.8%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.5%
研发费用率	5.4%	2.9%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
归母净利润	5.3	1.8	-1.4	2.6	3.1	3.6
归母净利率	3.0%	0.6%	-0.9%	0.8%	0.9%	0.9%

来源：公司财报，国金证券研究所（注：表格中标橙部分为预测值）

#### 4.2 投资建议及估值

我们选取了国内具备人形机器人、智能装备及先进制造布局的上市公司作为可比公司，包括绿的谐波、五洲新春、奥比中光、斯菱智驱，上述公司与公司在智能硬件、先进制造及新兴科技业务布局上具备较强可比性，均面向高成长的智能制造与机器人赛道，成长属性与业务拓展方向契合。上述可比公司 2026 年 PE 估值中位数约 116X，考虑到公司在 AI 大模型、具身智能及机器人工程化落地方面的先发优势，以及“软件服务+智算硬件+机器人解决方案”的全栈布局潜力，我们给予公司 2026 年 150X PE 估值。以公司 2026 年预测归母净利润 3.1 亿元计算，对应目标市值 470.6 亿元，目标价 45.46 元，给予“增持”评级。

图表20：可比公司 26 年 PE 中位数约为 116X

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
688017.SH	绿的谐波	390	0.8	0.6	1.3	2.1	3.0	307.7	324.7	312.4	189.6	131.0
603667.SH	五洲新春	258	1.4	0.9	1.5	2.0	2.4	62.4	99.2	173.4	128.5	106.8
688322.SH	奥比中光	340	(2.8)	(0.6)	1.3	3.3	5.4	(54.5)	(295.7)	267.7	103.0	62.6
301150.SZ	斯菱智驱	143	1.5	1.9	1.9	2.6	3.3	34.1	42.1	77.1	55.5	43.2
中位数	中位数							48.2	70.7	220.5	115.8	84.7
301236.SZ	软通动力	417	5.3	1.8	2.6	3.1	3.6	82.5	310.2	161.7	132.9	114.4

来源：公司财报，国金证券研究所（注：①截至 2026 年 4 月 19 日收盘；②绿的谐波、奥比中光、斯菱智驱盈利预测来自国金证券研究所入库报告；五洲新春的盈利预测来自 iFinD 一致预期；其中，绿地谐波、奥比中光已公告 25 年业绩快报，25 年利润为公告值。）

### 五、风险提示

#### ■ 下游行业需求不及预期风险

若金融、通信等核心行业数字化转型进度放缓，或信创 PC、AI 终端等硬件产品需求不及预期，或将直接影响公司传统业务与新兴计算产品的收入增长节奏。

#### ■ 并购整合与业务协同不及预期风险

公司完成对同方计算机的收购后，若内部管理、技术与渠道整合进度慢于预期，或“软件服务 + 计算产品”一体化协同效应未能充分释放，或将影响硬件业务盈利水平与长期成长空间。

#### ■ 技术迭代与 AI 竞争加剧风险

AI 大模型、开源鸿蒙、智算平台等技术路线迭代加速，若公司研发投入节奏滞后于行业，或国内外科技巨头在 AI 工程化、具身智能等领域形成更强竞争优势，或将削弱公司技术壁垒与市场份额，重塑竞争格局。

#### ■ 地缘政治风险

公司智能硬件产品已覆盖亚太、欧洲等海外市场，若国际贸易环境恶化、地缘冲突加剧或



海外市场准入政策收紧，或将限制海外业务收入增长，影响核心元器件供应链安全。

#### ■ 控股股东高比例股权质押风险

截至 2025 年 10 月 9 日公告披露日，控股股东、实际控制人刘天文累计质押 129,480,748 股，占其所持股份的 57.20%。尽管公司公告称相关质押风险总体可控，但若后续股价波动加大或融资环境收紧，仍可能带来补充担保、追加质押或被动处置压力，并对市场情绪造成一定扰动。

#### ■ 向特定对象发行成本区间附近潜在抛压风险

公司于 2026 年 1 月 30 日完成向特定对象发行股票，发行价格 40.71 元/股，新增股份于 2026 年 2 月 26 日上市。若后续股价修复至发行成本区间附近并进入解禁窗口，部分认购方可能存在收益兑现诉求；同时，若募投项目建设、产能爬坡或效益释放节奏不及预期，也可能阶段性加大股价波动。

#### ■ 对外投资收益不及预期及资产减值风险

公司对外投资布局领域较广，部分被投项目尚处培育期或存在经营亏损，若投资收益不及预期、资产减值计提增加，或将对公司整体盈利水平形成拖累，影响业绩稳定性。

#### ■ 限售股解禁风险

公司存在 2026 年 8 月 26 日限售股解禁安排，解禁股份占公司总股本比例 7.95%，若解禁前后出现集中减持，可能对公司股价形成阶段性压力。

#### ■ 主要股东相继减持风险

公司第一大股东、第二大股东相继披露减持计划，若后续减持节奏加快、减持规模超预期，或对股价造成扰动。

#### ■ 债务规模较高风险

公司债务规模相对较高，若融资环境收紧、融资成本上升，或经营现金流承压，可能加剧公司偿债压力与财务风险，影响资金周转与业务扩张。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	19,104	17,581	31,316	33,491	36,170	39,064
增长率		-8.0%	78.1%	6.9%	8.0%	8.0%
主营业务成本	-15,042	-14,194	-27,416	-29,257	-31,598	-34,126
%销售收入	78.7%	80.7%	87.5%	87.4%	87.4%	87.4%
毛利	4,062	3,386	3,901	4,234	4,572	4,938
%销售收入	21.3%	19.3%	12.5%	12.6%	12.6%	12.6%
营业税金及附加	-130	-124	-148	-167	-181	-195
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-594	-578	-1,007	-1,072	-1,157	-1,250
%销售收入	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用	-1,459	-1,374	-1,529	-1,574	-1,701	-1,758
%销售收入	7.6%	7.8%	4.9%	4.7%	4.7%	4.5%
研发费用	-1,059	-957	-917	-1,005	-1,085	-1,172
%销售收入	5.5%	5.4%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	820	353	300	416	448	563
%销售收入	4.3%	2.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.4%
财务费用	-75	-17	-124	-270	-308	-309
%销售收入	0.4%	0.1%	0.4%	0.8%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-41	-42	-247	-160	-13	-14
公允价值变动收益	28	-32	11	80	0	0
投资收益	21	14	14	16	17	18
%税前利润	2.1%	2.8%	13.3%	6.3%	5.2%	4.6%
营业利润	986	485	123	262	325	388
营业利润率	5.2%	2.8%	0.4%	0.8%	0.9%	1.0%
营业外收支	23	11	-16	-2	5	5
税前利润	1,008	496	107	260	330	393
利润率	5.3%	2.8%	0.3%	0.8%	0.9%	1.0%
所得税	-58	-9	29	-52	-66	-79
所得税率	5.8%	1.8%	-27.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	950	487	136	208	264	315
少数股东损益	-23	-47	-44	-50	-50	-50
归属于母公司的净利润	973	534	180	258	314	365
净利率	5.1%	3.0%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	950	487	136	208	264	315
少数股东损益	-23	-47	-44	-50	-50	-50
非现金支出	527	491	792	509	465	549
非经营收益	62	45	158	347	148	67
营运资金变动	-527	-150	-345	-650	-920	-468
经营活动现金净流	1,012	872	741	413	-44	462
资本开支	-392	-535	-683	-739	-675	-575
投资	6	-447	-993	80	0	0
其他	-466	63	-22	16	17	18
投资活动现金净流	-852	-919	-1,699	-642	-658	-557
股权募资	4,399	79	11	0	3,314	0
债权募资	-579	109	3,108	65	-1,729	936
其他	-667	-245	-1,216	-403	-325	-266
筹资活动现金净流	3,153	-57	1,903	-338	1,259	670
现金净流量	3,324	-100	857	-567	558	575

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,344	6,247	7,190	6,559	7,070	7,612
应收款项	5,426	5,517	6,822	7,124	7,694	8,309
存货	683	715	4,051	3,046	3,290	3,553
其他流动资产	104	156	851	1,205	1,722	1,739
流动资产	12,557	12,635	18,913	17,934	19,776	21,213
%总资产	83.4%	80.9%	81.6%	80.3%	80.9%	81.8%
长期投资	712	517	803	803	803	803
固定资产	703	877	1,289	1,861	2,090	2,142
%总资产	4.7%	5.6%	5.6%	8.3%	8.6%	8.3%
无形资产	656	674	1,365	1,411	1,457	1,496
非流动资产	2,505	2,982	4,268	4,401	4,659	4,734
%总资产	16.6%	19.1%	18.4%	19.7%	19.1%	18.2%
资产总计	15,063	15,618	23,181	22,335	24,435	25,947
短期借款	2,460	2,510	4,616	4,982	3,253	4,189
应付款项	390	440	3,112	2,432	2,626	2,835
其他流动负债	1,808	1,807	2,276	2,247	2,470	2,697
流动负债	4,658	4,757	10,005	9,661	8,350	9,721
长期贷款	2	1	1,667	1,667	1,667	1,667
其他长期负债	373	260	844	236	196	168
负债	5,033	5,018	12,516	11,565	10,212	11,556
普通股股东权益	10,058	10,561	10,574	10,729	14,231	14,450
其中：股本	635	953	953	953	1,035	1,035
未分配利润	2,660	3,163	3,155	3,310	3,498	3,717
少数股东权益	-28	39	91	41	-9	-59
负债股东权益合计	15,063	15,618	23,181	22,335	24,435	25,947

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.532	0.560	0.189	0.249	0.303	0.352
每股净资产	15.833	11.082	11.097	10.364	13.747	13.959
每股经营现金净流	1.594	0.915	0.778	0.434	-0.043	0.446
每股股利	1.500	0.180	0.100	0.108	0.121	0.141
回报率						
净资产收益率	9.68%	5.06%	1.71%	2.40%	2.20%	2.52%
总资产收益率	6.46%	3.42%	0.78%	1.15%	1.28%	1.40%
投入资本收益率	6.16%	2.63%	2.23%	1.91%	1.87%	2.22%
增长率						
主营业务收入增长率	14.92%	-7.97%	78.13%	6.94%	8.00%	8.00%
EBIT 增长率	-17.54%	-56.96%	-15.03%	38.54%	7.84%	25.59%
净利润增长率	3.02%	-45.15%	-66.21%	42.92%	21.69%	16.20%
总资产增长率	43.14%	3.68%	48.43%	-3.65%	9.40%	6.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	91.7	104.0	68.2	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	16.7	18.0	31.7	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	2.9	4.0	19.0	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	13.4	16.9	12.1	15.4	16.1	14.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.71%	-35.25%	-8.50%	0.83%	-15.12%	-12.20%
EBIT 利息保障倍数	10.9	20.6	2.4	1.5	1.5	1.8
资产负债率	33.41%	32.13%	53.99%	51.78%	41.79%	44.54%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	6	14
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.14	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究