

AI 促新拐点，云业务成新引擎

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年报，全年实现收入 80.43 亿 (+6.96%)，归母净利 3.93 亿 (+99.52%)，扣非净利 3.04 亿 (+296.38%)。其中 Q4 实现收入 29.18 亿 (+1.09%)，归母净利 4.73 亿 (-39.04%)，扣非净利 4.40 亿 (-39.49%)。此外公司发布 2026 年 Q1 季报，实现收入 16.27 亿 (+28.91%)，归母净利-0.65 亿 (+74.16%)，扣非净利-0.81 亿 (+69.11%)，Q1 收入业绩实现超预期。
- 转型 AI+云基础设施服务商，云业务成最大营收来源。**分业务看，云计算及 IT 基础设施业务营收达 40.10 亿 (+18.50%)，营收占比升至 49.86%，首次超越网络安全业务；网络安全业务、基础网络和物联网业务收入分别为 35.40 亿 (-2.46%)、4.93 亿 (-2.69%)。公司锚定“AI First”战略，以超融合 HCI 为底座，叠加 AICP 智算平台，打造“云+AI”全栈基础设施。在 VMware 替代窗口以及 AI 浪潮下，公司有望凭借“AI+云+安全”一体化解决方案的优势持续受益。
- 毛利率受结构影响承压，AI 提效带动费用率改善。**2025 年公司综合毛利率为 59.31%，同比下降 2.16 pct，主因是低毛利的云业务占比提升所致。报告期间，公司坚持降本增效，期间费用率为 58.96%，同比下降 4.98 pct。AI 促进公司人效进一步提升，2025 年公司人均创收 110.45 万 (+8.8%)。公司将 AI 技术深度融入研发流程，如 AI 代码助手等，赋能研发提升效率。我们认为公司研发和管理效率也同样能持续受益 AI 的发展，人效持续提升，费用率有望不断摊薄。
- 深化“AI+云安全”融合，充分受益 AI 浪潮。**2025 年公司 AI 安全平台，实现安全 GPT 在云端与终端的全量部署，同时升级了超融合/云平台。此外，为响应用户 AI 建设需求，公司自研 AI 基础设施产品—AI 算力网关，帮助降低大模型开发和应用门槛，并推出 AI Coding 平台 CoStrict。随着公司不断补全 AI 产品线，公司在 AI 驱动的数字化底座市场逐渐崭露头角，在新一轮 AI 浪潮有望不断受益。

盈利预测与投资建议

- 根据近期财报，我们调整公司收入与费用等预测，我们预计公司 26-28 年营收分别为 89.95、99.10、108.05 亿元（原 26-27 年预测分别为 91.66、103.40 亿元），根据可比公司 26 年的 PS 水平，给予公司 26 年 6.91 倍 PS，对应目标价为 143.93 元，维持买入评级。

风险提示

AI 本地化部署需求释放不及预期；行业竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,520	8,043	8,995	9,910	10,805
同比增长(%)	-1.9%	7.0%	11.8%	10.2%	9.0%
营业利润(百万元)	211	368	622	821	1,018
同比增长(%)	1.1%	74.0%	69.1%	32.1%	23.9%
归属母公司净利润(百万元)	197	393	530	700	867
同比增长(%)	-0.5%	99.5%	34.9%	32.0%	23.9%
每股收益(元)	0.46	0.91	1.23	1.62	2.01
毛利率(%)	61.5%	59.3%	58.7%	59.1%	58.8%
净利率(%)	2.6%	4.9%	5.9%	7.1%	8.0%
净资产收益率(%)	2.2%	4.2%	5.3%	6.6%	7.6%
市盈率	256.9	128.7	95.4	72.3	58.3
市净率	5.5	5.2	4.9	4.6	4.3

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 (2026年04月30日)	117.18 元
目标价格	143.93 元
52 周最高价/最低价	188/85.8 元
总股本/流通 A 股 (万股)	43,156/28,800
A 股市值 (百万元)	50,570
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2026 年 05 月 06 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.12	13.61	-27.07	19.58
相对表现%	7.68	6.59	-29.22	-7.92
沪深 300%	0.44	7.02	2.15	27.5



证券分析师

陈超 执业证书编号：S0860521050002
chenchao3@orientsec.com.cn
021-63326320

浦俊懿 执业证书编号：S0860514050004
pujunyi@orientsec.com.cn
021-63326320

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			
		2026/04/30	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
金山办公	688111	1,167	59.29	70.51	83.67	97.42	19.69	16.56	13.95	11.98	
合合信息	688615	269	18.10	22.89	28.55	35.88	14.85	11.74	9.41	7.49	
用友网络	600588	399	91.82	105.57	118.58	132.94	4.35	3.78	3.37	3.00	
广联达	002410	181	60.97	63.72	66.99	69.25	2.97	2.85	2.71	2.62	
安恒信息	688023	45	21.51	22.80	24.43	25.35	2.11	2.00	1.86	1.79	
中望软件	688083	96	8.93	10.39	11.99	13.43	10.77	9.26	8.02	7.16	
	最大值						19.69	16.56	13.95	11.98	
	最小值						2.11	2.00	1.86	1.79	
	平均数						9.12	7.70	6.55	5.67	
	调整后平均						8.23	6.91	5.88	5.07	

数据来源：wind，东方证券研究所

根据近期财报，我们调整公司收入与费用等预测，我们预计公司 26-28 年营收分别为 89.95、99.10、108.05 亿元（原 26-27 年预测分别为 91.66、103.40 亿元），根据可比公司 26 年的 PS 水平，给予公司 26 年 6.91 倍 PS，对应目标价为 143.93 元，维持买入评级。

风险提示

本地化部署需求释放不及预期；行业竞争加剧风险。

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	525	535	1,580	2,349	3,330	营业收入	7,520	8,043	8,995	9,910	10,805
应收票据、账款及款项融资	826	783	854	941	1,026	营业成本	2,898	3,273	3,716	4,055	4,455
预付账款	28	34	38	42	45	销售费用	2,507	2,553	2,744	3,000	3,232
存货	340	861	446	487	535	管理费用	382	340	358	373	386
其他	5,184	7,137	7,370	7,614	7,876	研发费用	2,118	2,055	2,116	2,251	2,338
流动资产合计	6,904	9,350	10,288	11,432	12,812	财务费用	(198)	(206)	(173)	(182)	(191)
长期股权投资	474	486	534	588	646	资产、信用减值损失	4	(5)	(2)	8	8
固定资产	837	734	998	958	874	公允价值变动收益	5	(6)	1	1	1
在建工程	292	337	0	0	0	投资净收益	112	54	54	54	54
无形资产	267	259	368	373	377	其他	284	286	331	361	385
其他	6,449	5,483	5,478	5,478	5,481	营业利润	211	368	622	821	1,018
非流动资产合计	8,318	7,298	7,377	7,396	7,378	营业外收入	4	17	10	10	10
资产总计	15,222	16,648	17,665	18,828	20,190	营业外支出	11	5	8	8	8
短期借款	200	0	0	0	0	利润总额	204	380	624	823	1,020
应付票据及应付账款	907	1,507	1,709	1,865	2,049	所得税	8	(12)	94	123	153
其他	3,120	3,430	3,688	3,996	4,307	净利润	197	393	530	700	867
流动负债合计	4,228	4,937	5,398	5,861	6,356	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	197	393	530	700	867
应付债券	1,155	1,192	1,192	1,192	1,192	每股收益(元)	0.46	0.91	1.23	1.62	2.01
其他	671	823	823	823	823						
非流动负债合计	1,827	2,015	2,015	2,015	2,015	主要财务比率					
负债合计	6,054	6,952	7,413	7,876	8,371		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	422	421	432	432	432	营业收入	-1.9%	7.0%	11.8%	10.2%	9.0%
资本公积	5,064	5,257	5,466	5,466	5,466	营业利润	1.1%	74.0%	69.1%	32.1%	23.9%
留存收益	3,392	3,824	4,354	5,054	5,921	归属于母公司净利润	-0.5%	99.5%	34.9%	32.0%	23.9%
其他	290	194	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,168	9,696	10,252	10,952	11,818	毛利率	61.5%	59.3%	58.7%	59.1%	58.8%
负债和股东权益总计	15,222	16,648	17,665	18,828	20,190	净利率	2.6%	4.9%	5.9%	7.1%	8.0%
						ROE	2.2%	4.2%	5.3%	6.6%	7.6%
						ROIC	0.1%	1.5%	3.4%	4.6%	5.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	39.8%	41.8%	42.0%	41.8%	41.5%
净利润	197	393	530	700	867	净负债率	9.6%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	194	124	225	290	332	流动比率	1.63	1.89	1.91	1.95	2.02
财务费用	(198)	(206)	(173)	(182)	(191)	速动比率	1.55	1.72	1.82	1.87	1.93
投资损失	(112)	(54)	(54)	(54)	(54)	营运能力					
营运资金变动	39	124	663	181	195	应收账款周转率	9.3	11.7	13.3	13.4	13.4
其它	693	962	(94)	7	7	存货周转率	7.7	5.3	5.6	8.5	8.6
经营活动现金流	812	1,342	1,097	942	1,155	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	(457)	(17)	(255)	(255)	(255)	每股指标(元)					
长期投资	(64)	(12)	(49)	(53)	(59)	每股收益	0.46	0.91	1.23	1.62	2.01
其他	351	(959)	(145)	(46)	(51)	每股经营现金流	1.92	3.19	2.54	2.18	2.67
投资活动现金流	(170)	(989)	(449)	(355)	(365)	每股净资产	21.24	22.47	23.76	25.38	27.39
债权融资	32	35	4	0	0	估值比率					
股权融资	13	192	220	0	0	市盈率	256.9	128.7	95.4	72.3	58.3
其他	(888)	(542)	173	182	191	市净率	5.5	5.2	4.9	4.6	4.3
筹资活动现金流	(843)	(314)	397	182	191	EV/EBITDA	238.4	172.9	73.2	53.0	42.5
汇率变动影响	0	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	3,754.8	305.6	109.8	77.1	59.6
现金净增加额	(201)	37	1,045	769	981						

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。