

战略转型带来短期利润承压，看好核心业务长期发展

核心观点

事件：公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 52.42 亿元（-3.73%），实现归母净利润 4.66 亿元（-39.36%），实现扣非归母净利润 3.40 亿元（-49.62%）。

- **公司持续推动战略转型，研发投入大幅增加保障公司长期成长。**2023 年公司全面启动 Smart to Intelligent 战略，致力投入 AI 大模型的研发。公司全年研发投入达 14.58 亿元，同比增长 19.78%，利润因战略转型投入短期承压。2023 年公司毛利率为 36.95%，同比下降 2.34pct。经过 2023 年的战略转型，公司在整车操作系统、工业机器人的产品开发上都实现了关键进展，有望在 2024 年进入投资回报期。
- **公司长期布局智能汽车软件优势凸显，智能驾驶软件收入创历史新高。**“舱驾融合”引发产业新变革，AI 技术正推动汽车产业中央计算时代开启，公司长期布局智能汽车软件奠定核心优势。公司整合从座舱到驾驶的领先的 OS 产品和技术优势，大力投入整车操作系统与舱驾一体 HPC 产品的研发，并且行业首发了整车操作系统产品-“滴水 OS”整车操作系统。2023 年，公司智能汽车业务实现营业收入 23.37 亿元，同比增长 30.34%。其中，智能驾驶软件收入高达 1.82 亿元，取得历史性突破。
- **公司核心卡位端侧 AI，物联网业务下半年恢复增长。**2023 年公司智能物联网业务实现营业收入 14.89 亿元，同比下降 15.45%。尽管受宏观因素影响部分物联网品类营业收入下滑，但公司建立了丰富的物联网核心产品线，实现了平台整合能力，于 2023 年下半年扭转了下滑颓势恢复增长。软件是物联网设备智能化过程的核心，公司核心卡位端侧 AI，将操作系统和端侧智能的技术融合，具备开发板参考设计、系统调优适配、端侧量化剪裁等核心能力，不断拓展产品赛道的延展，后续增长空间广阔。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 2023 年年报，我们预测公司 2024-2026 年每股收益为 1.35/1.93/2.46 元（原 24-25 年预测为 3.03/3.97 元，下调营收、费用预测），参考可比公司给予公司 2024 年 40 倍市盈率，对应目标价为 54.00 元，维持买入评级。

风险提示

汽车智能化落地不及预期，智能物联网业务拓展不及预期，其他收益占比较高风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,445	5,242	6,579	7,921	9,288
同比增长(%)	32.0%	-3.7%	25.5%	20.4%	17.3%
营业利润(百万元)	771	428	676	967	1,232
同比增长(%)	17.9%	-44.5%	58.0%	43.0%	27.4%
归属母公司净利润(百万元)	769	466	620	888	1,132
同比增长(%)	18.8%	-39.4%	32.9%	43.3%	27.5%
每股收益(元)	1.67	1.01	1.35	1.93	2.46
毛利率(%)	39.3%	36.9%	38.3%	39.1%	39.5%
净利率(%)	14.1%	8.9%	9.4%	11.2%	12.2%
净资产收益率(%)	10.8%	5.0%	6.3%	8.5%	10.0%
市盈率	27.0	44.5	33.5	23.4	18.3
市净率	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8

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	买入（维持）
股价（2024年04月19日）	45.1元
目标价格	54.00元
52周最高价/最低价	114.86/43.31元
总股本/流通A股（万股）	46,001/36,681
A股市值（百万元）	20,746
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2024年04月22日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-3.32	-31.34	-24.74	-53.26
相对表现%	-5.21	-30.33	-33.06	-39.13
沪深300%	1.89	-1.01	8.32	-14.13



证券分析师

浦俊懿	021-63325888*6106 pujunyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050004
陈超	021-63325888*3144 chenchao3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050002

联系人

覃俊宁	qinjunning@orientsec.com.cn
宋鑫宇	songxinyu@orientsec.com.cn

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2024/4/19	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
虹软科技	688777	27.42	0.14	0.22	0.41	0.57	192.56	125.78	66.75	48.49
德赛西威	002410	118.01	2.13	2.79	3.78	4.99	55.29	42.34	31.19	23.66
经纬恒润 -W	688188	56.60	1.96	-1.83	2.00	3.48	28.95	-30.93	28.37	16.24
光庭信息	301162	35.37	0.34	0.68	0.94	1.32	102.94	52.24	37.56	26.71
润和软件	600588	22.06	0.13	0.24	0.43	0.68	166.62	91.31	51.29	32.54
	最大值						192.56	125.78	66.75	48.49
	最小值						28.95	-30.93	28.37	16.24
	平均数						109.27	56.15	43.03	29.53
	调整后平均						108.28	61.96	40.01	27.64

数据来源：wind，东方证券研究所

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,667	4,627	5,263	6,337	7,430	营业收入	5,445	5,242	6,579	7,921	9,288
应收票据、账款及款项融资	1,806	1,939	2,434	2,930	3,436	营业成本	3,306	3,305	4,059	4,821	5,624
预付账款	63	96	121	145	170	销售费用	167	199	261	316	378
存货	850	844	1,037	1,232	1,437	管理费用	480	492	588	647	703
其他	147	157	175	194	212	研发费用	847	951	1,166	1,343	1,520
流动资产合计	7,533	7,664	9,029	10,838	12,685	财务费用	(13)	(57)	(44)	(37)	(26)
长期股权投资	45	47	47	47	47	资产、信用减值损失	31	112	48	48	49
固定资产	463	366	686	743	789	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	214	301	0	0	0	投资净收益	24	53	30	30	30
无形资产	584	964	886	737	584	其他	119	134	145	154	161
其他	1,881	2,118	1,745	1,742	1,739	营业利润	771	428	676	967	1,232
非流动资产合计	3,188	3,795	3,364	3,270	3,159	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	10,721	11,459	12,393	14,108	15,844	营业外支出	7	5	5	5	5
短期借款	0	7	143	813	1,259	利润总额	764	424	672	963	1,227
应付票据及应付账款	330	334	410	487	569	所得税	40	29	46	66	84
其他	866	1,215	1,409	1,604	1,804	净利润	725	395	626	897	1,143
流动负债合计	1,196	1,556	1,962	2,904	3,631	少数股东损益	(44)	(71)	6	9	11
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	769	466	620	888	1,132
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.67	1.01	1.35	1.93	2.46
其他	215	148	148	148	148						
非流动负债合计	215	148	148	148	148	主要财务比率					
负债合计	1,411	1,704	2,110	3,052	3,779		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	244	193	199	208	219	成长能力					
实收资本 (或股本)	457	460	460	460	460	营业收入	32.0%	-3.7%	25.5%	20.4%	17.3%
资本公积	5,832	5,946	5,962	5,962	5,962	营业利润	17.9%	-44.5%	58.0%	43.0%	27.4%
留存收益	2,317	2,713	3,218	3,981	4,980	归属于母公司净利润	18.8%	-39.4%	32.9%	43.3%	27.5%
其他	461	444	444	444	444	获利能力					
股东权益合计	9,310	9,755	10,283	11,056	12,066	毛利率	39.3%	36.9%	38.3%	39.1%	39.5%
负债和股东权益总计	10,721	11,459	12,393	14,108	15,844	净利率	14.1%	8.9%	9.4%	11.2%	12.2%
						ROE	10.8%	5.0%	6.3%	8.5%	10.0%
						ROIC	9.3%	3.6%	5.8%	7.7%	8.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	13.2%	14.9%	17.0%	21.6%	23.8%
净利润	725	395	626	897	1,143	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	187	259	246	279	296	流动比率	6.30	4.93	4.60	3.73	3.49
财务费用	(13)	(57)	(44)	(37)	(26)	速动比率	5.59	4.38	4.07	3.31	3.10
投资损失	(24)	(53)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(608)	85	(508)	(510)	(523)	应收账款周转率	3.5	2.7	2.8	2.8	2.8
其它	229	126	418	48	49	存货周转率	4.2	3.9	4.3	4.2	4.2
经营活动现金流	497	755	708	647	909	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(408)	(411)	(185)	(185)	(185)	每股指标 (元)					
长期投资	(8)	(45)	0	0	0	每股收益	1.67	1.01	1.35	1.93	2.46
其他	(38)	(207)	30	30	30	每股经营现金流	1.09	1.64	1.54	1.41	1.98
投资活动现金流	(454)	(663)	(155)	(155)	(155)	每股净资产	19.71	20.79	21.92	23.58	25.75
债权融资	7	(9)	0	0	0	估值比率					
股权融资	3,306	116	17	0	0	市盈率	27.0	44.5	33.5	23.4	18.3
其他	(804)	(239)	66	582	339	市净率	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8
筹资活动现金流	2,508	(131)	82	582	339	EV/EBITDA	17.1	25.6	18.4	13.4	10.8
汇率变动影响	(1)	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.3	43.5	25.5	17.4	13.4
现金净增加额	2,551	(44)	636	1,074	1,093						

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。