

投资评级 优于大市 维持
股票数据

02月02日收盘价(元)	47.86
52周股价波动(元)	45.70-125.15
总股本/流通A股(百万股)	460/367
总市值/流通市值(百万元)	22011/17553

相关研究

《紧抓汽车智能化发展机遇,持续投入机器人、大模型产品等新业务》2023.10.25

《经营稳健,汽车业务高增长显示强大韧性》2023.08.24

《Rubik大模型赋能多条产品线,迎接智能驾驶行业变革》2023.07.05

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-38.7	-41.7	-38.5
相对涨幅(%)	-32.6	-33.0	-27.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:杨林

Tel:(021)23183969

Email:yl11036@haitong.com

证书:S0850517080008

分析师:杨蒙

Tel:(021)23185700

Email:ym13254@haitong.com

证书:S0850523090001

“大模型+机器人”打开新增长极,强势回购助力“质量回报双提升”

投资要点:

- 全面启动操作系统+端侧 AI 战略。**公司率先发布端侧运行 130 亿参数模型,在端侧设备上实现了 LLaMA2 130 亿参数模型的稳定运行;AI 技术与智能手机的融合,为图形图像,语音交互,手机助手等多个场景带来全新的用户体验和应用创新;AI PC 解决方案帮助 OEM 厂商可以快速推出功能全面且性能卓越的 AI PC 产品。我们认为公司在坚持以操作系统产品和技术为核心主业的同时,全面启动操作系统+端侧 AI 的全面战略升级。
- 不断发力机器人业务,拥抱软件定义机器人时代。**根据公司官网,谷歌 RT-2 已经形成通用机器人操作系统的雏形,软件定义机器人正在发生。过去很多功能性的机器人主要靠的是小算力、小算法,诸多算法。而一旦走到了 Transformer 结构就会实现多传感融合、多算法模型通过一个模型实现多任务、数据标注简单易用、数据可以自主学习等等,使得软件迭代非常迅速。2023 年 9 月 27 日,“晓悟智能”成立,晓悟智能是公司全资子公司,未来以机器人事业为核心。公司持续将机器人事业的产品、技术、团队等综合资源进行战略整合,不断深耕 AMR、叉车机器人、复合机器人等全系列产品。同时,公司提供智能机器人解决方案,针对高端、中端和低端机器人产品,基于 Qualcomm® 404/626/845/865 平台,提供了不同算力的核心模组(SOM),配套的操作系统、开发工具包和服务,适用于工业、服务、消费产品等领域的机器人产品需求。
- CES2024: 发布魔方大模型全场景应用产品。**2024 年 1 月 9 日,在 CES 展会上,公司亮相多款魔方大模型的产品和应用。(1) **生成式 AI 赋能的智能座舱—魔方汽车解决方案:**基于最新一代智能座舱 e-cockpit 8.0 实现了大模型上车。搭载个性化的 VPA 数字人及汽车专业知识库,能够基于流畅的自然语言交互提供智能场景推荐。(2) **魔方 AI PC 解决方案:**包括硬件开发板、参考设计,Windows 系统的调优适配,端侧量化裁剪后的大模型及私有知识库等多款应用,使 OEM 厂商可以快速推出功能全面且性能卓越的 AI PC。(3) **魔方机器人解决方案:**已实现基于高通机器人 RB5 平台以及 QCM8550 平台的离线模型部署,提升边缘侧数据处理效率,使 AMR 能够在不依赖于网络环境的条件下实现更自然的语言交互。(4) **魔方数字人解决方案:**通过对大模型的压缩剪枝量化,使得模型推理及数字人渲染可以同时运行在边缘侧,有效缓解数字人“呆滞”的问题,提升互动性。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4127	5445	5043	6156	7825
(+/-)YoY(%)	57.0%	32.0%	-7.4%	22.1%	27.1%
净利润(百万元)	647	769	660	883	1187
(+/-)YoY(%)	46.0%	18.8%	-14.2%	33.8%	34.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.41	1.67	1.43	1.92	2.58
毛利率(%)	39.4%	39.3%	39.4%	40.8%	40.8%
净资产收益率(%)	12.5%	8.5%	6.7%	8.3%	10.0%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **强势回购，推动落实“质量回报双提升”行动方案。**根据公司《关于公司推动落实“质量回报双提升”行动方案的公告》，公司于2023年9月7日审议通过《关于回购公司股份方案的议案》，拟使用自有资金不低于人民币3000万元（含）且不超过人民币5000万元（含）以集中竞价交易方式回购股票。回购的股份将全部用于员工持股计划或股权激励。截至2024年1月31日，公司累计回购公司股份数量为33.51万股，占公司总股本的0.07%，已使用资金总额为2212.45万元。公司着力推动落实“质量回报双提升”行动方案：
 - （1）不忘根本，树牢回报投资者理念：公司坚持以人民为中心的价值取向，坚持以投资者为本，牢记亿万中小投资者对我国资本市场30多年发展的贡献。加强企业文化建设，诚实守信经营，积极履行社会责任。公司将发挥自身技术、人才优势，汇聚社会正能量，以积极的行动诠释公司的责任与担当。
 - （2）坚守创业初心，深耕操作系统核心技术，赋能智能产业发展：作为全球领先的操作系统产品和技术公司，2008年创业伊始，公司创始团队把握移动操作系统的新兴之势，运用技术研发的核心能力迈入高速发展的市场，也从此奠定了移动互联网时代的快速增长。公司坚守创业的初心以及“技术为本，生态为王，坚定全球化”的秉承，并推动公司的操作系统产品和技术全面赋能智能手机、智能汽车、智能物联网等多个智能应用和场景。
 - （3）以创新为引领，推进人工智能应用和产品发展，与崭新的计算革命同行：在坚持以操作系统产品和技术为核心主业的同时，公司以创新为引领，持续增强公司的核心竞争力，时刻与崭新的计算革命同脉相连。
 - （4）夯实治理，提升规范运作水平：公司将不断夯实公司治理基础，健全内部控制制度，促进“三会一层”归位尽责。
 - （5）完善信披，坚持以投资者需求为导向：公司将继续严格遵守法律法规和监管机构规定，真实、准确、完整、及时、公平地履行信息披露义务。公司将严格执行股东分红回报规划及利润分配政策，将继续根据所处发展阶段，统筹业绩增长与股东回报的动态平衡，增加现金分红频次、优化分红节奏，持续提升股东回报水平，落实打造“长期、稳定、可持续”的股东价值回报机制。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为公司紧密围绕AI的时代机遇和计算革命，有望成为操作系统和端侧AI龙头。2023年，公司进入了大模型带来的颠覆性创新时代，全面启动操作系统+端侧AI的全面战略升级。公司已经率先发布了端侧运行130亿参数模型，在端侧设备上实现了LLaMA2 130亿参数模型的稳定运行。在2023年12月由中国信通院主办的“2023年度内容科技与元宇宙产业大会”上，中科创达魔方大模型上榜，顺利通过信通院可信AIGC大语言模型基础能力评估，成为首批获得可信证书的AI企业。公司将AI核心能力不断与各种端侧设备融合，推动AI和端侧产品创新的不断涌现。我们预测，公司2023-2025年营业收入分别为50.43/61.56/78.25亿元，归母净利润分别为6.60/8.83/11.87亿元，对应EPS分别为1.43/1.92/2.58元。参考可比公司，结合目前行业阶段和公司增速及壁垒，给予2024年动态PE35-45倍，6个月合理价值区间为67.20-86.39元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**机器人行业进展不及预期，智能网联汽车行业推进不及预期，AI技术进展不及预期，行业政策风险。

表 1 公司业务分拆 (百万元)

		2022	2023E	2024E	2025E
软件开发	营收	2044.93	2004.03	2525.08	3232.10
	同比 (%)	36%	-2%	26%	28%
	毛利率 (%)	46%	45%	46%	46%
技术服务	营收	1773.70	1720.49	2064.59	2580.73
	同比 (%)	31%	-3%	20%	25%
	毛利率 (%)	45%	44%	46%	46%
商品销售	营收	1461.11	1168.89	1402.67	1823.47
	同比 (%)	28%	-20%	20%	30%
	毛利率 (%)	17%	18%	19%	20%
软件许可	营收	165.71	149.14	164.05	188.66
	同比 (%)	30%	-10%	10%	15%
	毛利率 (%)	80%	80%	81%	82%
合计	营收	5445.45	5042.55	6156.38	7824.96
	同比 (%)	32%	-7%	22%	27%
	毛利率 (%)	39%	39%	41%	41%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
德赛西威	002920.SZ	82.95	460.39	2.72	3.81	5.04	30.46	21.78	16.46
华阳集团	002906.SZ	20.80	109.04	0.89	1.23	1.61	23.29	16.89	12.89
道通科技	688208.SH	16.50	74.56	0.82	1.22	1.66	20.03	13.57	9.92
平均				-	-	-	24.60	17.41	13.09
中科创达	300496.SZ	47.86	220.11	1.43	1.92	2.58	33.36	24.93	18.54

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 中科创达采用海通证券盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2024 年 2 月 2 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	5445	5043	6156	7825
每股收益	1.67	1.43	1.92	2.58	营业成本	3306	3054	3646	4632
每股净资产	19.71	21.29	23.21	25.79	毛利率%	39.3%	39.4%	40.8%	40.8%
每股经营现金流	1.08	1.88	1.13	1.38	营业税金及附加	16	15	18	24
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	167	161	215	282
P/E	28.63	33.36	24.93	18.54	营业费用率%	3.1%	3.2%	3.5%	3.6%
P/B	2.43	2.25	2.06	1.86	管理费用	480	444	609	775
P/S	4.02	4.36	3.57	2.81	管理费用率%	8.8%	8.8%	9.9%	9.9%
EV/EBITDA	46.93	29.22	22.16	16.22	EBIT	630	461	621	861
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-13	-90	-100	-109
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-1.8%	-1.6%	-1.4%
毛利率	39.3%	39.4%	40.8%	40.8%	资产减值损失	0	-1	-1	-2
净利润率	14.1%	13.1%	14.3%	15.2%	投资收益	24	45	62	102
净资产收益率	8.5%	6.7%	8.3%	10.0%	营业利润	771	655	877	1180
资产回报率	7.2%	5.8%	7.1%	8.5%	营业外收支	-7	0	0	0
投资回报率	6.3%	4.4%	5.4%	6.8%	利润总额	764	655	877	1180
盈利增长 (%)					EBITDA	881	567	732	964
营业收入增长率	32.0%	-7.4%	22.1%	27.1%	所得税	40	23	38	47
EBIT 增长率	11.5%	-26.9%	34.7%	38.8%	有效所得税率%	5.2%	3.5%	4.4%	3.9%
净利润增长率	18.8%	-14.2%	33.8%	34.5%	少数股东损益	-44	-28	-44	-54
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	769	660	883	1187
资产负债率	13.2%	12.3%	12.6%	13.9%					
流动比率	6.30	6.95	6.75	6.17	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	5.53	6.18	5.97	5.38	货币资金	4667	5567	5908	6496
现金比率	3.90	4.69	4.37	3.79	应收账款及应收票据	1806	1626	2014	2541
经营效率指标					存货	850	829	964	1241
应收账款周转天数	120.77	117.35	119.06	118.20	其它流动资产	209	227	240	292
存货周转天数	93.89	99.10	96.50	97.80	流动资产合计	7533	8250	9125	10569
总资产周转率	0.51	0.44	0.50	0.56	长期股权投资	45	45	45	45
固定资产周转率	11.75	10.69	11.93	14.90	固定资产	463	472	516	525
					在建工程	214	313	447	563
					无形资产	584	500	424	361
					非流动资产合计	3188	3159	3288	3337
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	10721	11410	12413	13907
净利润	769	660	883	1187	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-44	-28	-44	-54	应付票据及应付账款	330	333	381	494
非现金支出	282	107	112	104	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	17	-46	-62	-102	其它流动负债	866	854	971	1218
营运资金变动	-527	173	-371	-499	流动负债合计	1196	1187	1352	1712
经营活动现金流	497	867	518	637	长期借款	0	0	0	0
资产	-515	-77	-239	-151	其它长期负债	215	215	215	215
投资	46	0	0	0	非流动负债合计	215	215	215	215
其他	16	45	62	102	负债总计	1411	1402	1567	1927
投资活动现金流	-454	-32	-178	-49	实收资本	457	459	459	459
债权募资	822	0	0	0	归属于母公司所有者权益	9067	9792	10675	11862
股权募资	3448	2	0	0	少数股东权益	244	216	172	118
其他	-1762	63	0	0	负债和所有者权益合计	10721	11410	12413	13907
融资活动现金流	2508	65	0	0					
现金净流量	2551	900	341	587					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 02 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杨林 计算机行业
杨蒙 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 易华录,新开普,润和软件,创业慧康,航天宏图,广联达,用友网络,银江技术,云赛智联,商汤-W,中控技术,荣旗科技,汉得信息,鼎捷软件,金山办公,超图软件,海康威视,新国都,博彦科技,金蝶国际,久远银海,中科星图,嘉和美康,软通动力,数字政通,新大陆,安恒信息,博思软件,赛意信息,佳缘科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。