

南威软件(603636)

报告日期: 2023年06月30日

乘数字中国之长风, 开启数据要素全面探索新征程

——南威软件深度报告

投资要点

- 公司是全国政务服务龙头企业, 深耕数字政府领域超 20 年**
 公司是全国政务服务龙头企业, 行业领先的社会治理科技公司, 聚焦发展数字政府的政务服务、公共安全、城市管理 etc 主营业务, 自成立起已深耕数字政府领域超 20 年; 公司营业收入总体上实现稳步增长, 2015-2022 年营业收入从 3.42 亿元增长至 17.40 亿元, CAGR 达 26.16%。
- 数字中国建设加速, 持续推出新品探索政企数据要素平台业务**
 - 1) 政策支持推动需求空间扩张:** 《数字中国建设整体布局规划》的“2522”框架明确了数字中国的建设布局, 数据要素市场将进入新阶段, 数字经济重要性也随之凸显, 下游市场需求将持续扩张;
 - 2) 创新发布全栈数据要素操作系统:** 数据要素市场参与者可通过公司的一站式要素操作系统进行需求发布和响应, 可打通政府部门、产业平台、公共机构、企业等不同市场主体的数据壁垒, 保障数据安全、打造动态信用评级体系;
 - 3) 公司持续探索政企数据要素业务:** 在政务数据领域, 携手福建省大数据集团成立数威运营公司共同探索文旅、交通等领域数据要素运营业务; 在企业服务领域已推出包括惠企政策服务平台、招商引资服务平台和企业服务平台三大类产品, 目前已经在深圳市宝安区、漯河市等落地, 未来也有望开辟企业端收费模式。
- 华润数科拟入主协同发展, B 端、C 端业务有望成为新的业务增长极**
 2022 年 8 月公司发布定增预案, 计划以定向发行+股份转让的方式变更控股股东为华润数科, 届时华润数科持股比例将达 29.59%, 公司将成为华润数字经济板块经营的主平台:
 - 1) B 端:** 变更后公司定位为华润集团政府和企业数字化业务的**唯一业务平台**, 2022 年华润集团总资产规模突破 2.3 万亿元人民币, 较年初增长 16.6%, 实现营业收入 8,187 亿元, 同比增长 6.1%, 净利润 642 亿元, 同比增长 6.8%, 下属企业中有 8 家在香港上市, 8 家在内地上市, 数字化转型已成为华润集团未来五年的重点发展方向, 公司将背靠华润集团 26 个业务单元、3077 家实体企业和 37.5 万在职员工的庞大规模和一系列外部客户, 在 B 端业务打开广阔空间;
 - 2) C 端:** 公司有望依托华润通 1.6 亿会员+华润万家 7000 万会员流量, 为用户提供精准的会员服务和数字营销, 实现 C 端业务开拓。
- 盈利预测**
 我们预计 2023-2025 年公司营业收入 24.06/ 29.95/ 36.01 亿 (+38.33%/24.45%/ 20.24%), 归母净利润 2.32/2.96/3.67 亿 (+68.34%/27.36%/24.10%), 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示**
 重大事项进展不及预期、与华润数科协同进展不及预期的风险、G 端客户合作和回款情况不及预期的风险、下游市场需求降低的风险、市场竞争加剧的风险等;

投资评级: 买入(首次)

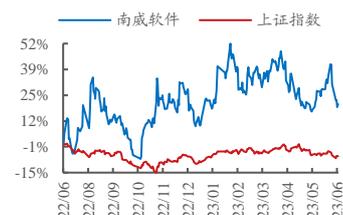
分析师: 刘雯蜀
 执业证书号: S1230523020002
 liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 李佩京
 执业证书号: S1230522060001
 lipeijing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥ 14.57
 总市值(百万元) 8,607.86
 总股本(百万股) 590.79

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,740	2,406	2,995	3,601
(+/-) (%)	1.36%	38.33%	24.45%	20.24%
归母净利润	138	232	296	367
(+/-) (%)	3.83%	68.34%	27.36%	24.10%
每股收益(元)	0.23	0.39	0.50	0.62
P/E	62.85	37.34	29.32	23.62

资料来源: wind、浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司营业收入 24.06/ 29.95/ 36.01 亿 (+38.33%/24.45%/20.24%)，归母净利润 2.32/2.96/3.67 亿 (+68.34%/27.36%/24.10%)，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 疫情结束后 G 端客户的需求、预算有所恢复；
- 2) 公司的客户开拓进展如预期，客户意向能转化成为实际订单落地；
- 3) 数据要素整体市场发展符合预期，公司在数据要素领域的探索进展符合预期；
- 4) 公司和华润数科重大事项进展符合预期，在 GBC 端客户的协同效应达到预期；

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：公司的商业模式以 G 端为主，对未来业绩增长有一定担忧；

我们认为：公司在数据要素方面基于自身深厚的政务、公安数据积累以及政府关系，持续进行的数据要素业务探索和新品发布有望为公司赢得先机：1) 数据要素操作系统可实现数据供需的动态匹配，将在未来数据要素的市场流通中发挥重要作用；2) 政务端，公司携手福建省大数据集团共同探索文旅、交通等领域数据要素运营业务，未来有望逐步实现突破；3) 企业端，公司的亲清政企服务直达平台目前已经在宝安等地区进行了项目试点，可为提供企业服务，未来有望实现企业端收费，带来新的市场空间；

● 股价上涨的催化因素

重大事项进展、数据要素试点推广进度、公司整体订单情况等；

● 风险提示

重大事项进展不及预期、与华润数科协同进展不及预期的风险、G 端客户合作和回款情况不及预期的风险、下游市场需求降低的风险、市场竞争加剧的风险等；

正文目录

1 全国政务服务龙头，助力国家治理能力现代化	5
1.1 聚焦数字政府超 20 年，跨入全新发展阶段	5
1.2 聚焦政务和公安，建设智慧城市	6
1.3 公司业绩稳步增长，费用逐步控制	8
2 数字中国建设加速，持续探索政企数据要素平台业务	9
2.1 数字中国建设整体布局规划明确，数据要素市场发展进程有望加速	9
2.2 产品端：创新发布数据要素操作系统，打造一站式全栈体系	11
2.3 政务端：携手福建省大数据集团成立数威运营公司，政务数据要素业务更进一步	12
2.4 企业端：控股太极数智，探索政企数据要素平台业务	13
3 拟携手华润数科，开辟 TO B、创新 TO C	15
3.1 B 端：背靠华润集团，发展空间充足	15
3.2 C 端：有望依托华润通+华润万家会员体系开辟消费者业务	17
4 盈利预测与估值	18
5 风险提示	20

图表目录

图 1: 发展历程	5
图 2: 公司前三大股东及股权结构 (截至 2022 年 12 月 31 日)	5
图 3: 政务服务一体化平台	7
图 4: 新一代智慧警务信息综合平台	7
图 5: 泉州智慧城管物联通管理平台	7
图 6: 城市治理智慧社区特色功能	7
图 7: 公司分产品主营业务收入占比 (单位: %)	8
图 8: 公司分行业主营业务收入占比 (单位: %)	8
图 9: 公司分地区主营业务收入占比 (单位: %)	8
图 10: 2015-2022 年营收 CAGR 为 26.16% (单位: 亿元、%)	9
图 11: 2015-2022 年公司归母净利润情况 (单位: 亿元、%)	9
图 12: 2015 年至 2022 年公司毛利率和净利率情况(单位: %)	9
图 13: 2018-2022 年公司三项费用率情况 (单位: %)	9
图 14: 《数字中国建设整体布局规划》的“2252”布局	10
图 15: 中国数字经济规模及占 GDP 比重 (单位: 万亿元, %)	11
图 16: 中国数字政务市场规模及增速 (单位: 亿元, %)	11
图 17: 公司数据要素操作系统总体架构图	11
图 18: 福建省公共数据资源统一开放平台	12
图 19: 福建省公共数据资源开发服务平台	12
图 20: 太极数智营业收入情况 (单位: 万元、%)	13
图 21: 太极数智净利润情况 (单位: 万元、%)	13
图 22: 企业服务平台特色功能	14
图 23: 太极数智亲清政企服务直达平台	15
图 24: 华润集团组织架构	16
图 25: 华润数科 2019-2021 年营业收入及增速情况 (单位: 万元, %)	17
图 26: 华润通目前业务生态体系	18
图 27: 万家 APP 提供“六大场景”服务	18
表 1: 公司管理层介绍	6
表 2: 数字中国部分相关政策	10
表 3: 太极数智五大领域主要解决方案	13
表 4: 太极数智企业服务领域主要产品情况	14
表 5: 华润数科主要业务介绍	16
表 6: 收入及费用预测 (亿元、%)	19
表 7: 可比公司情况 (2023.6.29)	19
表附录: 三大报表预测值	21

1 全国政务服务龙头，助力国家治理能力现代化

1.1 聚焦数字政府超 20 年，跨入全新发展阶段

全国政务服务龙头企业，行业领先的社会治理科技公司。南威软件集团成立于 2002 年，行政总部设立在福建泉州，在北京设立全球业务和运营总部，形成北京、福建双总部格局，是全国政务服务龙头企业、行业领先的社会治理科技公司。公司致力构建“云+数”的中枢能力，结合区块链、物联网、人工智能、安全、信创等技术，形成业务、数据、视频、物联、移动、安全等能力化中枢体系和生态，为数字政府创新建设提供支撑。公司拥有全国数字政府行业领先的技术产品和丰富的实践经验，创新成果连续多年写入国务院政府工作报告。

图1：发展历程



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

超大型央企拟控股，公司发展有望迈上新台阶。2022 年 8 月，公司与华润数科签署了《战略合作协议》。实际控制人吴志雄先生将以协议转让方式、公司将以非公开发行方式向华润数科转让股份，公司控股股东将变更为华润数科，后者持有公司 29.59%的股份，实控人最终变更为国务院国资委。此举一方面有助于华润集团快速完善数字经济板块布局，拓展 G 端业务，践行国家战略；另一方面公司可依托华润集团雄厚的资金实力和覆盖全国的产业网络巩固 G 端，进军 BC 端业务，实现全面转型。

图2：公司前三大股东及股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告、Wind、浙商证券研究所

公司管理层经验丰富。公司管理层从业经验丰富，现实控人、董事长吴志雄硕士毕业，清华计算机博士在读，是福建省软件行业协会会长、福建省网信产业联合会副会长，

曾获得中国软件行业优秀企业家、中国软件和信息服务十大领军人物、中国智慧城市建设领军人物、中国 ICT 产业十大经济人物奖等荣誉。

表1: 公司管理层介绍

姓名	职位	学历	背景介绍
吴志雄	董事长	硕士	清华大学计算机博士研究生在读, 清华大学南威软件数字治理信息技术联合研究中心管委会副主任, 福建省十一届、十二届省政协常委, 泉州市政协常委, 福建省软件行业协会会长, 国家高层次人才科技领军人才(国家“万人计划”), 曾获得福建省五一劳动奖章、福建省软件杰出人才、福建省创业之星、福建省优秀企业家、福建省优秀民营企业、中国软件行业优秀企业家、中国软件和信息服务十大领军人物、中国智慧城市建设领军人物、中国 ICT 产业十大经济人物奖等荣誉。
徐春梅	总裁兼代理财务总监	硕士	国家智慧城市标准化总体组产业委员会专家, 福建省女企业家商会副会长, 泉州市人大代表, 泉州市高层次人才, 泉州市软件行业协会常务副会长, 曾获“2017 年度十大巾帼闽商”、“2018 中国 IT 风云榜领军人物”、“泉州市优秀共产党员”等荣誉。
林立成	高级副总裁	本科	历任福建省公安厅政治部秘书科、警务科科长, 人事处地方工作科科长, 人事处机关干部科副科长、科长, 经济犯罪侦查总队副总队长。
王浩	独立董事	博士	清华大学水利工程系工程水文与水资源硕士、经济管理学院系统工程专业博士, 中国工程院院士, 教授级高级工程师, 博士生导师, 享有国务院政府津贴。历任中国水科院水资源所工程师、副主任、室主任、总工程师、所长。2013 年 8 月至今任流域水循环模拟与调控国家重点实验室主任。现任金科环境独立董事, 2018 年 4 月至今任南威软件独立董事。
崔勇	独立董事	博士	现任清华大学教授、博导, 南威软件独立董事。国家优秀青年科学基金、教育部新世纪人才和中创软件人才奖获得者, 中国通信标准化协会理事, IEEE TCC、IEEE Network 及 IEEE Internet Computing 期刊编委。曾获国家技术发明奖二等奖、国家科学技术进步奖、省部级科技进步奖以及国家信息产业重大发明奖。
孔慧霞	独立董事	本科	注册会计师、税务师、资产评估师, 高级会计师。历任福建闽都会计师事务所厦门分所项目经理、厦门安德信会计师事务所副主任会计师, 现任立信税务师事务所厦门分所所长, 南威软件独立董事。
魏辉	董事会秘书	硕士	曾任三星数据系统(中国)有限公司 QA 部经理、北京交控科技有限公司董事会秘书、北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司副总裁、北斗导航科技有限公司董事会秘书、神州医疗科技股份有限公司董事会秘书, 现任公司董事会秘书、资本中心总裁。
王连东	高级副总裁	本科	曾任中国惠普有限公司销售支持主管、联想(北京)有限公司商业运营运作主管、北京北森云计算股份有限公司高级运营经理、九次方大数据信息集团有限公司高级执行副总裁, 现任公司高级副总裁。

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

1.2 聚焦政务和公安, 建设智慧城市

公司聚焦发展政务和公安业务。公司主要业务包括针对数字政府的政务服务、公共安全、城市管理, 此外公司深化发展社会运营服务, 创新发展行业实用型芯片与传感器产业。作为国家智慧城市标准化工作组十家理事单位之一、全国信息安全标准化技术委员会智慧城市运营专题组副组长单位, 公司技术优势凸显, 在政府政策的推动下其主营业务收入未来有望提高。

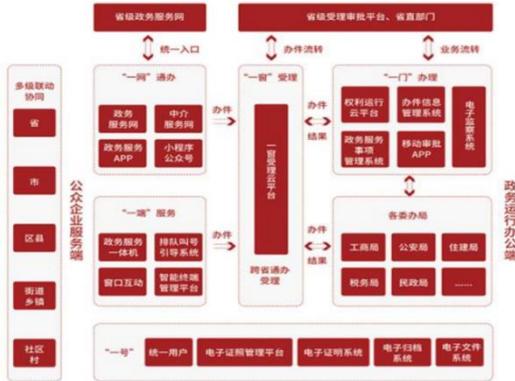
1、政务服务龙头, 持续深耕政务服务领域

公司的数字政府行业产品全国领先, 实践经验丰富。公司坚定产品化转型发展方向, 实现从“工程+”向“产品服务+”模式转变。针对党政机关的合作, 公司主要采用直销和渠道合作的方式对其销售。直销时, 公司直接参与项目投标工作, 为客户提供产品二次开发服务和相关的软硬件集成服务; 渠道合作时, 产品销售给集成商和代理商, 产品以被集成的方式应用于客户项目。

AI+大数据筑牢技术优势, 依托华润央企身份加快市场拓展。公司依托苍穹大数据平台和星罗人工智能平台, 充分利用大数据、人工智能等技术, 沉淀政务数据模型、智能推送算法、政务行业知识图谱, 提供各种智能化服务, 全方位提升政务服务效能和办事体验。目前公司政务服务产品和解决方案的案例已覆盖全国 30 个省份, 256 个地市, 直接服务公务人员超 1000 万人、企业超 500 万家、社会公众超 3 亿人; 公司作为华润集团政

府和企业唯一的信息化平台，将依托华润的央企身份全面拓展数字政府业务，并不断开拓行业新业务领域，实现市场横向布局纵向延伸。

图3：政务服务一体化平台



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图4：新一代智慧警务信息综合平台



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2、与公安机关合作，保障城市公共安全

融合 AI 生成多模态结构化信息，提供视频智能应用组件服务。公司专注于智能感知设备数据采集传输与治理、视频图像 AI 中台与数据中台、警务实战应用产品的研发。打造的视频图像 AI 中台通过构建视频图像中的局部与全局信息，对时空层、语义层、任务层等多维度的特征进行解析，融合人脸、车辆、人体、步态等超 10 种算法引擎，生成不同场景下的多模态结构化信息，为公安大数据平台及各警种业务系统提供视频智能应用组件服务。

3、助力数字化城市管理，打造盈利增长点

提供城市治理数字化产品服务，助力城市管理者精细化、智能化管理。公司深入研究城市治理行业，不断延伸行业治理能力，完善城市管理行业产品，不断丰富行业应用场景，推进机制创新、流程再造、资源整合，打造城市运行管理服务新模式，从而实现收入增长。

图5：泉州智慧城管物联通管理平台



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图6：城市治理智慧社区特色功能



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

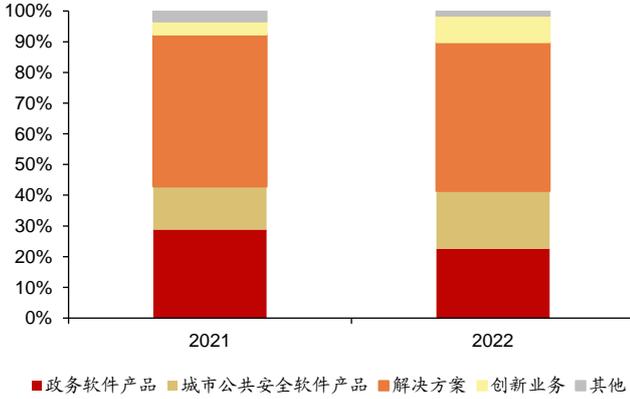
4、打造社会运营服务，通过运营分润实现营收增长

打通政府、企业、公民之间的服务通道，形成一体化社会服务生态，构建“平台+生态”运营模式。公司提供基于社区治理的“i感知”服务（社区服务总平台），通过购买服

务的模式为公众提供“i公民”社区营造服务（一人一码，码为入口），通过运营分润提供基于公众自治的“i共治”服务（社区、物业、居民分润共治）。

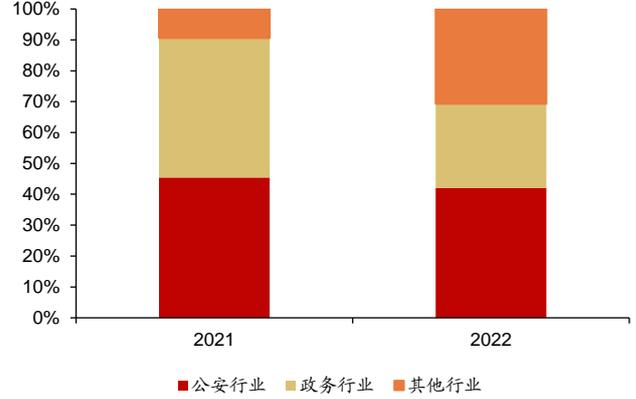
收入主要为解决方案和政务软件构成，城市公共安全软件产品占比有所增加。2022年公司解决方案、政务软件和城市公共安全软件产品的营业收入占比分别为48.49%、22.58%和18.81%，城市公共安全软件产品占比较2021年有所上升。

图7：公司分产品主营业务收入占比（单位：%）



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

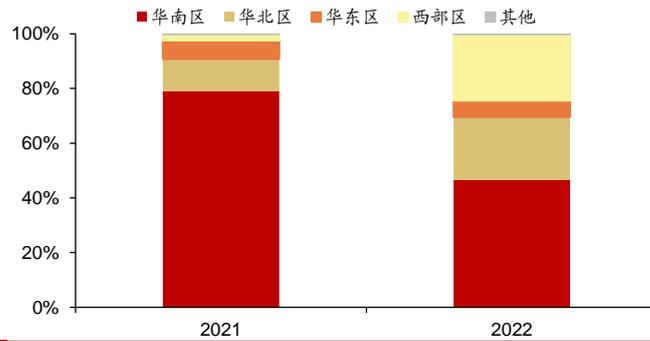
图8：公司分行业主营业务收入占比（单位：%）



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

业务主战场逐渐走向全国，地区分布更加均衡。从行业上看，公司的业务收入主要来自政务行业和公安行业，公司2022年政务行业、公安行业和其他行业的营业收入占比分别为27.27%、42.02%和30.71%，政务和公安行业各占半壁江山。从地区上看，华南区仍然是公司业务主要区域，但地区分布更加均衡，2022年公司华南区、西部区、华北区占比分别达到46.50%、24.31%和23.10%。

图9：公司分地区主营业务收入占比（单位：%）

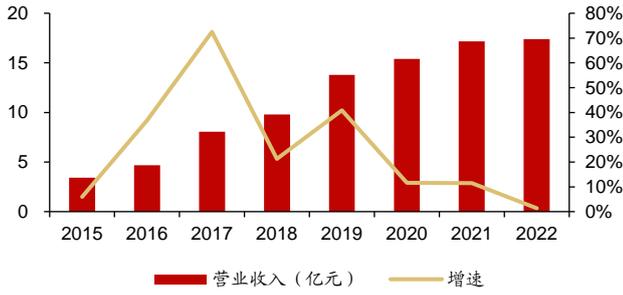


资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

1.3 公司业绩稳步增长，费用逐步控制

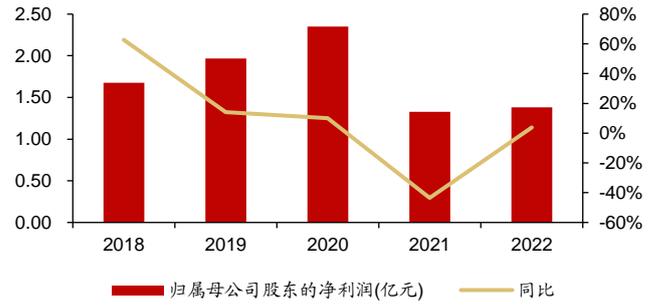
公司订单金额高增，疫情影响项目确收。2022年公司新增合同金额24.18亿，同比增长81.11%；新增中标项目金额24.91亿，同比增长80.12%。在营收方面，2015-2022年公司营业收入CAGR达26.16%，2022年营业收入达到17.40亿元，同比增长1.36%，疫情影响了部分项目的交付验收节奏。

图10: 2015-2022年营收 CAGR 为 26.16% (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图11: 2015-2022年公司归母净利润情况 (单位: 亿元、%)

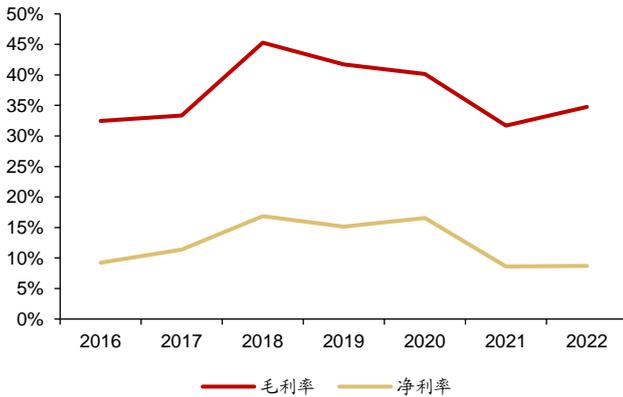


资料来源: Wind、浙商证券研究所

公司归母净利润受疫情影响增速下降，毛利率保持稳定。2021年公司归母净利润为1.33亿元，同比增长1.36%。2022年公司归母净利润为1.38亿元，同比仅增长3.83%。利润下降的主要原因是疫情使得公司项目实施、交付、验收等进度均有较大程度的延期，但是公司的销售毛利率整体稳定，公司运营良好。

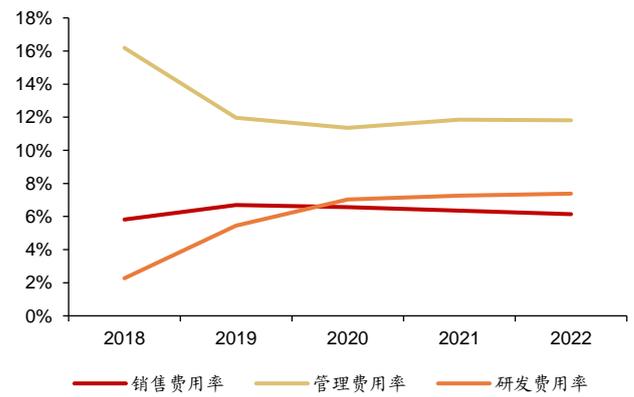
销售费用和管理费用保持稳定，研发费用持续增加。2022年管理费用率和销售费用率分别为11.81%和6.14%，总体上保持稳定。研发投入持续增加，2022年公司研发费用率已经上升至7.38%。

图12: 2015年至2022年公司毛利率和净利率情况(单位: %)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图13: 2018-2022年公司三项费用率情况 (单位: %)



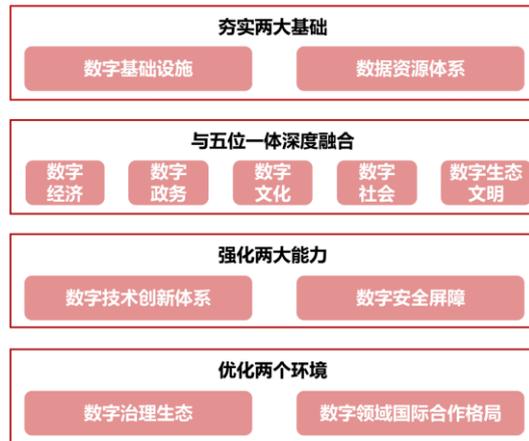
资料来源: Wind、浙商证券研究所

2 数字中国建设加速，持续探索政企数据要素平台业务

2.1 数字中国建设整体布局规划明确，数据要素市场发展进程有望加速

“2522”规划擘画数字中国未来图景。2023年2月27日，中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》，明确数字中国建设按照“2522”的整体框架进行布局，提出在2025年基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局。《数字中国建设整体布局规划》的提出，有望全面推进政府运行方式、业务流程和服务模式数字化智能化，进一步推动相关行业的发展。

图14: 《数字中国建设整体布局规划》的“2252”布局



资料来源: 中国政府网, 浙商证券研究所

政策支持持续落地, 数据要素市场发展进程加速。近年来, 国家围绕实施网络强国战略、建设数字中国、数字经济、数字政府、数字社会等作出一系列重大部署。2022年10月28日发布的《全国一体化政务大数据体系建设》中提出的1+32+N(国家政务大数据平台+32个省级政务数据平台+N个国务院部门政务数据平台的)数据体系, 保障了数据要素市场的量化需求, 促使智慧政务率先发展。

表2: 数字中国部分相关政策

日期	颁布机构	名称	内容
2022/12/2	国务院	《关于数字经济发展情况的报告》	深刻认识构建数据基础制度体系的重大意义, 准确把握构建数据基础制度体系的总体要求, 深入推进数据基础制度体系构建的重点任务, 以“数据二十条”为纲领构建“1+N”制度体系, 进一步完善数据产权界定、数据市场体系建设等制度和政策, 更好构建完善我国数据基础制度体系;
2022/12/1	财政部办公厅	《关于征求〈企业数据资源相关会计处理暂行规定(征求意见稿)〉意见的函》	据新规, 制定数据资源相关会计处理暂行规定, 以切实解决在数据交易双方如何进行会计处理、数据资源是否可以作为资产入账等问题, 将有助于夯实数据要素相关业务的会计基础, 切实服务数字经济发展和数字中国建设;
2022/10/28	国务院办公厅	《全国一体化政务大数据体系建设》	明确指出“2023年底前, 全国一体化政务大数据体系初步形成”时间节点, 国家政务大数据平台+32个省级政务数据平台+N个国务院部门政务数据平台的1+32+N数据体系需求得到进一步确认;
2022/6/23	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	就主动顺应经济社会数字化转型趋势, 充分释放数字化发展红利, 全面开创数字政府建设新局面作出部署;
2022/4/9	中共中央、国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	分类提出了土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域改革的方向, 确认数据为生产要素;

资料来源: 中国政府网, 求是, 国家政务服务平台, 浙商证券研究所

数字经济重要性日益凸显, 数字化治理体系加速构建。数字经济作为国民经济的“稳定器”“加速器”作用越来越显著, 信通院统计2021年数字经济占我国GDP比重已达39.80%, 并保持持续增长。我国数字化治理正处在用数字技术治理到对数字技术治理, 再到构建数字经济治理体系的深度变革中, 数字化治理体系正在构建。

数字政务行业需求增长, 市场规模持续扩张。“十四五”期间, 我国数字政府建设进入全面提升阶段, “最多跑一次”、“一网通办”、“一网统管”、“一网协同”、“接诉即办”等创新实践不断涌现。随着我国政府治理精准化、公共服务便捷化和基础设施集约化水平越来越高, 我国数字政务行业需求和市场规模亦将持续扩张。

图15: 中国数字经济规模及占GDP比重(单位: 万亿元, %)

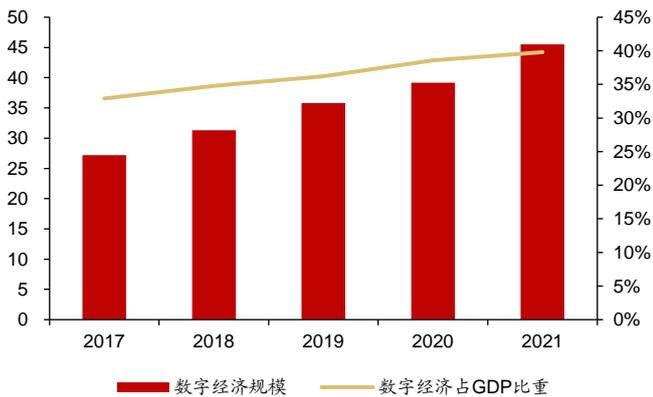
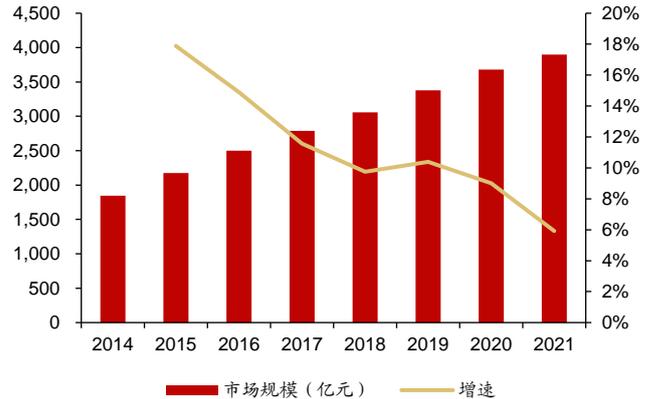


图16: 中国数字政务市场规模及增速(单位: 亿元, %)



资料来源: 互联网信息办公室, 中国信通院, 浙商证券研究所

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

2.2 产品端: 创新发布数据要素操作系统, 打造一站式全栈体系

目前数据要素行业存在数据需求高度个性化、供需难匹配等难题。由于不同来源的不同类型的数据可以叠加应用产生不同价值, 因而需求是高度多元且分散的, 而供给受制于数据供应商的认知局限种类相对有限, 所以未来一个能够有效协调和匹配供需的完整体系愈发重要。

公司创新研发了可匹配数据供需关系的全栈操作系统, 具备里程碑意义。总体架构包括底层支撑平台、数据要素流通平台、数据要素交易操作平台及操作系统面向不同的应用场景, 该系统提供数据要素定价估值、数据质量评估、厂商信用评级、数字资产管理等功能, 并形成从数据要素管理、数据标准制定、平台安全机制、市场交易规则、数字底座和核心技术全栈式的底层能力支撑。

图17: 公司数据要素操作系统总体架构图



资料来源: 南威软件官微, 浙商证券研究所

公司的数据要素操作系统可一站式匹配数据要素供需关系。数据要素市场参与者可通过公司的要素操作系统进行需求发布和响应, 用户可在平台发布源数据使用、算法研发、模型开发、数据挖掘、调查研究等需求, 供给方可提供符合要求的数据要素使用权、数据专家资源、关键技术、相关数据服务及研究成果等, 可打通政府部门、产业平台、公共机

构、企业等不同市场主体的数据壁垒，实现多源数据接入，形成全链条、全生命周期数据价值管理和全流程数据链管理体系。

该操作系统可保障数据安全、打造动态信用评级体系。通过脱密脱敏调用机制，可保障数据安全、可信流通，提高数据安全监测预警、防泄露、防滥用、防篡改等能力，建立透明、可控、可信的数据安全管理机制，确保数据使用来源可溯、去向可查。同时，系统构建动态合规的数据交易信用体系，引入数据质量评估和数据厂商信用评级工具，打造动态信用评级，实现数据交易的审慎严格监管，形成良好健康的数据要素市场生态。

2.3 政务端：携手福建省大数据集团成立数威运营公司，政务数据要素业务更进一步

福建省大数据集团有限公司是全国率先成立的省级国有全资大数据企业，定位为省级电子政务公共平台和新建省级部门政务信息系统业主单位，负责省级电子政务网络、云、平台等系统的建设和运维；全省公共数据资源一级开发主体；全省数字经济发展的市场化、专业化主体及主要投融资平台。

福建省大数据集团有限公司运营有福建省公共数据资源统一开放平台和福建省公共数据资源开发服务平台。福建省公共数据资源统一开放平台共有 7,352 个数据目录、6,631 个数据接口、128 个应用，范围涵盖福建省各厅局单位和各地市的教育、财税、城乡等各个领域；福建省公共数据资源开发服务平台提供最基础、共享需求最大的核心业务公共数据，涵盖全省 160 多万家企业、4160 多万流动人口信息、1.28 亿多本电子证照、2 亿多条信用信息等多种类别 3000 多项 71 亿多条数据记录和文件。

图18：福建省公共数据资源统一开放平台



资料来源：福建省公共数据资源统一开放平台，浙商证券研究所

图19：福建省公共数据资源开发服务平台



资料来源：福建省公共数据资源开发服务平台，浙商证券研究所

福建省星云大数据应用服务有限公司（以下简称“星云大数据公司”）成立于 2013 年 11 月，是福建省大数据集团有限公司控股子公司，是其市场化企业、经营收入和盈利拓展的主力军，兼具政府公信力和市场灵活性，充分参与全省数字经济发展、数字社会建设的市场化活动，先后获得国家高新技术企业、CMMI 能力成熟度三级、软件信息系统建设和服务能力评估三级、CCRC 信息安全服务、软件企业及软件产品等众多权威资质。

2023 年 3 月，公司与星云大数据公司成立了合资公司——福建省数威运营科技有限公司，共同探索文旅、交通等领域数据要素运营业务，未来公司有望在福建省政务数据要素领域逐步实现突破。

2.4 企业端：控股太极数智，探索政企数据要素平台业务

公司控股太极数智，打造基于政府大数据的智慧应用场景。太极数智致力于城市数据智能前沿技术研究，业务涵盖**政务大数据治理、智慧发改、企业服务、互联网+监督监管和智慧终端**等五大领域，向社会提供城市智脑、企业营商环境优化、数字经济分析和行业数据服务等综合解决方案，全面赋能“数字城市”建设。

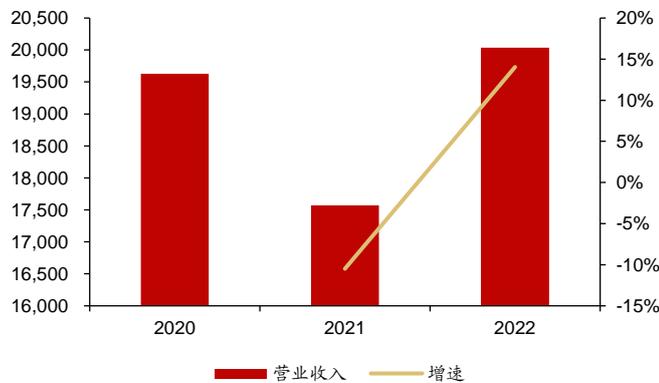
表3：太极数智五大领域主要解决方案

领域	解决方案
企业服务	企业服务平台、电子证照共享服务平台、公共资源交易平台、行政执法服务平台、政府绩效管理与评估平台、综合纪检电子监察平台
数据治理	一体化公共数据服务平台、数据开放平台、数据质量治理平台、数据脱敏脱密平台、政务信息资源共享平台、数据共享交换平台、
智慧发改	智慧发改一体化平台、投资项目在线审批管理平台
监督监管	国资国企在线监管平台、互联网+监管平台、互联网+民生监督平台、大数据监察一体化平台、
AI 终端	AI 智能终端系列产品、智能填单、自助服务终端台、窗口多功能输入仪、智慧大厅信息解决方案、智慧政务服务大厅、智慧政务自助服务终端
互联网+	互联网+政务服务、统一预受理平台、统一申报平台延伸的多渠道网上办事平台与客户端、统一受理系统、建设工程并联审批平台、部门通用全程电子化审批系统、政务服务事项标准管理系统、实人制身份注册与认证管理系统、协同审批支撑系统、政务服务电子监察系统等等

资料来源：太极数智官网，浙商证券研究所

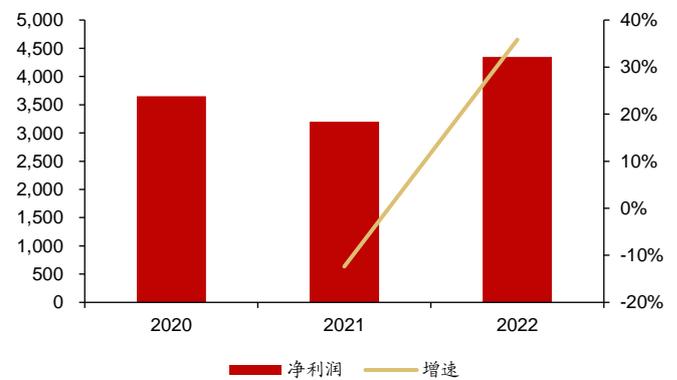
2022 年太极数智营收利润均实现反弹。2022 年，太极数智实现营业收入 2.00 亿元，同比增长 14.04%，净利润 4346.55 万元，同比增长 35.85%，双双实现反弹，且均超过 2020 年同期数值。伴随疫情影响削弱，太极数智的业绩有望进一步实现恢复。

图20：太极数智营业收入情况（单位：万元、%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图21：太极数智净利润情况（单位：万元、%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

国家政策推动优化营商环境，刺激行业需求。2022 年 10 月 31 日，国务院办公厅发布《关于复制推广营商环境创新试点改革举措的通知》，决定在全国范围内复制推广一批营商环境创新试点改革举措，以进一步扩大改革效果，推动全国营商环境整体改善。伴随全国各地政府进一步落实国务院关于深化“放管服”改革、构建一流营商环境等工作部署，企业服务领域的需求有望持续扩张。

融合 AI 智能分析技术，专注企业服务领域。公司在企业服务领域包括惠企政策服务平台、招商引资服务平台和企业服务平台三大类产品，目前已经在深圳市、漯河市等地实现落地。如招商引资服务平台采用大数据分析、AI 智能分析、AI 智能匹配等技术，通过资源共享、任务协同机制，统筹项目信息，涵盖招商全要素管理，实现统一调度管理、智能分析、精准研判，实现“全流程、智能化”管理，提升招商引资质效。

表4: 太极数智企业服务领域主要产品情况

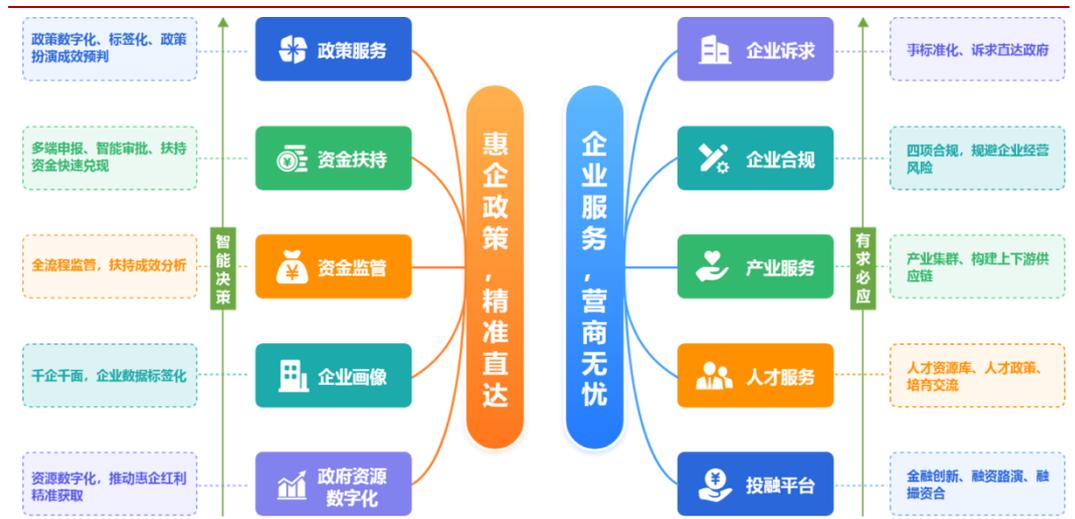
产品	特色功能	落地案例
太极数智惠企政策服务平台	政策数字化、政策沙盘推演、政策计算器、政策精准推送、政策订阅	漯河市政策计算器平台、德阳市涉企政策智能服务平台
太极数智招商引资服务平台	招商大数据、项目管理、任务管理、项目信息标准化、资源智能匹配、全流程监督管理、招商政策兑现、产业招商大脑、产业生态链	宝安区招商引资项目管理平台、达州市高新区招商引资项目全生命周期管理平台
太极数智企业服务平台	政策服务、资金扶持、资金监管、企业诉求、企业合规、企业画像、空间服务、产业服务、人才服务、融资服务	宝安区亲清政企服务直达平台、惠州市仲恺高新区“恺企通”服务平台

资料来源: 太极数智官网, 浙商证券研究所

企业服务平台致力于全面推动营商环境优化。通过企业服务平台,一方面聚焦政府资源,实现资源数字化;另一方面,通过平台掌握企业的现状,通过政府的资源和企业的现状,做到以数据为驱动,来实现提速增效,把政府涉企政策数字化、企业信息标签化、企业诉求标准化,以小切口布局大场景,以数据透视经济现状、把握经济脉搏、科学指导和辅助决策,实现区域治理体系和治理能力现代化。同时平台也是搭建政府与企业的桥梁,促进构建亲清政企新型政商关系。

平台十大特色功能赋能新型政商关系。太极数智企业服务平台目前具备政策数字化、统一申报、全流程监管效、诉求标准化、合规信息化、企业画像化、融资撮合、产业数字化、人才专题化、资源数字化等十大特色功能,重点解决企业政策知晓难、融资难、政府掌握企业诉求不精准、惠企服务不聚焦等核心需求,通过服务的提升,增加企业对政府的黏度,利用大数据和互联网建设清廉政企关系。

图22: 企业服务平台特色功能



资料来源: 太极数智官网, 浙商证券研究所

承建的宝安亲清政企服务直达平台成为标杆案例。2021年10月,由太极数智承建的“宝安区亲清政企服务直达平台”发布启用,该平台由宝安区政务服务数据管理局与区工业和信息化局联合搭建,以“诉求直达、政策直达、资源直达”为核心导向,推出**提诉求、享政策、找空间、助融资、建合规**等五大功能。2021年11月30日,国办印发的《政府职能转变和“放管服”改革简报》中,专门推荐了该平台,成为全国标杆案例。

图23: 太极数智亲清政企服务直达平台



资料来源: 太极数智官网, 浙商证券研究所

3 拟携手华润数科, 开辟 TO B、创新 TO C

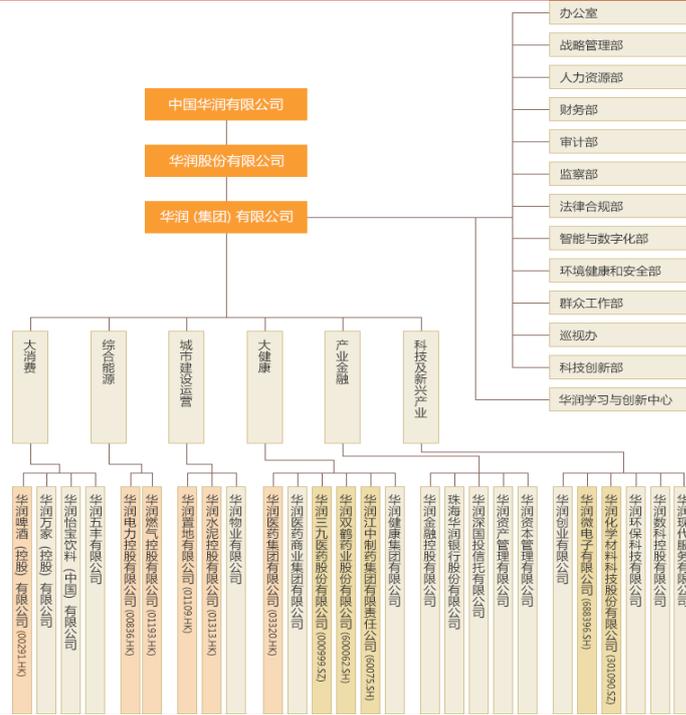
控股股东拟变更为华润数科, 打造华润数字经济板块经营主平台。2022年8月, 南威软件和华润数科签署了《股份认购协议》, 公司控股股东将变更为华润数科, 实际控制人最终变更为国务院国资委; 发行完成及转让股份过户完成后, 华润数科将持有公司 29.59% 的股份。公司与华润数科达成全面战略合作, 将公司定位为华润数字经济板块经营的主平台、政府和企业数字化业务的唯一业务平台、“TOC 业务”创新平台、开展数字经济板块资产投资并购的资本平台。

3.1 B 端: 背靠华润集团, 发展空间充足

华润集团规模庞大, 覆盖六大业务领域。华润前身成立于 1938 年, 现已发展成为业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域, 形成了下设 26 个业务单元, 一家直属机构, 实体企业 3077 家, 在职员工约 37.5 万人的巨大规模, 位列 2022 年《财富》世界五百强第 70 位。2022 年华润集团总资产规模突破 2.3 万亿元人民币, 较年初增长 16.6%; 实现营业收入 8,187 亿元, 同比增长 6.1%; 净利润 642 亿元, 同比增长 6.8%, 下属企业中有 8 家在香港上市, 8 家在内地上市。

“智慧华润 2028”愿景驱动华润集团数字化转型需求。华润提出了“智慧华润 2028”的发展愿景: 在“十四五”时期, 全面推进数字化转型和智能化发展, 各产业能够全面实现数字化, 数据资产初步挖掘变现, 创新能力显著增强, 人均生产效率、行业竞争能力、服务客户能力显著提升。并在华润集团成立 90 周年(2028 年)初步实现智能化, 数据资产、平台资产价值充分发挥, 对外市场化赋能, 创新能力大幅提升, 成为数字化智慧化发展的先行者。

图24: 华润集团组织架构



资料来源: 华润集团官网, 浙商证券研究所

华润数科是华润集团数字产业化核心支撑。华润数科是华润集团的数字化基础设施建设与运营者, 是华润集团重点培育的数字科技业务单元, 是华润集团在科技及新兴产业板块的数字产业化的核心支撑。华润数科业务主要涵盖企业数字化、工业互联网与智能制造、政务数字化等, 下游客户以华润集团为主, 主要外部客户包括越秀集团、广新控股、玉柴集团等。

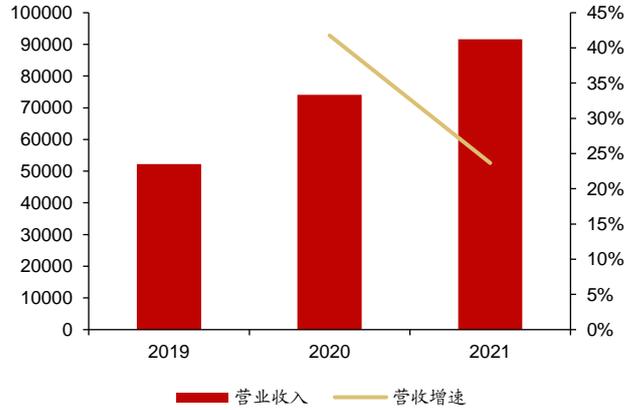
表5: 华润数科主要业务介绍

板块	基本介绍	主要产品和服务
数字企业	实践华润集团数字化转型, 逐步形成了从咨询-交付-运营(CDO)一揽子服务的核心价值能力, 并不断对外市场开拓, 成为地方国企、多元化集团合作伙伴	智慧法务、智慧财务、数字供应链、智慧人力、智慧建党、协同办公平台、智能投资、审计与风险管理、EHS管理、档案管理、知识库管理、主数据管理、企业内网门户;
数字城市	围绕城市的总体发展目标和规划, 为政企客户在智慧城市等领域提供规划、建设、运营一体化服务, 共谋共建政府数字化建设	智慧社区、智慧园区、智慧教育、智慧交通;
数字能源	建立数字能源生态, 打造行业级能效管理平台, 为B、C、G端用户提供用能、管能、产能的一揽子综合能源业务服务	城市燃气安全监管平台、智慧能效平台;
数字金融	具备为金控集团建设统一数字化金融平台的IT咨询及实施落地能力, 并可基于该平台部署统一风险管理、风险预警、统一客户协同管理、金融行业研究管理、战略指标管理、领导管理驾驶舱等子系统, 以及非标金融业务系统建设及运维产品和服务	智慧金融平台、综合风险管理、风险预警、金融行业研究、金融战略管理、不良资产管理、私募股权管理系统、商业保理管理系统、保险经纪管理系统、消费信贷管理系统;
消费互联网	提供全面的运营管理、科技与数据服务, 包括积分管理与清结算、会员管理与忠诚度体系运营等基础运营服务; 相关系统开发、集成与运维等IT科技服务; 大数据治理、数据系统设计、开发等服务	忠诚度运营服务、数字化整合营销、银企服务、忠诚度解决方案及科技服务、数据服务;
华润云	提供从IaaS、PaaS到SaaS的云计算产品与服务, 打造企业级一站式数字化转型解决方案	云平台、容器管理平台、数字化开发平台、一站式DevOps平台、集成平台、智能运维管理平台、SRE一体化运维服务、数据存储;
数字基础设施	为政企客户提供关键数字技术基础设施服务及产品, 涵盖数据中心、智能网络、定制化硬件、视音频多媒体系统等的规划设计、集成建设和运营服务, 和政企数字化、智能化全生命周期的网络信息安全服务	数据中心、智链(X-Link)、Rmeet智能音视频;
网络安全	帮助企业系统性、持续性提升网信安全能力	SmartSeco智慧安全协同生态体系、MarvelNet网络全域智控平台;

资料来源: 华润数科官网, 浙商证券研究所

华润数科业绩增长迅速，将为公司带来 B 端的核心资产。此次变更后公司定位于华润集团政府和企业数字化业务的唯一业务平台，背靠华润集团庞大规模并依托华润的央企身份和业务赋能将自身 G 端业务和华润集团 B 端业务进行整合，具备广阔的业务发展空间。华润数科近几年营业收入保持快速增长趋势，从 2019 年 5.23 亿增长至 2021 年 9.17 亿，年复合增长率达 32.41%，业务开拓进展稳定。

图25： 华润数科 2019-2021 年营业收入及增速情况（单位：万元，%）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.2 C 端：有望依托华润通+华润万家会员体系开辟消费者业务

华润数科提供会员服务和数据营销，实现精准服务。华润数科面向集团型、多业态企业提供会员服务和数据营销，基于丰富的会员数据管理经验和全链路会员数据治理及应用能力，提供会员全生命周期管理方案和数字化解决方案，助力业务数字化转型，赋能企业大数据应用能力，给客户带来业务和数据闭环的运营体系。如在消费互联网领域，华润数科可以结合华润通会员精准用户画像确定目标人群，通过线上线下全渠道定向推广为品牌精准宣传，同时也能提供全面的会员、积分、跨场营销的运营管理及科技与数据服务，提升客户忠诚度。

华润数科 C 端业务持续发力。面向 C 端业务运营主体华润网络近两年来扭亏为盈，营收、利润逐年攀升，发展与管理全量会员达 1.9 亿，发放积分达 1800 亿/年，促进跨场消费达 180 亿元/年。

公司有望借助华润通+华润万家切入华润系消费场景。公司有望依托华润集团旗下“华润通”打通华润系消费场景和服务，整合消费、交通、文旅、社区服务等多场景的流量，并在此基础上开辟 C 端业务：

1) 华润通：目前已有 1.6 亿会员，为会员提供超市（万家/苏果/Ole'/Vango）、万象城、太平洋咖啡、三九药店、华润堂、木棉花酒店等华润系消费场景及服务，并联合航空、酒店、餐饮、零售等知名品牌打造共积通兑的会员积分生态体系。

2) 华润万家：以万家 APP 为核心，以全国 3200 多家门店为载体，辐射门店商圈范围内的目标消费者，提供好物预售、网上超市、邻里万家、社区服务、万家农场、会员专区“六大场景”；目前华润万家门店覆盖全国 112 个地级以上城市，会员人数已经超过 7000 万，建构线上线下全业态的销售模式，致力于打造“邻居般的网上超市”。

图26: 华润通目前业务生态体系



资料来源: CIO 发展中心, 浙商证券研究所

图27: 万家 APP 提供“六大场景”服务



资料来源: 华润万家 2020 年社会责任报告, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

营业收入: 公司主要产品包括政务软件产品、城市公共安全软件产品、解决方案（硬件部分）和创新业务等方面，主要客户是 G 端客户，G 端客户项目招标和推进进度等受到疫情影响较大，2023 年后该业务有望实现快速恢复。我们预测 2023-2025 年公司营业收入 24.06/ 29.95/ 36.01 亿（+ 38.33%/ 24.45%/ 20.24%），具体而言：

（1）政务软件产品: 随着“十四五”期间政务信息化和数字政府相关政策的持续推进，叠加 2023 年疫情放开所带来的 G 端客户项目的恢复，结合 2018-2019 年高速发展期间公司该业务约 40% 的年营业收入增速，我们预计公司在未来将持续保持快速增长，后续回增速有望逐步趋于平稳，2023-2025 年政务软件产品营业收入增长率分别为 40%/25%/18%，对应营收分别为 5.50 /6.87/8.11 亿；

（2）城市公共安全软件产品: 该业务主要客户覆盖全国数百家各级公安机关，但伴随着疫情结束叠加“平安中国”国家战略的支持，公司该部分业务有望实现高速扩张。2021 年公司该业务实现营业收入同比增长 93.55%，2022 年疫情承压下公司该业务仍实现了 36.37% 的营收增速，因此我们认为 2023 年该业务增速有望实现反弹，我们预测公司 2023-2025 年城市公共安全软件产品营收增长率分别为 60%/35%/31%，对应营收分别为 5.24 /7.07 /9.26 亿；

（3）解决方案（硬件部分）: 受益于公司多项业务的恢复，解决方案（硬件部分）在未来数年有望实现较快增长。结合 2021 年公司该项业务 16.6% 左右的营收增速，我们预测公司 2023-2025 年解决方案（硬件部分）营收增长率分别为 23.80%/15%/10%，对应营收分别为 10.44/12.01/13.21 亿；

（4）创新业务: 公司在城市运营服务业务处于发展的初期阶段，受益于国内政务数字化转型浪潮，我们预计未来会保持高速增长态势，成为公司重要增长点；结合 2022 年公司该业务 105.50% 的营收增速情况，我们预计 2023-2025 年增长率分别为 80%/43%/38%，对应营收 2.71/3.87 /5.34 亿；

毛利率: 公司疫情期间各项业务毛利率有所下降，但随着疫情结束公司销售规模、盈利能力不断增强，软件收入占比将逐步提升带动毛利率提升，我们预计 2023-2025 毛利率为 35.12%/ 35.5%/ 35.62%；

费用端：随着收入规模的扩大、运营能力的提升和疫情影响逐步消除，公司销售、管理费用率有望保持稳定，公司在数据要素业务可能会加大投入，带动研发费用率提升。我们预计 2023-2025 年销售费用率为 6.05%/5.79%/5.55%，管理费用率为 11.75%/10.97%/10.41%，研发费用率为 7.70%/7.83%/8.01%；

表6: 收入及费用预测 (亿元、%)

	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	17.40	24.06	29.95	36.01
YOY	1.36%	38.33%	24.45%	20.24%
政务软件产品	3.93	5.50	6.87	8.11
YOY	-20.72%	40.00%	25.00%	18.00%
城市公共安全软件产品	3.27	5.24	7.07	9.26
YOY	36.37%	60.00%	35.00%	31.00%
解决方案(硬件部分)	8.44	10.44	12.01	13.21
YOY	-0.69%	23.80%	15.00%	10.00%
创新业务	1.50	2.71	3.87	5.34
YOY	105.50%	80.00%	43.00%	38.00%
其他业务	0.26	0.18	0.13	0.09
YOY	-55.87%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
毛利率	34.79%	35.12%	35.50%	35.62%
销售费用率	6.14%	6.05%	5.79%	5.55%
管理费用率	11.82%	11.75%	10.97%	10.41%
研发费用率	7.38%	7.70%	7.83%	8.01%
归母净利润	1.38	2.32	2.96	3.67
YOY	3.83%	68.34%	27.36%	24.10%

资料来源：公司年报，Wind，浙商证券研究所

我们预计 2023-2025 年公司营业收入 24.06/ 29.95/ 36.01 亿 (+ 38.33%/ 24.45%/ 20.24%)，归母净利润 2.32/2.96/3.67 亿 (+68.34%/27.36%/24.10%)，EPS 分别为 0.39/0.50/0.62，选择太极股份、数字政通和美亚柏科作为可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7: 可比公司情况 (2023.6.29)

	总市值 (亿)	归母净利润 (亿元)				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002368.SZ 太极股份	256.58	3.78	5.10	6.59	8.35	44.07	50.30	38.92	30.72
300188.SZ 美亚柏科	178.69	1.48	3.13	4.10	4.99	74.75	57.17	43.59	35.80
300075.SZ 数字政通	127.02	2.55	3.45	4.42	5.56	35.02	36.86	28.75	22.87
均值							48.11	37.09	29.80
603636.SH 南威软件	86.67	1.38	2.32	2.96	3.67	62.85	37.34	29.32	23.62

资料来源：Wind，浙商证券研究所，南威软件归母使用本报告预测值

5 风险提示

1. 重大事项进展不及预期、与华润数科协同进展不及预期的风险：公司和华润数科整合发展 GBC 端业务能够为公司带来较大业绩增量，但实际协同和落地情况可能不及预期，对公司业绩的增长会产生一定影响；

2. G 端客户合作和回款情况不及预期的风险：公司目前主要业务是面向 G 端即政府类客户，如果出现订单开拓不及预期或政府类客户出现回款速度慢等情况，会对公司业绩产生较大影响；

3. 下游市场需求降低的风险：如果某种因素导致政务软件、城市公共安全软件等产品的下游市场的需求降低，将直接影响公司营业收入增长；

4. 市场竞争加剧的风险：在公司从事的政府信息化等业务领域中存在其他的公司，未来不排除有更多的公司参与，导致市场竞争加剧；

5. 数据要素市场进展、数据要素业务探索和拓展不及预期的风险：公司在数据要素业务上持续进行大力布局，如果整体市场发展不及预期或公司业务拓展不及预期，可能影响公司未来的长期发展；

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3385	3798	4421	5269
现金	569	210	707	945
交易性金融资产	7	17	27	37
应收账款	2066	2607	2704	3285
其它应收款	29	51	53	67
预付账款	13	31	39	46
存货	181	251	283	359
其他	520	630	608	529
非流动资产	2018	1931	1918	1907
金额资产类	82	82	82	82
长期投资	381	391	401	411
固定资产	176	166	157	150
无形资产	282	272	262	252
在建工程	2	1	1	1
其他	1096	1019	1015	1011
资产总计	5404	5730	6339	7175
流动负债	2518	2662	2946	3376
短期借款	666	766	966	1266
应付款项	1235	1280	1349	1484
预收账款	0	0	0	0
其他	617	616	631	626
非流动负债	101	74	71	69
长期借款	34	34	34	34
其他	67	40	37	35
负债合计	2618	2736	3017	3445
少数股东权益	95	121	154	195
归属母公司股东权益	2690	2873	3168	3535
负债和股东权益	5404	5730	6339	7175

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	49	(335)	410	60
净利润	152	258	328	408
折旧摊销	114	91	90	89
财务费用	20	27	32	41
投资损失	(8)	(2)	(3)	(4)
营运资金变动	(281)	(723)	(34)	(469)
其它	53	15	(4)	(4)
投资活动现金流	44	(32)	(69)	(68)
资本支出	(100)	(52)	(55)	(55)
长期投资	(5)	(25)	(25)	(25)
其他	149	46	11	12
筹资活动现金流	178	8	156	247
短期借款	260	100	200	300
长期借款	34	0	0	0
其他	(116)	(92)	(44)	(53)
现金净增加额	270	(358)	496	238

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1740	2406	2995	3601
营业成本	1134	1561	1932	2318
营业税金及附加	6	7	6	7
营业费用	107	146	173	200
管理费用	206	283	328	375
研发费用	128	185	235	288
财务费用	(29)	(19)	26	26
资产减值损失	(5)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动损益	28	10	10	10
投资净收益	8	2	3	4
其他经营收益	26	24	45	36
营业利润	160	269	342	425
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	159	269	342	425
所得税	7	11	14	17
净利润	152	258	328	408
少数股东损益	14	26	33	41
归属母公司净利润	138	232	296	367
EBITDA	213	350	466	547
EPS (最新摊薄)	0.23	0.39	0.50	0.62

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	1.36%	38.33%	24.45%	20.24%
营业利润	8.02%	68.03%	27.36%	24.10%
归属母公司净利润	3.83%	68.34%	27.36%	24.10%
获利能力				
毛利率	34.79%	35.12%	35.50%	35.62%
净利率	7.93%	9.65%	9.87%	10.19%
ROE	5.13%	8.08%	9.33%	10.38%
ROIC	2.68%	6.49%	8.31%	8.73%
偿债能力				
资产负债率	48.46%	47.75%	47.59%	48.02%
净负债比率	94.01%	91.39%	90.82%	92.37%
流动比率	1.34	1.43	1.50	1.56
速动比率	1.06	1.08	1.19	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.43	0.50	0.53
应收账款周转率	1.02	1.03	1.13	1.20
应付账款周转率	1.45	1.64	2.00	2.25
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.39	0.50	0.62
每股经营现金	0.08	(0.57)	0.69	0.10
每股净资产	4.55	4.86	5.36	5.98
估值比率				
P/E	62.85	37.34	29.32	23.62
P/B	3.22	3.02	2.74	2.45
EV/EBITDA	38.96	26.57	19.28	16.51

资料来源：wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>