

2020年02月15日

证券分析师 郝彪

执业证号: S0600516030001  
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

## 第三次升级转型渐入佳境，信创放量正当时 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,016	7,252	12,378	17,915
同比(%)	13.5%	20.5%	70.7%	44.7%
归母净利润(百万元)	316	368	690	1,034
同比(%)	8.3%	16.6%	87.3%	49.8%
每股收益(元/股)	0.77	0.89	1.67	2.50
P/E(倍)	54	46	25	17

### 投资要点

- 第三次业务升级转型成效显著，传统集成商日益脱胎换骨：**太极股份是国家关键领域和众多重要行业重大信息系统总体建设单位。在新技术发展背景下，公司以“数据驱动、云领未来、网安天下”为核心战略指引，开启第三次业务转型。2016年以来，公司综合毛利率从19.6%大幅提升4.3pct到23.9%；研发支出增速（保持20%以上）远超收入增速的同时利润仍然增长；剔除掉系统集成业务的影响，2018年公司研发支出占比已经达到14%，接近软件产品类公司的研发投入比例；2019年半年报，公司传统系统集成业务占收入比例已经从2016年的73.59%下降到不足50%。与此同时公司布局的云服务、网安与信创、智慧服务等业务发展渐入佳境，多项财务指标表明公司正日益摆脱传统集成商的角色。
- 系统布局信创软件产业链，价值尚待认识：**太极是中国电科旗下信创产业总体单位，除了集成业务，从基础层到应用层体系化布局了数据库（人大金仓）、中间件（金蝶）、OA（慧点科技），加上子集团控股的普华软件（操作系统），实现了对三大基础软件的完整布局。人大金仓和金蝶天燕在各自领域均具备领先的技术和产品，市场占有率分别有望达到30%、15%。慧点科技在央企市场覆盖率达到50%以上，拥有的中国百强企业客户接近百家。参考各自的对标上市公司，可带来较大重估空间。
- 传统集成业务迎来信创春风，带动业绩放量增长：**对于新的IT生态，各类软硬件产品尚处在磨合阶段，技术的复杂化和专业化推动集成商处于生态打造者的核心地位，很大程度上掌控了上游产品的定价权，盈利能力将远超过成熟IT生态下的情形，净利率有望达到5%以上，份额也将向大集成商集中。太极作为系统集成央企，具有完备的资质和领先的技术、丰富的政务项目经验和业务资源，在信创集成市场份额有望达到10%以上。未来在行业应用铺开，我国基础信息技术创新市场可达万亿以上规模，今年党政招标率先放量在即，信创集成放量可期。
- 盈利预测与投资评级：**上调2019-2021年净利润分别为3.68、6.90、10.34亿元，对应EPS分别为0.89/1.67/2.50元，现价对应46/25/17倍PE。公司正摆脱传统集成商角色，采用分部估值更合理。我们预计2020年集成业务净利润约3.34亿元，给予100亿元市值；云服务、网络安全和智慧服务板块（不含慧点科技）净利润合计约2.24亿元，给予市值112亿元；人大金仓、金蝶天燕并表净利润约0.87亿元，给予61亿市值；慧点科技净利润为0.45亿元，给予市值30亿元，合计总市值300亿元，对应目标价72.80元。今年信创市场将迎来放量，我们看好太极作为中国电科信创产业总体单位的发展前景，公司价值有待重估，维持“买入”评级。
- 风险提示：**基础信息技术创新推进不达预期；在各细分领域市场份额不及预期；信息安全和智慧服务业务发展遇到瓶颈。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	41.50
一年最低/最高价	24.96/45.21
市净率(倍)	6.03
流通A股市值(百万元)	16802.34

### 基础数据

每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	65.52
总股本(百万股)	412.78
流通A股(百万股)	404.88

### 相关研究

- 《太极股份(002368): 集团整合加快, 营收加速趋势得到印证》2019-11-11
- 《太极股份(002368): 营收增速持续提升, 多点布局静待业绩释放》2019-10-31
- 《太极股份(002368): 网安和自主可控业务加速发展, 下半年有望加速增长》2019-08-21

## 内容目录

<b>1. 第三次业务升级转型渐入佳境，传统集成商脱胎换骨</b>	<b>4</b>
1.1. 第三次战略转型开启，业务结构不断优化	4
1.2. 研发占比持续提升，多项财务指标验证业务升级	5
1.3. 政务云、公安大数据业务渐入佳境，信创业务蓄势待发	7
<b>2. 系统布局信创软件产业链，价值有待重估</b>	<b>10</b>
2.1. 从基础软件到应用领域，系统布局信创软件领域	10
2.2. 国内数据库龙头，人大金仓极具重估空间	11
2.3. 参股金蝶天燕，发力国产中间件	14
2.4. 收购慧点科技，布局党政 OA	16
2.5. 普华软件有望成为国产操作系统核心供应商	18
<b>3. 乘信创东风，传统集成业务迎来春天</b>	<b>19</b>
3.1. 基础信创带来系统集成行业更新换代机遇	19
3.2. 掌控信创 IT 生态定价权，集成商盈利能力有望提升	20
3.3. 新 IT 生态中大集成商优势明显，份额有望走向集中	21
3.4. 系统集成央企，信创集成放量在即	22
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 太极推动第三次战略转型 .....	4
图 2: 主动控制传统集成业务的增长 .....	4
图 3: 业务结构持续优化 .....	5
图 4: 公司研发投入快速增长 .....	5
图 5: 公司研发人数快速增长 .....	5
图 6: 研发支出比重已接近软件产品类公司 .....	6
图 7: 公司毛利率稳步提升 .....	6
图 8: 中国政务云市场规模 .....	8
图 9: 太极承建中国政务服务平台 .....	8
图 10: 公司运营的北京市政务云 .....	9
图 11: 太极的网络安全服务体系 .....	9
图 12: 公司网络安全服务收入保持快速增长 .....	10
图 13: 太极股份全面布局信创软件产业链 .....	10
图 14: 2017 年全球市场的 RDBMS 份额 .....	11
图 15: 2009-2018 年我国数据库软件市场规模走势 .....	12
图 16: 2017 年我国数据库行业企业市场份额 .....	12
图 17: 人大金仓产品示意 .....	13
图 18: 2017 年国内主要数据库企业占国产数据库市场份额 .....	13
图 19: 金蝶天燕产品架构及特点 .....	14
图 20: 国内中间件市场规模 .....	15
图 21: 中间件国内政务市场收入份额 .....	15
图 22: 金蝶天燕近年来营收增长 .....	16
图 23: 金蝶天燕近年来利润增长 .....	16
图 24: 慧点科技创新的用户体验 .....	16
图 25: 慧点科技近年营业收入情况 .....	17
图 26: 慧点科技近年利润情况 .....	17
图 27: 普华软件桌面操作系统简介 .....	18
图 28: 普华软件产品兼容认证伙伴 .....	18
图 29: 2013-2018 年我国系统集成行业市场规模 .....	20
图 30: 2019 年公司系统集成业务毛利率提升 .....	21
图 31: 国家重大信息化工程“十二金工程” .....	23
表 1: 本次发行可转换公司债券募集的资金用于项目 .....	7
表 2: 细分市场国产化情况 .....	20
表 3: 中国电科在基础 IT 方面布局情况 .....	22
表 4: 太极股份各业务营收预测 .....	24
表 5: 太极股份各业务毛利率预测 .....	24
表 6: A 股集成商估值 .....	25
表 7: A 股网络安全公司估值 .....	25
表 8: A 股基础软硬件公司估值 .....	25
表 9: A 股在线办公公司估值 .....	26

## 1. 第三次业务升级转型渐入佳境，传统集成商脱胎换骨

### 1.1. 第三次战略转型开启，业务结构不断优化

**传统集成龙头开启第三次战略转型：**太极股份是我国电子政务与行业信息化、网络与信息安全领域领军企业，是国家信息技术应用创新产业核心骨干企业。伴随中国信息产业成长 30 多年，太极承担党政及智慧城市、国防、公共安全、电力、交通等重大信息系统建设和综合服务，是国家关键领域和重要行业重大信息系统总体建设单位。随着云计算、大数据、AI 等技术的发展，数字经济时代已经到来，太极以“做中国最优秀的数字化服务提供商”为战略愿景，重点布局行业智能应用与数据服务、云服务、基础 IT 信息技术应用创新等主营业务，面向党政、国防、公共安全等领域以及重点行业企业提供一体化数字化服务，开启第三次战略转型。

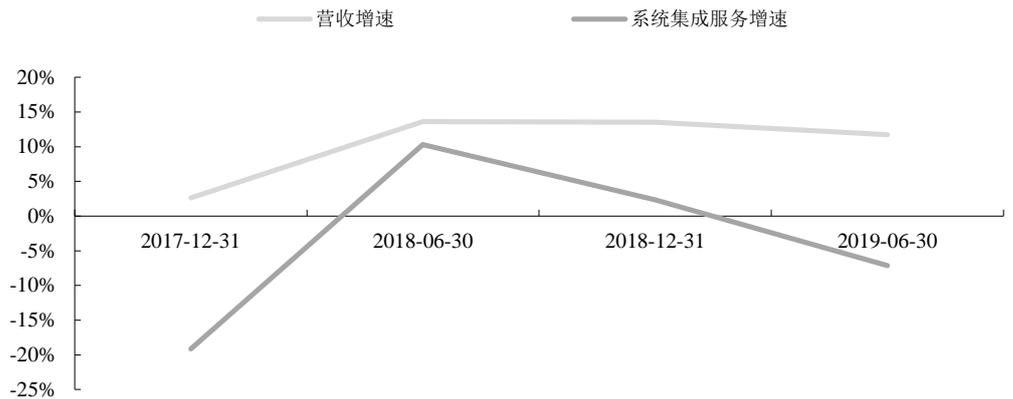
图 1：太极推动第三次战略转型



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**主动控制传统集成业务，大力发展创新业务。**2017 年，在中国电科和中电太极集团的大力支持下，公司以“数据驱动、云领未来、网安天下”为战略指引，积极推进业务创新发展，将云服务业务、网络安全与信息技术应用创新业务作为公司两大战略业务先锋，持续加大研发投入，支持其快速发展。与此同时，公司主动控制传统集成业务的规模，集中力量发展创新业务，推动业务结构转变。在高附加值的新业务带动下，虽然传统集成业务有所下滑，但营收和利润仍然保持稳健增长。

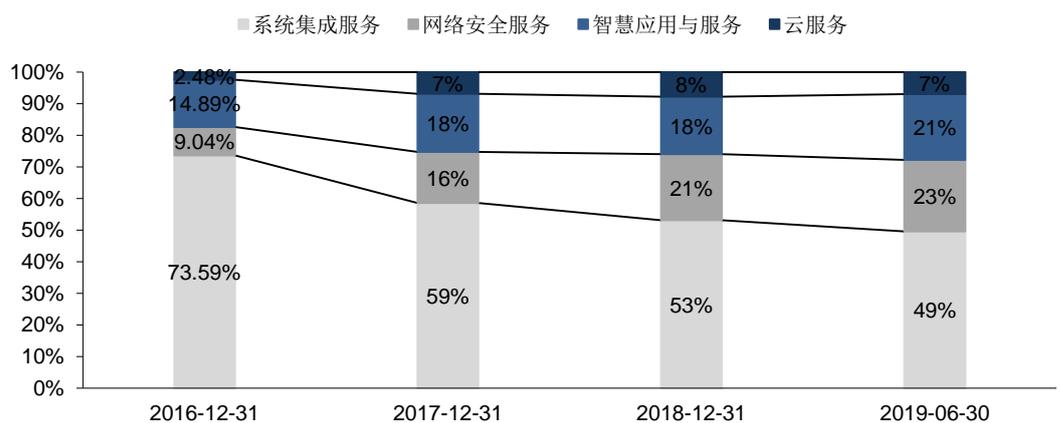
图 2：主动控制传统集成业务的增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

业务结构持续优化, 传统集成业务占比已经不到一半。从板块收入占比看, 2017年以来公司传统系统集成服务业务收入在公司整体业务中的占比继续下降, 云服务业务、网络安全与信息技术应用创新业务的收入占比继续提升, 2019年半年报中公司传统系统集成业务收入占比已经从2016年的73.59%下降到不足50%。

图 3: 业务结构持续优化



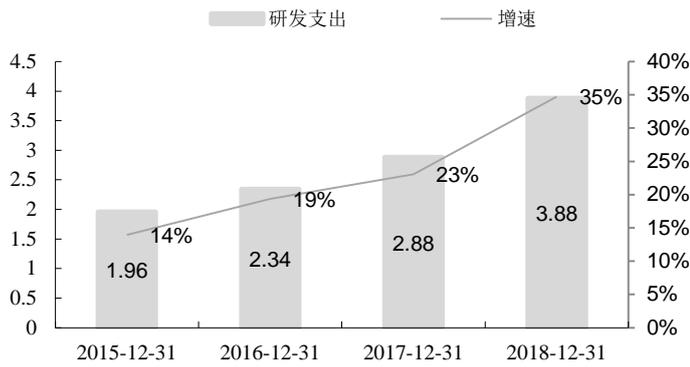
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 1.2. 研发占比持续提升, 多项财务指标验证业务升级

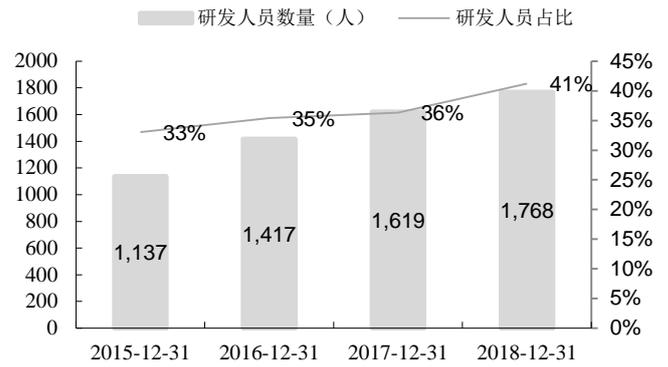
持续加大研发投入, 提升数字化平台和应用服务水平。技术创新是公司发展的基石, 公司围绕数字化服务体系不断加强技术和产品创新。近几年太极持续加大研发投入, 整合内外部资源, 推进公司不断向数字化服务转型。从财务指标看, 研发支出增速保持在20%以上, 超过收入增速, 研发人员数量已经超过1768人。

图 4: 公司研发投入快速增长

图 5: 公司研发人数快速增长



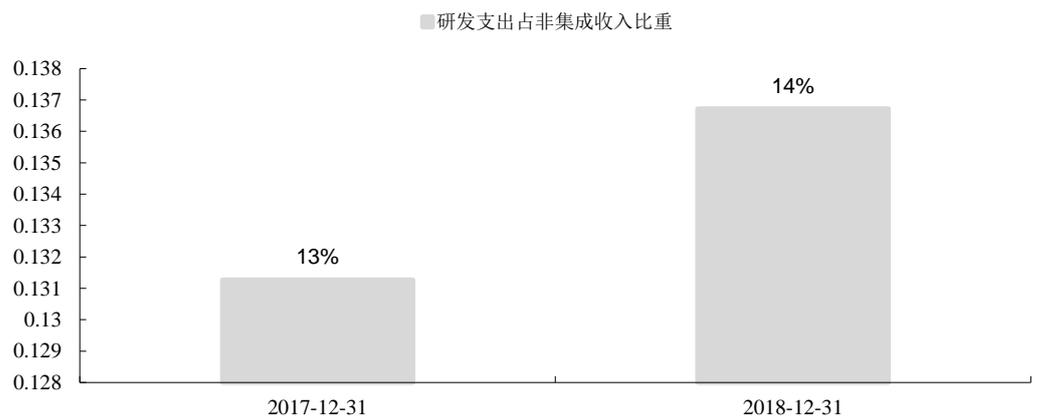
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

修正后的研发投入率已经接近产品型公司。剔除掉系统集成业务的影响，公司研发支出占其他业务的比重在 2017-2018 年分别达到 13%、14%，已经接近软件产品类公司的研发投入比例，进一步验证公司转型的程度。

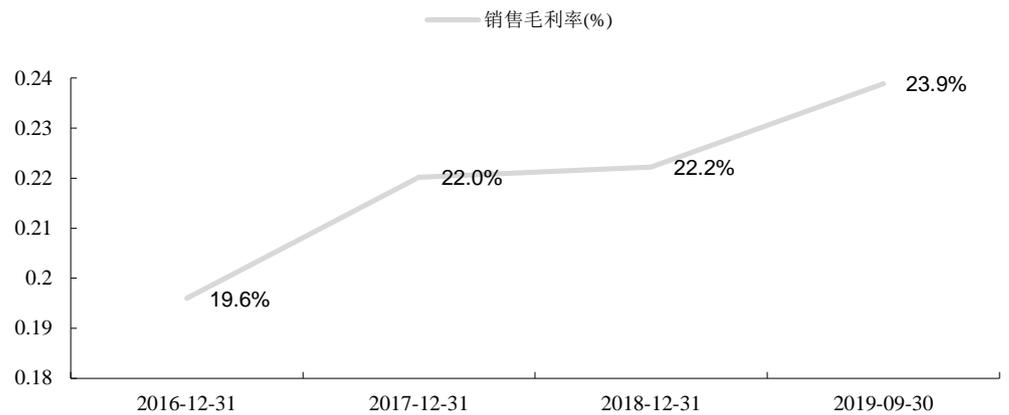
图 6：研发支出比重已接近软件产品类公司



数据来源：Wind，东吴证券研究所

综合毛利率大幅提升 4.3pct，附加值提升显著。研发投入增加带动公司业务附加值提升，反映到财务指标上，2016 年以来，公司综合毛利率从 19.6% 大幅提升 4.3pct 到 23.9%，如果剔除掉系统集成业务，公司毛利率已经达到 33.90%。

图 7：公司毛利率稳步提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**发行可转债进一步推动研发。**为进一步推进公司在云计算、数据服务、信息技术应用创新等领域的发展，公司已公开发行可转换公司债券募集资金 10 亿元，用于太极信息技术创新应用关键技术和产品研发及产业化、太极云计算中心和云服务体系建设、太极工业互联网服务平台建设等项目。可转债为太极股份提供了充足的资金，为产业浪潮所带来的历史机遇做好准备。

表 1：本次发行可转换公司债券募集的资金用于项目

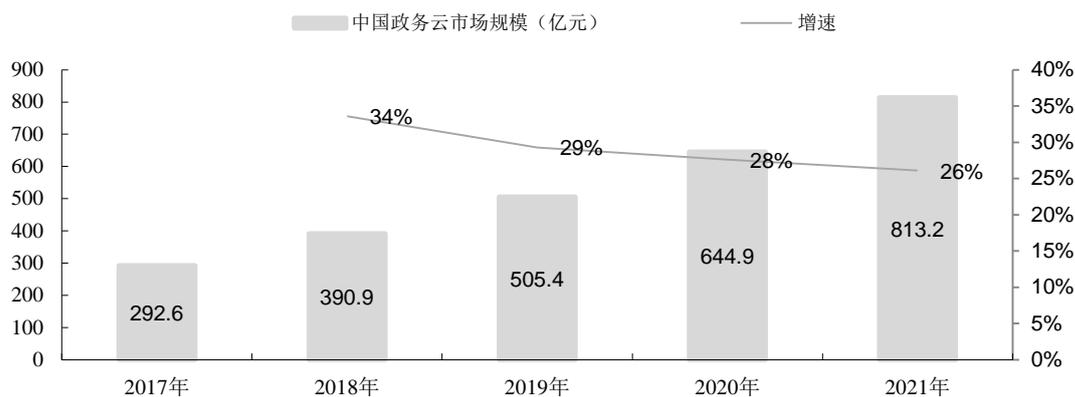
序号	项目名称	项目所需资金	募集资金投资额
1	太极信息技术创新应用关键技术和产品研发及产业化项目	21,863.09	7,208.31
2	太极云计算中心和云服务体系建设项目	48,830.87	29,981.94
3	太极工业互联网服务平台建设项目	67,916.18	47,899.00
3.1	收购慧点科技少数股东持有的 9% 股权	4,843.18	4,800.00
3.2	工业互联网服务平台建设项目（北京）	23,453.00	17,603.00
3.3	太极工业互联网平台建设（西安）	39,620.00	25,496.00
4	补充流动资金	14,910.75	14,910.75
	合计	153,520.89	100,000.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 政务云、公安大数据业务渐入佳境，信创业务蓄势待发

**政务云市场前景广阔。**政务云是云计算技术在政府行业中的应用。近几年，我国云计算产业发展、行业推广、市场监管等重要环节的宏观环境日趋完善。在国家发布的有关云计算的政务信息化建设运行新机制，推进政务信息资源整合共享，政务云在政策导向下取得了长足发展。我国政务云的发展经历了多年的培育和探索阶段，已经进入全面运用的普及阶段。2017 年，我国政务云市场规模 292.6 亿元，政务云用量增长迅速，超过了工业、金融、互联网等其他行业，根据中国信通院的估计，未来几年政务云仍保持稳定增长，到 2021 年市场规模将达到 813.2 亿元。

图 8：中国政务云市场规模



数据来源：中国信息通信研究院，东吴证券研究所

**承建国家和行业级重大平台，彰显龙头地位。**太极在政务板块致力于打造数字政府第一品牌，推动政府“放管服”改革创新，提升政府智能应用水平，推进国家治理体系和治理能力现代化。在政务信息化领域，公司全力推进国家政务服务平台工程建设并中标国家政务服务平台“互联网+监管”应用系统建设。中国政务服务平台面向企业和群众发挥全国政务服务公共入口、公共通道、公共支撑作用，为政务服务全国“一网通办”提供支撑。除此之外，公司还承担了交通运输部高速公路收费系统改造项目部级工程、国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程、国家安全生产监管监察大数据平台建设等一批重大工程。承建众多国家级平台，彰显公司龙头地位。

图 9：太极承建中国政务服务平台



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**产品体系不断丰富，政务云用户规模大幅增加。**太极已经构建起包含云咨询规划、总体设计、实施建设、迁移部署和运营管理等内容的一体化、全云服务解决方案和服务体系，公司不断将自有行业应用产品和合作伙伴产品向云端迁移，太极云产品和服务持续丰富，生态体系不断完善。近年来公司政务云业务加速拓展，太极政务云已承载 200 个以上政务部门的业务系统运行，涉及政务服务、医疗卫生、科研教育、交通运输、公共服务、人力社保、食品监督、新闻出版等领域。太极为北京、海南、山西、海口、榆

林、天津等省市政府部门提供政务云服务，助力各地政府构建政务云运营和服务体系。公司各地政务云用户数量稳步增加，为公司带来持续性服务收入。

图 10：公司运营的北京市政务云

### 公司运营的北京市政务云



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公安大数据平台需求旺盛。**公安部党委书记、部长赵克志在全国公安厅局长会议上指出公安部信息化建设存在分散建设等问题，必须加快推进数据融合共享，打破部门警种壁垒，打通交换共享渠道，全面汇聚全国性共享需求的公安内部数据和政府部门、社会行业等外部数据，努力实现数据规模效益和价值最大化。目前全国公安机关信息化已有一定的基础，但是公安行业仍没有跨领域的成熟大数据应用案例，未来行业有望在相关部门的推动下进行大范围的部署。

图 11：太极的网络安全服务体系

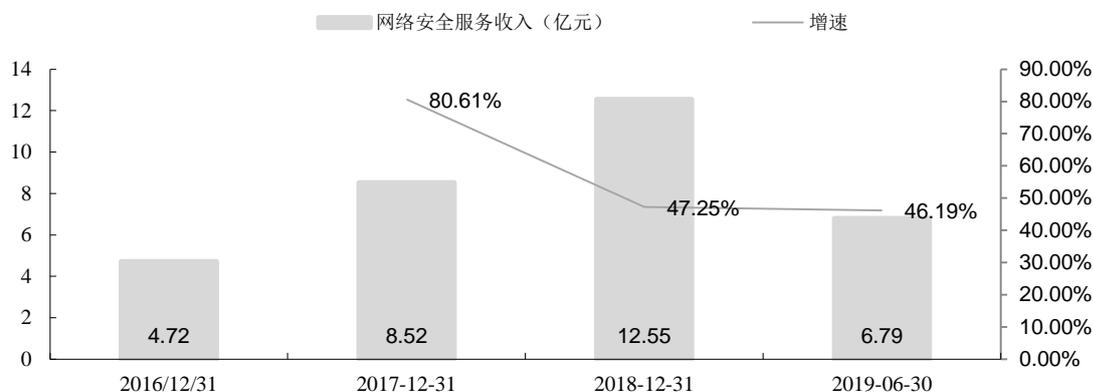


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**网络安全业务保持高速增长。**在“网安天下”的战略规划引领下，公司基于大数据、AI 和互联网等相关技术，不断完善全警大数据平台、多源异构舆情大数据平台、网络安全态势感知平台和政法一体化智能管理平台等核心产品，在公共安全警务大数据、警务应急指挥、雪亮工程、平安城市、互联网舆情分析与处置、安全态势感知等领域精耕细作，致力于为国家公共安全部门提供网络安全治理、非法信息监测与分析、指挥与决策支持等全面的系统解决方案。在网络安全领域，公司以平台战略为基础，以产品为导向，

以数据服务为依托，构建中心型组织，面向数据赋能网络安全智能化新常态，打造大数据平台核心能力，并不断研发和推出新型系列产品，构建网络安全智能应用生态圈。近年来网络安全业务保持高速增长。

图 12：公司网络安全服务收入保持快速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

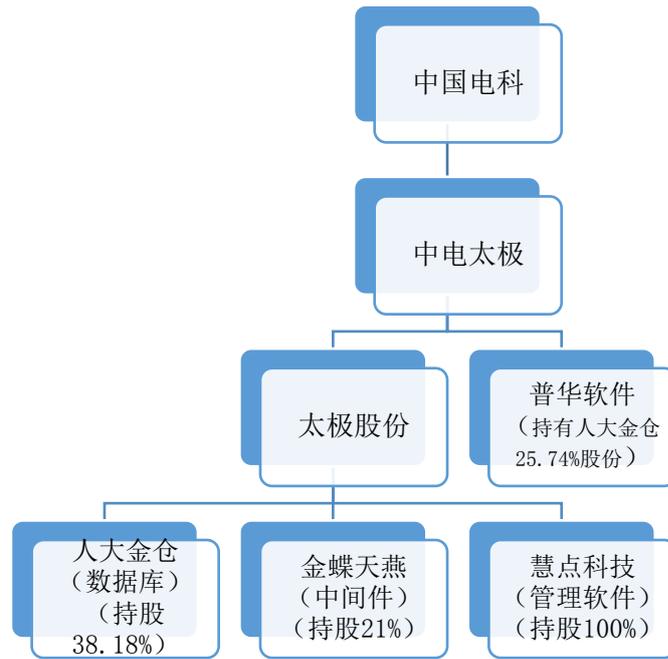
**信创业务蓄势待发：**公司从 2011 年开始布局基础信息技术创新业务，随着今年信创招标推进，信创业务有望迎来放量。

## 2. 系统布局信创软件产业链，价值有待重估

### 2.1. 从基础软件到应用领域，系统布局信创软件领域

**体系化布局信创软件：**公司是中电科集团旗下基础信息技术创新总体单位，积极利用资本市场扩宽信息技术创新应用产业链，经过多年的积累，从基础层到应用层体系化布局了数据库（人大金仓）、中间件（金蝶）、OA（慧点科技），在各细分领域已经具备较强的产品、技术和客户。加上子集团控股的普华软件（操作系统），实现了对三大基础软件的完整布局。目前太极股份持有慧点科技 100% 股权、人大金仓 38.18% 股权和金蝶中间件 21% 的股权，同时完成了适配攻关、信息系统建设和构建产业生态等方面的能力建设。公司在信创领域不再是简单的集成角色，软件业务布局的价值尚待市场认识。

图 13：太极股份全面布局信创软件产业链

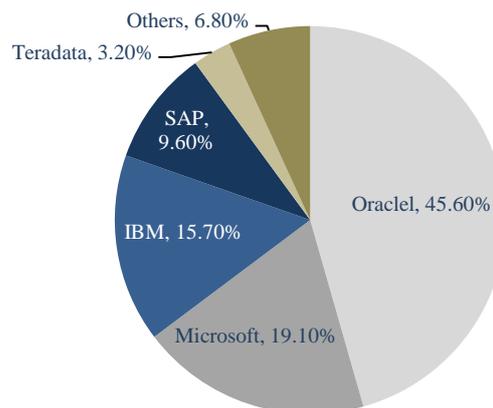


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 国内数据库龙头，人大金仓极具重估空间

**数据库是三大基础软件之一。**数据库是以一定方式储存起来的相互间有关联关系的数据的集合，是为应用程序或应用程序的最终使用者提供对数据的管理和分析功能的计算机软件，是实现 IT 系统底层读写功能的基石。随着信息技术和市场的发展，数据管理不再仅仅是存储和管理数据，而是转变成用户所需要的各种数据管理的方式。

图 14：2017 年全球市场的 RDBMS 份额

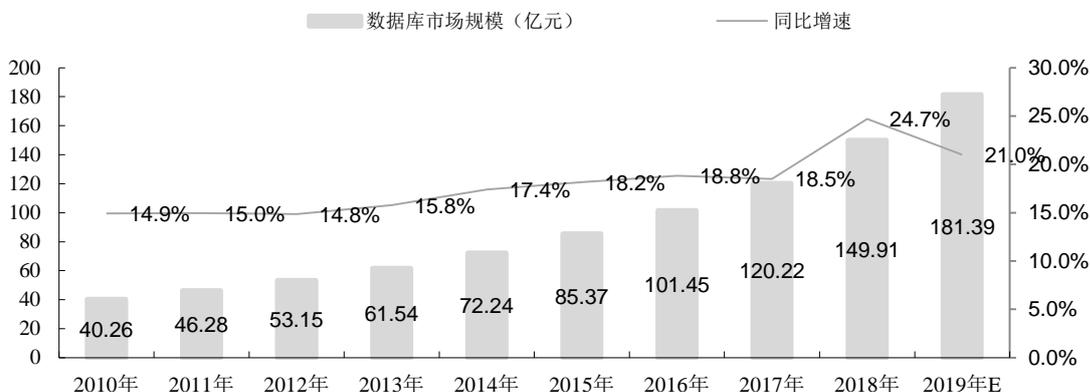


数据来源：Gartner，东吴证券研究所

国内数据库市场增长较快，年规模已到 200 亿。国内数据库市场规模保持 20% 左右的增长速度。根据智研咨询调查报告，2009 年到 2018 年之间，国内数据库市场规模从 35 亿元增长到 150 亿元，且增长速度越来越快，到 2018 年同比增速达到了 24%，考虑

到数据库又和中间件和操作系统等捆绑销售的情况，未来在基础信息创新的加持下市场规模增速会更高。保守估计未来两年增速 20%左右，我国数据库市场规模将达到 200 亿元以上。

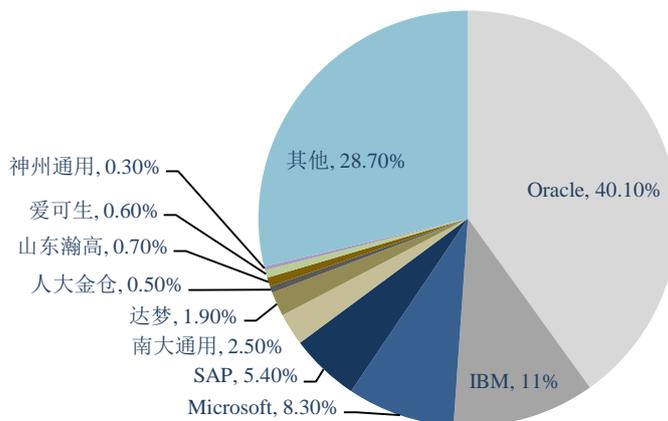
图 15：2009-2018 年我国数据库软件市场规模走势



数据来源：智研咨询，中研网，东吴证券研究所

**国内数据库市场被国外厂商垄断，Oracle 占据近半份额。**根据智研咨询的统计，截止到 2017 年，国外厂商占据我国数据库市场份额超过 80%，国内厂商市场份额较少。数据库技术门槛较高，Oracle、IBM 和微软三家厂商占据市场份额近六成，其中 Oracle 占据了数据库中主流的关系型数据库管理系统行业市场的半壁江山。国内厂商的订单主要来源于政府采购，国产化率一直处于较低水平，随着基础信息创新的发展，我们预计未来政府央企端数据库国产化率渗透空间快速提升。

图 16：2017 年我国数据库行业企业市场份额



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

人大金仓产品性能优异，在党政领域份额居前。人大金仓是中国自主研发数据库产

品和数据管理解决方案企业，由中国人民大学及一批较早在国内开展数据库教学、研究与开发的专家于 1999 年发起创立。历经 20 年的积淀与发展，人大金仓产品已广泛应用于电子政务、国防军工、电力、金融等超 20 个重点行业，完成装机部署超 50 万套，遍布全国近 3000 个县市。人大金仓是国家“核高基”重大专项数据库方向课题的牵头承担单位，金仓数据库管理系统是面向事务处理类、兼顾分析类应用领域的新型数据库产品，致力于解决高并发、高可靠数据存储计算问题，是一款为企业事业单位管理信息系统、业务系统量身打造的承载数据库，目前性能已全面升级，是真正具有高成熟度的数据库产品。截止到 2017 年，国内最大的数据库厂商包括南大通用、武汉达梦、人大金仓和神州通用。这些厂商在各自领域有比较优势。人大金仓在产品优良的基础上，依靠股东背景在政府行业如鱼得水，占据第一大份额。

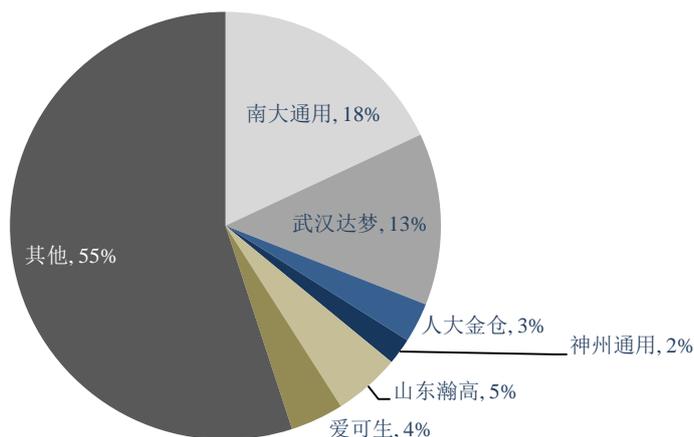
图 17：人大金仓产品示意



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

**2019 年业绩实现翻倍增长，销售布局拓展至全国。**目前人大金仓已广泛参与到各类生态伙伴的市场活动之中，建立完善全产业链生态链。数据库迁移服务异军突起，全面兼容 Oracle、MySQL、SQL Server，实现触发器、存储过程、函数轻松转换。根据公司官网披露，2019 年签约合同额、收入增长率、利润增长率实现历史性突破，创历年新高。党政军领域高速增长，信创领域市场占有率稳步提升，科技项目持续推进；区域布局范围成倍扩大，由 7 省 3 市扩展到 27 省 4 市（1 兵团），且全面覆盖最终用户、集成商、软件开发商、代理商、开发者/DBA 等各类角色。人大金仓将在现有基础上，重兵投入党政信创市场，加大生态建设力度，持续加大产品研发投入。我们预计人大金仓在信创产业党政市场占有率超过 30%。

图 18：2017 年国内主要数据库企业占国产数据库市场份额

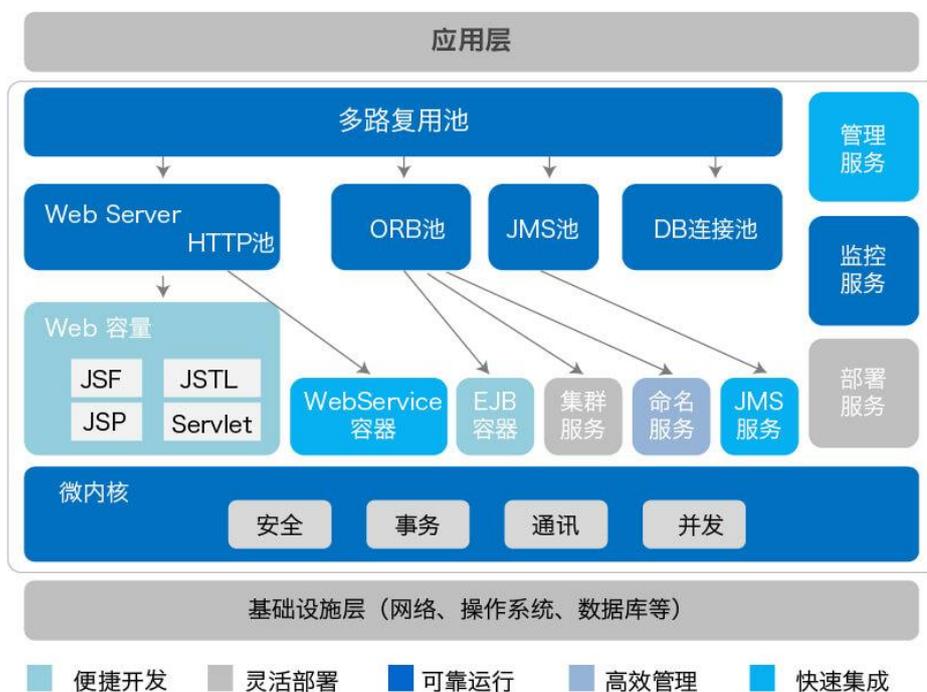


数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

### 2.3. 参股金蝶天燕，发力国产中间件

金蝶天燕的股东品牌效应突出，具备市场资源与渠道优势。金蝶中国是公司控股股东，协同效应突出。由于控股股东在软件行业中存在较高知名度，公司在成立之初就制定标准的研发管理制度，继承了集团的市场文化，良好的产品质量及服务内涵提升了公司 Apusic 系列中间件的品牌美誉度。太极股份持有金蝶中间件 21% 的股权，在党政军等关键业务市场拥有大量客户，有望为公司带来较强的客户资源和渠道优势，有利于不断扩大市场份额。

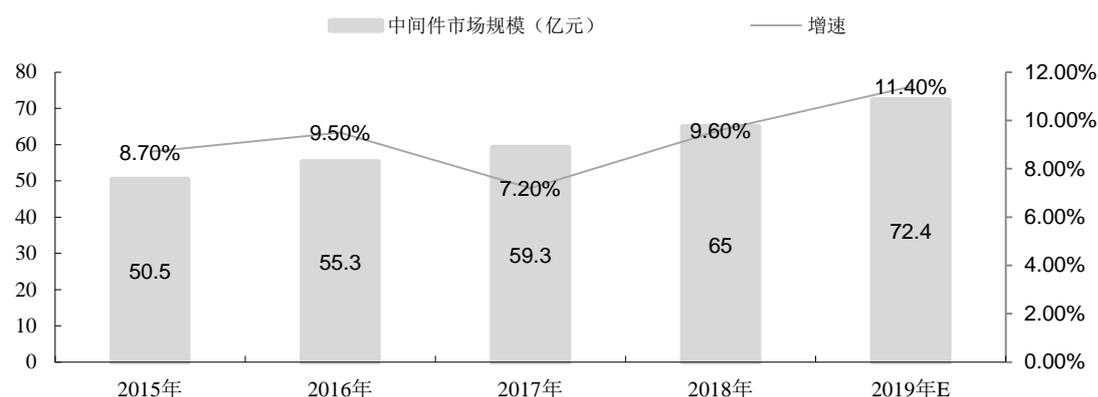
图 19：金蝶天燕产品架构及特点



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**中间件市场保持较快增长。**简单来说，中间件就是处在各类应用和操作系统中间的软件，它解决了不同系统之间的互联互通问题。根据 CCWResearch 的预测，2019 年中间件市场规模将达到 72.4 亿元，同比增长为 11.4%。考虑到中间件存在和数据库与操作系统等捆绑销售的情况，实际市场会更大。未来随着信息技术的发展以及传统行业的数字化转型，中间件市场规模将保持稳定增长。根据华为发布的《鲲鹏计算产业白皮书》，未来国内中间件市场规模五年复合增速可能达到 16%。

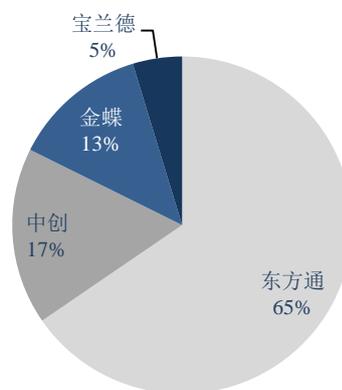
图 20：国内中间件市场规模



数据来源：CCWResearch，宝兰德招股说明书，东吴证券研究所

**政务市场标准中间件竞争格局相对稳定。**政务领域的底层异构性和复杂性为中间件提供了用武之地，尤其是政务资源共享系统以及电子文件共享交换系统。根据 2018 年各家公司披露的财务数据来看，金蝶天燕在政务领域标准中间件的市场占有率达到了 13%。未来金蝶天燕中间件有望受益于太极股份的系统集成商龙头地位，从而继续提升市场份额。

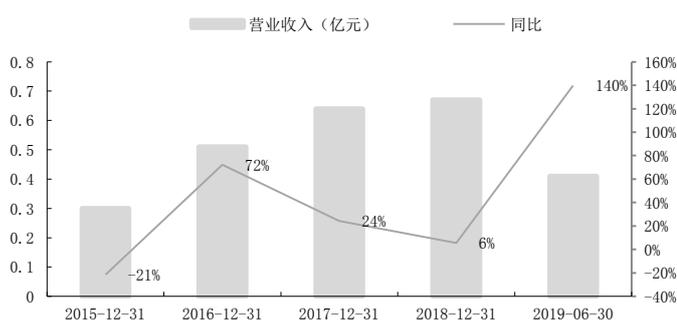
图 21：中间件国内政务市场收入份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

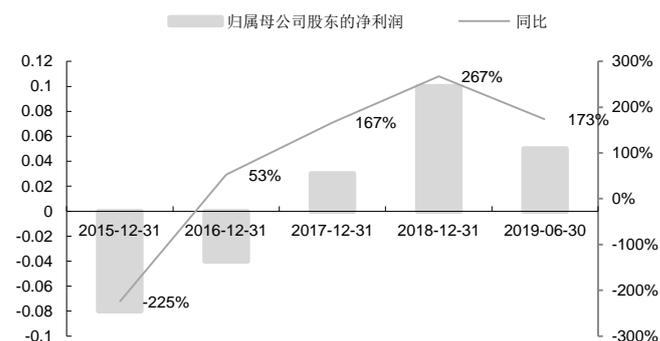
**金蝶天燕近年发展迅速。**随着“数字中国”战略的推进，国家加大对信创产业的关注和投入。金蝶天燕继续蝉联“中国 IT 用户满意度调查——中间件产品用户首选品牌”，在国产中间件领域的市场占有率进一步巩固。作为自主核心软件的代表，金蝶天燕积极推动国产上下游适配与互认，与国产整机、国产芯片、国产操作系统、国产数据库均实现全面兼容适配，共建国产应用生态体系，支撑国家信息安全战略。近年来公司营业收入稳步提高，扣非后归母净利润增长迅猛。

图 22：金蝶天燕近年来营收增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 23：金蝶天燕近年来利润增长

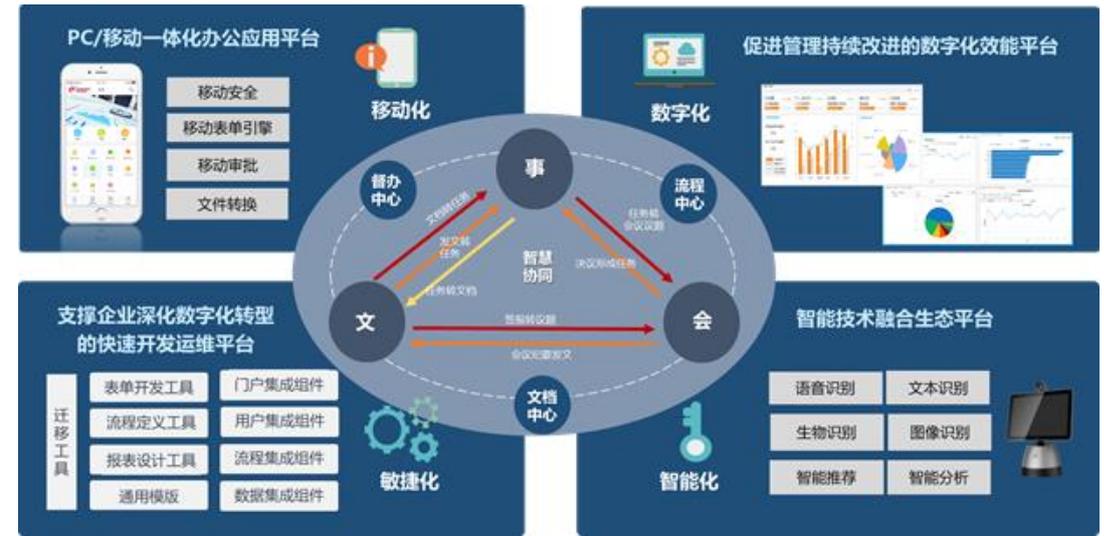


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.4. 收购慧点科技，布局党政 OA

**国内领先的协同办公软件提供商。**慧点科技成立于 1998 年，是中国管理软件与服务提供商，中国电科集团太极股份成员企业。已成功为千余家集团企业和政府客户提供了包括软件产品、应用开发、管理咨询和系统集成在内的专业服务，逐渐形成了以集团型管控 OA 和风险管控产品为核心的一体化服务体系，成为了大中型集团企业和政府客户市场的知名品牌。20 年来慧点科技一直关注协同办公等方面的发展，目前公司人员规模 600 多人。

图 24：慧点科技创新的用户体验

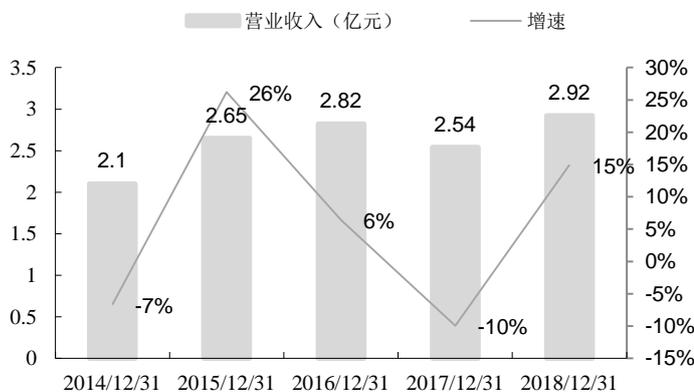


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

大型企业和党政口移动办公渗透率有望快速提升。随着办公方式的不断创新，G 端和 B 端正迎来智能移动办公时代，小微企业市场由于阿里钉钉等的推广率先得到普及，政府和中大型企业正快速升级转型，未来渗透率有望快速提升，比如到 2018 年 3 月，钉钉已经覆盖浙江省 90% 以上的政务，基于钉钉开展的浙江“最多跑一次”改革，实现覆盖 80% 以上的行政事项，实现村-镇-县-市-省五级政府互联互通。

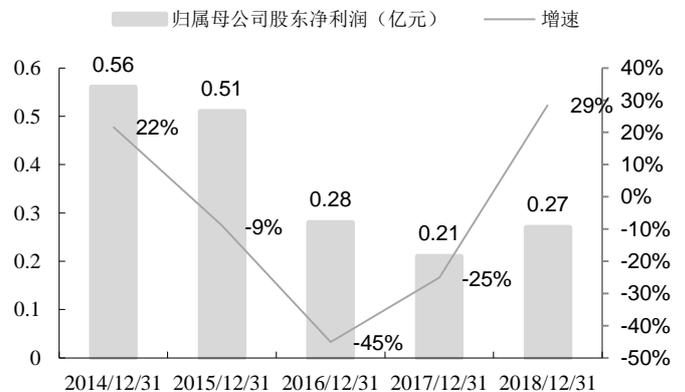
党政办公信息化的主要建设者。在过去的 20 年里，慧点科技已经为近 60% 的国资委直属企业提供了服务，为超过 1000 多家大型企业集团、政府提供协同管理的平台服务。成功为以中国移动、中国石化、中国海油、国家能源集团等 50 多家央企和近半数的中国百强企业为代表的千余家大型客户提供了产品与服务。在中国企业 100 强、500 强企业的市场占有率也逐年上升。慧点科技目前在央企市场占有率达到 50% 以上，中国百强企业客户接近百家。作为信创行业的央企成员，慧点科技在党政办公信息化优势明显，有望在今年国产生态建设过程中迎来较大发展机遇。

图 25：慧点科技近年营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：慧点科技近年利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.5. 普华软件有望成为国产操作系统核心供应商

普华软件是国内知名的操作系统开发商。普华软件是中国电科整合集团优势资源共同投资设立的，中国电科是普华软件的第一大股东，持股比例为 86.19%。作为中国电科发展基础软件的重要平台，普华肩负提升基础软件产业核心竞争力的重要使命。普华操作系统采用全新的桌面环境和个性化的界面设计，采用由官方长期支持的 4.4 内核，符合 Linux 相关标准以及 LSB4 系列标准，提供浏览器、邮件客户端以及多媒体工具等常见的桌面应用程序，自带金山办公套件 WPS 等，良好支持各类常见外设，贴近用户的使用习惯。目前普华桌面操作系统已成功运用于行政机构、教育、邮政及电力等多个行业。在 2017 年赛迪报告中，普华在中国 Linux 操作系统市场占有率排名第二。

图 27：普华软件桌面操作系统简介



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

普华软件有望成为国产生态产业链中的重要参与者。操作系统的竞争格局不仅受到操作系统厂家产品性能和市场能力影响，也受到生态竞争格局的影响。从生态角度看，目前国产系统已经具备初步的生态，其中中国电科是拥有较完整产业链的阵营之一。普华软件在对自身技术、产品进行研发的同时，开始关注国产软件产业链的建立，不仅支持 X86 架构，也针对龙芯、申威、鲲鹏等国产 CPU 架构进行软硬件适配，针对不同架构指令集的特点进行系统优化，实现性能提升和功能丰富。并已联合多家软硬件厂商如金山、永中、瑞星、奇虎 360、中晶、维尔、奔图、龙芯、龙芯梦兰、清华同方等，联合建立基于国产优质软硬件的“软硬件一体化基础操作平台”。背靠中国电科，普华软件有望成为国内信创产业党政市场的操作系统核心提供商。

图 28：普华软件产品兼容认证伙伴



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

普华软件更换董监高，中电太极集团进一步接管。普华的经营管理已经逐步托管到太极集团，新一届董监高主要来自中电太极，进一步确认了太极集团对普华的接管。自2008年起，太极与普华基础软件股份有限公司紧密合作，共同建立较为完善的操作系统生产体系。普华通过资源整合，技术与业务的模式创新，全力打造普华服务器操作系统。结合中国电科旗下数据库、中间件等软件，构建基于普华服务器配置系统为核心的完整生态链。普华和上市公司太极股份在中电集团处于行政上并行的两个公司，普华软件是人大金仓第二大股东（太极股份是第一）。作为电科的牵头单位，太极股份后续将受益于集团信息技术创新应用产业集群的打造。

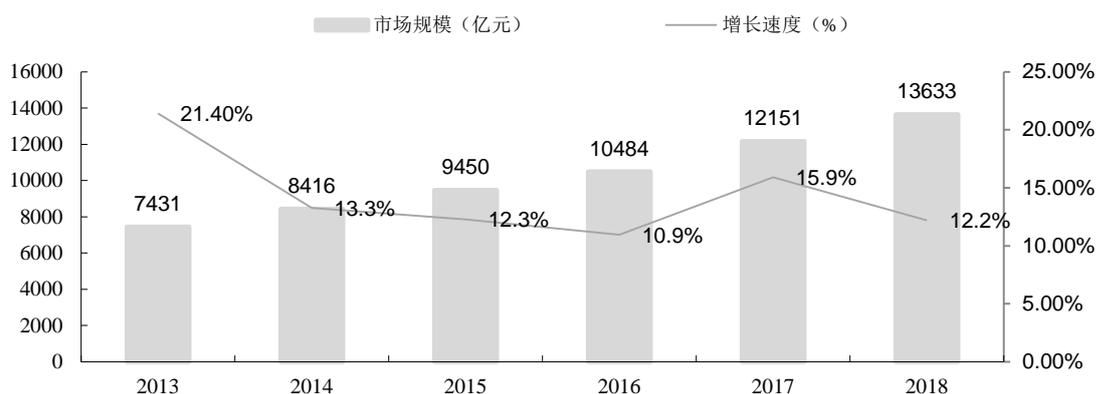
### 3. 乘信创东风，传统集成业务迎来春天

与传统认知不同，随着云计算、大数据、AI、物联网等技术的发展，系统集成行业正在发生深刻变化，其业务价值被市场低估。

#### 3.1. 基础信创带来系统集成行业更新换代机遇

我国系统集成行业正处于稳步发展阶段。经过多年的发展，中国系统集成市场规模仍保持着稳定增长，行业规模的增速一直保持在10%以上。2018年国内市场规模达到1.36万亿元，同比上涨12.2%。随着国家对软件与信息技术服务行业的大力支持和市场化节奏的不断加快，软件和信息技术服务行业的规模将持续增长。根据前瞻产业研究院预测，2020年中国系统集成市场规模达到17028亿元，未来几年年均增长超过10%。

图 29：2013-2018 年我国系统集成行业市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

**基础信创带来较大更新换代空间。**2014 年我国成立网络安全委员会和中共中央网络安全和信息化领导小组，从而确立了我国网络信息安全的重要领导与决策机构。随后，国家陆续颁布了一系列关于维护国家网络空间安全的政策。IT 系统从底层到应用层包括主机、服务器、操作系统等，国产化水平整体偏低，信息创新空间较大。我们预计基础信创产业党政市场规模过千亿元，未来在行业应用和民用商用领域铺开，市场空间有望到万亿级别。

表 2：细分市场国产化情况

领域	市场规模	国产化率	替代空间	国内主要产品及相关公司 (主要厂商)
CPU(2013 年)	450 亿元	1%	446 亿元	飞腾(中国长城)、龙芯、鲲鹏(华为)、申威
服务器(2017 年)	120 亿美元	70%	36 亿美元	浪潮信息、中科曙光、联想、华为、神州数码
操作系统(2016 年)	959 亿元	2%	940 亿元	中标软件(中国软件)、银河麒麟(中国软件)
存储(2016 年)	25 亿美元	58%	11 亿美元	浪潮、曙光、华胜天成、同有科技、华为
办公软件(2018 年)	85.34 亿元	42.75%	48.86	金山办公(WPS)、中标软件、永中软件
数据库(2016 年)	101 亿元	3.60%	97 亿元	人大金仓(太极股份)、南大通用、武汉达梦(中国软件)、山东瀚高
中间件(2016 年)	55 亿元	20%	44 亿元	东方通、金蝶、宝兰德、普元信息
泛 ERP(2016 年)	618 亿元	70%	185 亿元	用友网络、金蝶国际、浪潮软件

数据来源：Wind 资讯，IDC，计世资讯，产业信息网，东吴证券研究所

### 3.2. 掌控信创 IT 生态定价权，集成商盈利能力有望提升

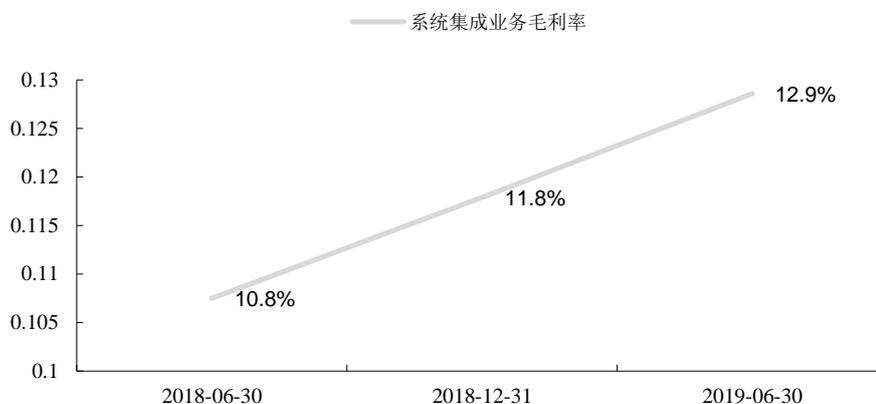
**IT 技术复杂化和专业化推动集成商角色转变。**随着云计算、移动互联网、物联网等新技术的更新，原有软件产品开发、部署、运行和服务模式发生很大的改变，软件技术架构、企业组织结构和商业模式都面临重大调整，系统集成行业发展到了多平台应用和服务创新阶段。以前集成商在生态方面更多扮演分销、渠道合作的角色，但在云计算时代不仅仅是提供这方面的能力，还通过双向的交互和互动，充分运用新的技术，给用

户提供全新的解决方案和全新的服务。以太极和华为的合作为例，太极与华为的合作可追溯到 2010 年，从最早的网络设备开始，随着华为业务不断的丰富延展，太极与华为的合作也逐渐延展到政务云、政务数据服务等领域。华为在产品、相关解决方案方面以开放心态给伙伴提供支持和赋能，让伙伴们可以依托华为的平台共同发展，实现生态繁荣；与此同时，生态伙伴也能够反哺华为的业务，比如集成商更接近行业客户，有丰富的行业经验和知识储备，可以带动华为在产品 and 解决方案上进一步完善与调整。太极的定位是做党政军、公共安全和大型企业的数据服务中台，通过华为提供的基础设施去搭建政务云、企业云等环境，把客户的数据在数据中台上实现运营。

**信创领域大集成商掌控行业定价权。**对于新兴的 IT 生态，各类软硬件产品尚处在磨合阶段，产品稳定性有待验证，相互之间的适配尚不成熟，整个生态的搭建和推广均依赖于大集成商，集成商处于生态打造的核心地位。随着信息化系统建设的复杂化和专业化，政府领域“交钥匙工程”越来越多，集成商很大程度上决定了上游软硬件产品的选择和适配，由于每个环节均有几家同类产品，集成商具备了对上游较强的议价能力，很大程度上掌控上游的定价权，盈利能力将远超过成熟 IT 生态系统下的情形。

**集成业务毛利率提升。**受益于基础信息化生态建设，2019 年太极股份系统集成业务的毛利率有所提升。未来信创领域的系统集成业务净利率有望达到 5% 以上。

图 30：2019 年公司系统集成业务毛利率提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.3. 新 IT 生态中大集成商优势明显，份额有望走向集中

**传统系统集成市场高度分散，竞争较激烈。**我国系统集成行业规模庞大，获得认证资质的企业数量众多，市场高度分散，截至 2019 年三季度，拥有系统集成资质的公司总数为 14078 家。行业主要参与者既包括全球性知名 IT 企业，如 IBM、HP、AtosOrigin 等；也包括本土系统集成企业，如神州数码、东软集团、中软股份等；以及日韩系统集成企业，如富士通、NEC、三星、LG 等。2019 年 1 月，我国系统集成资质认定工作正式废止，我国系统集成行业进入门槛将降低，市场竞争压力会进一步扩大。

**系统集成龙头企业在生态打造初期优势明显，份额有望集中。**各级政府和企事业单位选择系统集成商时，主要会考虑系统集成商对用户需求的把握能力、有无相关项目经验、售后服务水平等若干方面。所以政府机构的级别越高，系统集成行业的竞争格局越稳定，集中度越高；相反，越是地方基层，系统集成行业则呈现出地域割据，偏好本土系统集成商的特点。但对于新的 IT 生态，由于需要前期投入大量的软硬件适配研发，大型系统集成商才具备投入能力和过硬的技术能力、丰富的项目经验和风险承担能力，因此即使在地方政府，大型集成商同样具备吸引力。并且由于新 IT 生态整体规划性较强，项目较大，一般地方集成商并不具备这种大型项目的承接能力，因此份额有望向大集成商集中。

**项目当地转包的模式可以显著降本增效。**大型集成商在承接总体项目后，在全国范围内开展实施工作，可以通过派驻项目经理和验收经理，在项目当地进行项目转包，对中小集成商采取统一培训协调，从而实现降低管理费用、销售费用和提高完成效率的作用，并且有效缓解人员扩张的问题。

### 3.4. 系统集成央企，信创集成放量在即

**太极是中国电科信创产业牵头单位。**太极股份控股股东为中国电子科技集团 (CETC)，中国电科由原电子部下属研究院所整合而来，继承了大量部委资源，具备强大的技术优势及完整的产业链条，在政府部门等行业均拥有绝对优势。中国电科一直以来积极布局基础电子信息技术生态链，目前已经涵盖从底层的芯片、PC 机一直到上层的操作系统，基本形成初步的整体生态能力。2017 年太极牵头组建中国电科信息技术应用创新系统工程研究中心，并投资人大金仓、金蝶天燕，布局数据库、中间件，拥有健全的信息技术应用创新产业与生态体系。作为中国电科信创产业的总体单位，太极股份逐步树立产业领先地位。

表 3：中国电科在基础 IT 方面布局情况

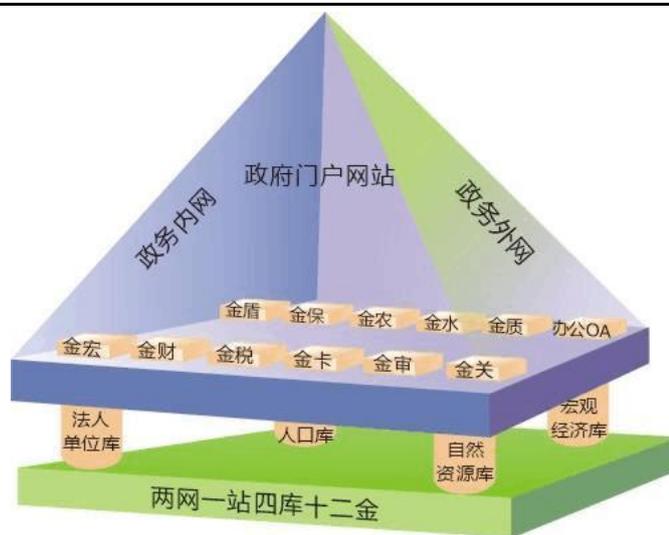
	CEC 集团	CETC 集团	中科院	华为
芯片	飞腾	卫士通（加密芯片）	龙芯、中科海光	海思
PC 机	中国长城			山西百信
服务器	中国长城	华东电脑	中科曙光	泰山服务器、神州数码
操作系统	中国软件（中标软件、麒麟）	普华（普华软件）	中科方德、中科红旗、万里红	鸿蒙 OS、LiteOS、EulorOS
存储	中国长城		中科曙光	有
中间件		太极股份（金蝶天燕）		自研、东方通
数据库	中国软件（武汉达梦）	太极股份（人大金仓）		GaussDB
网络设备	中国软件（迈普通信）	中国网安（卫士通）		有
云计算		卫士通、太极股份	中科曙光	华为云
集成与应用管理	中国软件	太极股份、慧点科技（太极股份）、卫士通		有
网安/加密	奇安信	太极股份、卫士通、绿盟科技	网络安全研究院	网安产品及解决方案

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

**完备的资质体系和领先的技术优势。**公司具备业内最为齐全的高级别资质，并且是首批获得计算机信息系统集成特一级企业资质的企业，在行业内拥有较强的品牌影响力。随着行业的改革，国务院已明令禁止信息系统集成及服务认定等相关的工作，但集成商以往的资质等级已经深入人心，仍然是客户选择时重要的考量标准。太极股份深耕集成业务多年，由于资金雄厚和背靠庞大的产业链，在新的基础信创生态中已经对上游硬件匹配较为成熟。另外，太极掌握丰富的供应商资源，形成了精益的供应链管理模式，极大地降低了业务成本，在新生态的系统集成业务中拥有较高的竞争壁垒。

**丰富的政务项目经验和业务资源。**太极股份背靠 CETC，在政府部门和大型国企方面积累了丰富的资源，对党政军产业具有丰富的业务经验，对政府办公流程具有深入的了解。作为 IT 系统集成服务央企，公司是国家电子政务政策标准和重大工程建设的主要承担企业，先后承建国家“金宏”、“金审”、“金关”、“金农”、“金盾”等重大信息化工程，承担了全国人大、最高人民法院、最高人民检察院、国家发改委、工信部、中国证监会等国家部委大型信息系统和如北京市、天津市、海南省、新疆自治区等地方“互联网+政务服务”平台的建设任务。在国企方面，公司为国家电网、光大集团、中国文化传媒集团、华润集团、中国海油、中国移动、首都机场等大型企业提供集团办公管理软件和信息系统开发建设服务，形成了庞大的业务资源。

图 31：国家重大信息化工程“十二金工程”



数据来源：国脉电子政务网，东吴证券研究所

**拥抱华为生态，优势互补实现协同发展。**2019年5月25日，太极股份与华为联合创新实验室正式成立，“太极-华为联合创新实验室”主要聚焦政府、金融、制造、能源等行业，将推动双方共同打造开放兼容的产业生态体系，孵化有竞争力的行业解决方案，支撑各行各业的 ICT 产业数字化转型。此次公司和华为通过联合创新实验室，致力于共

同构建一个兼容开放、多样化且富有生命力的生态体系。具体到协同合作上，华为方面，将开放基础平台能力（包括鲲鹏 CPU、昇腾 AI 芯片能力），提供 TaiShan 服务器、存储等基础硬件及各类基础平台软件；太极方面，将发挥公司系统集成能力优势、产业优势与行业应用优势，整合上下游生态，聚拢周边产业力量，共同孵化面向政府、金融、制造、能源等多行业的垂直解决方案，赋能各行各业的 ICT 数字化转型。

**信创集成放量在即。**根据 IDC 数据，2017 年政府行业的整体 IT 投资超过 800 亿元人民币，到 2022 年中国政府行业 IT 投资总规模将达到 1236 亿元，年复合增长 8.4%。我们预计未来三年基础信创产业党政市场规模过千亿元，今年有望放量开启招标，放量可期。

#### 4. 盈利预测与估值

**核心假设：**今年信创业务放量，传统业务结构持续优化，信创集成对传统集成具有替代效应。我们预计 2019-2021 年，1) 云服务板块增速分别为 10%、10%、10%；2) 网络安全与信息技术创新应用板块增速分别为 50%、60%、50%；3) 智慧应用与服务板块增速分别是 40%、40%、30%；4) 系统集成服务增幅分别为 5%、100%、50%。

表 4：太极股份各业务营收预测

营业收入（单位：百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
云服务	467.17	513.88	565.27	621.80
增长率	27%	10%	10%	10%
网络安全与信息技术创新应用	1254.53	1881.80	3010.88	4516.32
增长率	47.25%	50.00%	60.00%	50.00%
智慧应用与服务	1085.19	1519.27	2126.98	2765.07
增长率	11%	40%	40%	30%
系统集成服务	3178.45	3337.37	6674.74	10012.11
增长率	2%	5%	100%	50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

网络安全与信息技术创新应用方面，随着人大金仓的高速增长，毛利率逐年提高；系统集成业务方面，随着信创领域集成规模快速增加，毛利率逐年提高。

表 5：太极股份各业务毛利率预测

毛利率	2018	2019E	2020E	2021E
云服务	40.5%	40.0%	40.0%	40.0%
网络安全与信息技术创新应用	27.5%	26.0%	35.0%	40.0%
智慧应用与服务	37.5%	38.0%	38.0%	38.0%
系统集成服务	11.8%	12.0%	12.5%	13.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利预测和估值：**

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 72.52、123.78、179.15 亿元，净利润分别为 3.68、6.90、10.34 亿元，现价对应 46、25、17 倍 PE。

采用分部估值，目标市值为 300 亿元。我们预计 2020 年公司集成业务净利润约 3.34 亿元，给予 30 倍 PE，估值 100 亿元；云服务、网络安全和智慧服务板块（不含慧点科技）净利润合计约 2.24 亿元，给予 50 倍 PE，对应市值 112 亿元；信创板块并表得到的数据库、中间件等公司净利润约 0.87 亿元，给予 70 倍 PE，对应 61 亿元；慧点科技净利润为 0.45 亿元，给予 65 倍 PE，对应市值 30 亿元。综上，合计市值约 300 亿元，对应 2020 年业绩为 44 倍市盈率。

表 6：A 股集成商估值

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	2019PE	2020PE	2021PE
600271	航天信息	428	22.2	18.9	15.9
300271	华宇软件	239	39.7	30.8	24.7
600850	华东电脑	116	35.9	32.9	28.3
600410	华胜天成	113	49.6	40.3	32.4
600797	浙大网新	97	46.3	38.6	31.9
	平均值		38.7	32.3	26.6
	中位数		39.7	32.9	28.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所（市盈率水平采用 2020 年 2 月 14 日 Wind 一致预期）

表 7：A 股网络安全公司估值

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	2019PE	2020PE	2021PE
002439	启明星辰	385	53.3	39.6	29.4
300188	美亚柏科	184	60.8	38.5	28.1
300369	绿盟科技	203	75.0	53.9	39.0
300352	北信源	116	109.0	52.7	38.2
300659	中孚信息	107	100.5	52.7	36.6
300579	数字认证	77	76.5	54.7	39.0
688168	安博通	63	87.6	67.8	52.5
603232	格尔软件	57	69.6	54.9	40.4
	平均值		79.0	51.9	37.9
	中位数		75.8	53.3	38.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所（其中启明星辰、美亚柏科、绿盟科技市盈率水平采用东吴证券研究所数据，其余市盈率水平采用 2020 年 2 月 14 日 Wind 一致预期）

表 8：A 股基础软硬件公司估值

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	2019PE	2020PE	2021PE
300598	诚迈科技	177	127.2	284.0	188.0

300379	东方通	128	79.6	37.2	24.0
688058	宝兰德	57	89.6	53.5	35.7
600536	中国软件	340	174.1	42.1	28.2
688118	普元信息	53	97.7	81.2	68.5
688258	卓易信息	103	170.1	125.6	97.6
	平均值		123.0	103.9	73.7
	中位数		112.4	67.3	52.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所（其中中国软件市盈率水平采用东吴证券研究所数据，其余市盈率水平采用2020年2月14日Wind一致预期）

**表 9：A 股在线办公公司估值**

公司代码	公司名称	市值（亿元）	2019PE	2020PE	2021PE
603039	泛微网络	128	85.8	67.0	52.8
688369	致远互联	62	75.7	67.6	60.9
	平均值		80.8	67.3	56.8
	中位数		80.8	67.3	56.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所（市盈率水平采用2020年2月14日Wind一致预期）

**目标价 72.80 元，维持“买入”评级：**太极通过业务转型增强盈利能力，系统布局信创软件产业链，持续加速相关研究和产业化。我们看好太极作为中国电科信创产业的总体单位的发展前景，今年信创市场将迎来放量，利润有望加速释放，给予目标价 72.80 元，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

1. 信息化国产生态替代进程不达预期；
2. 在各细分领域市场份额不及预期；
3. 信息安全和智慧服务业务遇到发展瓶颈。

太极股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>6,979</b>	<b>8,465</b>	<b>15,350</b>	<b>17,805</b>	<b>营业收入</b>	<b>6,016</b>	<b>7,252</b>	<b>12,378</b>	<b>17,915</b>
现金	1,670	1,845	2,451	3,210	减:营业成本	4,680	5,580	9,455	13,508
应收账款	2,285	2,550	5,702	6,242	营业税金及附加	27	27	39	57
存货	1,519	1,271	3,456	3,297	营业费用	108	218	285	412
其他流动资产	1,506	2,798	3,741	5,056	管理费用	696	1,088	1,795	2,598
<b>非流动资产</b>	<b>2,366</b>	<b>2,446</b>	<b>3,000</b>	<b>3,625</b>	财务费用	14	0	-8	-22
长期股权投资	128	140	159	200	资产减值损失	69	0	0	0
固定资产	762	814	1,167	1,606	加:投资净收益	1	7	15	36
在建工程	155	173	362	516	其他收益	-0	-0	-0	-0
无形资产	724	725	720	713	<b>营业利润</b>	<b>345</b>	<b>412</b>	<b>906</b>	<b>1,479</b>
其他非流动资产	597	594	591	589	加:营业外净收支	0	-1	-0	-0
<b>资产总计</b>	<b>9,346</b>	<b>10,911</b>	<b>18,350</b>	<b>21,430</b>	<b>利润总额</b>	<b>345</b>	<b>411</b>	<b>906</b>	<b>1,479</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,091</b>	<b>7,418</b>	<b>14,126</b>	<b>15,964</b>	减:所得税费用	30	47	94	153
短期借款	486	486	486	486	少数股东损益	-1	-4	122	292
应付账款	2,090	2,524	5,295	5,876	<b>归属母公司净利润</b>	<b>316</b>	<b>368</b>	<b>690</b>	<b>1,034</b>
其他流动负债	3,515	4,408	8,345	9,602	EBIT	335	393	875	1,428
<b>非流动负债</b>	<b>217</b>	<b>189</b>	<b>192</b>	<b>198</b>	EBITDA	457	508	1,016	1,610
长期借款	160	132	135	141					
其他非流动负债	57	57	57	57	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,308</b>	<b>7,607</b>	<b>14,318</b>	<b>16,161</b>	每股收益(元)	0.77	0.89	1.67	2.50
少数股东权益	192	187	309	601	每股净资产(元)	6.89	7.55	9.02	11.31
归属母公司股东权益	2,846	3,116	3,723	4,668	发行在外股份(百万股)	415	413	413	413
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,346</b>	<b>10,911</b>	<b>18,350</b>	<b>21,430</b>	ROIC(%)	8.2%	9.1%	17.7%	23.7%
					ROE(%)	10.4%	11.0%	20.1%	25.2%
					毛利率(%)	22.2%	23.1%	23.6%	24.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	5.3%	5.1%	5.6%	5.8%
经营活动现金流	680	617	1,348	1,579	资产负债率(%)	67.5%	69.7%	78.0%	75.4%
投资活动现金流	-128	-188	-680	-771	收入增长率(%)	13.5%	20.5%	70.7%	44.7%
筹资活动现金流	-232	-253	-63	-49	净利润增长率(%)	8.3%	16.6%	87.3%	49.8%
现金净增加额	321	175	605	759	P/E	54	46	25	17
折旧和摊销	122	116	140	182	P/B	6.02	5.50	4.60	3.67
资本开支	123	68	535	584	EV/EBITDA	36.10	31.84	15.47	9.48
营运资本变动	171	144	419	130					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

