

2021 年 03 月 02 日

山大、国寿&团队股权共振，“数据+”多行业场景精彩纷呈

山大地纬(688579)

山大地纬是专注于政务、医保医疗、用电等领域信息化建设的软件解决方案的提供商和服务商。凭借山东大学的技术优势及山东区域市场的规模优势，公司在医疗医保、政务、电力三大行业领域的大数据服务新业态创新运营取得积极进展。

核心观点：

► **山大地纬的核心竞争力：**（1）专注于医疗医保、政务和电力等海量用户场景为基础的大数据开发建设及数据运营，未来高增长可期；（2）股权结构实现了技术方（山东大学）、市场方（国寿）、经营管理层和核心员工的高度统一及利益捆绑。

► 预计 2020-2022 年营收/毛利年复合增速为

16.18%/17.97%。（1）业务发展逻辑：基于山东市场优势的研发及解决方案能力的区域市场深耕及省外市场拓展。

（2）三大业务领域的年化营收增速均能保持 20% 以上的水平并呈现明显的毛利率提升特征，凸显大数据运营带来的业绩质量提升效应。

► **盈利预测及估值：**预计 2020-2022 年公司主营业务收入分别为 49835.05/60857.98/76611.25 万元，年复合增速为 16.18%；对应归母净利润分别为 8804.82/12000.98/16762.04 万元，对应年复合增速 28.95%。给予山大地纬 2021 年净利润 48 倍的市盈率估值倍数，对应估值 57.60 亿元，对应股价 14.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

人社服务信息化推进低于预期、市场区域集中的风险、公司业务规模较小的风险、关键技术人员流失的风险、技术创新风险、流动性风险、系统性风险等。

盈利预测与估值

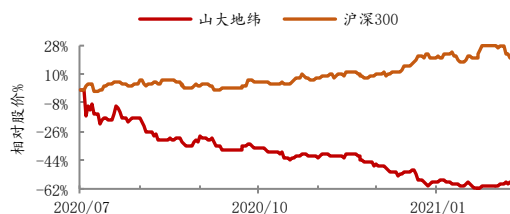
财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	406.17	488.57	498.35	608.58	766.11
YoY (%)	28.17%	20.29%	2.00%	22.12%	25.89%
归母净利润(百万元)	82.25	78.18	88.05	120.01	167.62
YoY (%)	33.23%	-4.96%	12.63%	36.30%	39.67%
毛利率 (%)	47.17%	45.36%	12.64%	84.50%	38.58%
每股收益(元)	0.21	0.20	0.22	0.30	0.41
ROE	12.50%	9.56%	7.02%	8.68%	10.77%
市盈率	61.57	58.29	57.52	42.20	30.21

资料来源：wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 首次覆盖
目标价格： 14.4
最新收盘价： 12.85

股票代码： 688579
52 周最高价/最低价： 37.91/11.39
总市值(亿) 50.40
自由流通市值(亿) 4.79
自由流通股数(百万) 38.01



分析师：王秀钢
 邮箱：wangxg1@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519020001

联系人：余凌菲
 邮箱：yulf@hx168.com.cn

正文目录

1. 研发&股权链接及激励共振,“智能+医疗”成长红利开启	4
1.1. 依托山大构建“智能+”优势发力医疗医保、政务及电力	4
1.2. 基于股权的客户链接及内部充分激励加速技术&商业共振	8
1.3. 持续高强度研发及有效激励驱动营收年化增速 20%以上	15
2. 互联网+多场景布局,未来 3 年营收年复合增速 21.38%	18
2.1. 医疗医保延续高景气,未来 3 年营收年复合增速达 21.82%	18
2.2. 山东市场优势大,政务业务未来 3 年营收复合增速达 17.19%	22
2.3. 电力大数据运营来临,未来 3 年营收年化增速达 11.63%	28
2.4. 预计未来三年整体营收/毛利 CAGR 分别为 16.18%/17.97%	33
3. 预计未来 3 年归母净利润复合增速 28.95%	34
3.1. IPO 募投及货币资金积累充沛,奠定募投项目实施资金基础	34
3.2. 规模效应释放,预计未来 3 年归母净利润复合增速达 28.95%	35
3.3. 估值及投资建议:目标价 14.4 元,“买入”评级	37
4. 风险提示	37

图表目录

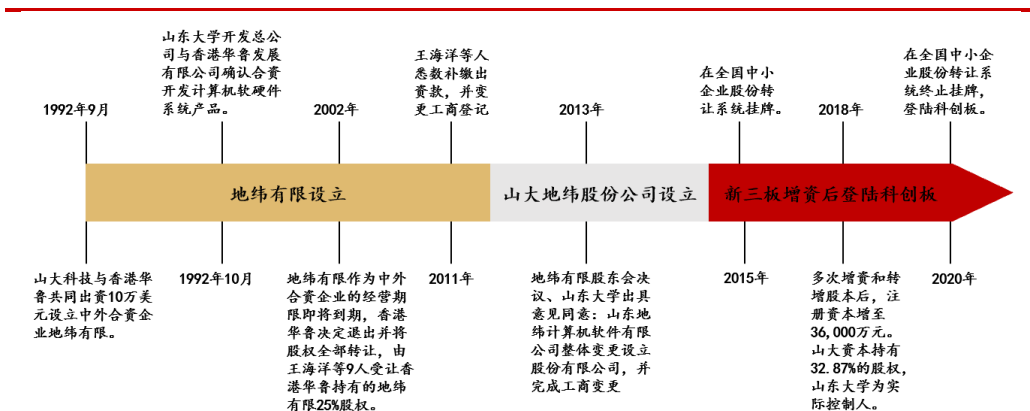
图 1 山大地纬公司发展历程	4
图 2 SEF2.0 示意图	6
图 3 行业+人工智能解决方案示意图	6
图 4 大数据典型应用示意图	6
图 5 区块链技术示意图	6
图 6 智能政务解决方案示意图	8
图 7 智慧医保解决方案示意图	8
图 8 公司智慧医疗产品体系	8
图 9 公司智能用电产品体系	8
图 10 公司智能医疗结算四大优势示意图	13
图 11 2015-2019 年营收及净利润变动情况(万元)	16
图 12 2015-2019 年可比公司毛利率变动情况	16
图 13 2015-2019 年销售费用变动情况(万元)	17
图 14 2017-2020Q3 管理费用变动情况(万元)	17
图 15 2015-2019 年可比公司研发人员占比情况	17
图 16 2015-2019 年可比公司研发费用率情况	17
图 17 2017-2020Q3 公司在建工程变动趋势(万元)	17
图 18 2016-2019 年公司经营净现金与归母净利对比(万元)	17
图 19 SmartMI 医保系列产品	19
图 20 2014-2025E 中国医疗信息化市场规模及增速示意图	20
图 21 山大地纬区块链疫情防控平台	20
图 22 智能电网构成示意图	31
图 23 三型两网战略示意图	31
图 24 山大地纬电力领域核心技术示意图	31
图 25 电力信息化规模及预测	32
图 26 2017-2022 年用电信息化业务营收及毛利预测(万元)	32
图 27 2017-2022 年公司业务营收及毛利预测(万元)	33

表 1 公司专利一览表	10
表 2 公司获奖情况一览表	10
表 3 公司资质情况一览表	12
表 4 公司前十大股东基本情况	14
表 5 公司核心高管持股及基本情况	14
表 6 公司持股平台人员构成情况	15
表 7 山大地纬 2021 年 1 月 5 日推出的限制性股票分配情况	15
表 8 国家医疗保障局助力医疗信息化	20
表 9 国务院发力“互联网”+医疗	21
表 10 2017-2022 年公司医疗医保业务营收及毛利预测	22
表 11 人社产品相关功能一览表	24
表 12 一体化政务平台相关功能	24
表 13 政务信息化业务细分业务情况	26
表 14 2017-2022 年公司人社信息化业务营收及毛利预测	27
表 15 2017-2022 年公司一体化政务业务营收及毛利预测	27
表 16 2017-2022 年公司政务信息化业务营收及毛利预测	27
表 17 用电信息采集系统及业务平台系列产品一览表	29
表 18 用电大数据服务系列产品一览表	29
表 19 智能电网组成部分及核心技术	31
表 20 2017-2022 年公司用电信息化业务营收及毛利预测	32
表 21 2016-2022 年公司营收及毛利预测汇总	33
表 22 公司募集资金投资项目基本情况	34
表 23 山大地纬利润预测	36
表 24 可比公司及其估值	37

1. 研发&股权链接及激励共振，“智能+医疗”成长红利开启

山大地纬的历史可以追溯至 1992 年由山大科技和香港华鲁成立的中外合资企业地纬有限，2013 年改组为股份有限公司，2016-2018 年经过数轮定增、控股股东股权转让以及资本公积转增股本后形成山东大学为控股股东、国寿成达成为重要战略股东的股权架构。依托山东大学的强大科研优势，山大地纬坚持“产学研用”深度融合的创新发展之路，在人工智能、大数据、云计算、区块链等新一代信息技术的创新研究、应用开发方面居于全国领先水平；智慧政务、智慧医保医疗、智能用电等业务板块拥有全国领先的解决方案和影响力，业务拓展至全国 20 多个省份，为 3.5 亿人提供信息化服务。山大地纬致力于成为中国领先的人工智能科技服务商，是国家规划布局内重点软件企业、中国软件行业最具影响力企业，被权威机构评为新三板十强公司、新三板最具投资价值十强，2018 年度中国人工智能企业百强。

图 1 山大地纬公司发展历程



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

1.1. 依托山大构建“智能+”优势发力医疗医保、政务及电力

依托山东大学良好的产学研体系，深耕云计算、大数据、区块链、人工智能等新一代信息技术领域，山大地纬面向智慧政务、智慧医保医疗、智能用电等多个行业用户提供“智能+”行业信息化整体解决方案并致力于向客户提供数据运营服务。

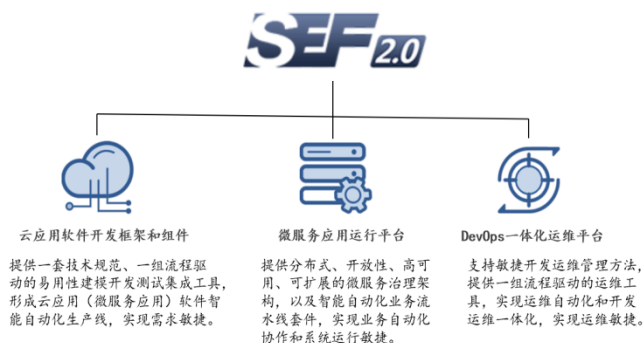
(1) 公司底层技术平台 SEF2.0 成为公司智慧人社、智慧政务、互联网+政务服务等核心解决方案的底层关键平台，实现广泛大规模应用并得到社会各界高度评价。① SEF2.0 平台简介：融合云、大、区、智、物、移等新一代信息技术拓展研发，山大地纬的 SEF2.0 平台覆盖软件需求、设计、开发、运行、维护、更新、迭代全生命周期，支持敏捷团队协作开发运维管理，提供流水线式自动化协作，实现开发运维一体化，不断推陈出新企业 APP，提供可视化电子看板，支撑敏捷创新。该平台通过云应用软件开发框架和组件、微服务应用运行平台和 DevOps 一体化运维平台实现了运维的智能化和自主进化。② SEF2.0 功能强大并制成公司智慧人社、智慧政务、互联网+政务服务等多项核心解决方案的推广，取得良好社会效益。SEF2.0 赋予传统企业洞察客户能力、服务供给能力、数据决策能力、创新驱动能力，提升企业效能、构建行业生态、促进业务敏捷。SEF2.0 平台已支撑开发出业界领先的智慧人社 SmartHS4.0、智能政务 SmartG4.0、“互联网+政务服务” SmartGS108 平台，得到广泛大规模应用，覆盖人员数亿规模，交易量每年达数十亿笔，刷卡交易量每天几百万笔。取得的应用效果得到国务院、山东省深改组、新华社、人民日报、中央电视台、

国家行政改革蓝皮书等机构、媒体的肯定和高度评价。(2) 寓人工智能技术于应用场景之中，山大地纬在政务、电力、医疗健康等业务需求的驱动下，逐步积累了人工智能领域的大量模型与方法，积极进行人工智能技术研发与应用，在政务服务、医疗保险、医疗健康等领域构建起一系列人工智能场景化应用。①AI+政务服务：智能政务服务助理是以政务大数据形成的知识体系为支撑的无实体人工智能应用，具备智能感知、智能提示、智能推荐、智能搜索、智能咨询能力，通过“理解”使用对象的指令，精准给出需要的信息或服务，协助工作人员在政务服务全过程获取或提供服务，推动业务下沉、服务延伸、一窗受理，显著降低服务人员能力要求，使得人人都能当“柜员”。②AI+医保控费：基于人工智能的医保控费是在医保控费和反欺诈领域，利用深度学习和迁移学习信息处理等关键技术，对医疗保险数据进行深度挖掘和学习，探寻数据内部隐含关系和医保违规数据，从而规范医疗服务行为、控制医疗费用不合理增长，为保障基金安全、解决控费难题，提供创新方法和有效手段。③AI+医疗健康：以医疗健康大数据和知识库为基础，运用机器学习、知识图谱、自然语言处理、人机交互等人工智能技术，赋予医疗健康服务和管理智能感知、学习、预警、预测等能力，为个人、医生、医院等医疗健康主体提供虚拟助理、健康管理、医院管理等场景化应用，提升医疗服务体验、提高健康管理水平、提高医院管理决策水平。

(3) 融合业界领先的 Hadoop、Spark、Storm 等数据处理技术，山大地纬自主研发的大数据应用支撑平台通过海量数据分布式处理系统向智能用电、人力社保、政务服务等多领域提供海量数据高效分析和关系挖掘，快速获取价值数据，提供个性化服务、精准化管理和高效辅助决策。①人社大数据：整合人社业务服务数据，形成人社档案袋，全面记录参保对象人生历程和人社行为轨迹，进而形成关键业务指标仓库。持续提供用户画像、智能助理、智能仪表盘、深度分析、开放共享等大数据服务，可以支撑社保待遇资格远程认证、社保资金智能监督以及面向个人的健康服务等新兴业态。②电力大数据：对用电信息采集系统中的大量基础用电数据进行深度挖掘，发现数据之间的关联关系与规律，提供反窃电分析、电力负荷预测等多元开放的电力大数据服务。通过电力负荷大数据分析可以助力电力公司合理调度资源，提高电网运行的稳定性与经济性；通过大数据窃电预警分析可以对窃电嫌疑用户进行概率推测和预警，精准识别重大窃电嫌疑户，加大对窃电行为的查处惩治力度。③政务大数据：通过对政务服务基础数据、过程数据、行为数据等进行融合分析，揭示政务服务过程的内在图景，发现和洞察服务流程中的纰漏、冗余和用户体验提升需求，以有效利用政务信息数据资源，提升服务质量、降低服务成本、提高用户参与度、增强决策科学性，为简化审批流程、提高审批和服务效能创造条件。(4) 区块链技术支撑生生不息的价值互联网，实现信用的建立与传递，实现数字证照的发放，有效支撑政府职能转型及公信力塑造。①山大地纬自主可控的区块链技术助力信息互联网到价值互联网的重大跃升。A 实现多场景下的多样化数字资产的准确解析：地纬许可区块链支持诸如证照、视频、数字音乐、合同、票据等复杂的数字化资产，实现数字化资产的自定义自解释，保证不同应用对同一资产的解读一致，实现应用与区块链的松耦合。B 实现资产流通全过程的可追溯：地纬许可区块链通过交易将资产干系人、资产等数字对象关联起来，支持拥有、发行、持有、组合、依赖、兑换、分裂等复杂关系语义，基于完整性校验机制保证关系的完整性、完备性、正确性，保证流通过程的可追溯性。C 实现合约的智能化：地纬许可区块链通过合约定义及执行资产、资产干系人的流通规则及其约束，实现交易智能化、自动化执行。合约是由参与数字化资产流通的各应用系统独立定义的，由地纬许可区块链统一维护、解释与执行，实现应用与区块链的松耦合，减少应用开发工作量。D 实现大容量文件链上的流通：地纬许可区块链利用大容量文件分布式存储层存储大容量文件，将大容量文件的数字摘要作为唯一标识，通过最少副本控制策略实时检测全网可用副本数量，保证全网至少存在 X 个可用副本。②基于区块链核心技术，创新“信任建立、信用传递”的证照流转模式。该技术可以有效解决证照使用中的假证伪证、证照冒用、信息泄露、循环证明等不可信问题，

为优化用证服务、提高百姓办事体验和证照跨部门的可信传递提供了行之有效的解决方案。在该技术的支撑下，济南市高新区相关政府部门成功颁发了山东省第一张区块链上的数字营业执照，将企业开办办结时限压缩到最短 47 分钟。

图 2 SEF2.0 示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 4 大数据典型应用示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 3 行业+人工智能解决方案示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 5 区块链技术应用示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

基于公司核心技术，根据服务客户的差异化需求，山大地纬形成面向政务、医疗医保和电力行业的三大类解决方案，在细分领域具备相当竞争力。（1）公司在智慧政务领域形成 SmartG4.0、SmartGS108 平台以及 SmartHS4.0 等三个方向的细分解决方案。①智慧政务整体解决方案 SmartG4.0：通过实施“互联网+政务服务”，助力建设服务型政府：山大地纬基于对政务（公务）组织机构日常管理问题的深入研究，依托诺贝尔经济学奖获奖成果“完全契约理论”模型，运用云计算、大数据、人工智能、流程引擎等互联网技术和思维，研发智能政务整体解决方案 SmartG4.0，满足政府“办文、办会、办事、项目管理”等核心工作需求，为解决政务（公务）组织日常管理中普遍存在的任务易丢失、过程无反馈、进度不可控、沟通不方便、考核不客观、流程不标准、协作不高效等问题，提供了一套科学、可行的管理理念和管理工具，实现传统办公系统的转型升级，显著提升政务管理效能。A 该解决方案具备如下四个典型特征：第一，全程化任务管理运行机制，让责任永不丢失；第二，智能业务流水线，保障高效协作和透明监管；第三，集成移动互联网和即时通讯技术，打破时空限制；第四，丰富的管理组件，显著增强组织的执行效能（具体包括：日志组件、会议组件、财务管理组件、KPI 组件、项目管理组件、督察督办组件、公文管理组件、通用办公组件、行政管理组件、薪酬管理组件、人事管理组件、出勤请假组件、信息采集组件、

车辆管理组件等)。B 该解决方案被济南高新区使用后,入选智慧城市优秀解决方案:济南高新区智能政务系统是连接管委会各部门信息系统的信息中枢和协作中枢,系统应用于高新区五大片区 37 个单位,各单位 15 类 136 个事项流程都在系统中实现全生命周期管理。政务工作凡事有交待,件件有着落,事事有回音,规范统一了政务工作流程,极大提高了协同办公效率,促进了整体责任落实和协同责任落实。济南高新区智能政务系统为大部制改革、KPI 绩效管理、全员聘任制改革等体制机制改革创新改革提供了强有力支撑,已被山东省经信委推荐为工信部智慧城市优秀系统解决方案。②“互联网+政务服务” SmartGS108 平台:结合国家相关部门要求,山大地纬提炼出“互联网+政务服务”的目标(方便企业群众办事、提升政务服务效能、提高行政管理水平、实现政务透明公开、与互联网深度融合),形成“互联网+政务服务”方法论,构建“互联网+政务服务” SmartGS108 平台,建立政务服务供给侧和需求侧之间的连接,提供全领域和全类型的政务服务,实现资源通、渠道通、部门通、层级通。

③智慧人社 SmartHS4.0:自 1995 年开始从事人社信息化建设以来,山大地纬积累了 20 余年的行业应用和建设经验,具有人社部信息系统前台技术支持商全部认证资质。从核心平台二版到核心平台三版,山大地纬在人社行业不断深耕,持续创造价值。公司最新解的智慧人社整体解决方案 SmartHS4.0 为各级人社部门提供高度融合的业务经办、公共服务、监督管理和辅助决策智能化支撑手段,促进职能转变,面向服务。目前,公司智慧人社解决方案以山东省内为主,应用范围涉及全国 18 个省、市、自治区。

(2)山大地纬在医保医疗领域形成智慧医保整体解决方案 SmartMI 和智慧医疗支付与结算解决方案 SmartMH 两大系列解决方案:①智慧医保整体解决方案 SmartMI:公司的 SmartMI 智慧医保整体解决方案为全国各级医疗保障部门提供标准化、智能化、一体化的信息化支撑体系,涵盖经办管理、公共服务、智能监管、宏观决策等方面需求,兼容不同地区政策差异和本地化业务管理需求,提升经办效能、打造品质医保、加强风险防控、推动科学决策,加快落实医保领域“放管服”改革,助力深化“三医联动”改革。目前已覆盖全国 18 个省、市、自治区,覆盖 6 万余家定点医疗机构。

②智慧医疗支付与结算解决方案 SmartMH:该解决方案可以广泛连接医疗健康付费方、医疗服务提供方、医疗健康服务第三方和健康服务监管方等主体,提供融合支付、信息传输、大数据分析等服务,解决医疗健康领域普遍存在的医疗支付不便捷、结算服务不顺畅、资金周转率低、交易信息不对称、医疗服务体验差、数据应用不充分等问题,为医疗健康消费人群提供社会医保、商业医保、医疗服务和健康管理支付结算一站式服务。

(3)深耕电力行业 20 余载,建成国内最大的用电信息采集系统,目前形成用电信息采集及业务平台和用电大数据服务产品两大类产品。

①用电信息采集及业务平台 SmartEAB:具体包括客户侧物联网管理平台以及用户信息采集业务应用两大部分。该系统的典型特征:A 超大规模电力用户用电信息采集:超大规模电力用户用电信息采集可支撑千万级采集计量设备的稳定接入及 TB 级海量数据的高效采集、存储和在线分析,以纵向贯通的方式实现业务数据的大集中,业务应用的大覆盖和业务流程的大统一。公司于 2013 年成功建成了国内规模最大的用电信息采集系统-山东省级集中的电力用户用电信息采集系统。B “多表合一”信息采集系统:响应国家构建节约型社会要求,实现“多表合一”信息统一采集,对行业抄收资源进行集约共建或共享利用,支撑智慧城市建设和智能互动用能推广,实现政府、行业、客户三方利益的有机协同和运营模式的可持续发展。

②用电大数据服务产品 SmartEBD:针对电力企业在用电领域所面临的数据挖掘分析需求,基于用电信息采集积累的海量用电数据,面向全国各省、市、县各级电力企业提供电力负荷精准预测分析、电力市场精细化智能分析、计量装置运行质量分析、大数据窃电概率预警分析等 SmartEBD 用电大数据服务系列产品。基于大数据服务产品,可以实现:A 电力需求侧管理——立足我国电力需求侧管理的现有基础及实际需求,建立完善的需求响应体系,缓解电力供需矛盾、削减尖峰负荷、增加低谷负荷,提高电网负荷率、电网运行效率、供电服务质量以及电能管理水平,支撑电力供给侧结构性改革。B 智能

用电服务支撑——面向用电领域客户服务需求，建立网上营业厅、智能人脸识别识别、舆情分析等用户互动服务，提升客户服务水平，增强用户用电服务体验，改善电力营商环境。C 用电精细化管理服务——面向供电企业在用电方面的管理需求，依托全面采集的客户侧基础用电数据，建立负荷预测、反窃电、计量装置运行质量、客户信用等级等多个业务主题，提高用电业务分析的智能化水平，实现用电精细化管理。

图 6 智能政务解决方案示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 8 公司智慧医疗产品体系



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 7 智慧医保解决方案示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 9 公司智能用电产品体系



资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.2. 基于股权的客户链接及内部充分激励加速技术&商业共振

领先的技术理解与特定行业的资质沉淀共振，奠定公司在医疗医保、电力行业的先发优势，携手国寿布局精准卡位医疗医保大数据服务运营。（1）公司核心技术平台 DevOps 平台 SEF2.0 达到国际先进水平。①在充分融合人工智能、大数据、云计算、区块链等前沿技术的基础上，公司形成四大核心技术——智能软件开发类技术、数据智能类技术、协同管控类技术和可信传递类技术。以四大核心技术为基础，形成 DevOps 平台 SEF2.0。②DevOps 平台 SEF2.0 理念先进，被业内权威专家认定达到世界先进水平。该平台定位于互联网时代的智能软件工厂，在已有智能企业级框架基础上，将业界主流关键技术及公司核心技术封装进平台，大幅提高了软件开发工作的自动化和智能化水平，有效提升了研发及运维的效率。2019 年该平台在山东电子学会组织的科学技术成果评价过程中，被业内权威专家认定为“该产品设计理念新颖、安全可靠、技术先进、综合性能优良，经济和社会效益显著，达到国际先进水平”。（2）核

心专利体系日益完善，屡屡获得业内重要奖项，产品应用效果及优势在各业务领域均有体现。①截至目前，公司已取得专利授权 19 项，其中发明专利 17 项，拥有软件著作权 286 项，其中与公司核心技术相关的软件著作权 82 项。我们进一步注意到，公司的专利主要集中在大数据技术（如：一种支持商品评论数据多维分析的度量计算方法、一种大数据访问和管理的中间件定制系统与方法、数据增量抽取转换与分发系统及方法、基于大数据的人事人员档案袋数据库的构建方法及系统、一种适用于用电信息大数据计算的 MapReduce 作业依赖控制方法、基于模式图的关键字查询改进方法等）、区块链技术（如：一种基于区块链的数字档案系统、基于 PBFT 的许可区块链节点准入的方法及装置）、云计算技术（如：一种支持 SaaS 应用流程按需定制与运行的装置及方法、一种支持 SaaS 多租户的数据引擎系统及其工作方法）和终端（如：带交互功能的自助服务终端、带交互功能的微型自助服务终端等），这些专利成为公司核心竞争力的重要来源，有效支撑公司三大领域解决方案的开发及客户需求的满足。②公司多次荣获 AAAI 大会创新应用奖及山东省科技进步奖，体现公司坚实的研发沉淀。第一，AAAI 即 the Association for the Advance of Artificial Intelligence（中文名称为：美国人工智能协会），该协会主办的年会（AAAI, The National Conference on Artificial Intelligence）是一个主要的人工智能学术会议。PIDS: An Intelligent Electric Power Management Platform（智能用电管理平台）在 AAAI2020 大会获得创新应用奖；SmartHS: An AI Platform for Improving Government Service Provision in China 获得 AAAI2018 创新应用奖。第二，面向云应用的软件智能生产平台与环境、“互联网+”智慧人社服务平台、支持海量用电信息采集的电力智能主站与大数据处理平台等先后获得山东省科技进步二等奖。（3）公司实现在电力、医疗医保、人社等领域的资质沉淀，客户粘性优势显著，为基于场景的海量客户大数据运营服务奠定坚实基础。①电力领域：2013 年成功建成国内规模最大的用电信息采集系统-山东省级集中的电力用户用电信息采集系统；目前覆盖全国大约 1/6 左右的区域，公司产品所采集、处理、分析的全社会用电量在 2018 年达 8700 亿千瓦时，超过全国 6.84 万亿千瓦的 1/8。②医疗医保领域：拥有 20 多年的医保信息化服务经验，具有“基本医疗保险医疗服务监控信息系统前台技术支持商”资质；医保产品在山东省覆盖 80% 的定点药店和定点医疗机构，有效保障 118 亿人次年结算量；此外，医保相关产品在浙江绍兴夺得全国地市医保局成立后的第一标，并在浙江衢州实现全国第一家医保结算系统上阿里云部署。最后，医疗结算产品方面，在 109 家医院上线的诊间结算平台用智能化代替人工，将患者就诊排队次数从 9 次减少到 4 次，显著改善就医服务体验。③人社领域：公司具备人社部“社会保险管理信息系统核心平台前台技术支持商”、“劳动力市场管理信息系统（劳动 99 三版）前台技术支持商”、“城乡居民养老保险信息系统前台技术支持商”、“劳动关系管理信息系统（包含劳动保障监察系统、调解仲裁系统、劳动关系协调管理系统）前台技术支持商”、“基本医疗保险医疗服务监控信息系统前台技术支持商”以及“机关事业单位养老保险管理信息系统前台技术支持商”的全部 6 项资格认证，为行业内拥有全部 6 项资格认证的 9 家企业之一。④政务信息化领域：尽管公司涉足时间较短，但一体化政务服务产品在济南市高新区上线后，颁发了山东省第一张区块链上的数字营业执照，将企业开办办结时限压缩到最短 47 分钟，应用案例入选工信部智慧城市优秀解决方案。（4）中国人寿成为公司战略股东，深厚的医疗医保产业理解及解决方案能力与最大寿险客户协同效应显著，在医保控费及健康大数据服务领域实现模式创新，展现良好发展前景。①国寿成达健康产业股权投资中心目前占有公司 13% 股权，是公司第二大股东。国寿成达的股东几乎全为中国人寿系，如：中国人寿保险股份有限公司、中国人寿保险（集团）公司、中国人寿财产保险股份有限公司等；②围绕智慧养老、智慧医疗、医保商保服务等领域，以支付结算通道为纽带，“AI+区块链”为技术特色，山大地纬研发了医院管理信息系统 HIS、一站式综合支付平台、互联互通集成平台、电子健康卡、处方流转平台、诊间结算平台等全系列“互联网+医疗健康”解决方案。该方案可为政府

部门提供医保控费、按病种付费等辅助决策支持；为医疗机构提供用药分析、临床治疗等科学管理支持；为老年人提供老年病预防、养老待遇资格静默认证、老年关怀等定制化的线上“乐龄服务”。同时采用区块链技术保障养老、健康、医疗数据安全传递与使用，形成了“区块链+慢病处方流转”等一系列特色服务。在相关技术的支持下，山大地纬先后建设了山东省医保电子处方流转平台，发出全国首张医保电子凭证，建成全国首个医保电子凭证在线诊疗医院，参与国家健康医疗大数据北方中心建设，自主研发的“多粒度健康风险评估与临床辅助诊断关键技术”获得了吴文俊人工智能科技进步二等奖，在智慧健康养老领域形成了国内领先的技术支撑和平台服务能力，打造 360 度全景“健康养老产业链”和“健康养老服务生态圈”，开创“互联网+健康养老”的智慧健康养老新模式。

表 1 公司专利一览表

技术类别	名称	专利号\申请号
智能软件开发类技术	一种跨区域的电子病历快速定位及共享的系统与方法	ZL201310237926.8
	一种支持 SaaS 应用流程按需定制与运行的装置及方法	ZL201210583333.2
	一种支持商品评论数据多维分析的度量计算方法	ZL201310009758.7
数据智能类技术	智能社会保险业务咨询系统及工作方法	ZL201510203048.7
	一种支持并发的文件事务方法	ZL201110205006.9
	一种支持 SaaS 多租户的数据引擎系统及其工作方法	ZL201310353585.0
	基于 Oracle Streams 技术的准实时数据增量分发中间件及方法	ZL201410757034.5
	一种大数据访问和管理的中间件定制系统与方法	ZL201510601248.8
	数据增量抽取转换与分发系统及方法	ZL201510512018.4
	基于大数据的人社人员档案袋数据库的构建方法及系统	ZL201610748794.9
	分布式分级抽取多应用方法和数据抽取应用器	ZL201710316296.1
	Oracle Streams 的异常修复系统及方法	ZL201710316150.7
协同管控类技术	一种支持实时运行状态获取的嵌入式代理监控装置及方法	ZL201310190653.6
可信传递类技术	一种基于区块链的数字档案系统	ZL201810526512.X
	基于 PBFT 的许可区块链节点准入的方法及装置	ZL201710234397.4

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表 2 公司获奖情况一览表

时间	获奖项目名称	获奖奖项	颁发单位
2020.2	PIDS:An Intelligent Electric Power Managenment Platform (智能用电管理平台)	AAAI2020 大会“创新应用奖”	世界最顶级的人工智能学术组织 AAAI
2019.12	面向云应用的软件智能生产平台与环境	山东省科技进步二等奖	山东省人民政府

表 2 公司获奖情况一览表

时间	获奖项目名称	获奖奖项	颁发单位
2019.2	“互联网+”智慧人社服务平台	山东省科技进步二等奖	山东省人民政府
2019.1	一次办好智能自动化流水线	中国软件行业优秀解决方案	中国软件行业协会
2018.11	医养健康智慧服务平台 V1.0	山东省首版次高端软件产品 (第二批)-省内首版次	山东省工业和信息化厅
2018.11	多表开放接入采集与综合用能服务关键技术及工程深化应用	电力创新奖-技术类二等奖	中国电力企业联合会
2018.5	许可区块链基础支撑平台 1.0	山东省首版次高端软件产品 (第一批)-国内首版次	山东省经济和信息化委员会
2018.5	智慧政务系统[简称:智慧政务]V4.0.2	山东省首版次高端软件产品 (第一批)-省内首版次	山东省经济和信息化委员会
2018.3	支持海量用电信息采集的电力智能主站与大数据处理平台	山东省科技进步二等奖	山东省人民政府
2018.2	SmartHS: An AI Platform for Improving Government Service Provision in China	AAAI2018 大会“创新应用奖”	世界最顶级的人工智能学术组织 AAAI
2017.12	企业级大数据存储及分析支撑平台	山东省优秀大数据产品和应用 解决方案(第一批)	山东省经济和信息化委员会

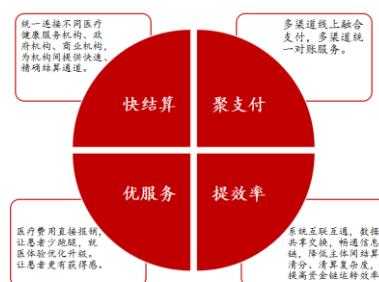
资料来源:招股说明书,华西证券研究所

表 3 公司资质情况一览表

序号	资质名称	授予单位	证书编号	授予日期	有效期
1	CMMI-level 5（软件能力成熟度模型集成 5 级）	Software Engineering Institute	—	2017. 9. 28	三年
2	ITSS 信息技术服务运行维护标准符合性证书（成熟度贰级）	中国电子工业标准化技术协会	ITSS-YW-2-370020170011	2019. 10. 22	2023. 1. 25
3	“劳动 99 三版”前台技术支持商资格	人社部	C-L3-15	2016. 6	2020. 6
4	“劳动关系管理信息系统”前台技术支持商资格	人社部	C-G1-15	2016. 6	2020. 6
5	“社会保险管理信息系统核心平台三版”前台技术支持商资格	人社部	C-S3-15	2016. 6	2020. 6
6	“城乡居民基本养老保险管理信息系统”前台技术支持商资格	人社部	C-R1-15	2016. 6	2020. 6
7	“基本医疗保险医疗服务监控信息系统”前台技术支持商资格	人社部	C-M1-15	2016. 6	2020. 6
8	“机关事业单位养老保险管理信息系统”前台技术支持商资格	人社部	C-P1-15	2016. 6	2020. 6
9	高新技术企业认定证书	山东省科学技术厅	GR201737001474	2017. 12. 28	2020. 12. 27
10	软件企业证书	山东省软件行业协会	鲁 RQ-2017-0070	2019. 7. 2	2020. 7. 1
11	信息系统集成及服务资质（二级）	中国电子信息行业联合会	XZ2370020060299	2016. 6. 10	2020. 6. 30

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 10 公司智能医疗结算四大优势示意图



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

公司股权架构安排实现了国有科研院校、最大客户以及核心管理团队的高度统一，并通过员工持股计划及上市后的股权激励实现相关方长期价值捆绑，为公司拥抱“智能+”时代的机遇奠定治理机制基础。（1）最新股东结构显示，山东山大资本运营有限公司及国寿成达分别持股 29.58%和 17.09%，实现了科研院校与最大客户之间的高度协同，有助山大地纬基于国寿丰富的业务场景来训练医疗医保产品解决方案并通过国寿系的引流及庞大需求实现商业共赢，满足全社会日益增长的医保控费及健康大数据服务需求。（2）公司核心管理团队累计持股达 13.36%，这种股权安排有助核心团队放大国有科研院校及大客户战略股东的先天禀赋，实现公司良性可持续发展。①李庆忠目前持股比例达 3.51%，拥有中科院计算所工学博士和教授职称，现任公司董事长、党总支书记。李董事长系国家重点研发计划项目“众智科学基础理论与方法研究”项目负责人，众智科学与工程国际联盟（ACE）联合创始人，众智科学与工程国际学术会议共同主席，中国计算机学会数据库专委会委员、系统软件专委会委员、信息系统专委会委员。研究方向包括：数据科学与智能数据分析、数据计算与云计算软件架构、区块链技术。②张世栋最新持股比例达 3.51%，拥有山东大学数学学院理学博士和教授职称，现任公司董事、执行委员会委员、高级副总裁、先进技术研究院院长。该高管系泉城产业领军人才，研究方向为数据科学与智能数据分析、软件工程。③王新军最新持股比例达 3.51%，拥有山东大学计算机科学与技术学院工学博士和教授职称，现任公司监事会主席。其研究方向为数据库、软件工程、数据科学与智能数据分析。④洪晓光最新持股比例达 3.52%，拥有山东大学数学学院理学博士和教授职称，现任公司董事、执行委员会委员、高级副总裁，主要研究方向为数据科学与智能数据分析。⑤郑永清最新持股比例达 3.15%，拥有山东大学计算机科学与技术学院工学博士和研究员职称，现任公司副董事长、总裁、执行委员会主任。郑总系中国软件行业协会常务理事、众智科学与工程国际联盟（ACE）联合创始人、众智科学与工程国际会议主席，济南市专业技术拔尖人才；研究方向包括为数据计算及云计算软件架构、智能数据分析。（3）公司部分高管及核心骨干通过智信铭博、智渊铭博、智鸿铭博合计持有上市公司股权 10%，覆盖 135 名核心员工。①公司董事、高级副总裁、董事会秘书赵永光通过直接和间接持股，持有上市公司股权激励以前的股份比例为 0.22%，拥有北京大学工商管理硕士和清华大学会计硕士、高级工程师。②公司核心技术人员史玉良间接持股比例达 0.04%，拥有博士学位和教授职称，系泰山产业领军人才、山东省智库高端人才、泉城特聘专家（济南市 5150 人才）、海右人才特聘专家，现任公司副总裁，主要研究方向为云计算、大规模数据管理、隐私保护。③公司核心技术人员肖宗水直接持股比例达 0.72%，山东大学计算机科学与技术学院工学博士，现任公司副总裁，创新研究院院长。④三家员工持股平台总计覆盖员工 127 名（不含顾问及退休员工），占 2019 年末员工总数的比例达 9.24%。高比例的员工持股有助核心骨干分享资本市场红利。（4）公司登陆科创板以后，迅速推出

股权激励方案：向不超过 600 名员工授予 1200 万股限制性股票，占公司总股本的比例达 3%，授予价格 8.78 元，占员工总人数的比例达 43.67%。

表 4 公司前十大股东基本情况

序号	股东名称	期末持股数量 (股)	持股比例
1	山东山大资本运营有限公司	118,342,400	29.58%
2	国寿成达(上海)健康产业股权投资中心(有限合伙)	68,342,560	17.09%
3	李庆忠	14,053,440	3.51%
4	洪晓光	14,064,192	3.52%
5	王新军	14,053,440	3.51%
6	张世栋	14,053,440	3.51%
7	郑永清	14,042,688	3.51%
8	陈辉	12,592,448	3.15%
9	北京智信铭博信息咨询中心(有限合伙)	7,486,048	1.87%
10	北京智渊铭博信息咨询中心(有限合伙)	6,775,448	1.69%

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表 5 公司核心高管持股及基本情况

姓名	职务	持股数量 (股)	持股比例
李庆忠	董事长	14,053,440	3.51%
洪晓光	董事、高级副总裁	14,064,192	3.52%
王新军	监事会主席	14,053,440	3.51%
张世栋	董事、高级副总裁	14,053,440	3.51%
郑永清	副董事长、总裁	14,042,688	3.51%
孙明	高级副总裁	6,594,048	1.83%
肖宗水	高级副总裁	2,585,600	0.72%
董国庆	监事	1,963,456	0.55%
赵永光	董事、高级副总裁、董事会秘书	800,000	0.22%

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表 6 公司持股平台人员构成情况

人员构成	智鸿铭博	智渊铭博	智信铭博
技术人员	6	4	6
研发人员	21	16	24
销售人员	7	4	5
综合管理人员	1	4	3
公司顾问	0	0	1
离任/离职/退休	12	13	18
合计	47	41	47

资料来源：招股说明书, 华西证券研究所

表 7 山大地纬 2021 年 1 月 5 日推出的限制性股票分配情况

姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时总股本的比例
赵永光	中国	董事/高级副总裁/董事会秘书	25	2.08%	0.06%
王堃	中国	财务总监	10	0.83%	0.02%
史玉良	中国	核心技术人员	18	1.50%	0.04%
郭斌	中国	核心技术人员	10	0.83%	0.02%
董事会认为需要激励的其他人员 (596 人)			1017	84.75%	2.54%
预留部分			120	10.00%	0.30%
合计			1200	100.00%	3.00%

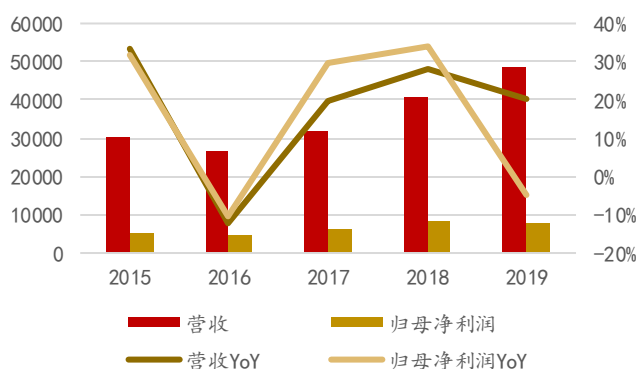
资料来源：招股说明书, 华西证券研究所

1.3. 持续高强度研发及有效激励驱动营收年化增速 20%以上

营收及净利润保持 20%左右的年化复合增长，客户稳定的需求是公司发展壮大的基石，而销售费用率及管理费用率的增速显著低于营收同比变动昭示公司具备可观的规模效益潜力，始终保持高强度研发以及藏富于员工的治理架构是山大地纬实现规模效益的根本所在。考虑公司稳健的财务政策及充沛的经营净现金，未来风险可控。(1)近 3 年营收增速始终维持在 20%左右的水平，营收波动显著缩小，显示颇为稳健的可持续发展能力，归母口径的净利润呈现较为显著的波动，主要系公司从长远发展角度进行员工持股激励而确认的激励摊销所致。2016-2019 年分别实现营业收入 26490.47/31690.59/40617.44/48857.05 万元，2017-2019 的营收同比增速分别

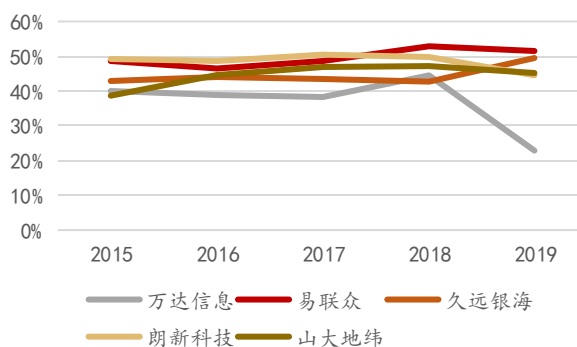
为 19.63%/28.17%/20.29%，对应近 3 年营收复合增速为 22.63%；2016-2019 年归母净利润分别为 4753.26/6173.60/8225.35/7817.66 万元，2017-2019 年的归母净利润同比增速依次为 29.88%/33.23%/-4.96%，近 3 年归母净利润复合增速 18.04%。（2）疫情仅对 2020 年 Q1 产生显著影响，进一步验证下游需求的刚性特征，2020Q3 的营收同比放缓或仅为季节性结算因素所致。2020Q1-Q3 分别实现营收 3896.68/8089.90/9866.43 万元，对应同比增速分别为-27.76%/24.22%/-1.38%。之所以将 2020Q3 的营收同比增速-1.38%看成季节性结算因素所致是基于公司在 2020 年初推出股权激励计划而传递的持续成长信心有关。（3）2017-2019 年的毛利率依次为 47.16%/47.17%/45.36%，2020 年前 3 季度的毛利率为 51.37%。毛利率始终维持 40%以上的较高水平并在 2020 年呈现一定上升态势，在可比公司中处于中上位置且具有更好的发展趋势，最为合理的解释来自公司的云及大数据转型正在取得显著的经营绩效，深层次原因或与公司的人工智能基因及有效的治理结构高度相关。（4）销售费用及管理费用支出的规模效应显著，预计伴随业务需求的稳健释放将引致净利润口径更大弹性的改善。2016-2019 年销售费用分别为 1564.87/1835.80/2464.28/2706.49 万元，近 3 年复合增速 16.34%，略低于营收增速；2017-2019 年管理费用分别为 3121.05/3423.86/4286.38 万元，2018-2019 年管理费用复合增速 17.19%，显著低于营收增速 5 个百分点左右。（5）始终投入高密度的研发，研发费用率始终维持在 15%左右，在同行业处于较高位置。2017-2019 年公司年末研发人员数量分别为 390/490/790 人，研发人员占比 50.98%/51.04%/57.71%，2017-2019 年研发费用率分别为 14.02%/14.60%/15.68%。（6）截至 2020 年 Q3 末，在建工程攀升至 42763.17 万元，主要系章丘基地建设尚未转固所致，考虑章丘基地以房屋等资产为主，即使转固以后的折旧摊销较长，对短期利润不至于产生显著负面影响。（7）2017-2019 年公司未录得短期借款及长期借款，公司对外借款控制非常严苛，经营相当稳健，显示公司较强的自我成长能力及风控能力。（8）2017-2019 年经营净现金分别为 8489.05/7866.24/1137.42 万元，与归母净利润的吻合程度较高，2019 年吻合程度显著下降的背后，主要系支付给职工以及为职工支付的现金变动较大所致（2018 该项目为 11509.58 万元，2019 年该项目为 16640.42 万元）。

图 11 2015-2019 年营收及净利润变动情况（万元）



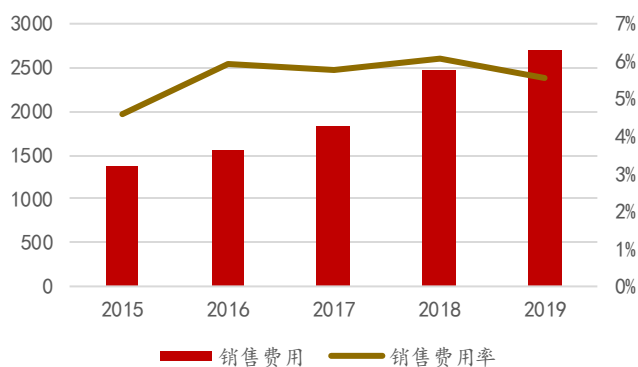
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 12 2015-2019 年可比公司毛利率变动情况



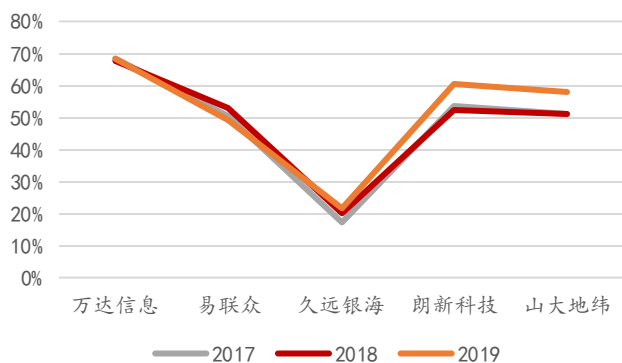
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 13 2015-2019 年销售费用变动情况 (万元)



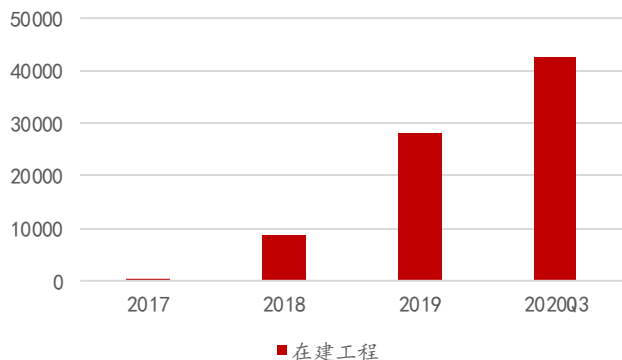
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 15 2015-2019 年可比公司研发人员占比情况



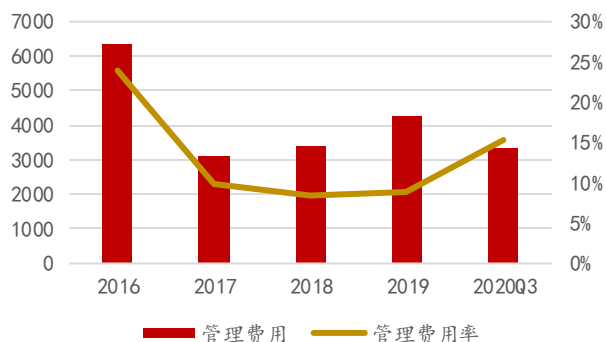
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 17 2017-2020Q3 公司在建工程变动趋势 (万元)



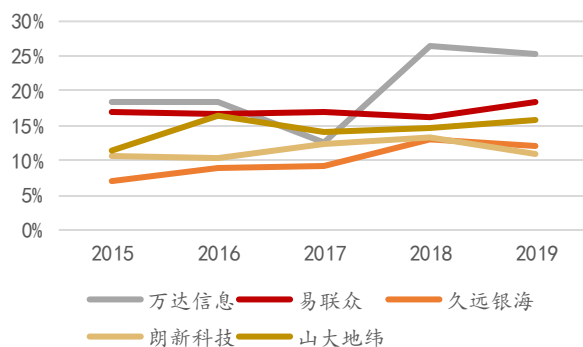
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 14 2017-2020Q3 管理费用变动情况 (万元)



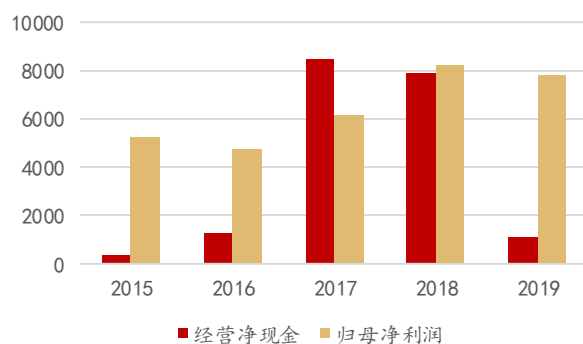
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 16 2015-2019 年可比公司研发费用率情况



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 18 2016-2019 年公司经营净现金与归母净利润对比 (万元)



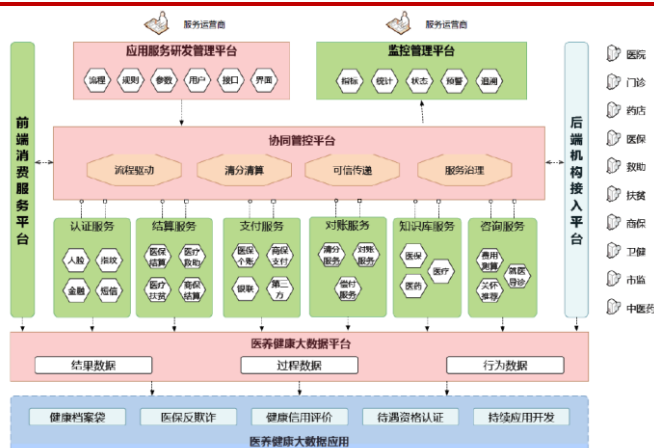
资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

2. 互联网+多场景布局，未来3年营收年复合增速21.38%

2.1. 医疗医保延续高景气，未来3年营收年复合增速达21.82%

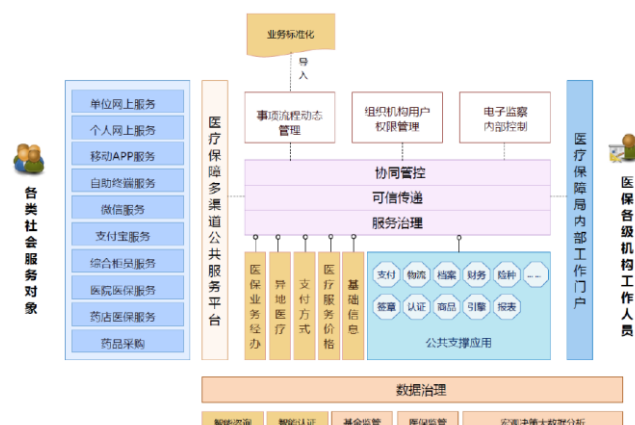
山大地纬医疗医保产品具有明显的患者信息聚合及费用管控两大特征，由此为其构筑基于云计算和大数据的健康管理及医保控费业务奠定基础，2017-2019 年对应营收分别为 6728.60/9141.11/11580.98 万元，对应报告期最近两年的同比复合增速达 31.19%。（1）山大地纬医疗医保产品包括两大细分领域：一是面向全国各级卫健委、商业保险公司、各类医院等医疗机构提供的定制化医疗支付结算产品，二是面向全国各级医疗保障局提供的医保产品。具体而言：①医疗支付结算产品：山大地纬面向医疗健康付费方、医疗服务提供方、医疗健康服务第三方和健康服务监管方等用户，开发了 SmartMH 医疗支付与结算系列产品。这类产品主要包括：SmartMHO 一站式融合支付（支持实现诊间医保、商保、自费一站式融合支付，提供身份证识读管理、社保卡识读管理、电子社保卡识读管理、电子健康卡识读管理、就诊卡识读管理、多渠道统一对账和诊间智能审核等功能）、SmartMHM 移动支付（移动支付平台覆盖商户管理，支付渠道管理，交易订单管理，微信支付管理，支付宝支付管理，银联云闪付支付管理，医保线上支付管理，线上交易对账管理等业务能力）、SmartMHC 健康卡支付（支持面向医疗机构的统一号源池管理，医院预交金管理，健康卡签发管理，健康卡支付渠道管理，健康卡交易订单管理）。②医保产品：山大地纬面向全国各级医疗保障局，研发了 SmartMI 医保系列产品。这类产品主要包括：SmartMIB 医保经办产品（参保登记，缴费，待遇计算，生育津贴发放，医保个人账户管理，医保统筹基金管理，医保医师资格认证，医保黑白名单管理，医保审核知识库，医保事前、事中、事后审核控费）、SmartMIS 医保服务（医保个人账户余额查询，医保自助参保缴费，个人权益查询，医保线上支付，异地就医登记，参保关系转移）、SmartMID 医保大数据（虚假就医骗保分析，大处方分析）、SmartMIR 异地医保服务（住院异地就医备案，异地结算医疗机构管理，住院异地就医结算参数管理，住院异地就医联网结算，住院结算数据跨区域对账清分，个人账户虚账户交易管理，个人账户实账户交易管理，交易渠道管理，异地支付医疗机构管理，个人账户跨区域交易数据对账清分）、SmartMIP 医保处方流转平台（处方开立，处方接入，处方线上智能审核，区块链处方存储，处方展示，处方电子签名，处方购药结算，远程续方）。（2）山大地纬医疗医保类业务的核心具有基于云的患者信息集合、费用管控两大鲜明特征，这为个人疾病管理及医保控费等新型互联网医疗业态奠定重要基础。①山大地纬的医疗医保产品实现了基于患者的处方开立、接入、审核、存储、远程续方等功能，实现了患者疾病信息的电子化与集中化。作为患者就医核心信息载体的处方等资料，连同临床诊断信息一起可以动态反应患者的疾病过程、为基于互联网和云计算的实时健康干预模式奠定关键的信息基础；②山大地纬的医疗医保产品实现了费用结算、费用支出方全流程管理等功能。基于上述两项功能，山大地纬可以助力各级医保、商保实现医疗费用支出合理性的大数据审核，进而提高管理效率。（3）2017-2019 年来自医疗医保领域的营收分别为 6728.60/9141.11/11580.98 万元，对应报告期最近两年的同比复合增速达 31.19%，显示基于云计算和大数据的医疗医保产品具有旺盛的市场需求。

图 11 SmartMH 医疗支付结算系列产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

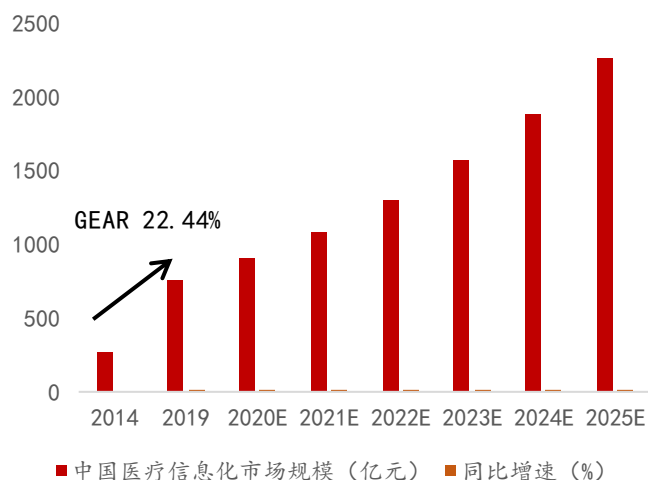
图 19 SmartMI 医保系列产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

医疗医保信息化需求旺盛，过往 5 年行业增速达 22.44%，在老龄化、全民医保、突发传染病管理等核心驱动下未来 5 年仍然有望延续这一增速。以云化及大数据为核心驱动的疾病管理、费用管控等新型模块能显著提升就医效率及费用管控水平，增速有望达 35% 左右。（1）医疗健康信息化主要是指服务于卫生、医疗机构，为之提供公共卫生、计划生育、医疗服务、医疗保障、药品供应、综合管理等业务应用系统。医保医疗信息化主要包括为医保局、卫健委、医疗机构、药店及商业健康保险机构提供系统平台建设、业务软件开发及系统集成等信息化服务。（2）随着“三医联动”改革的不断深入推进，医疗信息化投入不断提高，预计未来五年我国医疗信息化领域复合增长率达超 22%。①**医疗信息化成为构建全民医保体系、深化医疗卫生体制改革的关键驱动引擎**。2018 年 3 月 17 日，全国人大决定新组建国家医疗保障局。2019 年 11 月 6 日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组发布《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》，肯定了近年来福建省和三明市的医药卫生体制改革实践，提出要充分发挥典型经验对全局改革的示范、突破、带动作用，推动医改向纵深发展。我们认为，无论是国家医疗保障局的组建还是三医联动模式示范效应的推广都有赖于信息共享为属性的医疗医保信息化系统的支撑，医疗信息化已经成为全民医保体系建设及深化医疗卫生体制改革的关键驱动力。②赛迪数据显示：中国医疗信息化市场规模由 2014 年的 275.1 亿元增加至 2019 年的 757 亿元，年化复合增速达 22.44%，未来 5 年有望继续维持这一增长态势。在老龄化、全民医保系统建设、三医联动示范带动、突发传染病流行病学调查及管控及驱动下，未来 5 年有望迎来不低于 20% 以上的年化复合增速的新的增长高峰，到 2025 年，有望达到 2260.39 亿元。③云及大数据属性明显的疾病管理及费用管控可以显著提升患者的就医效率及持续享受医疗服务的边界并有效管控费用支出，代表医疗信息化的最新发展方向，相较于整体医疗信息化市场的增速要高 10 个百分点以上，这一态势仍然有望在未来加以延续，预计山大地纬仍将凭借其先进的大数据理念并基于国寿的客户资源优势，持续医疗医保领域的高增长表现，假设山大地纬医疗医保业务 2020-2022 年的年化收入增速维持在 35% 的水平。

图 20 2014-2025E 中国医疗信息化市场规模及增速示意图



资料来源：赛迪数据，华西证券研究所

图 21 山大地纬区块链疫情防控平台



资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 8 国家医疗保障局助力医疗信息化

发布时间	政策文件	政策要点
2017 年 6 月	国务院办公厅关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见	2017 年起，进一步加强医保基金预算管理，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。各地要选择一定数量的病种实施按病种付费，国家选择部分地区开展按疾病诊断相关分组（DRGs）付费试点，鼓励各地完善按人头、按床日等多种付费方式。到 2020 年，医保支付方式改革覆盖所有医疗机构及医疗服务，全国范围内普遍实施适应不同疾病、不同服务特点的多元复合式医保支付方式，按项目付费占比明显下降。
2018 年 12 月	关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知	按照“顶层设计、模拟测试、实施运行”三步走的工作部署，通过 DRGs 付费试点城市深度参与，共同确定试点方案，探索推进路径，制定并完善全国基本统一的 DRGs 付费政策、流程和技术标准规范，形成可借鉴、可复制、可推广的试点成果。
2019 年 6 月	国家医疗保障局关于印发医疗保障标准化工作指导意见的通知	以全国医疗保障信息化建设为支撑，逐步形成全国统一的标准规范。
2019 年 8 月	国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见	①深化“放管服”。坚持市场形成、政府调节、社会共治相结合，建立开放灵活、多方参与的价格形成机制，激发医疗市场活力与引导提供适宜服务并重； ②分类管理。适应“互联网+”的运行发展规律，针对不同的服务主体、对象和内容，制定有操作性的价格和支付政策； ③鼓励创新。对于依托“互联网+”显著改善成本效率，以及更好满足多层次医疗需求的新技术、新模式，给予更宽松的发展空间； ④协调发展。线上、线下医疗服务实行公平的价格和支付政策，促进线上、线下协调发展。

2019年10月	关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范 and 分组方案的通知	①坚持统分结合，逐步形成有中国特色的DRG付费体系； ②贯彻落实标准，做好基础数据质量控制； ③组建专家队伍，提供技术支持
2020年3月	国家医保局国家卫生健康委关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见	①将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围； ②鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务； ③完善经办服务； ④不断提升信息化水平； ⑤加强医保基金监管。
2020年11月	国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见	①充分认识“互联网+”医疗服务医保支付工作的重要意义； ②做好“互联网+”医疗服务医保协议管理； ③完善“互联网+”医疗服务医保支付政策； ④优化“互联网+”医疗服务医保经办管理服务； ⑤强化“互联网+”医疗服务监管措施。
2020年12月	关于深入推进“互联网+医疗健康”“五个一”服务行动的通知	①推进“一体化”共享服务，提升便捷化智能化人性化服务水平； ②推进“一码通”融合服务，破除多码并存互不通用信息壁垒； ③推进“一站式”结算服务，完善“互联网+”医疗在线支付工作； ④推进“一网办”政务服务，化解办事难、办事慢、办事繁问题； ⑤推进“一盘棋”抗疫服务，加强常态化疫情防控信息技术支撑。

资料来源：国家医疗信息保障局官网，华西证券研究所

表 9 国务院发力“互联网+医疗”

发布时间	政策名称	政策要点
2016年10月	“健康中国2030”规划纲要	①要调整优化健康服务体系，强化早诊断、早治疗、早康复，坚持保基本、强基层、建机制，更好满足人民群众健康需求。 ②要强化组织实施，加大政府投入，深化体制机制改革，加快健康人力资源建设，推动健康科技创新，建设健康信息化服务体系，加强健康法治建设，扩大健康国际交流合作。
2016年12月	关于印发“十三五”卫生与健康规划的通知	明确积极推动健康医疗信息化新业态快速有序发展。
2017年1月	“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知	“十三五”期间要在分级诊疗、现代医院管理、全民医保、药品供应保障、综合监管等五项制度改革上取得新突破。
2017年2月	关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见	门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。
2018年4月	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	①提出促进互联网与医疗健康深度融合发展的系列政策措施。 ②健全“互联网+医疗健康”服务体系，完善“互联网+医疗健康”支撑体系，加强行业监管和安全保障。
2019年3月	关于推进养老服务发展的意见	实施“互联网+养老”行动。持续推动智慧健康养老产业发展，拓展信息技术在养老领域的应用，促进人工智能、物联网、云计算、大数据等新一代信息技术和智能硬件等产品在养老服务领域深度应用。

2020 年 4 月	关于进一步巩固成果提高医疗机构新冠肺炎防控和救治能力的通知	①各地要大力支持医疗机构加强信息化建设，开展预约挂号、预约检查 and 预约治疗，合理分配就诊时间，实现分时段预约就诊，减少人群现场聚集。 ②将预约诊疗纳入医疗机构制度建设，逐步扩大预约范围，最终实现非急诊患者全部“先预约、后就诊”的目标。推进信息共享，实现线上预约诊疗时，有效识别“四类人员”（确诊病例、疑似病例、发热症状患者、密切接触者），并采取针对性措施降低交叉感染风险。 ③充分利用“互联网+医疗”优势，积极提供线上健康评估、健康指导、健康宣教、就诊指导、慢病复诊、心理疏导等服务，做好互联网诊疗咨询工作。
------------	-------------------------------	--

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

疫情拖累 2020 年医疗医保业务增速，但考虑到股权激励的带动效应、疫情引致的新增需求以及疫情得到控制后的需求释放，医疗医保业务增速有望显著改善。预计 2020-2022 年山大地纬医疗医保营收分别为 1.19/1.55/2.09 亿元，未来 3 年复合增速达 21.82%；整体毛利分别为 0.76/1.00/1.35 亿元，未来 3 年复合增速达 20.13%。

（1）受新冠疫情影响，2020 年医疗医保业务的营收增速受到一定压制，我们判断同比增速有望在 25%左右的水平，考虑费用刚性因素，毛利率有望受到一定压制，假设在 2019 年基础上下降 2 个百分点至 65%；（2）疫情中的医疗医保信息化新增需求的释放、因疫情而加速的全国医疗医保信息化建设等因素共振，在股权激励的刺激作用下，山大地纬有望迎来医疗医保业务在 2021-2022 年的景气度提升，假设 2021-2022 年的营收增速分别为 30%和 35%，对应毛利率分别为 64%和 65%。（3）基于上述假设，山大地纬医疗医保业务在 2020-2022 年的营收分别为 1.19/1.55/2.09 亿元，对应同比增速分别为 3.00%/30.00%/35.00%，未来 3 年复合增速达 21.82%；对应毛利规模分别为 0.76/1.00/1.35 亿元，对应同比增速分别为-1.98%/30.41%/ 35.63%，未来 3 年复合增速达 20.13%。

表 10 2017-2022 年公司医疗医保业务营收及毛利预测

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收（万元）	6,728.60	9,141.11	11580.98	11928.41	15506.93	20934.36
同比增速（%）	-	35.85%	26.69%	3.00%	30.00%	35.00%
毛利（万元）	5316.28	6477.57	7788.58	7634.18	9955.45	13502.66
同比增速（%）	-	45.02%	20.24%	-1.98%	30.41%	35.63%
毛利率（%）	49.65%	53.00%	62.50%	64.00%	64.20%	64.50%

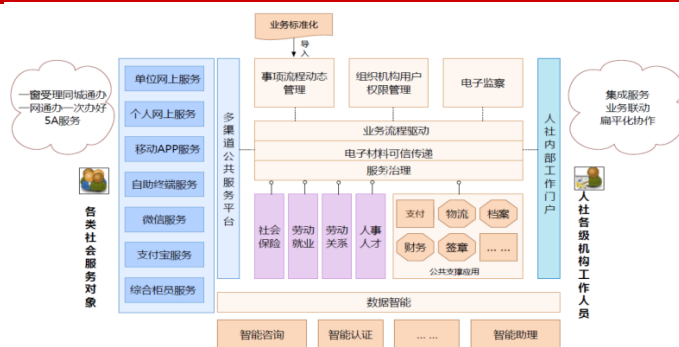
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2.2. 山东市场优势大，政务业务未来 3 年营收复合增速达 17.19%

山大地纬政务领域业务包括人社及一体化政务服务平台两大领域。立足山东区域市场优势，山大地纬实现在人社核心系统及可信可控一体化政务服务平台领域的技术突围及区域市场领先，2017-2019 年分别实现人社产品营收 10,465.72 万元、12,104.88 万元和 14923.65 万元，对应同比增速 15.7%和 23.3%，实现一体化政务服务平台营收 1209.05 万元、842.48 万元、4521.15 万元，对应同比增速-30.3%、436.6%。（1）山大地纬政务领域的主要产品包括两大细分领域，一是面向全国各级人力资源和社会保障部门提供的人社产品，为目前公司政务领域产品的主要构成；二是面向全国各级政务服务部门提供的一体化政务服务产品。具体而言：①人社产品：

山大地纬面向人力资源和社会保障领域推 SmartHS 人社系列产品，具体包括的模块有 SmartSI 社保产品（多险合一经办系统，助力足省集中、信息系统上云等发展要求）、SmartLJ 就业产品（可以支撑“多点互联、多方互动”的就业服务体系建设）、SmartLR 劳动关系产品（可以提供劳动保障监察、人事争议调解仲裁、劳动关系协调、信访管理、行政复议“五位一体”的劳动关系管理服务）、SmartHR 人事人才产品（提供公务员管理、事业单位人事管理、机关事业单位工资管理、军队转业干部管理、专业技术人员管理、高技能人才管理、国际组织人才管理、人员调配管理和人力资源市场管理等管理和服务功能，支持构建全业务、全服务、全流程、全监控的人事人才管理服务体系。）②一体化政务服务平台：以各级政务服务中心、行政审批局、大数据局、各委办局的需求为核心驱动，山大地纬研发推出 SmartGS 一体化政务服务平台系列产品。具体包括 SmartG 政务协作产品（围绕行政事务中的“办文、办会、办事”工作，提供集规划、执行、监督、激励于一体的通用办公、例行公文、会议组织、任务交办、任务督办、资料管理、日志管理、考勤管理、通讯录管理、招商项目管理等功能）、SmartGS 政务服务产品（产品用于连接政务服务渠道与各领域政务业务，提供标准化事项流程与职责权限管理、一窗受理、集成服务、电子监察、服务协同等功能，具备在线协作、可信传递、服务治理、系统打通、标准化协同管控流程、用户画像等能力特点，实现政务服务事项前台一窗受理、后台部门自动化协作审批、过程透明留痕，助力构建数字政府。）（2）山大地纬的政务信息化产品主要集中在人力资源与社会保障领域的相关信息化需求，2017-2019 年来自于人社领域的政务信息化营收分别为 10,465.72 万元、12,104.88 万元和 14923.65 万元，占政务信息化营收的比重分别为 89.6%、93.5%、76.7%。2018-2019 年来自人社领域的营收复合增速为 19.41%。山大地纬在人社领域的优势体现为资质齐全且坐拥全国人口过亿的山东市场，但考虑到东软集团、久远银海等其他资质齐全的友商在这一市场的耕耘，尽管我们对山大地纬在其他区域市场的开拓仍保持信心，但人社业务显著跑赢行业仍有诸多困难。（3）山大地纬的一体化政务服务平台的特色在于基于云和大数据的可信可控、数据呈现及用户交互，这是公司近期新培养的业务领域之一，与开普云、致远互联等科创板公司的政务信息化相关业务类似，典型客户如济南高新区政务信息系统。此类业务未单独披露营收，我们以政务领域营收与人社领域营收之差来近似测算，2017-2019 年对应的营收规模分别为 1209.05 万元、842.48 万元、4521.15 万元，2018-2019 年年化复合增速高达 93.38%，业务上线初期的低基数效应、旺盛的用户需求或是主因，考虑到区块链等核心技术的领先优势，预计山大地纬有望在一体化政务领域保持政务信息化增速的增长态势。

图 21 人社产品示意图



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表 11 人社产品相关功能一览表

产品线	子产品/系统模块	功能描述
SmartSI 社保产品	职工公共业务子系统；职工养老待遇管理子系统；职工工伤保险待遇管理子系统；职工失业保险待遇管理子系统；居民公共业务子系统；居民养老保险待遇子系统；居民医疗保险待遇子系统；基金收付管理子系统。	产品以部颁社会保险核心平台三版为基础，创新智能自动化流水线工作机制，提供以职工、居民为核心的“多险合一”业务经办服务系统，支撑前台、综合柜员、多渠道服务、同城通办、事中监控、事后客观绩效等先进业务模式，满足省集中信息系统上云等发展要求。
SmartLJ 就业产品	就业失业管理子系统；就业和人才服务管理子系统；高校毕业生就业管理子系统；就业政策管理子系统；就业补助资金管理子系统；就业培训和技能鉴定子系统。	在部颁“劳动 99”三版基础上，创新智能自动化流水线工作机制，提供满足现代就业管理新需求的公共就业管理功能，支持构建就业管理部门、人力资源市场、求职者、用人单位、培训和职介机构为一体的“多点互联、多方互动”的就业服务体系，支撑实现高质量就业。
SmartLR 劳动关系产品	劳动关系协调管理系统；劳动人事争议调解仲裁系统；劳动保障监察管理系统。	按照“两网化”管理要求，以部颁劳动关系管理信息系统为基础，创新智能自动化流水线工作机制，提供劳动保障监察、人事争议调解仲裁、劳动关系协调、信访管理、行政复议“五位一体”的劳动关系管理功能，支持投诉举报联动、智能应急指挥、移动监察执法、数字合同网签等先进管理模式，为各级劳动关系协调组织、劳动保障监察机构、劳动人事争议调解仲裁机构和劳动者、用人单位提供服务，促进劳动关系和谐发展。
SmartHR 人事人才产品	公务员管理子系统；事业单位人事管理子系统；企业军转干部管理子系统；国际组织人才管理子系统。	遵循部颁标准规范，创新智能自动化流水线工作机制，面向人事管理、人才队伍两大业务领域，提供公务员管理、事业单位人事管理、机关事业单位工资管理、军队转业干部管理、专业技术人员管理、高技能人才管理、国际组织人才管理、人员调配管理和人力资源市场管理等管理和服务功能，支持构建全业务、全服务、全流程、全监控的人事人才管理体系。

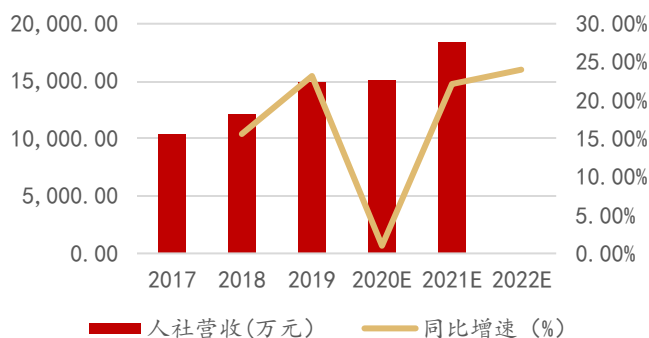
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表 12 一体化政务平台相关功能

产品线	子产品/系统模块	产品简介
SmartG 政务协作产品	政务办公系统；即时通讯系统；政务移动办公系统；政务监控大屏系统；职责权限管理系统。	采用智能自动化流水线工作机制，创新数字化政务模式，围绕行政事务中的“办文、办会、办事”工作，提供集规划、执行、监督、激励于一体的通用办公、例行公文、会议组织、任务交办、任务督办、资料管理、日志管理、考勤管理、通讯录管理、招商项目管理等功能，为政务相关的决策人员、管理人员、办公人员、经办人员和信息部门等用户提供桌面应用和移动办公相结合的智能政务管理、智能移动办公、智能运行监管和智能大数据分析等综合服务能力，实现传统办公系统的转型升级。
SmartGS 政务服务产品	“一窗受理”综合柜员系统；政务事项流程管理系统；审核审批集成工作平台。	产品用于连接政务服务渠道与各领域政务业务，提供标准化事项流程与职责权限管理、一窗受理、集成服务、电子监察、服务协同等功能，具备在线协作、可信传递、服务治理、系统打通、标准化协同管控流程、用户画像等能力特点，实现政务服务事项前台一窗受理、后台部门自动化协作审批、过程透明留痕，助力构建数字政府。

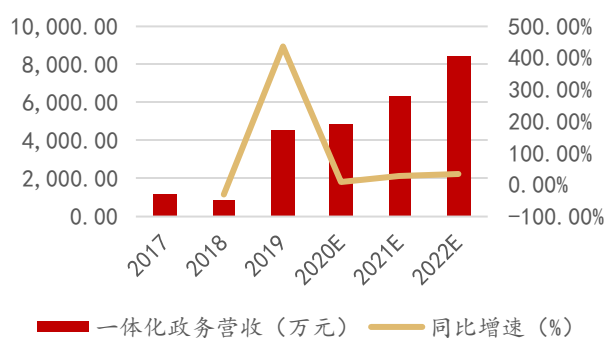
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 21 2017-2022 年人社业务营收变化（万元）



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

图 22 2017-2022 年一体化政务营收变化（万元）



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

（1）在互联网+人社、全国一体化人社云的技术需求推动下，未来我国人社信息化市场仍有较大发展空间，预计未来五年我国人社信息化领域复合增长率达超 15%。

①人社业务服务系统上云和新技术融合应用带动人社信息系统数字化、智能化转型升级，为人社信息化建设带来新的机遇。《“互联网+人社”2020 行动计划的通知》（人社部发〔2016〕105 号）提出“互联网+人社”是推进“互联网+政务服务”，加快人力资源和社会保障领域“放管服”改革的重要举措，推进人力资源和社会保障信息系统省级集中，构建全国一体化的“人社云”，加快信息网络向基层延伸。

②根据智研咨询报告，2018 年我国社保行业 IT 投资规模约 155.2 亿元，同比 2017 年的 137.6 亿元增长了 12.79%。经测算 2014-2018 年 CAGR 达 15.1%，在政策利好等因素推进下，预计未来几年有望超过 15%复合增长率。

③基于社保公共服务的全员属性，伴随养老金待遇覆盖至全民，考虑政府就业服务工作的主动性显著提升，人社信息化领域的需求仍然有望维持 15%左右的增长态势，山大地纬达到行业平均增长速度的概率相对较大。

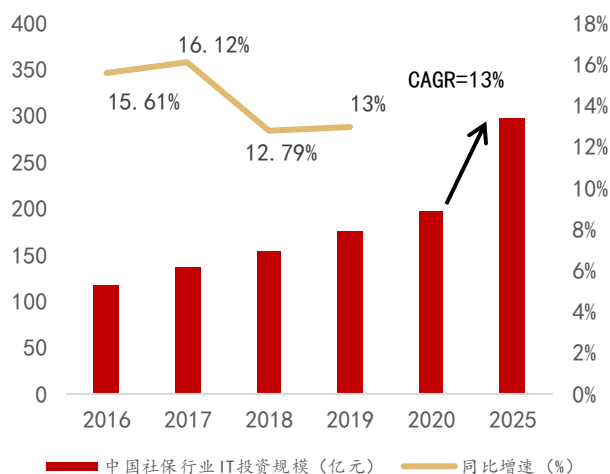
（2）在“互联网+政务”的发展大趋势下，我国政府高度重视政府网站和新媒体平台的建设，着力解决“信息孤岛、数据烟囱”等问题，预计未来 3 年我国政务信息化将保持在 14%增速平稳运行。

①根据 2018 年《关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》明确了全国一体化在线政务服务平台由国家政务服务平台、国务院有关部门政务服务平台和各地区政务服务平台组成；并且规范了推进政务服务一体化、全国统一化、全流程网上办理等要求，截至到 2019 年 6 月我国在线政务服务用户规模已经达到 5.09 亿，占整体网民的 59.6%。

②根据前瞻产业研究院数据，我国电子政务 2018 年软件和服务市场规模分别为 779 亿元、1,067 亿元，增长率分别为 19.24%、22.50%，预计未来几年软件和服务的市场规模仍将保持较快速度的增长。预计 2022 年我国电子政务软件、服务市场规模分别为 1300 亿元、1781 亿元，预计 2018 到 2022 年复合增长率分别为 13.65%和 13.66%。

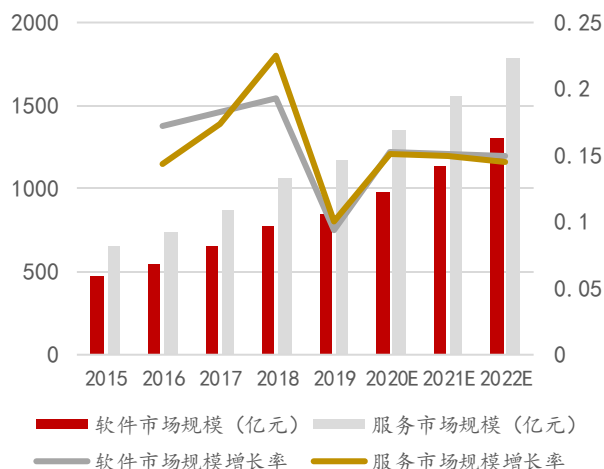
③考虑到山大地纬一体化政务仍处于市场拓展阶段，未来三年将保持 35%以上的高速增长，但考虑到行业增速，因此估计高增长将会随时间回落至行业正常水平。

图 23 2016-2025 年中国社保行业 IT 投资规模及增速



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图 24 2015-2022 年中国电子政务软件、服务市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

山大地纬未来三年立足山东地域市场优势，继续保持人社业务增长速度，持续发力拓展一体化政务市场，将实现政务领域业务营收复合增长率 17.19%。

(1) 考虑疫情影响及人社业务需求特征，假设 2020-2022 年来自人社业务的需求增速分别为 1%、22%和 24%，对应毛利率保持在 45%左右，则 2020-2022 年山大地纬人社业务营收分别为 15072.89/18388.92/22802.26 万元，未来 3 年年复合增速为 15.18%，对应整体毛利分别为 6632.07/8091.13/10261.02 万元，未来 3 年年复合增速分别为 16.91%。(2) 考虑到一体化政务业务开展年限较短，仍处于市场开拓阶段，因此波动较大，假设 2020-2022 年来自一体化政务业务的需求增速分别为 7%、30%、35%，对应的毛利率保持在 40%，则 2020-2022 年山大地纬一体化政务业务营收分别为 4837.63 万元、6288.92 万元、8490.04 万元，未来三年复合增速 23.37%，毛利分别为 1935.05 万元、2515.57 万元、3480.92 万元，未来三年复合增长率 31.84%。(3) 结合人社业务与一体化政务业务营收，2020-2022 山大地纬政务领域营收总额 19910.52 万元、24677.84 万元、31292.30 万元，年复合增长率 17.19%，对应毛利 8567.12 万元、10606.69 万元、13741.94 万元，年复合增长率 4.58%。

表 13 政务信息化业务细分业务情况

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入 (万元)	毛利率 (%)	占比	收入 (万元)	毛利率 (%)	占比	收入 (万元)	毛利率 (%)	占比
人社信息化	10465.72	66.93%	33.05%	12,104.88	72.03%	35.53%	14923.65	68.48%	18.17%
一体化政务业务	1,209.05	67.61%	18.40%	842.48	27.00%	12.82%	4,521.15	39.71%	68.79%
合计	11,674.77	67.00%	36.92%	12,947.36	69.10%	31.93%	19444.8	61.79%	100.0%

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 14 2017-2022 年公司人社信息化业务营收及毛利预测

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收 (万元)	10,465.72	12,104.88	14,923.65	15,072.89	18,388.92	22,802.2627
同比增速 (%)	-	15.66%	23.29%	1.00%	22.00%	24.00%
毛利 (万元)	4,911.29	5,630.67	6,421.83	6,632.07	8,091.13	10,261.02
同比增速 (%)	-	14.65%	17.21%	3%	22%	27%
毛利率 (%)	46.93%	46.52%	43.03%	44.00%	44.00%	45.00%

资料来源:公司招股说明书, 华西证券研究所

表 15 2017-2022 年公司一体化政务业务营收及毛利预测

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收 (万元)	1,209.05	842.48	4,521.15	4,837.63	6,288.92	8,490.04
同比增速 (%)	-	-30.32%	436.65%	7.00%	30.00%	35.00%
毛利 (万元)	693.31	602.54	1,518.93	1,935.05	2,515.57	3,480.92
同比增速 (%)	-	-13.09%	689.27%	27.40%	30.00%	38.38%
毛利率 (%)	57.34%	71.52%	33.60%	40%	40%	41%

资料来源:公司招股说明书, 华西证券研究所

表 16 2017-2022 年公司政务信息化业务营收及毛利预测

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收 (万元)	11,674.77	12,947.36	19,444.8	19,910.52	24,677.84	31,292.30
同比增速 (%)	-	10.90%	50.18%	2.40%	23.94%	26.80%
毛利 (万元)	7,822.1	8,946.63	12,015.07	8,567.12	10,606.69	13,741.94
同比增速 (%)	-	14.38%	34.30%	-28.70%	23.81%	29.56%
毛利率 (%)	67.00%	69.10%	61.79%	43.03%	42.98%	43.91%

资料来源:公司招股说明书, 华西证券研究所

2.3. 电力大数据运营来临，未来3年营收年化增速达11.63%

山大地纬在用电信息领域业务包括用电信息采集和大数据服务两大领域，在全国用电领域占据 1/8 左右的份额，覆盖网省约占国家电网有限公司全部网省的 1/6。2017-2019 年分别实现用电领域营收 1.16/1.79/1.75 亿元，对应同比增速 54.81%/-2.81%。

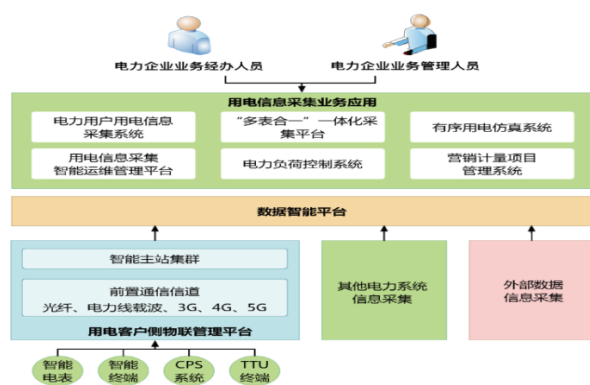
(1) 山大地纬在用电领域的产品和服务包括两个方向：第一，面向国家电网等供用电企业提供的用电信息采集及业务平台系列产品，第二，面向国家电网等供用电企业提供的大数据服务系列产品。具体而言：①用电信息采集及业务平台：在严格遵循国家电网、南方电网标准化设计的基础上，经过在前置通信、数据存储、业务应用、数据挖掘等方面的设计与研发，山大地纬成功向市场推出 SmartEAB 用电信息采集及业务平台系列产品。该产品的主要模块包括：SmartEB 客户侧物联管理平台（以云计算为核心进行构建，整合单机运算和存储能力，充分发挥服务器集群性能和负载均衡策略，通过高性能终端通信框架和私有云存储技术构建基于集群架构的前置通信平台。）、SmartEI 用电信息采集业务应用（面向用电领域数据采集相关业务需求，构建包括电能在内各类能源数据的采集平台，实现各类数据的收集的设备的远程控制，为用电信息化应用提供数据支撑。）②用电大数据产品：针对电力企业在用电领域所面临的数据挖掘分析需求，基于用电信息采集积累的海量用电数据，山大地纬面向全国各省、市、县各级电力企业提供电力负荷精准预测分析、电力市场精细化智能分析、计量装置运行质量分析、大数据窃电概率预警分析等 SmartEBD 用电大数据服务系列产品。具体包括：SmartEDSM 用电需求侧管理支撑服务、SmartESC 用电服务能力提升支撑服务、SmartEDM 用电精细化管理支撑服务。

(2) 山大地纬在用电领域的产品及服务的主要特征是聚焦海量用户并以用户侧的多维度数据进行洞察进而向供电企业提供决策支持信息，提升电网运行效率、提高供电服务质量并改善客户感知，化解用户冲突进而缓解供电企业的舆情压力，此外，山大地纬的产品及服务还能帮助供电企业加强盗电管理，减少运营中的折损。换言之，山大地纬用电产品实现了基于数据采集、处理及场景应用全过程在基础设施及基础服务领域的全过程信息化建设与运营。在用电领域市场稳步增长的前提下，山大地纬的整体开发思想与开发工具有望与新的基础设施及服务场景加以结合，进而创造出新的增长点。

(3) 山大地纬在全国用电领域占据 1/8 左右的份额，具备较强的省外市场拓展及客户维护能力。2013 年，山大地纬成功建成了国内规模最大的用电信息采集系统-山东省级集中的电力用户用电信息采集系统。目前，公司用电信息化相关产品应用在山东、重庆、陕西、江西等省份的各级电力企业，覆盖网省约占国家电网有限公司全部网省的 1/6，依据 2018 年统计，公司产品所采集、处理分析全社会用电量达 8700 亿千瓦时，超过全国 6.84 万亿千瓦的 1/8。

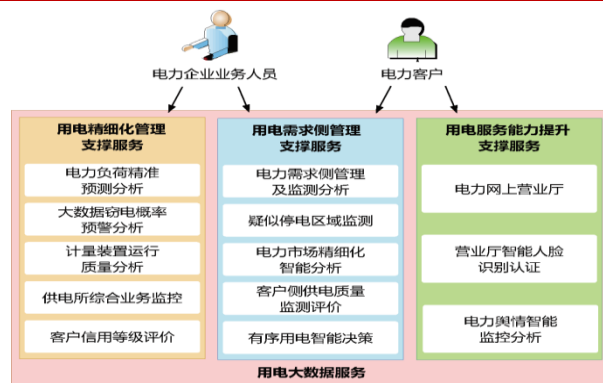
(4) 2017-2019 年来自于用电领域的营收分别为 1.16/1.79/1.75 亿元，始终占据整体营收的 1/3 以上，显示电力信息化的需求稳定；最近两年年化复合增速达 22.66%，但相较于 2018 年，2019 年几无增长。2017-2019 年的来自于电力行业的整体毛利分别为 0.79/1.18/1.29 亿元，最近两年复合增速分别为 27.66%，近 3 年毛利率分别为 68.25%/65.79%/73.92%。我们还注意到：在国网山东用电信息采集系统六大部分（由 127 个系统功能模块和 1,608 个功能点构成）的具体实施中，由山大地纬完成的系统模块和功能点分别为 122 个和 1,578 个，占比为 96.06%和 98.13%。

图 23 用电信息采集及业务平台系列产品应用示意图



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图 24 用电大数据服务系列相关产品应用示意图



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

表 17 用电信息采集系统及业务平台系列产品一览表

产品线	子产品/系统模块	功能描述
SmartEB 客户侧物联管理 平台	用电信息采集前置通信平台	用电信息采集前置通信平台以云计算为核心进行构建，整合单机运算和存储能力，充分发挥服务器集群性能和负载均衡策略，通过高性能终端通信框架和私有云存储技术构建基于集群架构的前置通信平台。
SmartEI 用电信息采集 业务应用	电力用户用电信息采集系统；“多表合一”一体化采集平台；电力负荷控制系统；有序用电仿真系统；营销计量项目管理系统。	面向用电领域数据采集相关业务需求，构建包括电能在内各类能源数据的采集平台，实现各类数据的收集的设备的远程控制，为用电信息化应用提供数据支撑。

数据来源：招股说明书，华西证券研究所

表 18 用电大数据服务系列产品一览表

产品线	子产品/系统模块	功能描述
SmartEDSM 用电需求侧管理 支撑服务	电力需求侧管理及监测分析；疑似停电区域监测；电力市场精细化智能分析；客户侧供电质量监测评价；有序用电智能决策。	立足我国电力需求侧管理的现有基础及实际需求，建立完善的需求响应体系，缓解电力供需矛盾、削减尖峰负荷、增加低谷负荷，提高电网负荷率、电网运行效率、供电服务质量以及电能管理水平，支撑电力供给侧结构性改革。
SmartESC 用电服务能力 提升支撑服务	电力网上营业厅；营业厅智能人脸识别认证；电力舆情智能监控分析。	面向用电领域客户服务需求，建立网上营业厅、智能人脸识别识别、舆情分析等用户互动服务，提升客户服务水平，增强用户用电服务体验，改善电力营商环境。

**SmartEDM
用电精细化管理
支撑服务**

电力负荷精准预测分析；大数据窃电概率预警分析；计量装置运行质量分析；供电所综合业务监控；客户信用等级评价。

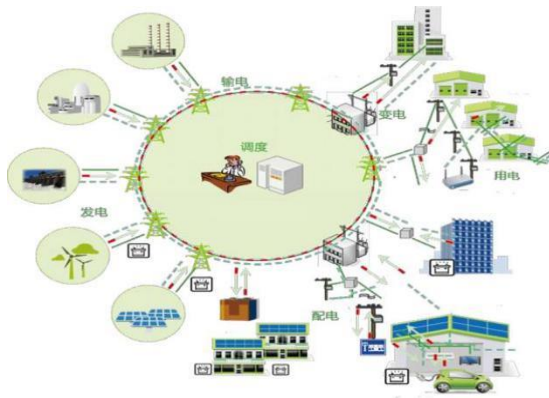
面向供电企业在用电方面的管理需求，依托全面采集的客户侧基础用电数据，建立负荷预测、反窃电、计量装置运行质量、客户信用等级等多个业务主题，提高用电业务分析的智能化水平，实现用电精细化管理。

数据来源：招股说明书，华西证券研究所

用电信息化是电力行业信息化的重要组成部分，在国家“三型两网”战略驱动下，基于用电场景的大数据和智能洞察保持高景气，技术领先&客户资源稳固的山大地纬有望在未来 3-5 年实现超过 20%的年化增长。（1）用电领域的信息化是电力行业信息化的重要组成部分，是构建智能电网（智能电网包括发、输、变、配、用、调度六大环节）的核心支柱。用电信息化是指利用传感器及信息通信设备，将供电端与用户端之间的所有设备组成一个完整的用电信息交互网络，并对用户的综合用电的信息加以具体分析，指导用户进行用电方式调整及用电时机的选择，实现电能资源优化配置，促进节能减排，保障民生，促进社会和谐的目的。作为坚强智能电网的重要组成部分，用电信息化是人们感知智能电网带来的便利的主要途径，也是建设智能电网的着力点和落脚点，对智能电网的发展起着至关重要的作用。（2）受益于“互联网+智能电网”、国家电网打造“三型两网、世界一流”全球领先能源互联网企业战略的驱动，用电领域的信息化需求有望继续保持 16-20%的年化增速。①在 2016 年由国家发改委和国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划》中明确提出，推进“互联网+”智能电网建设，全面提升电力系统的智能化水平，提高电网接纳和优化配置多种能源的能力，满足多元用户供需互动。在智能用电领域，规划要求构建“互联网+”电力运营模式，推广双向互动智能计量技术应用，加快电能服务管理平台建设，实现用电信息采集系统全覆盖全面推广。②在 2019 年国家电网提出的“三型两网、世界一流”的战略目标指引下，泛在电力互联成为电力信息化建设的下一轮浪潮，这一概念的提出为电网运行更安全、管理更精益、投资更精准、服务更优质开辟了一条新路，也确定了未来国家电网的发展重心和方向。泛在电力物联网的建设，主要集中在用户侧新兴业务领域，如精准主动抢修、车联网、智慧能源控制、大数据应用、客户侧用能服务等，这些新兴业务既反映了国家电网有限公司在“三型两网”建设的诉求，也是用电信息化领域应用的延伸和发展。③ 2019 年 5 月 21 日，国家电网成立大数据中心，该中心将成为国家电网数据管理的专业机构和数据共享、服务和创新平台，负责数据的专业管理，实现数据资产的统一运营，推进数据资源的高效使用，为电网业务和新兴业务提供平台化支撑，大数据中心的建立是“三型两网”建设迈出的关键一步。用电领域所涉及的用电信息数据，在电力行业数据中占有最高的比重。④根据弗若斯特沙利文的报告数据：2014 年至 2019 年间，我国电力信息化市场收入规模从 141 亿元增至 308 亿元，年复合增长率为 16.9%。根据这一机构的预测，我国电力信息化市场收入规模将从 2019 年的 308 亿元增至 2024 年的 712 亿元，年复合增长率为 18.2%。（3）电力大数据及智能化场景应用是“三型两网”建设中景气最高的环节，凭借其领先的智能技术平台优势及 20 余载客户资源沉淀，我们预计山大地纬在用电领域的营收增速将高于行业增速，年复合增速超过 20%。①在“三型两网”建设要求下，以互联网为引导的大数据技术和应用正在蓬勃发展，原有传统的数据分析的方式正在被基于海量用电信息的大数据技术解决方案所代替，面向各类业务主题的大数据分析将是未来很长一段时间内信息系统建设主流，电力大数据细分应用有望实现高于电力行业信息化整体增速的高发展。②基于大数据统一访问和管理、海量数据智能汇聚与分析技术、基于机器学习的精准化服务推送技术，山大地纬自主研发了数据智能平台，该平台可以实现行业应用的服务智能、业务智能、监管智能和政策智能，显著改善应用程序的智

能化体验和风险防控能力。③基于其在用电领域的 20 余载沉淀及新技术应用，山大地纬有望拥抱“三型两网”建设东风，在电力领域实现超过 20%以上的年化增速。

图 22 智能电网构成示意图



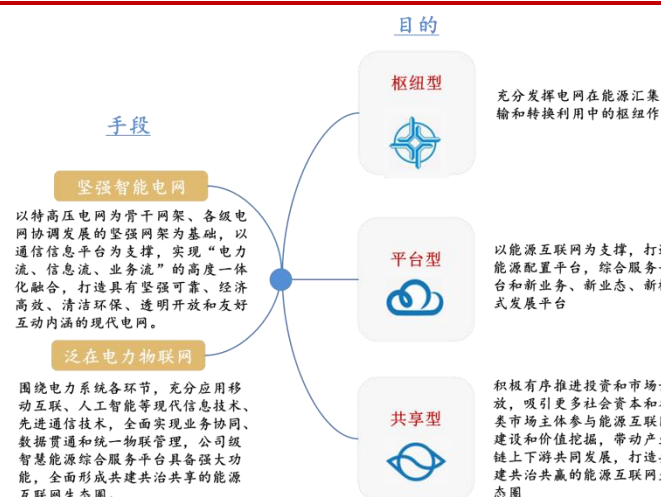
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表 19 智能电网组成部分及核心技术

组成部分	核心技术
发电领域	主要包括大规模可再生能源、分布式能源、光伏发电等电源的接入和协调运行技术
输电领域	主要包括大电网规划技术、电力电子技术、输电线路运行维护技术、输电线路状态检修技术和设备全寿命周期管理技术等
调度领域	主要包括大电网安全稳定分析与控制技术、经济运行技术、综合预警和辅助决策技术、安全防御技术等
配电领域	主要包括变电站信息采集技术、智能传感技术、实时监测与状态诊断技术、自适应保护技术、广域保护技术、智能电力设备技术等
用电领域	主要包括高级量测技术、双向互动营销技术、用户储能技术、用户仿真技术等

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 23 三型两网战略示意图



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

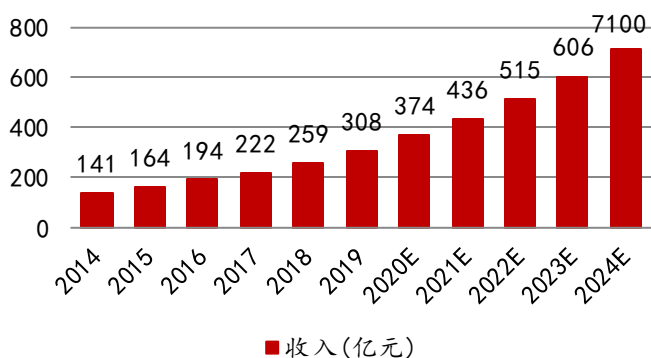
图 24 山大地纬电力领域核心技术示意图



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

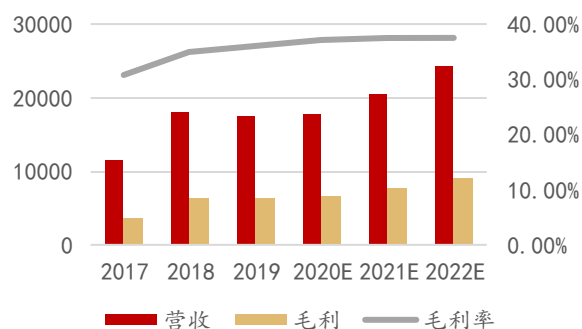
用电采集领域占据全国 1/8-1/6 市场，强势地位奠定大数据运营基础，在疫情得以控制的预期下，山大地纬未来 3 年用电领域的营收增速达 11.63%，毛利复合增速达 13.19%。（1）山大地纬在用电领域的收入形态以软件开发和运维技术服务两种形式为主，2017-2019 年实现的用电领域软件开发业务营收分别为 0.61/0.89/0.89 亿元，运维技术服务营收分别为 0.39/0.30/0.48 亿元，用电领域整体营收分别为 1.16/1.79/1.75 亿元，近 2 年同比复合增速达 22.66%。公司在手订单充沛，以公开招标方式为主获取电力业务，证明公司具备较强的市场生存能力。（2）考虑疫情冲击，我们判断公司 2020 年来自于电力行业的营收增速有望受到一定压制，假设该年用电领域营收同比增速 2.5%，进一步假设用电领域的业务伴随疫情得到控制而出现景气反转，2021-2022 年对应的同比增速分别为 15%、18%。（3）2017-2019 年用电领域的整体毛利率录得 30.77%/35.03%/35.96%，考虑产品成熟度较高，假设 2020-2022 年的毛利率基本保持稳定，分别为 37.00%/37.40%/37.50%。（4）基于以上假设，我们测算 2020-2022 年山大地纬来自用电领域的营收分别为 1.79/2.06/2.43 亿元，未来 3 年复合增速 11.63%；整体毛利分别为 0.66/0.77/0.91 亿元，未来 3 年复合增速 13.19%。用电领域保持可持续发展的背后，主要系三型两网战略落地中的泛在电力互联需求高景气驱动以及山大地纬卓越的产业竞争力引致。

图 25 电力信息化规模及预测



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图 26 2017-2022 年用电信息化业务营收及毛利预测（万元）



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

表 20 2017-2022 年公司用电信息化业务营收及毛利预测

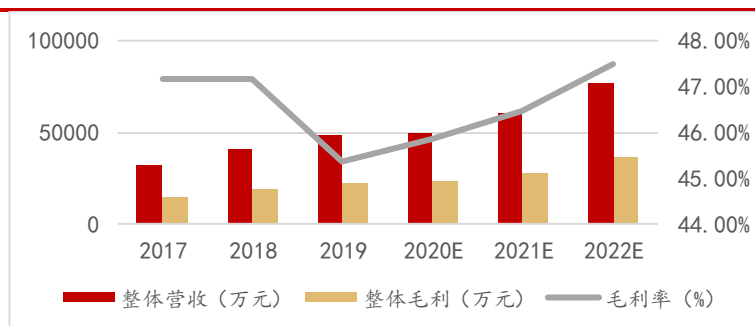
项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收(万元)	11593.92	17948.73	17444.93	17881.05	20563.21	24264.59
同比增速 (%)	-	54.81%	-2.81%	2.50%	15.00%	18.00%
毛利(万元)	3567.69	6288.07	6273.74	6615.99	7690.64	9099.22
同比增速 (%)	-	49.23%	9.20%	5.46%	25.49%	30.21%
毛利率 (%)	30.77%	35.03%	35.96%	37.00%	37.40%	37.50%

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2.4. 预计未来三年整体营收/毛利 CAGR 分别为 16.18%/17.97%

基于大数据、人工智能、区块链的底层技术，在山东省区域市场细分产业孵化的基础上进行区域扩散是山大地纬成长的核心主逻辑。汇总山大地纬在医疗医保、政务、电力三大领域的未来营收及毛利数据，预计2020-2022年营收年复合增速达16.18%，毛利年复合增速17.97%。（1）基于大数据、人工智能、区块链的底层技术，在山东省区域市场细分产业孵化的基础上进行区域扩散是山大地纬成长的核心主逻辑。而山大地纬在三大领域中均呈现出基于海量用户的数据采集到场景变现为鲜明特色的商业价值实现逻辑，体现新一代信息技术企业更为广阔的成长前景。（2）汇总上述三大领域的预测分析结果，简单假设其他业务营收分别为115.07/110.00/120.00万元，毛利分别为34.52/34.10/38.40万元。预计2020-2022年整体营收分别为49,835.05/60,857.98/76,611.25万元，未来3年复合增速16.18%。整体毛利分别为22851.81/28286.88/36382.22万元，未来3年复合增速17.97%，未来3年整体毛利率分别为45.85%/46.48%/47.49%，基本保持稳定。

图 27 2017-2022 年公司业务营收及毛利预测（万元）



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表 21 2016-2022 公司营收及毛利预测汇总

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	26490.47	31690.59	40617.44	48857.05	49835.05	60857.98	76611.25
营收同比增长 (%)		19.63%	28.17%	20.29%	2.00%	22.12%	25.89%
营业成本 (万元)	14708.17	16744.84	21459.76	26694.02	26983.23	32571.10	40229.03
整体毛利 (万元)	11782.30	14945.75	19157.68	22163.03	22851.81	28286.88	36382.22
毛利同比增长 (%)		26.85%	28.18%	15.69%	3.11%	23.78%	28.62%

整体毛

利率 (%)	44.48%	47.16%	47.17%	45.36%	45.85%	46.48%	47.49%
--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：招股说明书，公司年报，华西证券研究所

3. 预计未来 3 年归母净利润复合增速 28.95%

3.1. IPO 募投及货币资金积累充沛，奠定募投项目实施资金基础

山大地纬于 2020 年 7 月 17 日在科创板上市，共募资 2.3 亿元，募集资金主要用于新一代医疗保障综合信息服务平台项目、电力营销“互联网+”创新大数据支撑平台项目、医疗健康信息互联互通智能融合平台项目、智慧政务服务一体化应用支撑平台项目以及补充主营业务所需的营运资金等。公司募投项目所需资金累计达 37881.57 万元，考虑公司在 2019 年底的账面货币资金达 3.90 亿元左右，料此次 IPO 募集金额差额可以由自有资金弥补，不会影响项目建设计划。

表 22 公司募集资金投资项目基本情况

序号	项目名称	项目投资额 (万元)	使用募集资金 (万元)	建设期
1	新一代医疗保障综合信息服务平台项目	10,641.60	10,641.60	2 年
2	电力营销“互联网+”创新大数据支撑平台项目	6,465.51	6,465.51	
3	医疗健康信息互联互通智能融合平台项目	6,932.49	6,932.49	2 年
4	智慧政务服务一体化应用支撑平台项目	5,841.97	5,841.97	
5	补充营运资金	8,000.00	8,000.00	-
	合计	37881.57	37881.57	

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

新一代医疗保障综合信息服务平台项目可以有效支撑医疗医保类业务的大数据升级及新业态构建及运营，具有良好的社会效益与经济效益。(1) 本项目包括三个子系统的升级：①新一代医疗保障综合信息服务平台项目：建立统一的城镇职工和城乡居民医保业务经办标准，打造更加标准化、智能化、便捷化的医保经办体系，规范医保业务经办机构的业务办理流程。②医保公共服务系统：打造全方位、立体化、多渠道的医保公共服务体系，实现线上线下服务融合，有效拓展医保服务半径，实现医保各类业务查询与经办的“一站到达、一站受理、一站办结”。③医保智能监管系统：建立完备的医保智能监管规则库，支撑医疗保障局各级机构开展医保智能监管工作，保障医疗服务的合理开展和医疗费用的合理使用。(2) 本项目预计投资总额为 10641.60 万元，包括建设投资 9674.18 万元，铺底流动资金投资 967.42 万元。其中建设投资包含基础设施建设费 1600.00 万元，设备购置费 1844.69 万元，研发投入 5885.02 万元，基本预备费用 344.47 万元。(3) 本项目属基于现有主营业务的技术升级，呈现显著的“业务与募投项目同步实施”的特征，本项目可以提升医疗医保业务的技术实力，更好推进公司的医疗医保业务升级，对国家医保控费、全面健康大数据运营具有重大社会意义，亦将对股东产生较为可观的回报。

电力营销“互联网+”创新大数据支撑平台项目将通过微服务系统、数据混合存储系统、渠道微应用系统的基础上构建电力大数据运营新模式，具有良好的社会效益和经济效益。(1) 通过整合集成电力营销数据，对海量的结构化和非结构化营销数据进行高效存储、计算，完成营销基础数据混合存储系统、电力营销微服务系统、互联网+渠道微应用系统的研发，从而构建统一开放的电力营销“互联网+”创新大数据支撑平台，可为电网企业的营销服务提供更好的应用支撑，为电力用户提供优质、高效、便捷的电力营销服务。(2) 电力营销“互联网+”创新大数据支撑平台可分为 3 个子系统：①营销基础数据混合存储系统：从营销业务应用系统、用电信息采集系

统、营销其他系统、PMS2.0 系统、音视频监控系统等外围系统抽取数据，对结构化数据和非结构化数据进行混合存储，其中结构化数据为关系型数据库中存储的数据，非结构化数据包括图像、音视频、日志文件、XML 文档等数据信息。②电力营销微服务系统：包括营销统一微服务支撑平台、统一访问控制平台以及管理群、分析群、生产群等电力营销微服务群。③互联网+渠道微应用系统：系统在统一互联网应用平台支撑的基础上，为用户提供在 PC 固定终端和移动终端的电力营销微应用。（3）本项目预计投资总额为 6465.51 万元，其中建设投资 5877.74 万元，包含基础设施建设费 1100.00 万元，设备购置费 1020.02 万元，研发投入 3545.72 万元；铺底流动资金投资 587.77 万元。（4）本项目的实施是公司电力领域业务顺应国家电网发展趋势并抓住大数据电力运营商机的必然选择，项目实施将提升山大地纬在电力数据采集及大数据领域的市场竞争力，提升市场份额并探索新型数据业态，具有良好的社会效益和经济效益。

医疗健康信息互联互通智能融合平台项目将通过互联互通平台、电子病历系统和数据资源中心打通医疗生态，为山大地纬的健康大数据运营及医保控费新业态探索提供强力支撑。（1）包括互联互通平台、电子病历系统和数据资源中心三个子项目，旨在整合、打通医院内部由不同厂商提供的信息系统，提供统一且标准化的数据交换和工作流协同，解决信息孤岛问题，推进智慧化的医院运营管理和信息整合集成，从而提高医院内部信息共享程度、业务协同程度以及医疗智能化程度，最终提升患者就医满意度。（2）该平台是公司构建大健康商业生态系统的重要组成部分，随着“互联网+医疗健康”发展战略的提出以及国家机构改革的实施，给公司医疗业务开展带来了新的契机。结算平台中包含着数万家医疗机构，该项目的研发与应用，将有利于公司利用现有的市场网络进一步开发医院客户，形成新的盈利增长点。该项目是公司拓展业务、构建健康信息服务行业壁垒的重要手段。

智慧政务服务一体化应用支撑平台项目通过对智能政务基础支撑平台、政务平台和政务服务平台的升级来支撑互联网政务服务新业态的布局，带动公司政务领域的高增长。（1）由三个子项目组成：①智能政务基础支撑平台升级项目：智慧政务基础支撑平台融合政务服务协同管控平台、许可区块链可信传递平台、智能服务机器人双向互动平台，采用智能自动化流水线协同工作机制，对政府机构内部可提供智能政务、对外可提供智慧服务。②智能政务平台升级项目：面向政府管理部门内部工作的系统平台升级，主要包括桌面智能管理系统升级、移动端智能政务系统升级等。③智慧政务服务平台升级项目：面向服务对象的系统平台升级，主要包括一窗受理系统升级、集成服务系统升级、用户画像系统升级等。（2）符合“互联网+政务服务”国家政策及行业发展趋势，全国各个省市提出了实现“一次办好”、“最多跑一次”、“一网通办”的政务建设目标，市场需求空间广阔。公司在业内首次提出了“5A 政务服务模式”，在政务信息化建设上具有丰富的经验，政务服务一体化应用支撑平台将成为公司为政府客户的政务解决方案的重要补充，该项目将有利于公司更好的响应客户需求，为客户提供系统化的一站式整体解决方案，将进一步巩固在政务领域的优势，提高公司的经营能力及行业竞争力。

3.2. 规模效应释放，预计未来 3 年归母净利润复合增速达 28.95%

费用预测假设：（1）2016-2019 年营业税金及附加比率为 0.85%/1.19%/1.07%/0.50%，考虑国家税制的稳定性，出于审慎考虑，我们假设 2020-2022 年该比率为 1.10%/1.00%/0.90%。（2）2016-2019 年的销售费用率分别为 5.91%/5.79%/6.07%/5.54%，销售费用率基本稳定在 5-6%的区间。考虑疫情冲击下人员培养的刚性及疫情冲击下项目实施及获取的潜在费用提升，2020 年销售费用率将会有所增长，伴随 2020 年疫情得以控制及疫苗注射带来的全民免疫效应的形成，管理费用率有望在 2021 及 2022 年回归正常水平。假设 2020-2022 年的销售费用率分别

为 4.80%/4.60%/4.50%。(3) 2016-2019 年公司管理费用率分别为 23.93%/9.85%/8.43%/8.77%，考虑到上市及疫情影响，2020 年的管理费用率压力较大，合理假设 2020-2022 年管理费用率分别为 7.85%/8.40%/8.00%。(4) 2017-2019 年研发费用率分别为 4.02%/14.60%/15.68%，预计上市后研发投入与营收增速保持一致态势，研发费用有望保持基本稳定，但考虑 2020 疫情冲击，2020 年研发费用率可能显著上升，但 2021-2022 年将维持在 15%左右的合理水平。假设 2020-2022 年研发费用率分别为 17%/15%/14%。(5) 从过往财务结构看，负债少、资金充足是山大地纬尤为突出的财务特色，预计未来仍将延续这一特征，假设 2020-2022 年财务费用分别为 -601.40/-700/-800 万元。(6) 2017-2019 年公司其他收益分别为 1,173.47/1,309.77/1,104.62 万元，考虑这一细分项目的预测性较差，基于重要性及审慎考虑，我们假设公司 2020-2022 年其他收益分别为 1600/1600/1700 万元。(7) 参照过往数据，我们假设 2020-2022 年营业外收入分别为 100/150/150 万元，2020-2022 年营业外支出分别为 199.86/100/100 万元；(8) 公司 2017-2019 年所得税率分别为 7.62%/8.20%/5.75%/6.44%，假设 2020-2022 年所得税率均为 7.60%。(9) 基于上述假设，我们预测 2020-2022 年山大地纬的归母净利润分别为 8804.82/12000.98/16762.04 万元，对应年复合增速 28.95%。

表 23 山大地纬利润预测

	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业收入(万元)	26490.47	31690.59	40617.44	48857.05	11986.58	49835.05	60857.98	76611.25
营业成本(万元)	14708.17	16744.84	21459.76	26694.02	6387.39	26983.23	32571.10	40229.03
税金及附加(万元)	225.71	377.36	435.45	246.31	142.68	548.19	608.58	689.50
销售费用(万元)	1564.87	1835.80	2464.28	2706.49	1037.18	2392.08	2799.47	3447.51
管理费用(万元)	6339.29	3121.05	3423.86	4286.38	1995.70	3912.05	5112.07	6128.90
研发费用(万元)		4442.56	5928.79	7658.38	5539.92	8471.96	9128.70	10725.58
财务费用(万元)	-124.72	-306.19	-157.25	-656.24	-230.5	-400	-500	-600
资产减值损失(万元)	281.14	496.32	622.13			-300	-300	-300
信用减值损失(万元)				-574.32	48.42	-300	-300	-300
其他收益(万元)		1173.47	1309.77	1104.62	912.10	1000.00	1000.00	1000.00
投资净收益(万元)		514.49	1047.16	-136.96	-59.68	50.00	100.00	150.00
营业外收入(万元)	1670.09	23.27	37.43	90.71	12.45	100.00	150.00	150.00
营业外支出(万元)	20.86	9.29	106.82	52.99	56.82	199.86	100.00	100.00
所得税(万元)	391.99	551.71	502.10	537.95	-126.78	724.21	987.09	1378.70

归母净利润 (万元)	4753.26	6173.60	8225.35	7817.66	-1902.53	8804.82	12000.98	16762.04
EPS (元)	0.16	0.19	0.24	0.22	-0.05	0.22	0.30	0.42

资料来源：公司招股说明书、年报、华西证券研究所

3.3. 估值及投资建议：目标价 14.4 元，“买入”评级

山大地纬服务行业呈现显著的海量客户大数据运营属性，是未来最具发展潜力的信息化业务形态之一。考虑公司的业务属性，选取国电南瑞、东软集团、万达信息为可比公司，参照科创板的平均估值水平，结合公司未来 3 年的利润增速水平，考虑目前市场风格，可以给予山大地纬 2021 年净利润 48 倍的市盈率估值倍数，对应估值 57.60 亿元，对应股价 14.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 24 可比公司及其估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	2019P/E	2020P/E	2021P/E
600406	国电南瑞	1459	31.57	22.54	25.71	21.94
600718	东软集团	122	9.78	379.25	76.69	39.78
300168	万达信息	220	18.53	-12.59	-25.67	58.16
平均				129.73	25.58	39.96

资料来源：wind，华西证券研究所，以 2021 年 3 月 2 日收盘价为基准

4. 风险提示

人社服务信息化推进低于预期。公司人社信息化业务依赖于政府的信息化推进程度，若推进不及预期会直接影响公司人社信息化项目情况，进而影响公司营收，存在一定风险。

市场区域集中的风险：公司主营业务收入主要来自于山东省内，并集中在山东省内人社、医保医疗以及用电信息化领域，省内收入占公司总营收近 8 成。如果存量客户的业务需求未来不能保持持续增长，山东地区部分业务未来市场空间可能受限。同时山东省内软件开发业务毛利率高于省外，未来存在下降的风险。

公司业务规模较小的风险：由于公司的业务规模明显偏小，因此在山东省外区域的业务竞争中公司处于相对弱势，可能面临省外市场拓展不利进而影响公司发展速度及盈利能力的风险。

关键技术人员流失的风险：公司所属行业为技术及智力密集型行业，关键技术人员是公司能够保持长期生存与发展，获得长期竞争优势的关键。若公司不能提供更好的发展平台、薪酬待遇、研发条件等，将存在关键技术人员流失的风险。

技术创新风险：公司所属的软件和信息技术服务行业具有技术升级迭代较快的特点。近年来，以人工智能、大数据、云计算、区块链等为代表的新一代信息技术快速发展，新技术、新应用层出不穷，公司所提供的产品和解决方案需要充分利用先进技术，准确把握客户需求，高效进行技术开发、整合应用并持续创新。若公司未能准确把握行业、技术、产品和服务的发展趋势，创新不足，则会给公司保持技术领先性和核心竞争力造成不利影响。

疫情冲击下的营收及利润增速下降的风险：全球范围内的疫情冲击对国内外市场需求产生重大冲击，全球经济增速放缓。尽管山大地纬的客户结构以政务、电力等

大 B 为主，疫情冲下的刚需特征显著，但项目实施环境及进度仍将受制于疫情发展，有可能出现阶段性的营收及利润增速的下滑。

流动性风险：公司目前流通市值不足 5 亿，流动性较差，对机构投资人的吸引力可能较差。但公司的医疗医保业务发展强劲，这是机构投资者在计算机领域集中持仓尤为明显的历史板块之一，伴随解禁带来的流动性不断释放，流动性风险有望得到不断控制。

系统性风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	489	498	609	766	净利润	78	88	120	168
YoY (%)	20.29%	2.00%	22.12%	25.89%	折旧和摊销	10	1	5	7
营业成本	267	270	326	402	营运资金变动	-83	29	-11	-14
营业税金及附加	2	5	6	7	经营活动现金流	11	127	107	150
销售费用	27	24	28	34	资本开支	-178	-1	1	-103
管理费用	43	39	51	61	投资	-2	0	0	0
财务费用	-7	-6	-7	-8	投资活动现金流	-180	4	7	-95
资产减值损失	0	-3	-3	-3	股权募资	0	40	0	0
投资收益	-1	5	6	8	债务募资	0	0	0	0
营业利润	83	96	129	181	筹资活动现金流	-37	325	0	0
营业外收支	0	-1	1	1	现金净流量	-205	456	113	55
利润总额	84	95	130	181	主要财务指标				
所得税	5	7	10	14	成长能力 (%)				
净利润	78	88	120	168	营业收入增长率	20.29%	2.00%	22.12%	25.89%
归属于母公司净利润	78	88	120	168	净利润增长率	-4.96%	12.63%	36.30%	39.67%
YoY (%)	-4.96%	12.63%	36.30%	39.67%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.22	0.22	0.30	0.42	毛利率	45.4%	45.9%	46.5%	47.5%
资产负债表 (百万元)					净利率	16.0%	17.7%	19.7%	21.9%
货币资金	390	845	959	1,014	总资产收益率 ROA	7.4%	5.8%	7.0%	8.6%
预付款项	10	8	11	13	净资产收益率 ROE	9.6%	7.0%	8.7%	10.8%
存货	24	45	53	61	偿债能力 (%)				
其他流动资产	229	224	276	347	流动比率	3.05	4.35	4.20	3.81
流动资产合计	652	1,123	1,299	1,436	速动比率	2.89	4.15	3.99	3.61
长期股权投资	1	1	1	1	现金比率	1.82	3.28	3.10	2.69
固定资产	80	67	63	135	资产负债率	20.9%	17.5%	18.8%	20.0%
无形资产	46	45	44	68	经营效率 (%)				
非流动资产合计	411	397	392	488	总资产周转率	0.46	0.33	0.36	0.40
资产合计	1,063	1,520	1,690	1,924	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.22	0.22	0.30	0.42
应付账款及票据	125	131	161	196	每股净资产	2.10	3.13	3.43	3.85
其他流动负债	89	127	149	181	每股经营现金流	0.03	0.32	0.27	0.37
流动负债合计	214	258	309	377	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	8	8	8	8	PE	58.29	57.52	42.20	30.21
非流动负债合计	8	8	8	8	PB	0.00	4.66	4.25	3.79
负债合计	222	266	318	385					
股本	360	400	400	400					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	841	1,254	1,373	1,539					
负债和股东权益合计	1,063	1,520	1,690	1,924					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

余凌菲：中小成长及科创板助理分析师，北京大学硕士研究生学历，具有多元化的金融投资领域学习和研究经历。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。