

分析师: 唐月

登记编码: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50586635

期待的增长会迟到, 却不会缺席

——华宇软件(300271)调研分析报告

证券研究报告-调研分析报告

买入(维持)

市场数据(2021-04-23)

发布日期: 2021年04月25日

收盘价(元)	18.68
一年内最高/最低(元)	30.88/17.07
沪深300指数	5135.45
市净率(倍)	2.40
流通市值(亿元)	134.35

基础数据(2021-3-31)

每股净资产(元)	7.85
每股经营现金流(元)	-0.87
毛利率(%)	44.14
净资产收益率-摊薄(%)	0.67
资产负债率(%)	30.96
总股本/流通股(万股)	82910.72/71920.42
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《华宇软件(300271)三季报分析: 疫情阴霾渐散, 信创孕育新机》 2020-10-27
- 《华宇软件(300271)公司年报分析: AI+信构建底层能力, 助力长期发展》 2020-03-24
- 《华宇软件(300271)公司点评报告: 订单高速增长, 两大主营维持高景气度》 2019-02-25

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2020Q3以后公司在手合同超过历史峰值2倍, 有望在2021年集中确认。2020年公司新增合同额67.7亿元, 同比增长98%; 2021Q1新增合同4.83亿元, 同比增长125%, 期末在手合同达到54.56亿元, 同比增长159%。公司2020年3季度实现了合同大幅增长, 也令公司的在手合同达到56.7亿的最高峰, 较历史峰值26.63亿多出了近30亿。
- 公司2020Q4和2021Q1业绩恢复不及预期, 但是存货和应收账款爆发式增长, 有大量的合同等待确认收入。2020年以来, 公司存货持续提升, 从年初的8.62亿元, 增长到年底的18.11亿元, 到2021Q1进一步增长到22.37亿元。与此同时, 公司的合同负债也大幅增长, 从2020年初的6.98亿元, 增长到年末的18.06亿元。
- 在应用软件合同连续两年较快增长的情况下, 2020年公司应用软件业务收入增速意外下滑, 且毛利下降8.07个百分点, 成为了拖累公司盈利能力的主要因素。2020年公司应用软件合同增速高达73%, 随着后续疫情对实施时间和项目交付影响的减弱, 公司应用软件收入增速和毛利水平都有望恢复。
- 2021年预计法律科技和教育信息化业务有望全面恢复, 而智慧政务业务大部分2020年的合同将在2021年集中确认收入, 因而将成为2021年业绩增长最主要动力, 但是由于信创合同以系统集成为主, 预计智慧政务业务毛利率有进一步下滑的可能性。
- 维持对公司“买入”的投资评级。不考虑联奕科技上市对公司的影响, 基于对2020年末公司在手合同大部分在2021年确认收入的假设, 我们预计21-23年公司EPS分别为0.82元、1.06元、1.36元, 按4月23日收盘价18.68元计算, 对应PE为22.8倍、17.6倍、13.7倍, 估值优势明显。

风险提示: 公司落单进度不及预期; 联奕科技上市进度不及预期。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,510	3,356	5,040	6,175	7,317
增长比率(%)	29.6	-4.4	50.2	22.5	18.5
净利润(百万元)	580	293	678	878	1,131
增长比率(%)	16.6	-49.5	131.4	29.5	28.7
每股收益(元)	40.7	34.8	35.0	35.0	36.0
市盈率(倍)	16.5	8.7	13.5	14.2	15.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

内容目录

1. 在手合同翻倍增长，但是业绩确认时点有延迟	3
1.1. 2020Q3 以后公司在手合同超过历史峰值 2 倍	3
1.2. Q4 和 Q1 业绩恢复不及预期	4
1.3. 存货和合同负债持续增长，预示着大量合同的收入等待确认	5
2. 分产品和分业务情况	6
2.1. 分产品：2020 年应用软件受到疫情影响较为严重，2021 年有望全面恢复	6
2.2. 分业务：2021 年公司有望在传统业务恢复的同时实现信创业务的放量	9
3. 分业务发展及其与同行的对比	11
3.1. 法律科技：第三代智慧审判系统正式上线	11
3.2. 智慧政务：2020 年信创合同爆发，助力公司进入服务商第一阵营	12
3.3. 教育信息化：联奕上市和高校业务恢复有望成为 2021 的最大看点	13
4. 与移动的战略合作，有望实现强强联合	15
5. 投资建议与评级	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1: 2015H-2021Q1 公司新增合同和期末在手合同	3
图 2: 2020Q3 单季度合同增幅显著	3
图 3: 公司收入增速与新增合同增速的相关性	4
图 4: 2004-2021Q1 公司收入和净利润增速	4
图 5: 2017Q1-2021Q1 公司单季度收入和净利润增速	5
图 6: 2018Q1-2021Q1 公司存货	5
图 7: 2018Q1-2021Q1 公司合同负债+预收账款	6
图 8: 2020 年公司分产品收入占比	7
图 9: 2020 年头部电子政务厂商的软件及服务业务占比及综合毛利率对比	7
图 10: 2018-2021Q1 公司分业务合同同比增速	8
图 11: 2018-2021Q1 公司分业务合同同比增速	8
图 12: 2014-2020H 公司分产品收入毛利率	9
图 13: 2014-2020H 公司分行业收入结构	9
图 14: 2014-2020H 公司分产品收入毛利率	10
图 15: 2014-2020H 公司分产品收入毛利率	10
图 16: 2018-2020 公司分产品合同金额（亿元）	11
图 17: 2016-2020 年公司与科大讯飞政法业务增速对比	11
图 18: 华宇第三代审判系统划分	12
图 19: 2017 年中国政府行业 IT 解决方案厂商份额	13
图 20: 2013-2020 联奕科技与金智教育业务增速对比	14
图 21: 2020Q3 中国 PaaS+IaaS 市场份额	16
图 22: 公司 PE-Band	16
表 1: 联奕科技布局情况	14
表 2: 公司上市后资本运作情况	15

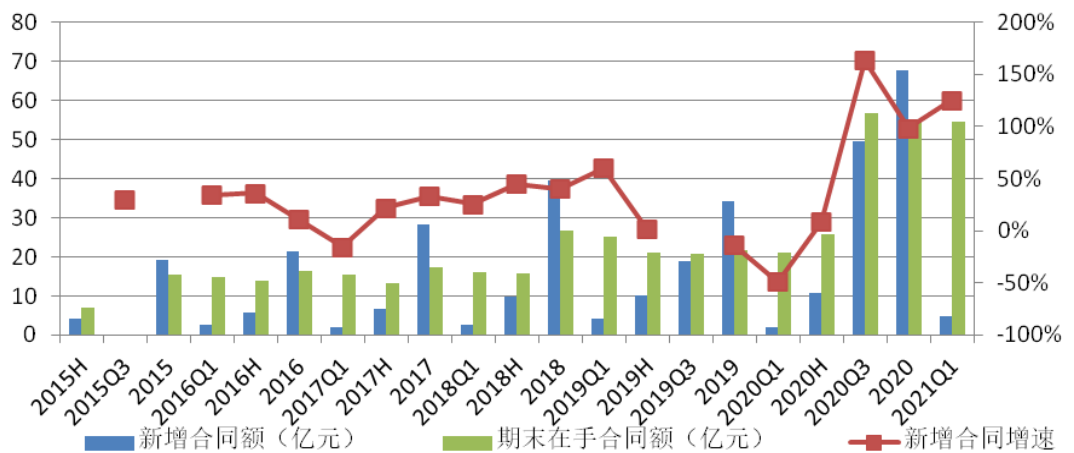
2021年4月21日，我们参加了公司的业绩报告会，就公司业绩及业务发展情况与公司管理层进行了沟通。

1. 在手合同翻倍增长，但是业绩确认时点有延迟

1.1. 2020Q3 以后公司在手合同超过历史峰值 2 倍

3 季度以后公司就处于在手合同充足的状态。2020 年公司新增合同额 67.7 亿元，同比增长 98%；2021Q1 新增合同 4.83 亿元，同比增长 125%，期末在手合同达到 54.56 亿元，同比增长 159%。公司 2020 年 3 季度实现了合同大幅增长，也令公司的在手合同达到 56.7 亿，较历史峰值 26.63 亿多出了近 30 亿。

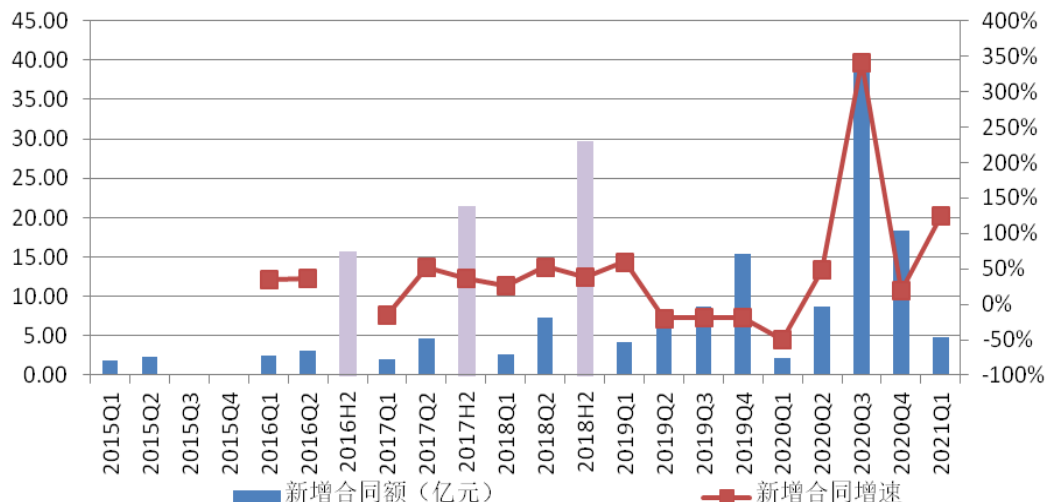
图 1：2015H-2021Q1 公司新增合同和期末在手合同



资料来源：公司公告，中原证券

从单季度合同情况来看，2020Q4 合同增速由 Q3 的 342%降为了 19%，表现相对平庸。而后在上年疫情的基数效应下，2021Q1 合同增速重回 125%的高增速水平，较 2019Q1 增长 14.78%。

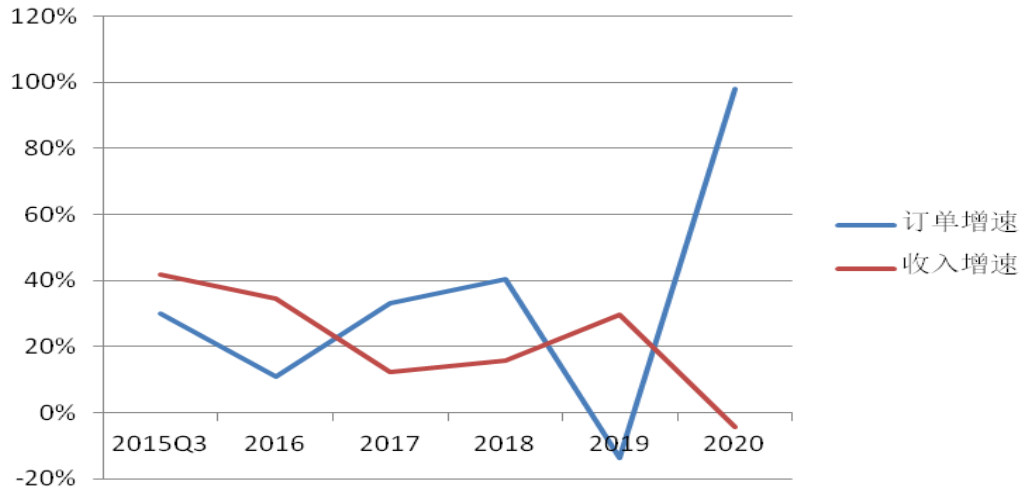
图 2：2020Q3 单季度合同增幅显著



资料来源：公司公告，中原证券

从公司历年数据来看，收入增速拐点较新增合同增速拐点有 1 年滞后期，这也意味着 2020 年合同增速的高增长是 2021 年业绩高景气度的先行指标。

图 3：公司收入增速与新增合同增速的相关性



资料来源：公司公告，中原证券（2017 年剔除并购联奕科技的影响）

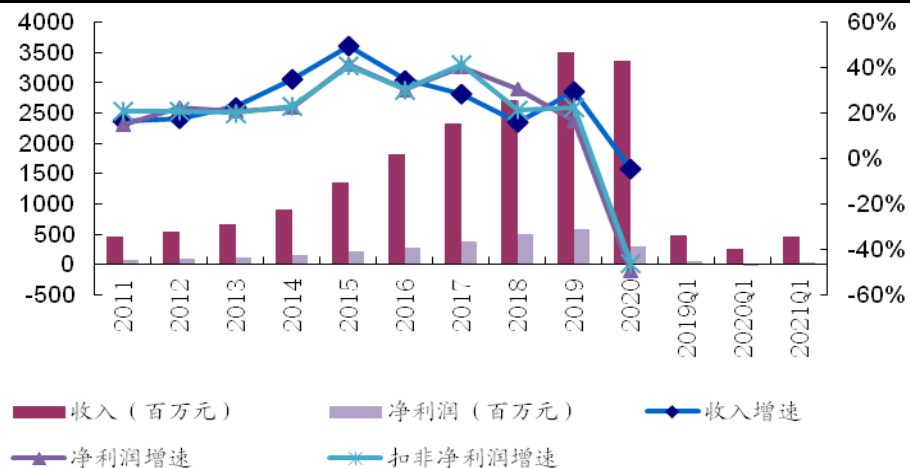
1.2. Q4 和 Q1 业绩恢复不及预期

根据公司公布 2020 年年报及 2021 年 1 季报：

2020 年全年营业收入 33.56 亿元，同比下滑 4.40%；净利润 2.93 亿元，同比下滑 49.51%；扣非净利润 3.01 亿元，同比下滑 45.99%。

2021 年 1 季度公司收入 4.54 亿元，同比增长 81.32%，较 2019 年 1 季度下滑 5.48%；净利润 0.44 亿元，同比增长 273.86%，较 2019Q1 下滑 27.38%；扣非净利润 0.39 亿元，同比增长 231.26%，较 2019Q1 下滑 35.17%。

图 4：2011-2021Q1 公司收入和净利润增速

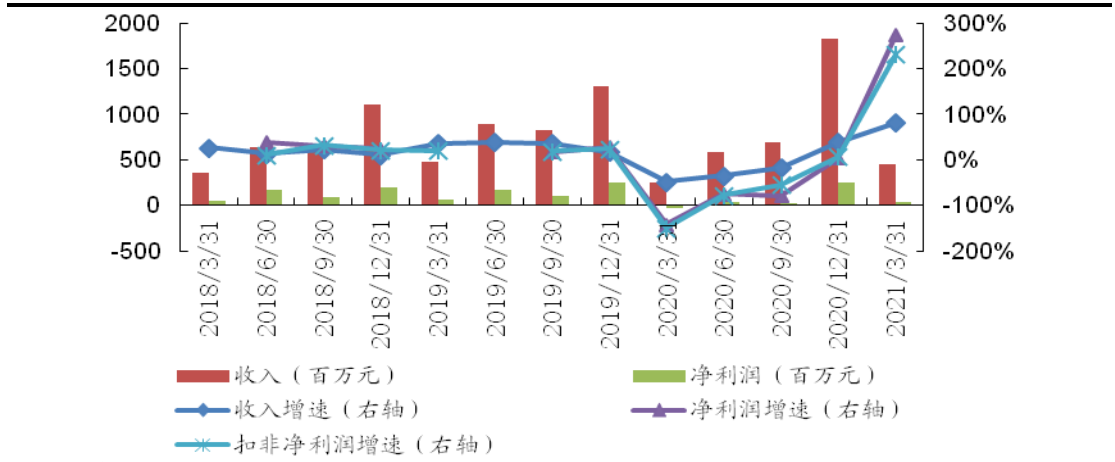


资料来源：公司公告，中原证券

2020年在发生疫情的背景下，公司各项业务受到了不同程度的影响，特别是教育信息化业务面临高校停课问题，业务难以正常开展。

从单季度来看，在疫情恢复以后，公司4季度收入18.27亿元，增速39.60%，增长较为理想，但是净利润2.71亿元，同比增长仅3.46%。而从2021Q1与2019Q1业绩增速对比来看，1季度在有充足在手合同的情况下，业绩仍然呈现下滑趋势，是低于市场预期的。

图 5：2017Q1-2021Q1 公司单季度收入和净利润增速

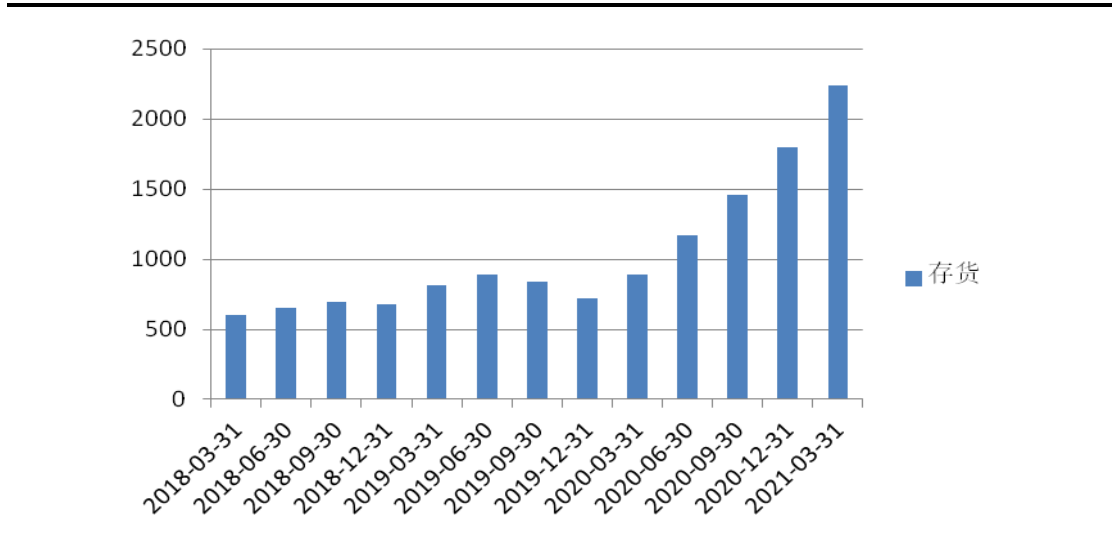


资料来源：公司公告，中原证券

1.3. 存货和合同负债持续增长，预示着大量合同的收入等待确认

2020年以来，公司存货持续提升，从年初的8.62亿元，增长到年底的18.11亿元，到2021Q1进一步增长到22.37亿元。而从2020年存货的结构上来看，我们注意到存货在构成方面主要增长的都是发出商品，从年初的4.42亿，增长到年底的13.80亿元。受到合同规模增长、疫情影响下验收推迟双重因素的影响，公司对尚未验收项目的投入持续增加。

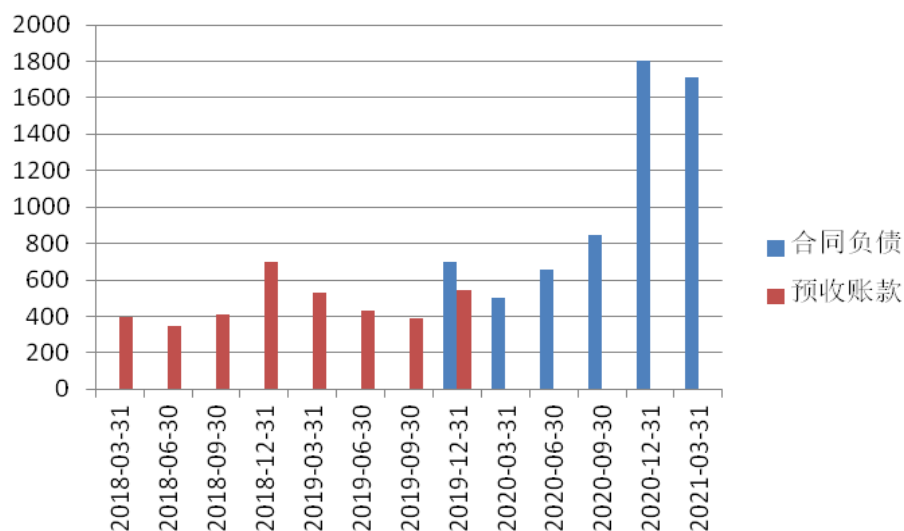
图 6：2018Q1-2021Q1 公司存货



资料来源：公司公告，中原证券

而与此同时，同样大幅增长的还有公司的合同负债（收到的项目款），从2020年初的6.98亿元，增长到年末的18.06亿元，2021Q1略有下滑到17.13亿元。

图 7：2018Q1-2021Q1 公司合同负债+预收账款



资料来源：公司公告，中原证券

将存货和应收账款结合起来看，公司有大量的合同等待确认收入，这和公司的完工进度和政府类客户的验收进度都息息相关。根据公司的调研纪要，由于信创业务在2020年爆发式增长，相关硬件供应出现了暂时的短缺，目前已经在逐步缓解过程中，同时公司认为2020年底在手合同大部分会在2021年确认。

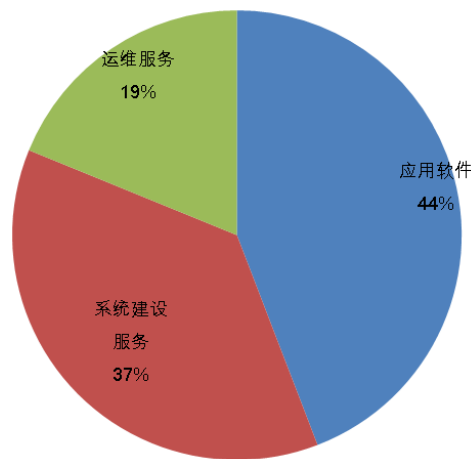
2. 分产品和分业务情况

公司业务在梳理的过程中可以从分产品和分业务两个维度来入手。其中分产品决定了公司收入中业务的质量，而分业务可以看出公司不同业务线的推进情况。

2.1. 分产品：2020年应用软件受到疫情影响较为严重，2021年有望全面恢复

从2020年来看，公司产品主要分为了应用软件、系统建设服务、运维服务三个大类，其毛利率分别为54.8%、14.16%、28.62%，其中应用软件是公司最着力推广和发展的业务类型，是各业务中的核心，而系统建设服务（系统集成）和运维服务是服务客户、增加用户粘性的主要方式，有助于客户后续业务的承接，因而在业务发展中也不可或缺。

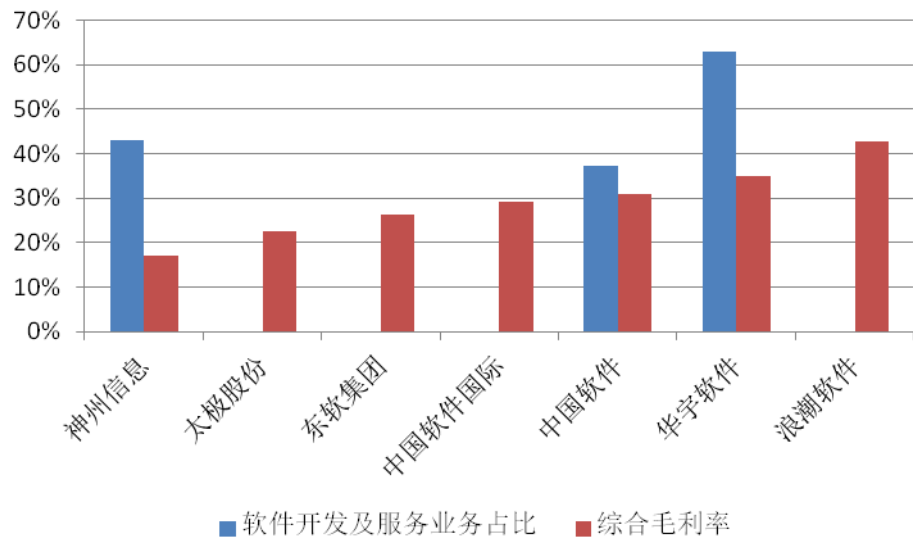
图 8：2020 年公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，中原证券

2020 年情况来看,公司应用软件、系统建设服务、运维服务的占比分别为 44%、37%和 18.8%。对比来看在电子政务厂商中,公司的软件服务能力是相对比较强的,毛利率水平也是头部电子政务厂商中较高的。

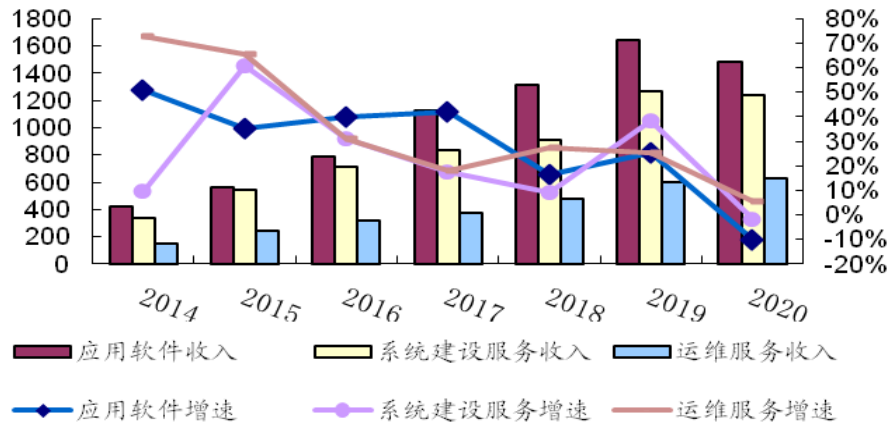
图 9：2020 年头部电子政务厂商的软件及服务业务占比及综合毛利率对比



资料来源：公司公告，中原证券（东软集团为 2019 年数据）

从 2020 年情况来看,公司应用软件、系统建设服务、运维服务的增速分别为-10%、-1.7%、5.29%，其中运维服务保持了相对的稳定性,而应用软件业务是下滑最为明显的。

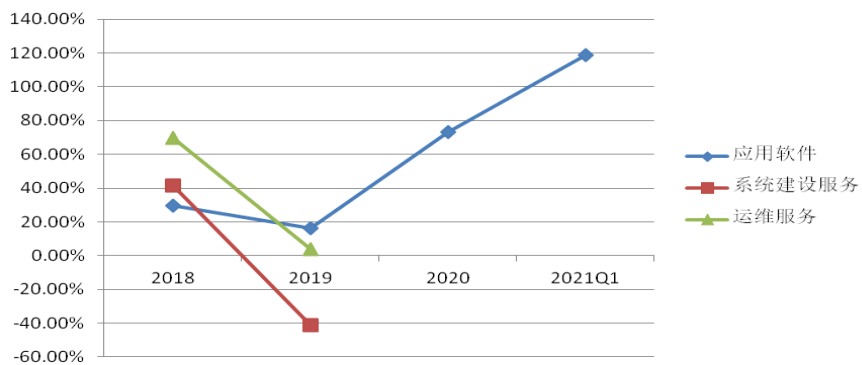
图 10: 2018-2021Q1 公司分业务合同同比增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

2020 年应用软件业务的表现是低于我们预期的, 因为 2018 年和 2019 年公司应用软件业务合同连续两年的出现较快增长。而合同最终未能在 2020 年很好地转化成收入的原因, 我们认为也是和疫情因素息息相关的。

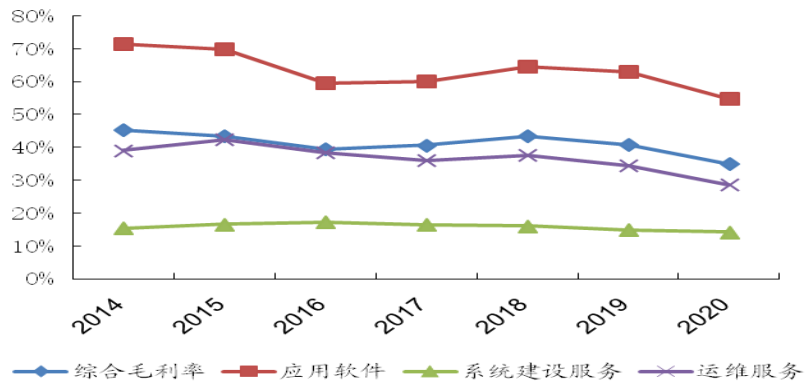
图 11: 2018-2021Q1 公司分业务合同同比增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

此外, 应用软件、系统建设服务、运维服务 2020 年毛利率分别下滑了 8.07、0.65、5.74 个百分点, 其中高毛利的应用软件毛利率和占比的双双下滑, 直接导致了公司综合毛利的大幅下滑, 下滑比例达到 5.87 个百分点。在应用软件毛利率下滑的原因方面, 公司解释主要是因为疫情对实施时间和项目交付都带来了的影响造成的。

图 12: 2014-2020H 公司分产品收入毛利率



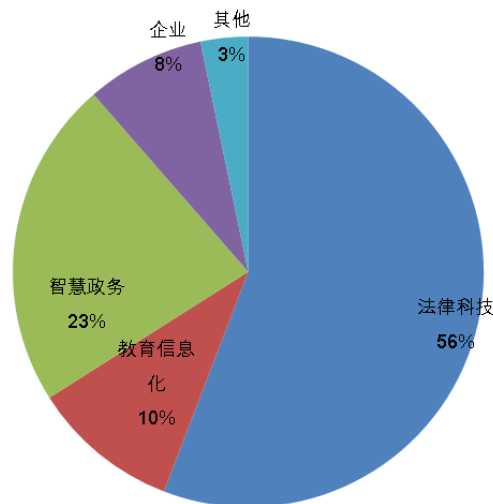
资料来源: 公司公告, 中原证券

但是考虑到 2020 年公司应用软件合同增速达到了 73%，我们预计 2021 年公司应用软件业务也有望实现高速增长，同时随着疫情对施工影响的减弱，应用软件业务的毛利率也有较强的恢复预期。

2.2. 分业务: 2021 年公司有望在传统业务恢复的同时实现信创业务的放量

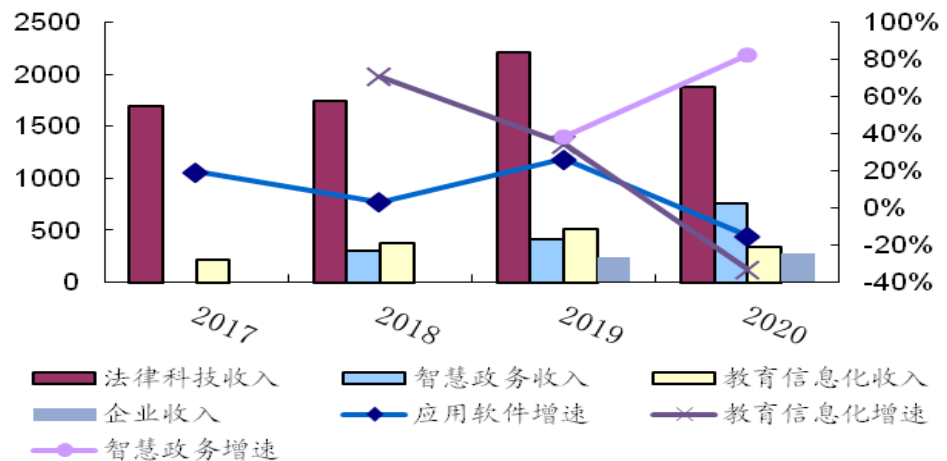
在分业务方面，2020 年公司收入结构有了较大的变化，在信创业务快速增长的拉动下，智慧政务业务大幅增长了 82.56%，占比从上年 12% 增长到 23%，直接超越教育信息化业务，位居公司的第二大收入来源，2021 年有望对法律科技业务的份额发起挑战。

图 13: 2014-2020H 公司分行业收入结构



资料来源: 公司公告, 中原证券

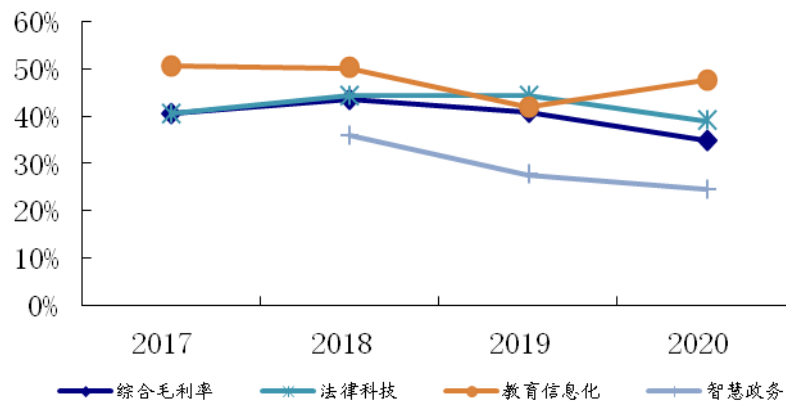
图 14: 2014-2020H 公司分产品收入毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

2020 年法律科技、教育信息化、智慧政府毛利率分别为 39.05%、47.67%、24.49%。分别较上年有增长-5.25%、5.76%、-3.12%，其中法律科技业务主要是受到疫情的影响；而教育信息化毛利率 47.67%，逆势上涨了 5.76 个百分点，主要原因是 2019 年教育业务合同中非应用软件类合同下滑较为明显，而应用软件类合同同比增长 17%，带来 2020 年产品结构上的变化；智慧政府毛利率 24.49%，下滑了 3.12 个百分点，或主要源于信创业务中系统集成占比较高，对智慧政府业务结构带来的影响。

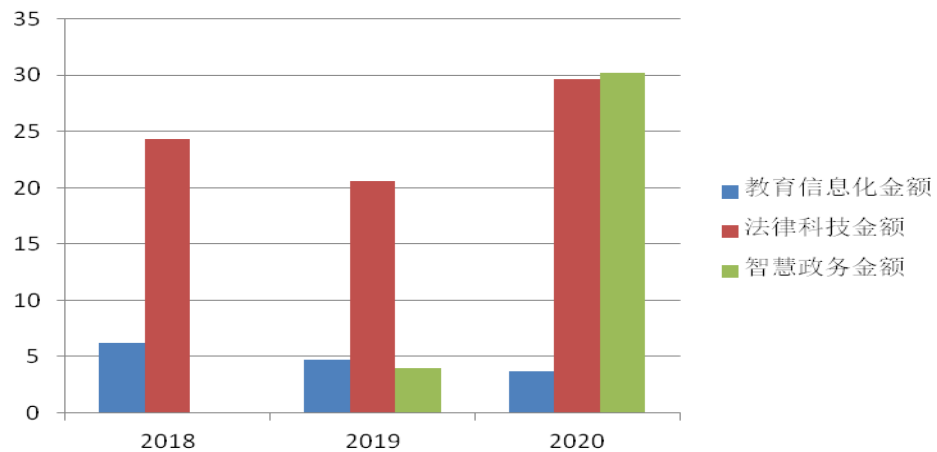
图 15: 2014-2020 公司分产品毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

2021 年预计法律科技和教育信息化业务有望全面恢复，而智慧政务业务大部分 2020 年的合同将在 2021 年集中确认收入，因而将成为 2021 年业绩增长最主要动力，但是由于信创合同以系统集成为主，预计智慧政府业务毛利率有进一步下滑的可能性。

图 16: 2018-2020 公司分产品合同金额 (亿元)



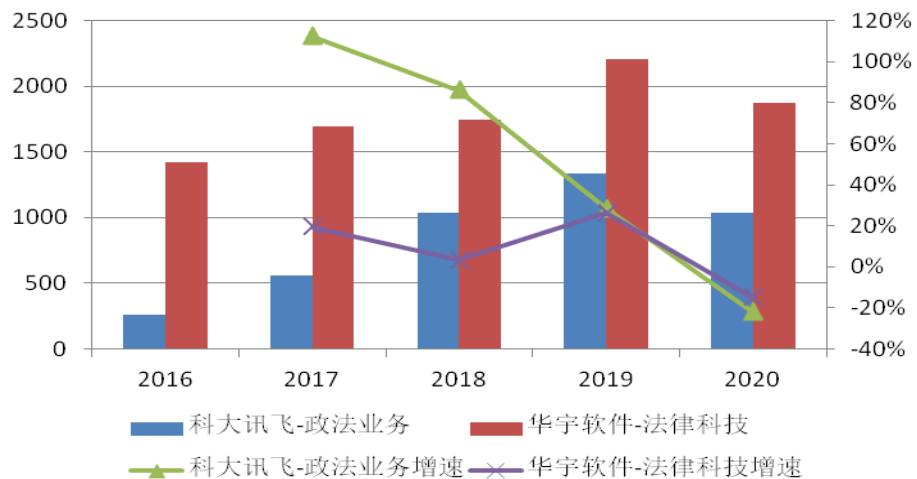
资料来源: 公司公告, 中原证券

3. 分业务发展及其与同行的对比

3.1. 法律科技: 第三代智慧审判系统正式上线

在法律科技业务方面, 2020 年公司该业务增速为-15.02%, 而科大讯飞的政法业务下滑达到了 22.02%, 表明 2020 年行业整体都受到疫情较大影响。由于公司在政法业务涉及的产品线更全(科大讯飞主要通过智能语音介入法律市场), 因而业务增长波动也更加平稳, 表现出了更好的风险抗击能力。

图 17: 2016-2020 年公司与科大讯飞政法业务增速对比



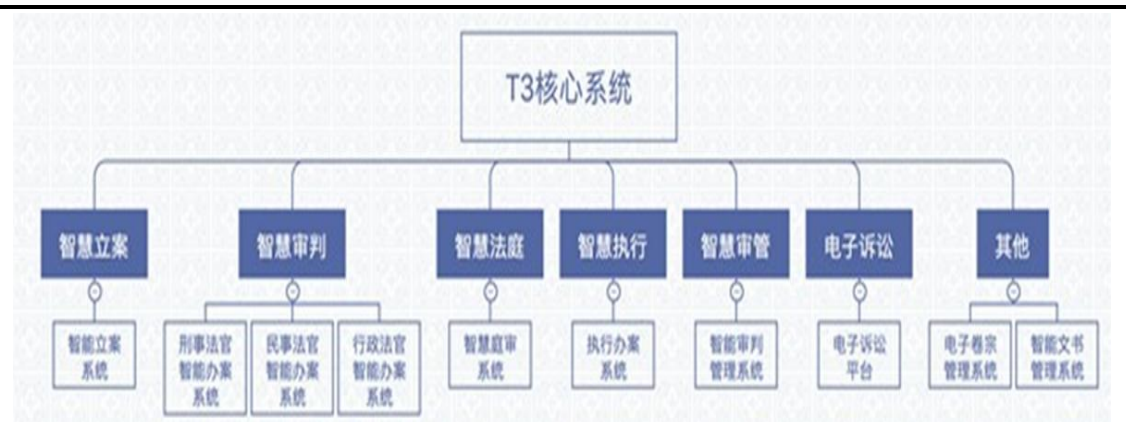
资料来源: 公司公告, 科大讯飞公告, 中原证券

法律运行过程主要涉及到法律制定(立法)、法律执行(执法)、法律适用(司法)、法律遵守(守法)四个环节, 而公司的法律科技业务优势主要集中在司法(法院、检察院)环节, 根据 IDC 的数据, 公司已经连续多年位列法检 IT 解决方案行业的领导地位, 客户遍及全国。近年

来公司加大了在执法环节（公安、司法行政、纪检监察、政法委、市场监管）的延伸与布局，实现技术、产品、营销服务体系的复用。同时，公司也在逐步将业务延伸至守法环节，逐步从G端向B端（企业）、C端（律师）进行拓展，服务了十余万法律人，并为多行业的头部企业提供智能法律服务系统，助力于客户的风险防控与纠纷解决，这也意味着公司面向了更为广阔的商业法律服务的蓝海市场。

2020年，公司的知识图谱法律认知智能能力已经完成了超90%的刑事和民事案件覆盖能力，标志着公司法律人工智能业务取得了新的突破。公司第三代智慧审判系统正式上线，采用了微服务和中台架构，实现了一体化法律服务平台的重要升级。此外在疫情期间，公司推出的云间庭审、胶囊法庭、智慧封条等创新产品，保障了2400余家法院电子诉讼畅通运行，为2500余家法院开通了互联网庭审服务。同时公司创新法律服务业务快速发展，新签合同、回款均同比增长超100%。

图 18：华宇第三代审判系统划分



资料来源：华宇法律科技，中原证券

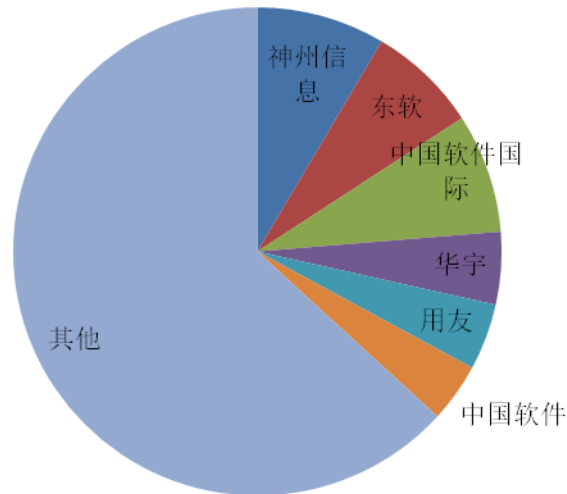
在2021年1月举办的第一届知识图谱产业发展论坛上，公司与华为、百度、腾讯、蚂蚁金服等13家单位获得了首批知识图谱产品认证证书，并与浙江电力、蒙牛等12家企业获得了“2020年知识驱动先锋企业”称号，印证了公司在法律AI领域中的竞争实力。

3.2. 智慧政务：2020年信创合同爆发，助力公司进入服务商第一阵营

作为国内最早参与信创的集成商之一，公司自2013年起就参与了国家电子公文标准课题研究及验证工作。公司拥有中间件、输入法、消息通讯、协同办公及数据智能产品在内的二十余款自主的基础软件和通用软件，已经与鲲鹏、龙芯、飞腾、UOS、银河麒麟、中标麒麟等基础软硬件广泛集成适配验证。

通过近20年的积淀，公司在电子政务领域有着深刻的理解，软件研发能力较为突出。根据IDC相关报告，2019年公司在数字政府IT解决方案领域市场占有率位居第4，在法检领域多年位列市场第1，在市场监管领域份额进一步提升到行业第2。

图 19: 2017 年中国政府行业 IT 解决方案厂商份额



资料来源: IDC, 中原证券

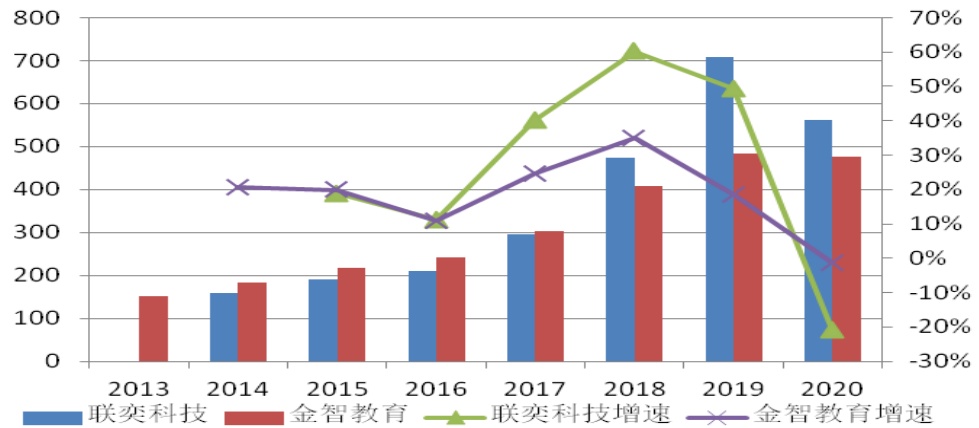
通过在信创业务的突破, 2020 年公司智慧政务中标金额达到 30.2 亿, 这也意味着公司进入服务商的第一阵营。公司原有的智慧政务业务占比小, 利润贡献低。通过此次国家推广信创的机会, 公司在政务领域的获客成本大幅降低, 意图通过信创开拓更多新客户, 深耕优质的区域和行业客户, 孵化出新的细分行业, 努力把智慧政务打造成公司的二级引擎。同时, 从中美关系的角度来看, 信创工作的推进已经成为了十四五期间政策的重要趋势, 将实现常态化发展。

2021 年 2 月 25 日, 公司在由 IT 服务全媒体平台评选的 2020-2021 中国信息技术服务奖项榜单中, 入选信创云 10 强、信创运维 10 强、智能运维 100 强三项榜单, 信创服务能力表现突出。

3.3. 教育信息化: 联奕上市和高校业务恢复有望成为 2021 的最大看点

公司的教育信息化业务主体是 2017 年收购的联奕科技, 主要布局在高校的信息化教育领域。在公司完成对联奕的收购以后, 我们看到其收入规模已经实现了对同行金智教育的赶超, 到 2019 年收入已经是金智教育的 1.47 倍。但是在 2020 年联奕由于收入下滑明显, 增速-21%, 而金智教育增速-1%, 表现优于联奕科技。我们认为主要原因是因为 2019 年公司教育信息化新签合同下滑了 24.07%, 同时 2019 年公司教育信息化业务的整体规模和增速较高, 因而给 2020 年业绩增长带来了更大的压力。但是从 2020 年收入规模来看, 联奕仍然是金智教育的 1.18 倍。

图 20: 2013-2020 联奕科技与金智教育业务增速对比



资料来源: 公司公告, 金智教育公告, 中原证券

公司在教育信息化领域已经拥有 160 多项自主知识产权产品, 累计为 1000 余所高校、2000 多万师生提供信息化服务, 客户覆盖全国 30 个省市自治区。

表 1: 联奕科技布局情况

项目	2017	2018	2019	2020
自主知识产权产品			140 多项	160 多项
高校数量	700 多所	800 多所	1000 多所	1000 多所
师生数量	1000 多万	2000 多万	2000 多万	2000 多万
覆盖省份	28 个	30 个	30 个	30 个

资料来源: 公司公告, 中原证券

联奕作为高校信息化的综合性服务厂商, 原有的业务优势主要集中在高校管理信息化领域, 在“高等教育质量常态监测管理软件”(包括本科评估系统和专业认证系统)与“高等教育诊断改进管理软件”两款产品为支撑的教务教学领域, 市场占有率约达到 30%。2018 年联奕发布了第一款智慧教学融合解决方案——奕课堂, 正式将业务拓展到智慧教学领域。而智慧教学作为未来高校教育信息化的重点, 将给联奕开拓出更广阔的发展空间。

目前高校教育信息化市场正在从部门独立建设走向综合性建设、集中建设, 随着千亿级合同占比的提升, 市场集中度提升的趋势也日趋明显。2020 年联奕超过 500 万纯软件大项目数量明显增加, 湖北省中标多个千万级项目, 在华南地区还中标的某高校微服务智慧校园千万级纯软件项目, 对未来高校智慧校园建设模式升级有重要创新示范效应。

2020 年 6 月 15 日, 公司公告已经启动了联奕科技分拆上市进程, 同时 12 月 17 日联奕进行了辅导备案登记, 预计年中可以向交易所申报材料, 后续发展有望获得更好的资本助力。

2020 年 10 月 20 日, 公司公告联奕科技董事长任刚、华宇科创、中移基金、前海投资、中原前海、新星创投对联奕科技进行了增资(公司持股比例从 95.19% 变更为 84.8%), 按照增资价格计算, 联奕科技对应的最新估值为 22.45 亿, 对应公司持股金额增值为 19.04 亿, 上市后将有望给公司带来较高的投资收益。

表 2: 公司上市后资本运作情况

标的	投入 (亿元)	完成后持 股比例	披露日期	主要产品及业务	业绩承诺
联奕科技	14.88	100%	2017.4.28	教育信息化	2017-2019 净利润不低于 7,600 万元、11,000 万元、14,400 万元
华宇金信	0.1173	51%	2012.4.26	食品安全信息化和 工商信息化	2015-2017 年扣非净利润及净利润不低于 3000 万元、3600 万元和 4320 万元
再收购	1.8375	100%	2015.5.4		
万户网络	3.197	100%	2015.5.4	协同办公软件 (OA 软件)	2015-2017 年净利润分别不低于 2,300 万 元、2,990 万元、3,887 万元
浦东中软	1.3527	90.185%	2014.9.18	法院、非银行金融 行业信息化	2014-2016 年扣非净利润不低于 2002.98 万元、2208.39 万元、2429.74 万元
再收购	0.147225	100%	2015.1.30		

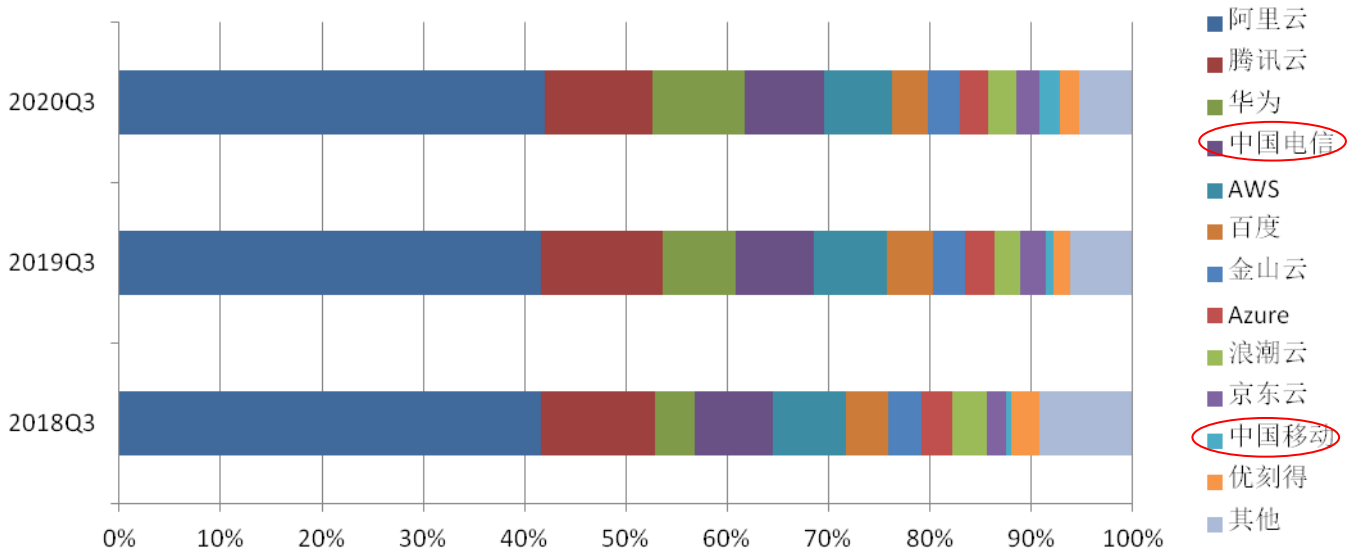
资料来源: 公司公告, 中原证券

4. 与移动的战略合作, 有望实现强强联合

2020 年 11 月, 公司引入中国移动成为战略投资人, 公司管理层向中国移动转让 4100 万股, 而后中国移动持有了公司 5.028% 的股权 (交易对价为 9.0651 亿元)。同时, 2021 年 2 月, 公司与中国移动签署了战略合作协议, 合作的方向包括了信创、5G 及基础业务合作等方向, 公司的产品可以依靠移动的业务和品牌实现更好的推广。

根据中国移动 2020 年报, 我们看到移动 DICT (IDC、ICT、移动云及其他政企应用及信息服务) 收入达 435 亿元, 同比增长 66.5%, 其中移动云更是实现了跨越式发展, 全年收入 91.72 亿元, 同比暴涨了 353.8%。根据 IDC 数据, 移动也成为了 2020 年 IaaS+PaaS 市场中表现最为突出厂商。

图 21: 2020Q3 中国 PaaS+IaaS 市场份额



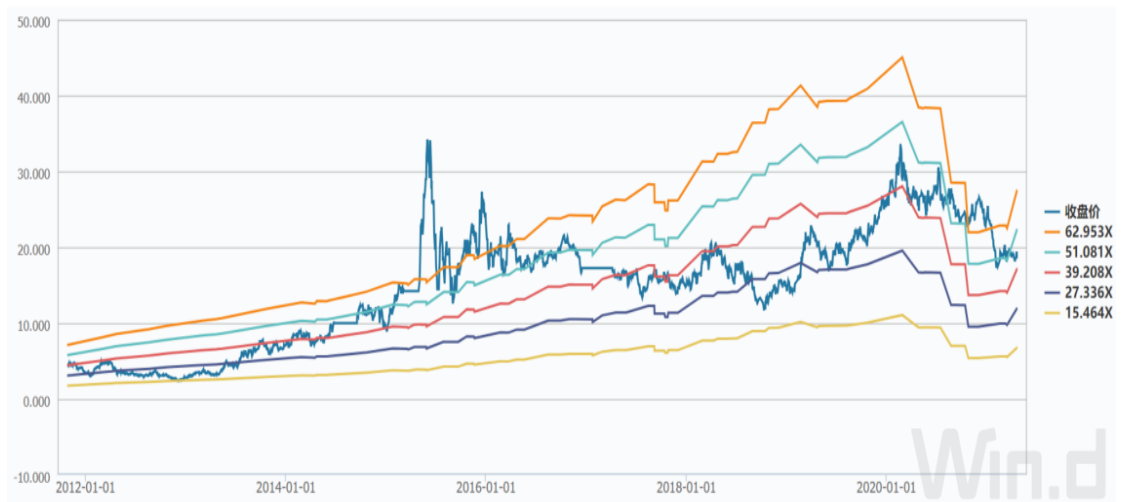
资料来源: IDC, 中原证券

移动计划将云业务打造成政企业务的统一入口, 积极开展“决胜在云”的行动, 而与公司的战略合作也是为了助推 DICT 业务的发展和推动 5G+生态的建设。公司也有望在移动积极的发展方向上, 获得更多的资源助力与业务支持。

5. 投资建议与评级

不考虑联奕科技上市对公司的影响, 基于对 2020 年末公司在手合同大部分在 2021 年确认收入的假设, 我们预计 21-23 年公司 EPS 分别为 0.82 元、1.06 元、1.36 元, 按 4 月 23 日收盘价 18.68 元计算, 对应 PE 为 22.8 倍、17.6 倍、13.7 倍。考虑公司作为智慧政务的头部厂商, 在信创业务发展的过程中受益明显, 同时 2021 年随着疫情影响的消除, 其原有业务发展也将逐步恢复, 我们认为公司目前估值优势明显, 维持对公司“买入”的投资评级。

图 22: 公司 PE-Band



资料来源：Wind，中原证券

6. 风险提示

公司落单进度不及预期；联奕科技上市进度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4482	6723	8551	9621	11706
现金	2357	3067	3489	4048	4797
应收票据及应收账款	1106	1403	2366	2251	3220
其他应收款	279	262	550	445	734
预付账款	16	88	69	123	104
存货	720	1803	1977	2653	2749
其他流动资产	3	101	101	101	101
非流动资产	2828	3074	3140	3132	3103
长期投资	4	3	-0	-3	-6
固定资产	258	255	391	459	516
无形资产	600	667	604	536	452
其他非流动资产	1967	2150	2146	2140	2140
资产总计	7310	9797	11692	12753	14809
流动负债	1295	3138	4376	4609	5582
短期借款	0	148	148	869	673
应付票据及应付账款	516	1005	1274	1518	1739
其他流动负债	778	1985	2954	2222	3170
非流动负债	20	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	16	16	16	16
负债合计	1315	3154	4392	4625	5598
少数股东权益	58	180	175	171	170
股本	809	816	829	829	829
资本公积	2937	3227	3227	3227	3227
留存收益	2266	2420	3027	3815	4832
归属母公司股东权益	5937	6463	7124	7957	9042
负债和股东权益	7310	9797	11692	12753	14809

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	473	659	644	53	1160
净利润	582	294	673	874	1129
折旧摊销	136	140	170	196	214
财务费用	-19	-29	-31	-21	-17
投资损失	-1	2	1	1	1
营运资金变动	-297	192	-169	-998	-167
其他经营现金流	72	60	0	0	0
投资活动现金流	-753	57	-236	-189	-185
资本支出	247	339	69	-5	-27
长期投资	-82	6	3	3	3
其他投资现金流	-588	402	-165	-191	-209
筹资活动现金流	928	326	14	-25	-29
短期借款	-39	148	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	55	7	13	0	0
资本公积增加	1037	289	0	0	0
其他筹资现金流	-125	-118	2	-25	-29
现金净增加额	648	1042	422	-161	945

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3510	3356	5040	6175	7317
营业成本	2082	2187	3276	4013	4683
营业税金及附加	25	27	41	51	60
销售费用	255	288	353	414	476
管理费用	282	270	398	469	556
研发费用	349	384	464	550	651
财务费用	-19	-29	-31	-21	-17
资产减值损失	0	-10	-15	-18	-21
其他收益	131	107	161	197	234
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-2	-1	-1	-1
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	636	281	714	913	1163
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	13	4	9	9	9
利润总额	623	278	706	904	1154
所得税	41	-16	32	30	25
净利润	582	294	673	874	1129
少数股东损益	2	1	-5	-4	-2
归属母公司净利润	580	293	678	878	1131
EBITDA	740	388	843	1077	1349
EPS (元)	0.70	0.35	0.82	1.06	1.36

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	29.6	-4.4	50.2	22.5	18.5
营业利润 (%)	17.4	-55.8	154.0	27.9	27.3
归属母公司净利润 (%)	16.6	-49.5	131.4	29.5	28.7
获利能力					
毛利率 (%)	40.7	34.8	35.0	35.0	36.0
净利率 (%)	16.5	8.7	13.5	14.2	15.5
ROE (%)	9.7	4.4	9.2	10.8	12.3
ROIC	9.5	4.0	8.8	9.7	11.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.0	32.2	37.6	36.3	37.8
净负债比率 (%)	-39.0	-43.7	-45.6	-39.0	-44.7
流动比率	3.5	2.1	2.0	2.1	2.1
速动比率	2.9	1.5	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.5	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	4.4	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.70	0.35	0.82	1.06	1.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	0.64	0.78	0.06	1.40
每股净资产 (最新摊薄)	7.16	7.79	8.58	9.58	10.89
估值比率					
P/E	26.69	52.85	22.84	17.63	13.70
P/B	2.61	2.40	2.18	1.95	1.72
EV/EBITDA	17.85	32.91	14.64	11.60	8.56

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。