

普联软件（300996）：国企数字化转型的最佳成长受益者

——科技前瞻系列之四：数字化转型的新机遇

2021年9月30日

强烈推荐/首次

普联软件

公司报告

国企数字化转型迎来增量新格局。 国企为什么有动力做数字化转型呢？（1）**发展阶段必然选择：**当前国企经济体量大，过去五年国企整体营收占 GDP 比重超 60%，当前企业组织均面临数字化转型已突破发展瓶颈，国企也必须。（2）**经济基础有能力：**主力军央企在抗疫救灾过程中更是作用巨大，因此重要地位凸显，而国企的营收净利增长都呈现较好的态势，有经济动力来进行数字化转型；（3）**政策驱动明显：**中央及地方政府发文重点推动数据要素市场化建设，上海数据交易中心成立运行，国资委主导力推《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，政策正向驱动性非常明显。总结看：今年是国资委主导的国企数字化转型专项行动计划第一年，数字化转型在众多央企中已经成为一把手挂帅工程，而数字化的基础是信息化，国企集团的信息化首要任务是集团管控（将人财物统一管控起来），如中国建筑集团的“136 工程”，国家电网集团的能源物联网战略等。

集团管理信息化领导者，将充分受益于国企数字化转型浪潮。 普联软件成立近 20 年，一直深耕集团管理信息化领域。（1）**客户拓展：**从中石油中石化到中海油和国网，并在 2018 年重点开拓了中国建筑集团，由此形成“4+1”核心央企客户群；（2）**产品研发：**从领域解决方案到行业解决方案产品，并延伸发展 XBRL 产品和税企云平台产品，毛利率稳定在 42% 左右，伴随平台和云产品增多，毛利率也将显著提升；（3）**人员增长：**伴随着大客户中国建筑信息化项目爆发式增长，公司在北京面向建筑行业专门设立普联智能数建科技公司，预期在中期内员工可成数倍增长。

怎样看待公司成长性？ 公司属于小而美成长性标的，当前阶段成长因素更具指导意义。（1）**行业景气度提升的确定性。** 未来石油石化能源信息化行业增速可以达到 10% 以上，而建筑地产信息化增速可以达到 50% 以上，这为公司成长提供中期指引。（2）**订单和合同确收的确定性。** 公司策略是围绕高质量的大型央企国企集团，重点做集团管理软件业务，然后不断的渗透扩容到周边信息化系统，从采购招标网站等看，公司订单增长情况良好，而半年度和四季度是确收较多的季度，股权激励营收目标更加保障增长目标。（3）**定制化软件行业成长性。** 定制化软件创收跟实施人员投入数量及产出成正相关关系，公司正在不断投入人员，预期人数会在未来 2-3 年继续保持 20% 以上的增长，人均产出将保持在 30 万/年以上，且总部的平台支撑部正在研发大数据平台和云服务，云服务业务已经有较好的客户拓展，技术创新和技术储备可以在数字化转型后期紧跟而上，形成高质量增长第二极。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.26/1.87/2.66 亿，对应 EPS 分别为 0.90/1.33/1.89 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 33/23/16 倍。按照三年净利润复合增速 45%，以 PEG 和明年 1.87 亿左右净利润测算，保守给予 35-40 倍 PE 估值，中期市值可达 65-75 亿。看好国企数字化转型带来的下游行业景气度提升，且 XBRL、云平台、RPA 等标准软件产品应用扩散，从三年以上更中长期维度看，公司将慢慢步入软件成熟化阶段，在拓展新的大客户基础上，软件有望向平台通用型软件和云化转型。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

公司简介：

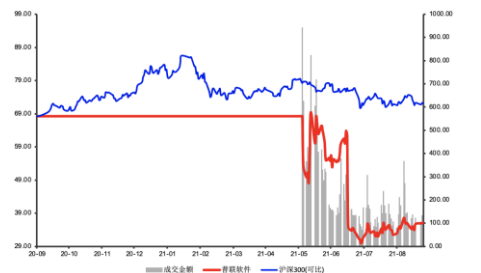
公司专注于为大型集团企业提供管理信息化方案及 IT 综合服务。目前主要面向石油、石化、建筑、地产及银行、保险领域客户。公司的产品、方案和服务主要聚焦于集团财务管控、集团资金管理、智能化共享服务、大数据应用以及信息系统集成等业务。

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	49.48/29.30
总市值（亿元）	44.78
流通市值（亿元）	10.56
总股本/流通 A 股（万股）	14101/3354
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	18.47

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

分析师：孙业亮

18660812201

sunyl-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010002

分析师：魏宗

18811318902

weizong@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080002

研究助理：刘蒙

18811366567

liumeng-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070040

研究助理：张永嘉

18701288678

zhangyj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121070050

目录

1.新格局：国企数字化转型催生 IT 需求显著增量.....	3
1.1 需求端：国企庞大，数字化转型进行时.....	3
1.2 政策端：数据要素市场化大背景下的数字化转型.....	6
1.3 IT 厂商：普联等服务厂商将显著受益.....	7
2.普联软件：正成为国企数字化转型的最佳受益者.....	9
2.1 企业管理信息化领军者.....	9
2.2 XBRL 正成为财务数据驱动应用的利器.....	13
2.3 如何看待公司成长性？.....	15
3.盈利预测及投资评级.....	16
4.风险提示.....	16
相关报告汇总.....	18

插图目录

图 1：2016-2021H1 国企及央企占 GDP 比重情况.....	3
图 2：国有企业营收及利润情况.....	4
图 3：中央企业营收及利润情况.....	4
图 4：集团管理软件市场产品结构.....	8
图 5：公司发展历程.....	9
图 6：公司股权结构.....	10
图 7：公司营收及增速情况（亿元）.....	10
图 8：公司归母净利润及增速情况（亿元）.....	10
图 9：公司毛净利率情况.....	10
图 10：公司期间费用率情况.....	10
图 11：过往三年经营性现金流净额略高于归母净利润.....	11
图 12：分行业收入情况占比.....	12
图 13：原有产品升级需求收入情况.....	12
图 14：信息化新需求收入情况.....	12
图 15：基于 XBRL 设计的偿二代偿付能力报告编报系统.....	14
图 16：公司云服务及其他创新技术产品储备.....	15

表格目录

表 1：重点央企数字化转型概览.....	4
表 2：各地积极推进数据要素市场.....	6
表 3：国资委发布国企数字化转型案例.....	7
表 4：我国 XBRL 发展历程.....	13

引言：

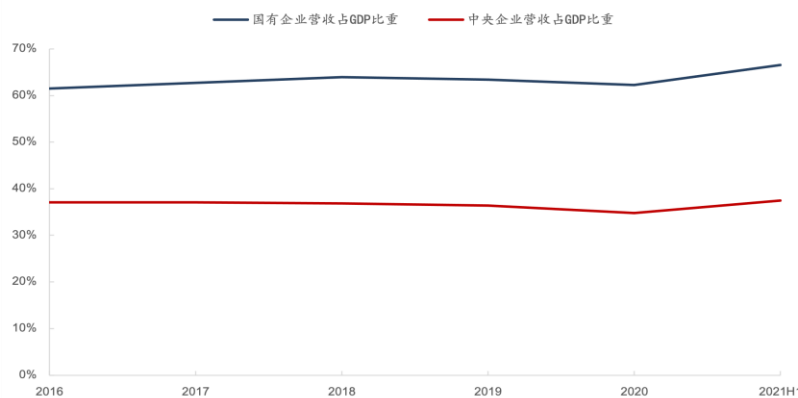
伴随着数字经济蓬勃发展，企业等组织正由信息化向数字化转型，在国内经济结构中，央企国企正在带头做出表率，国资委工信部等部委已明确发文并出台政策促进国企数字化转型的推进，而国企数字化转型对计算机行业最大的影响就是 IT 行业需求的扩张，哪些公司将会直接受益？我们沿着国企数字化转型的“行为—影响—谁受益”的逻辑主线进行分析，得出普联软件将成为最直接受益的标的之一。

1. 新格局：国企数字化转型催生 IT 需求显著增量

1.1 需求端：国企庞大，数字化转型进行时

我国国企营收占 GDP 比重超 60%。根据中国数字经济发展白皮书的数据显示，2020 年我国数字经济规模达到 39.2 万亿，较 19 年增加 3.3 万亿，占 GDP 的比重达 38.6%，当前已成为国民经济的核心增长动力之一。过去五年，国有企业营业收入占我国 GDP 比重均在 60% 以上，并且保持稳中微升的趋势。2021H1，国有企业及国有控股企业营业总收入达到 35.4 万亿，占 GDP 比重为 66.6%；中央企业营业总收入为 19.9 万亿，占 GDP 比重为 37.5%。国企和央企作为国民经济中的中坚力量，多年来发挥着带头作用，是国家各项改革的先行者，如今在蓬勃发展的数字经济中也将担任主力军的角色。

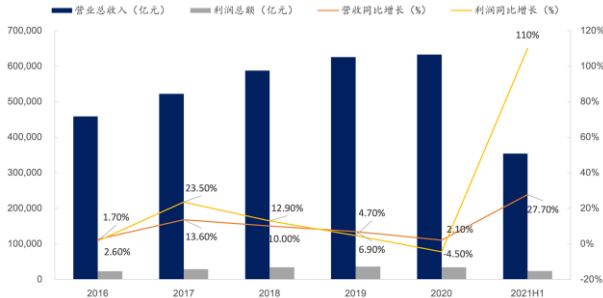
图1：2016-2021H1 国企及央企占 GDP 比重情况



资料来源：Wind，财政部，东兴证券研究所

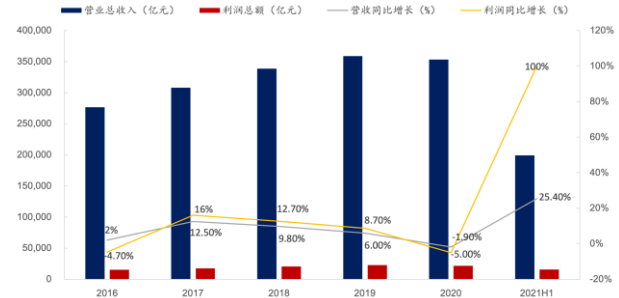
国有经济运行回稳且趋势向好。2021H1 国有企业实现营业收入 35.4 万亿，同比增长 27.7%，2 年平均增速 9.6%；其中中央企业达 19.9 万亿，同比增长 25.4%，两年平均增长 8.0%；地方国有企业达 15.5 万亿，同比增长 30.7%，两年平均增长 11.8%，并且利润指标表现也较为优秀，其他主要效益指标也保持着较快增速，为国企在下一步数字化转型工作提供稳固基础与坚实动力。

图2：国有企业营收及利润情况



资料来源：财政部，东兴证券研究所

图3：中央企业营收及利润情况



资料来源：财政部，东兴证券研究所

央企数字化建设投入力度在加大。近期石油、建筑、军工等重点领域的代表央企密集发声，明确表示将数字化转型工作定为“十四五”时期的重点任务并加快落实这一转型重任。未来国企数字化建设投入将不断加大。

表1：重点央企数字化转型概览

央企	目标与方向
中国石化	<ol style="list-style-type: none"> 1、深化管理体制变革，加快人力资源的数字化转型； 2、管理系统变革。重塑经营管理和综合管理架构和流程，建设相应的数字化支持体系； 3、全球服务共享。推动专业化服务共享，深化财务、人力资源等服务共享能力建设，实现专业技术人员集中共享。
中国石化	<ol style="list-style-type: none"> 1、大力推进数据治理工作，建立健全数据标准体系、数据资源共享与数据资产管理机制； 2、建设集团级、企业级数据资源中心和统一的数据中台、数据服务平台； 3、加强大数据、人工智能等专业人才培养，提高全员数字化素养和应用技能，推动业务数字化和数字化业务创新，培育数字新业态、新产业，发展数字新产品、新服务。
中国海油	<ol style="list-style-type: none"> 1、围绕勘探开发生产等核心业务，加大5G、北斗导航、AI等新技术的应用力度，提高生产作业时效和安全保障能力； 2、加快推动“新基建”，持续提高海上通信链路的覆盖范围、带宽和保障能力； 3、突出抓好数据标准建设，加强数据集成共享，构建一体化经营管理平台和共享服务平台； 4、突出抓好海外信息化能力建设，加大海外IT共享服务支持力度； 5、突出抓好业务系统应用，充分发挥电商平台等现有系统的应用实效。
国家管网	<ol style="list-style-type: none"> 1、面向五类用户（员工、资源方、客户方、服务方、监管方），构建“一个数字管网”的极致用户体验； 2、对齐“建运维研”作业，拉通端到端业务流程，打造覆盖全业态、全场景安全高效的智慧管网； 3、聚焦价值创造，构建交易平台，推动商业模式创新，开展数字化运营，发展平台经济，驱动收入增长； 4、打造数字平台，构建“安全可信、开放生态、智慧运营、敏捷高效”平台能力，快速响应业务需求； 5、收放结合，实现集团数据资产及IT资源的集中管控（收），应用及业务的快速创新（放）。
中国建筑	<ol style="list-style-type: none"> 1、推进信息系统、数据资源、信息化基础设施、网络安全、信息化治理五大体系建设；

2、全力**推动集团一体化管控新系统建设**，促进层级化管理向平台一体化管理转变，促进条线化管理向共享化管理转变，支撑经验化管理向数据化管理转变；

3、赋能业务“数字化、自动化、智能化”转型升级。数字化产业方面，全面融入数字经济，从实体投资建设业务向数字化新业务拓展；产业数字化方面，加快数字化新技术与主营业务深度融合，打造建造一体化平台；

4、打牢“资源共享、架构统一、安全可靠”信息化硬基础。加快**集团数据中心与全球广域网建设进程**，加强海外发展的信息化保障能力，统一规范开展系统建设，建立健全网络安全组织体系和技术体系。

国家电网

1、建设以云平台、**企业中台**、物联平台等为核心的基础平台，打造能源互联网数字化创新服务支撑体系，2020年内初步建成两级电网数字化平台；

2、建设以电力数据为核心的能源大数据中心，以智慧能源支撑智慧城市建设，年内建成7个省级能源大数据中心；

3、建设电力大数据应用体系，年内完成12类大数据应用建设；

4、建设覆盖电力系统各环节的电力物联网，**年内建成统一物联管理平台**，打造5类智慧物联示范应用；

5、建设技术领先、安全可靠、开放共享的能源工业云网平台，年内实现交易规模800亿元；

6、建设“绿色国网”和省级智慧能源服务平台，年内完成“绿色国网”和15家省级平台上线，实现5家省公司全部高压大工业客户和2.9万户年用电量100万千瓦时以上楼宇客户接入；

7、加强5G关键技术应用、行业定制化产品研制以及电力5G标准体系制定，年内打造一批“5G+能源互联网”典型应用；

8、建设电力人工智能开放平台，年内建成人工智能样本库、模型库和训练平台，探索13类典型应用；

9、建设能源区块链公共服务平台，推动线上产业链金融等典型应用，年内建成“一主两侧”国网链，探索12类试点应用；

10、建设电力北斗地基增强系统和精准时空服务网，年内累计建成北斗地基增强站1200座，推进四大领域典型应用。

南方电网

1、管制业务服务落实重点项目投资总额85亿元，为全社会新型基础设施发展提供优质高效的电力保障；

2、公用事业服务全社会重点项目投资总额928亿元，将着力提升电网发展质量和效益，大力加强数字电网基础设施建设，推动智能电网建设运营水平提质升级，更好服务能源转型升级和经济社会发展；

3、市场化拓展业务重点项目投资总额185亿元，在数字政府、智慧城市、**数据中心运营**、通信资源共享、电动汽车充电基础设施等方面充分发挥电网平台型企业特点和优势，放大电网资源价值，加快推动公司转型发展。

资料来源：国资委、各央企官网、东兴证券研究所整理

1.2 政策端：数据要素市场化大背景下的数字化转型

政策加速国企数字化转型，制造能源建筑和服务四大类为重点领域。2020年国务院国资委发布了《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，通知要求促进国有企业数字化、网络化、智能化发展，重点打造**制造类、能源类、建筑类和服务类**四个行业数字化转型示范样板。在政策引导下，能源类企业将在建设智慧管网、智能油田等智能现场，强化能源资产资源规划等方面加大投入，建筑类企业将重点开展建筑信息模型、三维数字化协同设计、人工智能等技术的集成应用，提升施工项目数字化集成管理水平，实现数字化与能源类企业、建筑类企业全业务链的深度融合是未来工作的重点目标所在。除国资委之外，住建部、工信部等部委也都明确发文或在答回复函中，提出要增强建筑业信息化能力，为包括石油和化工行业在内的工业企业数字化转型提供支持和引导。2018年工信部出台的《推动企业上云实施指南(2018-2020年)》中要求“全国新增上云企业100万家，形成典型标杆应用案例100个以上，形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心”。**在政策推动下，国企央企数字化转型正成为“一把手”工程，预期将会大力投入IT支出。**

各地推进数据要素市场化，而国企正是数据要素市场建设的先行者。

表2：各地积极推进数据要素市场

时间	政府	政策梳理
2020年3月	中办国办	《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，明确提出“加快培育数据要素市场”
2020年12月	北京	《中共北京市委关于制定北京市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中提出，健全数字领域法规与政策体系，完善数据共享规则和标准体系；组建大数据交易所。
2020年9月 2021年1月	上海	《上海市促进城市数字化转型的若干政策措施》提出，推动建立市场化运作且具有准公共属性的上海数据交易所，探索建立国有企事业单位数据产品进场交易机制。 《关于全面推进上海城市数字化转型的意见》中提出，建立数据要素市场，健全数据要素生产、确权、流通、应用、收益分配机制，构建具有活力的数据运营服务生态，引导建立数据治理和安全保障体系。
2021年7月	广东	《广东省数据要素市场化配置改革行动方案》，提出“1+2+3+X”，从法律法规、行政机制与市场机制、供需通道以及落地场景四个方面落实改革思路，加快培育数据要素市场。
2020年12月	深圳	《中共深圳市委关于制定深圳市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出，率先建立数据权属界定和保护利用制度，构建全球领先的数据要素市场。
2020年12月	浙江	《浙江省数字经济促进条例》提出，加强数据资源全生命周期管理，提升数据要素质量，培育发展数据要素市场，促进大数据开发利用和产业发展。
2020年10月	江苏	《省政府办公厅关于深入推进数字经济发展的意见》提出，围绕重点领域，推动公共数据资源安全有序开放、合理有效利用。研究数据要素市场运行机制，搭建基于区块链等技术的数据安全共享与开发平台、数据资源交易平台，探索建设数据交易中心。

资料来源：政府官网、国资委等部门机构、东兴证券研究所整理

2020年3月《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》对外公布，中央明确提出“加快培育数据要素市场”。围绕数据要素市场化改革，不少地方已经开始发力。2020年12月北京发布《中

共北京市委关于制定北京市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，提出要组建大数据交易所；2020年9月和2021年1月上海分别发布《上海市促进城市数字化转型的若干政策措施》和《关于全面推进上海城市数字化转型的意见》，明确提出要推动建立上海数据交易所，探索建立国有企业单位数据产品进场交易机制，建立数据要素市场。此外，广东、深圳、浙江、江苏等各省都陆续出台相关政策，发力数据要素市场建设。在数据要素市场化趋势下，积累了海量数据的国企、央企将是数据要素市场化的主力。数据要素市场化要求数据统一标准、统一管控，因此能够有效驱动数据资源应用的集团管理软件以及XBRL软件正逢其时。

1.3 IT厂商：普联等服务厂商将显著受益

从上可以看出，国企整体业务量庞大，积累数据量众多，当下政策正在积极推动数据要素和企业数字化转型，集团管理软件为集团企业数字化建设基础，需求不断增长。通过国资委3月发布的国有企业数字化转型典型案例分类，可以得知未来国企将建设有关于以下八方面的IT系统。分别为：产品和服务创新类、生产运营智能化类、数字化营销服务类、数字生态类、新一代信息技术类、工控安全类、两化融合管理体系类以及综合类，推动数字技术与现场作业、生产运营、经营管理、贸易销售等领域深度融合。中石油、中石化、中海油等各大石油公司均已经采取措施加大数据治理工作力度，建立数据资产化管理体系，制定统一数据标准，搭建集成统一数据管理平台。领先的央企建筑集团已经开始发力，全面开展横向覆盖财务、资金、项目管理、供应链、人力资源、市场营销等业务领域，纵向穿透集团各层级组织机构的业财一体的信息化平台建设。因此，人财物的有效管控为打通业务数据、完成集成共享的前提条件，集团管理软件为数字化建设的基础，需求正在不断增长。

表3：国资委发布国企数字化转型案例

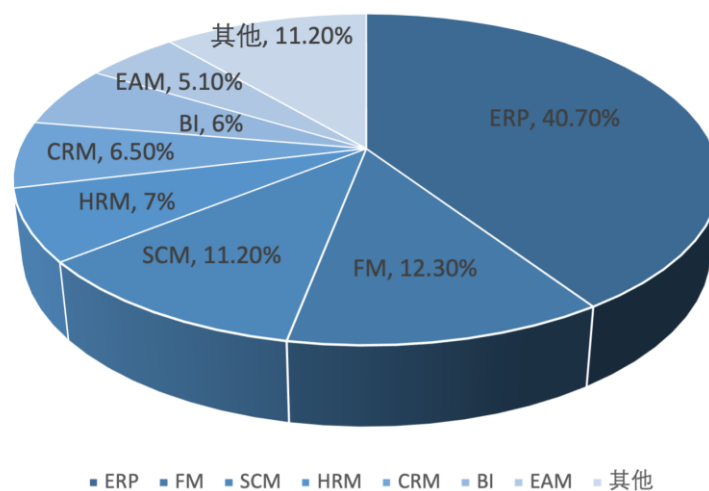
类别	国企	标杆项目
综合类	中国石油	长庆油田智能化建设与应用
	中国石化	镇海炼化开展全流程数字化优化，实现效益最大化
	中国石化	构建油田智云平台，实现信息应用建设新模式数字化转型
	中国太平洋保险股份有限公司	太保e农险数字化运营管理平台
两化融合管理体系类	中国中车集团	两化融合驱动数字化转型，打造集团协同与管控新型能力
	中国华电	以两化融合贯标为牵引构建共享高效协同的生产组织
新一代信息技术类	国家电网	大数据管理和应用赋能企业数字化转型
数字生态类	中国石油	新疆油田油气生产物联网建设及应用研究
数字生态类	中国电建	建数字信用，引金融活水—中国电建供应链金融共享服务平台

	国家电网	新能源云以能源数字化推动新能源管理及服务模式创新
	中国建筑	农村污水治理终端设施数字化智能运营系统
生产运营智	中国石油	基于数字孪生的设备智能化管理
能化类	中国电建	全球能源跨境运营数字赋能监管平台
	黑龙江省交通投资集团有限公司	黑龙江公路建设高质量发展数字化管控平台
产品和服务	国机集团	农机作业信息化管理云服务平台
创新类	上海建工集团股份有限公司	基于 BIM 的公共建筑智慧运维管理

资料来源：国资委、东兴证券研究所

集团管理软件行业处于快速增长期，财务管理、资金管控方面为重点投入领域。在集团管理软件领域，集团企业的信息化建设目前仍主要集中于 ERP 以及财务管理方面，合计占比超 60%。依据赛迪顾问的数据，2018 年中国集团管理软件市场规模为 119.6 亿元，同比增长 16.5%，2016-2018 年年复合增长率达 16.25%。假设 2019-2021 年仍维持 16.5% 的增长率，则 2021 年中国集团管理软件市场规模达 188.9 亿元，ERP（企业资源计划）、FM（财务管理）、HRM（人力资源管理）、EAM（资产管理）软件市场规模估计分别在 76.88、23.23、13.22、9.63 亿元左右。另外，随着云概念的普及，财务共享成为集团管理软件领域的重要热点，行业预期将保持长期快速增长的态势，未来市场潜力巨大。

图4：集团管理软件市场产品结构



资料来源：赛迪顾问《2019年中国集团管理软件发展白皮书》，东兴证券研究所

2. 普联软件：正成为国企数字化转型的最佳受益者

2.1 企业管理信息化领军者

普联软件已成长为企业管理信息化领军者。普联软件成立于 2001 年，专注于为大型集团企业提供管理信息化方案及 IT 综合服务，主要面向石油、石化、建筑、地产及银行、保险领域客户，产品方案服务主要聚焦于集团财务管控、集团资金管理、智能化共享服务、大数据应用以及信息系统集成等业务。在研发技术和创新产品方面，公司也是国内较早全面熟悉掌握 XBRL 标准体系及关键技术的厂商，并拥有以 OSP 云开发平台、PaaS 云平台为核心的软件开发平台及业务模型库。

图5：公司发展历程

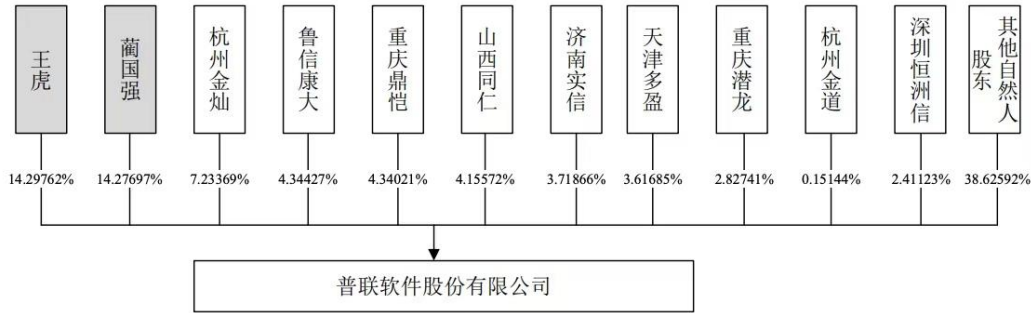


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

集团管理软件品类丰富，自主研发软件开发平台。公司专注于企业管理软件的开发和服务。经过技术的不断创新，面向集团管控的产品与方案种类丰富，目前拥有集团财务管理系统（方案）、集团资金管理系统（方案）、集团全面预算管理系统（方案）、财务共享服务平台（方案）、集团税务管理系统（方案）、集团资产管理系统、集团人力资源管理系统七大产品与解决方案，大范围覆盖集团管理软件产品业务。另外，公司拥有以 OSP 云开发平台、PaaS 云平台为核心的软件开发平台及业务模型库，可支持基于原型的快速迭代开发模式和承担大型系统开发项目；拥有以业务集成平台、数据集成平台为核心的软件集成工具平台，支持复杂运行环境下的多异构系统的信息集成与交互。

公司股权结构分散但团队稳定，高管团队行业经验丰富。公司实际控制人是王虎和蔺国强，王虎、蔺国强持有的发行人股份比例分别为 14.30%、14.28%，合计达 28.58%，除第三大股东机构投资者杭州金灿及其一致行动人杭州金道合计持股 7.39%外，剩余股东持股比例均不足 5%，公司股权较为分散。王虎和蔺国强虽持股绝对比例不高，但相对高于其余股东，且差距明显，为公司实际控制人。**公司高管团队行业经验丰富，研发体系完善，团结一心，共同努力为客户创造价值。**

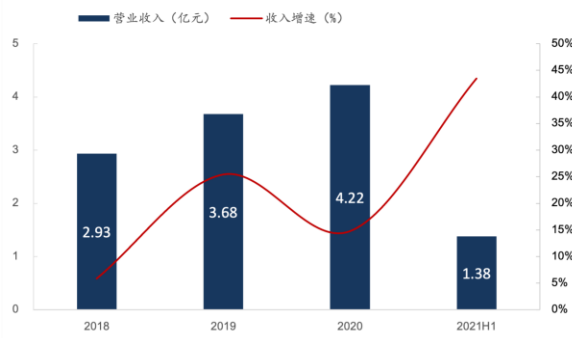
图6：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

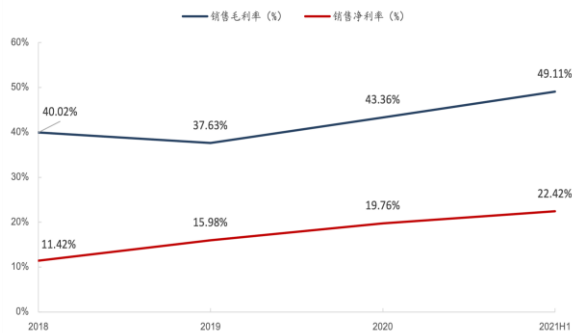
业绩进入高质量发展阶段，盈利能力不断提高。近年来公司业绩保持稳定增长，20 年营收和归母净利润分别为 4.22、0.83 亿元，分别同比增长 14.77%、41.89%；21H1 公司营收和归母净利润分别为 1.38、0.31 亿元，分别同比增长 43.49%、85.67%。盈利能力方面，公司毛净利率也在保持着稳健上涨态势，今年上半年公司毛净利率分别达到 49.11% 和 22.42%。

图7：公司营收及增速情况（亿元）



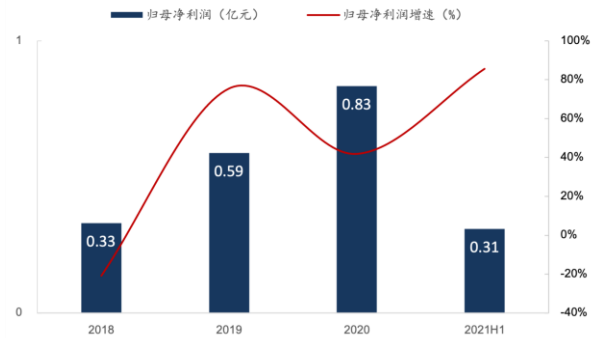
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图9：公司毛净利率情况



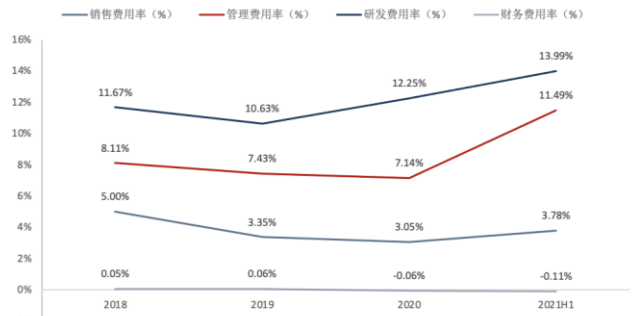
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图8：公司归母净利润及增速情况（亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

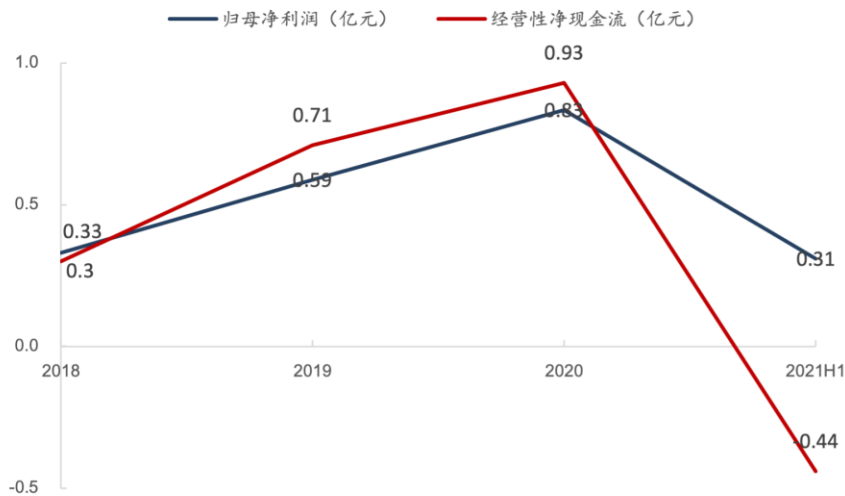
图10：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

难能可贵：近三年经营性净现金流超过净利润。公司近三年经营性净现金流分别为 0.3 亿，0.71 亿和 0.93 亿，同期净利润分别为 0.33 亿，0.58 亿和 0.83 亿。2021 年 H1 经营性净现金流为为-0.44 亿主要系客户信息化项目的立项、审批和采购招标一般安排在每年的第一、二季度，且对合同签署以及项目验收和货款支付有较长的审核周期，下半年尤其是第四季度通常是项目验收的高峰期，公司业绩存在季节性波动的原因。全年来看，公司经营性现金流表现突出，公司在央企客户处回款效率较高，间接证明客户粘性非常强，我们认为这种趋势有望继续延续。

图11：过往三年经营性现金流净额略高于归母净利润

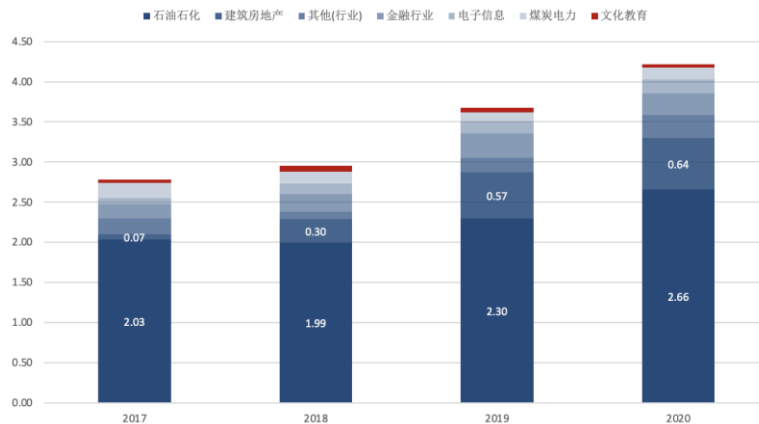


资料来源：Wind，东兴证券研究所

国企不断增长的数字化需求为公司的业务发展提供机会。同时，公司逐步确立了聚焦战略客户、聚焦优势业务的发展战略，销售费用不断下降，研发投入不断加强，资源配置优化，业绩逐步步入高质量发展阶段。

收入结构在改善，预计三年后建筑地产信息化贡献占比平分秋色。由于细分业务收入贡献增速不同，并且公司不断拓展新客户、新业务，对石油石化行业依赖度逐步降低。公司借助在石油石化行业积累形成的方案、产品，自 2010 年开始向更多行业、业务领域拓展。近年来，总结多行业、多业务领域扩张与探索阶段的经验与教训，逐步确定了两个聚焦的发展战略，即聚焦大型集团企业客户和聚焦优势业务领域。2016 年开始，石油石化行业外业务拓展取得较大进展，成功拓展中国建筑、万达集团、龙湖集团等客户。2017 年-2020 年，来自建筑地产行业的收入由 663.65 万元增长至 6354.96 万元，实现快速增长，营业收入占比也由 2017 年的 2.4% 增长至 2021H1 的 32.33%。未来五年是中国建筑信息化全面建设的重要时期，以石油石化、建筑地产两大优势行业为核心的新格局将成为实现公司收入规模及业绩快速增长的支撑点。

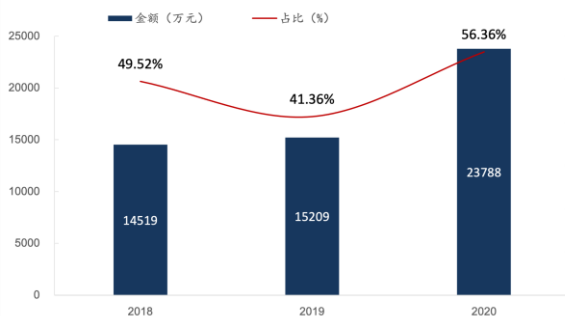
图12：分行业收入情况占比



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

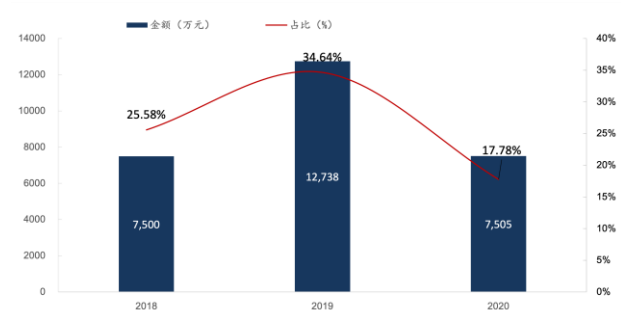
客户粘性高，原有产品升级需求收入为主要收入。公司主要客户皆为大型集团企业。大型集团企业经营规模庞大、组织机构复杂，核心系统建成后再进行更换的成本以及代价较大。种种原因使得其信息化建设具有周期性、长期性以及持续性，并且客户粘性较高、较为稳定。2018年至2020年，公司前五大客户的原有产品升级需求不断增加，占营业收入比例分别为49.52%，41.36%，56.36%，为公司收入的主要构成。公司与主要客户的交易具有稳定性和可持续性。

图13：原有产品升级需求收入情况



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图14：信息化新需求收入情况



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

新需求进一步带来后续升级需求，形成良性循环。公司在现有客户和现有业务保持稳定的基础上，同时重视新客户的拓展，扩大业务合作范围。2018年-2020年，公司前五大客户信息化新需求收入金额保持了较高的规模，为后期产品升级需求和长期运维服务收入稳步增长提供了支撑。随着公司“两个聚焦”战略的推进，新客户、新业务拓展能力不断提升，并持续转化为原有产品升级需求”的良性循环。

股权激励营收高目标，底气源自下游信息化高景气度和内部管理信心。公司于2021年9月6日发布公告计划实施股权激励，首次授予限制性股票的激励对象总人数为292人，行权目标为2021-2023年营收目标增长率为40%/80%/120%，其中触发增长率为32%/64%/96%。该目前增长率在定制化软件行业中难能可贵，我们认为这主要源于下游客户信息化水平需求高景气度提升，特别是中国建筑集团的“136工程”，管理层对订单增长和合同确收非常有信心。

2.2 XBRL 正成为财务数据驱动应用的利器

公司主力产品是定制化软件产品研发，主要面向企业集团的人财物管理，而 XBRL 引擎语言正成为财务标准驱动数据应用的重要手段，公司也积极研发 XBRL 产品，在未来财政部更广泛的试点推行中将发挥更大作用。

XBRL 是什么？ XBRL (eXtensible Business Reporting Language, 可扩展的商业报告语言)，是 XML (可扩展的标记语言, Extensible Markup Language) 于财务报告信息交换的一种应用。XBRL 作为一种新兴的电子财务报告格式，能够把信息颗粒化，并且包含了列报顺序和层级等格式信息，因此只要有相应软件，就可以把信息按照其他格式的要求自动重新组合，把 XBRL 财务报告转换为使用者所要求的任何格式。**它产生的目的在于解决传统电子财务报告在转换和利用上的低效率。**

例如股转公司基于 XBRL 制定了定期报告披露标准，统一提供了支持该披露标准的 XBRL 编报工具软件。新三板挂牌公司在 XBRL 编报工具软件中按照统一的填报标准及规则，填报相关的数据和描述之后，该软件不仅支持导出 XBRL 格式的报告文件供上报数据使用，同样支持自动转换为 PDF、WORD、EXCEL 等多种版式的报告文件供阅读者使用，实现数据一次录入，多次使用。挂牌公司导出的 XBRL 报告文件提交到新三板信息披露平台后会被自动解析形成统一数据库，相关信息系统可以直接使用。XBRL 技术能够提高信息收集、信息分析的质量，保证决策的及时、正确，更方便企业进行深度分析、行业对比和大范围比较。

表4：我国 XBRL 发展历程

时间	发展历程
2003 年 11 月	上海证券交易所在全国率先实施基于 XBRL 的上市公司信息披露标准
2005 年 1 月	深圳证券交易所颁布 1.0 版本的 XBRL 报送系统
2005 年 4 月	上海证券交易所加入 XBRL 国际组织
2006 年 3 月	深圳证券交易所加入 XBRL 国际组织
2007 年	财政部启动基于中国企业会计准则的通用分类标准项目，将 XBRL (可扩展商业报告语言) 技术引入中国企业报告报送体系。
2008 年 11 月	XBRL 中国地区组织成立
2009 年 4 月	财政部在《关于全面推进我国会计信息化工作的指导意见》中将 XBRL 纳入会计信息化的标准
2010 年 10 月 19 日	国家标准化管理委员会和财政部颁布了可扩展商业报告语言(XBRL)技术规范系列国家标准和企业会计准则通用分类标准。
至 2013 年底	采用 XBRL 编制并向财政部报送年度财务报告的中央国有大型企业达 13 家，银行 18 家，保险公司 5 家，34 个省、自治区、直辖市、计划单列市的地方大型企业达 169 家。

资料来源：XBRL 中国官网、东兴证券研究所

XBRL 系列产品满足金融行业领域需求。基于 XBRL，组织机构、会计期间、数据类型、数据维度等数据信息具有很小的颗粒度，可以被快速识别，同一份数据可以根据需要提供给不同的需求者，避免数据的重复录入，提高数据的质量，实现不依赖于报表格式快速、准确、可靠地处理商业报告数据。

XBRL 能够实现金融领域、尤其是上市公司之间的信息共享和互操作，进一步推动我国上市公司信息披露和证券信息服务的规范、有序发展。北交所的设立代表着我国证券市场规模的进一步扩大，随着金融领域对外开放深入，国内外投资者对于上市公司财务状况和经营情况的关注程度与日俱增，各类机构和个人对上市公司的信息披露要求将不断提高，XBRL 的应用将会愈发广泛，显示出巨大的经济价值和社会效用。

图15：基于 XBRL 设计的偿二代偿付能力报告编报系统



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

会计数字化为十四五重点，XBRL 为其强力支撑。2021 年 4 月财政部发文《会计改革与发展“十四五”规划纲要（征求意见稿）》，将以数字化信息化技术为依托，健全完善各种会计审计数据标准和安全使用规范作为十四五时期的会计改革与发展的总体目标之一。意见稿中指出十四五期间的任务为：实现会计信息化对会计核算流程和单位业务活动的全面覆盖。研究制定涵盖输入、处理和输出等会计核算全流程、各阶段的统一的企业会计数据标准，推动统一的企业会计数据标准在编制国有企业财务决算报表、国有金融企业财务决算报表中的应用，改造行业管理数字化平台，启动企业财务报表数据财税共享试点工作。在政策积极推动会计工作数字化转型之下，具备避免重复录入编报、财务报告自动分析、跨系统信息交换等优势 XBRL 技术，可以预测未来会在国企中重点推广。

公司 XBRL 产品覆盖范围较广。公司已拥有 XBRL 工具软件、XBRL 报表报告系统、XBRL 风险管理系统以及 XBRL 数据分析系统等相关应用产品，服务于财政部、银保监会等监管机构，保险公司、银行等众多金融领域的客户，目前公司的 XBRL 产品已经覆盖 100 多家保险公司，提供产品化服务。

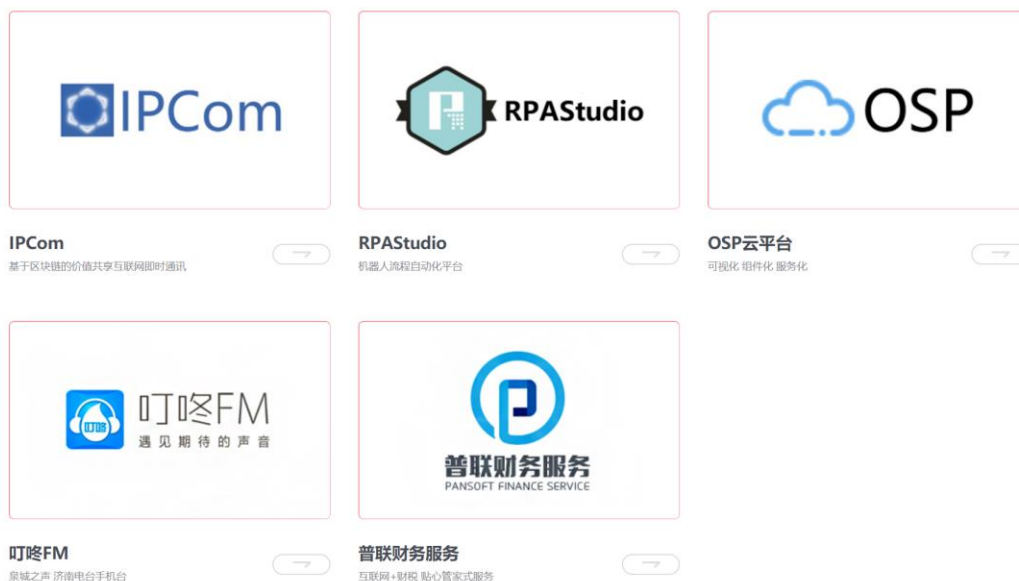
公司的 XBRL 产品更趋向于标准化，标准化意味着高毛利率，并且在财政部指导下制定标准可更好的自上而下推广产品服务应用，在增长和毛利率上将会有双重提振。

2.3 如何看待公司成长性？

公司属于小而美成长性标的，当前的成长因素更具主导地位。那怎样看待其快速成长性呢？其成长性确定性有多大呢？

- (1) **行业景气度提升的确定性。**我们在第一章重点论述了央企国企营收净利都在好转，并重点发力数字化转型，成为许多企业的一把手工程。更为直观的是，公司在招股说明书重点提到预计未来石油石化能源信息化行业增速可以达到 10% 以上，而建筑地产信息化增速可以达到 50% 以上，这为公司的成长性提供了中期指引。
- (2) **公司订单和合同确收的确定性。**市场会担心公司拓展客户贡献收入的持续性和拓展新客户的持续性，而公司成立后一直做中国石油中国石化两大客户，在 2018 年新拓展了中国建筑集团和国家管网公司，也成功拓展中国铝业等央企的细分需求，可见公司策略是围绕高质量的大型央企国企集团，重点做集团管理软件业务，然后不断的渗透扩容到周边信息化系统，从采购招标网站等看，公司订单增长情况良好，而半年度和四季度是确收较多的季度。
- (3) **长期怎么看待定制化软件成长？**定制化软件创收跟公司投入的实施人员数量及产出成正相关关系，而公司正在不断投入人员，预期人数会在未来 2-3 年继续保持 20% 以上的增长。而公司也不仅仅局限于定制化软件开发，总部的平台研发支撑部正在研发大数据平台和云服务，云服务业务已经有较好的客户拓展，技术创新和技术储备可以在数字化转型后期紧跟而上。

图16：公司云服务及其他创新技术产品储备



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3. 盈利预测及投资评级

基本假设：

一、**营收复合增速可达 35%+**：按照公司股权激励营收目标测算未来三年营收复合增速为 30%，而根据下游客户信息化水平和订单确收节奏，预判未来三年营收复合增速为 35% 以上。

二、**毛利率将会继续提升**：公司应用软件和平台软件研发并举，参照过往三年毛利率变化，伴随着高毛利率的平台软件项目增多，预期毛利率水平将会继续提升。

三、**费用率增速不高**：公司费用占比较高的依次是研发费用、管理费用和销售费用。（1）**研发费用**：研发支撑主要在济南总部，软件研发前期基础为后续客户提供复用支持，在研项目持续性良好，相较同行而言增速不会趋高；（2）**管理费用**：主要管理费用是运营和本地化项目费用，公司项目实施人员多数实现本地化，管理费用增速也不会很快，因此费用增长变化不会快于营收增速；（3）**销售费用**：公司主力客户是稳定投入的大型央企，销售维护基本不需要增加新的成本，因此销售费用增速会较低。

综上：

我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.26/1.87/2.66 亿，对应 EPS 分别为 0.90/1.33/1.89 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 33/23/16 倍。按照净利润复合增速 45%，以 PEG 和明年 1.87 亿左右净利润测算，保守给予 35-40 倍 PE 估值，中期市值可达 65-75 亿。看好国企数字化转型带来的下游行业景气度提升，且 XBRL、云平台、RPA 等标准软件产品应用扩散，从三年以上更中长期维度看，公司将慢慢步入软件成熟化阶段，在拓展新的大客户基础上，软件有望向平台通用型软件和云化转型。

首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

客户数字化转型力度不及预期、人员招聘及投入不及预期、技术创新节奏放缓。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	393	486	517	672	884	营业收入	368	422	613	871	1220
货币资金	134	84	0	0	0	营业成本	229	239	330	459	639
应收账款	162	203	295	419	588	营业税金及附加	3	3	5	7	9
其他应收款	5	5	7	10	15	营业费用	12	13	19	26	35
预付款项	0	0	0	0	0	管理费用	27	30	41	58	81
存货	60	42	58	81	113	财务费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	3	8	8	8	8	研发费用	39	52	74	104	146
非流动资产合计	53	56	75	85	87	资产减值损失	-1.29	-0.19	15.72	22.34	31.31
长期股权投资	8	8	8	8	8	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7	6	10	12	8	投资净收益	0.85	1.65	0.00	0.00	0.00
无形资产	1	0	10	12	12	加: 其他收益	7.86	5.41	5.41	5.41	5.41
其他非流动资产	25	30	30	30	30	营业利润	64	89	135	200	284
资产总计	446	542	592	757	971	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	105	134	135	140	146	营业外支出	0.25	0.11	0.11	0.11	0.11
短期借款	0	1	0	0	0	利润总额	64	89	135	200	284
应付账款	12	9	12	17	23	所得税	5	6	9	13	18
预收款项	26	0	0	0	0	净利润	59	83	126	187	266
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	2	0	0	0	0	归属母公司净利润	59	83	126	187	266
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	107	134	135	140	146	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	25.44%	14.77%	45.16%	42.12%	40.15%
实收资本(或股本)	66	66	141	141	141	营业利润增长	81.83%	39.68%	51.63%	48.05%	41.94%
资本公积	81	81	81	81	81	归属于母公司净利润增长	75.54%	41.87%	51.69%	48.09%	41.97%
未分配利润	168	228	308	426	593	获利能力					
归属母公司股东权益合计	340	408	574	708	900	毛利率(%)	37.63%	43.36%	45.12%	46.23%	46.61%
负债和所有者权益	446	542	709	848	1046	净利率(%)	15.98%	19.76%	20.64%	21.51%	21.79%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
						17.31%	20.46%	22.05%	26.44%	29.55%	
经营活动现金流	71	93	37	82	128	偿债能力					
净利润	59	83	126	187	266	资产负债率(%)	24%	25%	19%	16%	14%
折旧摊销	4.64	4.33	7.48	23.21	35.80	流动比率	3.74	3.63	3.83	4.81	6.04
财务费用	0	0	0	0	0	速动比率	3.17	3.31	3.40	4.23	5.27
应收帐款减少	-20	-42	-92	-124	-168	营运能力					
预收帐款增加	3	-26	0	0	0	总资产周转率	0.90	0.85	0.98	1.12	1.29
投资活动现金流	-1	-121	-43	-55	-69	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	35.10	41.34	58.97	60.80	61.22
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.89	1.26	0.90	1.33	1.89
筹资活动现金流	-15	-17	44	147	184	每股净现金流(最新摊薄)	0.83	-0.69	0.27	1.23	1.72
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.14	6.17	4.07	5.02	6.38
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	75	0	0	P/E	33.64	23.76	32.91	22.49	16.06
资本公积增加	1	0	0	0	0	P/B	5.82	4.85	7.34	5.95	4.69
现金净增加额	55	-46	38	173	243	EV/EBITDA	27.11	20.46	28.90	18.54	13.01

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	科技前瞻系列之三——数据安全在扩容，安全运营治理三剑客利刃出鞘	2021-08-24
行业	科技前瞻系列之二——鸿蒙对科技行业发展和投资机会的启示	2021-07-12
行业	科技前瞻系列之一——低代码加速 IT 效能，Appian 标杆效应显现	2021-06-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

科技组负责人&计算机互联网行业首席分析师，博士，2020 年度获新浪第二届“金麒麟分析师”奖，2020 年度获万得“金牌分析师”奖，多年一二级市场从业经验，组织团队专注研究：TMT 软硬件，硬科技、云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、智能网联车、视觉产业、物联网 5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

孙业亮

计算机行业高级分析师。近 2 年 IT 实业经验和近 4 年证券从业经验，2021 年加入东兴证券研究所。熟悉云计算、智能硬件、信息安全及金融科技等领域研究。

魏宗

中国人民大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

研究助理简介

刘蒙

清华大学五道口金融学院金融硕士，2020 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究

张永嘉

对外经济贸易大学金融硕士，2021 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526