

## 证券研究报告

### 公司研究

### 点评报告

宝信软件 (600845. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师

执业编号：S1090519070005

联系电话：+86 15510689144

邮箱：jiangying@cindasc.com

#### 相关研究

《宝信软件深度报告：从三大预期差解读新基建龙头长期确定性价值》2021.1.30

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 业绩表现亮眼，蜕变中的智能制造龙头

2021年10月29日

**事件：**2021年10月29日，公司发布2021年三季报，2021年前三季度实现营收74.05亿元，同比增长23.63%（调整后），实现归母净利润14.15亿元，同比增长44.57%（调整后），实现扣非归母净利润13.25亿元，同比增长42.41%（调整后）。

**点评：**

#### 业绩持续高增长，加速布局智能制造，IDC项目持续推进

根据公司公告，2021年8月，公司完成同一控制下合并收购飞马智科信息技术股份有限公司事项，根据会计准则及信息披露要求，对前期比较合并报表进行重述调整。调整后，公司2021年Q3实现营收25.31亿元，同比增长6.32%，实现归母净利润4.7亿元，同比增长51.44%，实现扣非归母净利润4.43亿元，同比增长50.93%。

公司业绩增长主要来源于几个方面：1、近年来宝武集团的业务发展及智能制造需求的提升，公司毛利率较高的自动化、信息化、云服务业务收入增加；2、研发费用加计扣除政策变动导致所得税费用同比降低，净利润增加。

2021年前三季度，公司在建工程实现7.06亿元，较2020年底增长较多，主要是由于宝之云五期项目的推进；2021年前三季度，公司研发费用为7.34亿元，同比增长33.5%，研发主要投向与智能制造相关的领域。

在IDC方面，公司上海、宣化、太仓等核心地段的IDC项目正稳步推进中，近期国家严查不合规IDC，叠加能耗限制，公司作为IDC龙头将核心受益。

在软件业务方面，公司深耕“智慧制造+工业互联网”，公司从MES、ERP、BI等工业软件扩张到冶金行业大型PLC，冶金行业大型PLC门槛高、难度大，公司作为国内最早布局大型PLC的企业，充分证明了其在工控和智能制造领域已经达到了国内领先水平。从PLC控制系统空间来看，宝武市场空间200亿，冶金行业空间2000亿，公司未来一纵一横扩张空间大，有望带动公司迎估值+盈利的戴维斯双击。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万）	6,849	9,518	11,904	16,024	21,429
同比(%)	25.2%	39.0%	25.1%	34.6%	33.7%
归属母公司净利润（百万）	879	1,301	1,802	2,353	3,315
同比(%)	31.4%	47.9%	38.5%	30.6%	40.9%
毛利率(%)	30.0%	29.1%	30.1%	30.7%	31.9%
ROE(%)	12.4%	17.9%	21.4%	23.0%	25.8%
EPS（摊薄）（元）	0.77	1.13	1.19	1.55	2.18
P/E	90.78	62.19	59.06	45.22	32.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月29日收盘价

### ➤ 发布冶金行业大型 PLC，智能制造龙头整装待发

经过十年研发，公司于今年正式发布冶金行业大型 PLC 产品，我们认为宝信 PLC 产品的发布具备重大的战略意义，意味着宝信已经逐步蜕变为智能制造龙头企业。市场之前总认为公司工业软件给不起估值，主要原因有两个：1) 公司主要背靠宝武和钢铁行业，市场认为市场相对单一，市场空间具备天花板；2) 公司工业软件主要为 MES、BI、ERP 等，市场对公司工业软件能力产生质疑。

我们认为宝信大型 PLC 产品的发布就相当于证明公司在国内工控/工业软件领域已经具备了领先的水平，从两个维度来看：1) 大型 PLC 门槛高：大型 PLC 对于稳定性要求非常高，除了技术上面的难度以外，有没有客户愿意接纳非常重要，国内大型 PLC 市场份额基本掌握在西门子、施耐德等欧美企业手中，PLC 行业发展相对成熟，一般企业出于业务上的稳定性，不愿意轻易更换 PLC，对于宝信来说，宝武成为宝信 PLC 产品发展的天然客户，经过十年的测试验证，铸就了宝信独一无二的竞争实力；2) 钢铁冶金行业 PLC 门槛高：在所有行业中，钢铁冶金行业 PLC 对于精确度、稳定性的要求可以排在前几名，对于宝信来说，能做钢铁冶金行业 PLC，就意味着具备了跨行业扩张的实力。宝信钢铁行业大型 PLC 的发布是对其自身工业软件实力的证明，未来公司“一纵一横”扩张空间大，纵向不断扩张产品序列，横向不断跨行业拓展，我们认为宝信工业软件估值亟待重塑，未来盈利+估值提升空间大。

### ➤ 工业互联网业务持续推进，核心受益于“碳中和”战略推进

公司背靠国内最大钢铁集团，为国内钢铁工业软件龙头，2016 年以来，钢铁行业逐步复苏，整体盈利能力得到持续改善，使得钢企具备了改造原有信息化、自动化系统的能力；同时宝武并购重组步伐在不断加快，伴随着亿吨宝武数智化转型，信息化、自动化需求有望持续释放；在“碳中和”背景下，钢企面临着转型升级的巨大压力，另外钢企也有能力去投入资本开支进行工业互联网的改造与布局，给公司工业互联网业务打开长期空间。

2020 年，公司荣誉中电联“2020 年度电子信息行业卓越企业”；正式通过信通院开展的“研发运营一体化 (DevOps) 能力成熟度模型”持续交付标准 3 级评估，成为国内首家通过该标准的工业软件企业；两款工业 APP 获评工信部“2019 工业互联网优秀解决方案”；顺利通过首批“信息系统建设和服务能力评估 (优秀级 CS4)”。

早在五年前，宝信就成立工业 4.0 项目部，对工业互联网技术提前布局。公司于 2020 年 12 月发布了自主研发的工业互联网平台 xIn³Plat，同时推进大数据“5S”组件开发，完成炼铁互联智控平台（高炉）示范项目建设；今年年初宝武成立中国宝武工业互联网研究院和中国宝武大数据中心，和宝信联合办公，统筹宝武工业互联网框架设计及前沿技术研发。公司依靠多年在工业软件领域积累的强大研发实力及钢铁行业专业经验，自主研发工业互联网平台和人工智能中台，以 iPlat 和 ePlat 为两翼，积极打造钢铁行业工业互联网生态圈，为未来发展开辟了新的成长赛道，打开更加广阔发展空间。

### ➤ IDC 具备独一无二的禀赋，卡位全国核心地段，扩张潜力十足

我们在宝信软件深度报告《从三大预期差解读新基建龙头长期确定性价值》，里面明确强调，市场通常把宝信在 IDC 成功的原因单一归结为资源禀赋，我们认为市场没有充分认识到公司独一无二的 IDC 能力，主要体现在“资源禀赋+工业软件能力”的结合。1) 从资源禀赋来看：背靠宝武，公司在土地、水、电、能耗获取等方面拥有得天独厚的资源优势；2) 从工业软件能力来看：公司是目前市场上唯一从设计（拥有独立梅山设计院）、建设、运营（市

场上唯一在 IDC 领域进行信息化、自动化全面自主研发的企业)等全部自主独立承担完成的企业,赋予了公司绝佳的成本控制能力、强劲的运维能力,公司的机房均为高品质机房,受到了上海市政府、上游供应商、下游客户的高度肯定。公司战略发展思路清晰,坚持走自建模式,在一线持续拓展多元化的优质客户,同时适当开拓大客户基地型业务,兼具强劲的扩张潜力和盈利能力。

**1) 专业的设计建设团队——全资子公司梅山设计院 IDC 团队:**市场上大部分第三方 IDC 企业主要依靠外部的设计院及建设团队承担 IDC 设计与建设工作,而公司拥有独立且专业的设计建设团队,全资子公司上海梅山工业民用工程设计研究院有限公司持有国家冶金工程设计甲级、建筑工程设计乙级、压力管道设计等多项资质证书。

**2) 工业软件实力强劲,信息化、自动化能力传承:**公司具备强劲软件开发能力, IDC 内部诸多系统如动环监控系统、调度系统等系统均由公司自主开发。

**3) 节能减排技术实力突出,有效降低电费成本:** IDC 节能主要靠架构的设计和运营能力,公司技术实力领先, IDC 节能减排技术行业领先,技术的领先有效地降低了公司用电成本和 PUE 值,为同纬度最低,根据公开数据显示,公司 IDC 项目平均 PUE 在 1.3-1.4,部分项目在 1.2-1.3 之间,液冷技术下达到接近 1.1 水平:

**4) 技术实力突出,率先在市场上采用最新前沿技术:**在市场上率先大规模使用高压直流技术,即交流转化为直流,直接供给 IT 设备,而传统的 UPS 系统是交流转换为直流,再通过直流整流转换为交流,给计算机设备供电,由于高压直流它少了一次变换,则减少了一次能量损耗;

**率先大规模将工业自动化控制的 PLC 技术和集群控制技术运用于暖通系统,将系统运行在最佳的效率区间;**

**采用自然冷却技术,**在室外温度低于机房温度时,用室外低成本冷水直接进行热交换,大大降低了制冷系统的能耗;在最新规划项目中部分采用液冷技术,相对于传统方式散热效率提高,大大降低散热系统在整个 IDC 的用能水平;

**市场上唯一大型应用削峰填谷水蓄能系统的 IDC 企业,**水蓄冷简单来说即采用备用的制冷机在夜间电费较低的时候进行充冷,再在白天进行释放,通过错峰用能的方式节约电费,水蓄冷实际应用较难,风险比较大,需要一套安全的自动化系统去进行自动化运行,公司自主研发整套安全的自动化系统,安全有效地保障了水蓄冷系统的正常运转,对于节约用电成本起到了关键作用。

**强劲的运维能力,电力系统和暖通系统均实现自动化运维,率先通过 Uptime M&O (数据中心运营管理) 认证:**公司的电力系统和暖通系统均采用全容错工业标准架构,实现了自动化调度和运维,无需人员干预;另外采取了自主开发的运营信息化管理平台,是目前市场上唯一在 IDC 领域进行信息化自动化全面自主研发的企业。M&O 是 uptime 公司推出的一项数据中心运营认证,是全球最知名最权威的数据中心认证之一,目前国内仅有少数公司通过此认证。**2016 年 7 月,宝之云 IDC (一期) 顺利通过 Uptime M&O 认证,使得宝信软件成为全球第 97 家,国内首家完全自主独立实施、并一次通过该认证的企业,**宝之云 IDC (一期)也是 Uptime M&O 认证有史以来通过的单体最大规模数据中心,宝之云 IDC (二期)目前也已顺利通过 Uptime M&O (数据中心运营管理) 认证。

公司战略发展思路清晰,坚持走自建模式,在一线持续拓展多元化的优质客户,同时适当开拓大客户基地型业务,兼具无穷的扩张潜力和强劲的盈利能力。公司目前主要沿着华东、华

北、华南一线核心区域布局，正积极储备资源（预计单点规模储备机柜均在1万个以上）及推进各个项目的开展，我们预计从今年四季度开始，公司新建机柜产能将逐步释放，且未来几年将进入产能加速投放新周期，我们认为公司作为国内批发型 IDC 龙头，将迎来发展的黄金期，坚定看好公司长远发展空间。

➤ 盈利预测与投资评级

公司作为国内稀缺的深度布局“智能制造+工业互联网+IDC 云计算”的硬科技龙头，长期成长确定性强，坚定看好公司长远发展空间。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 18.02 亿元、23.53 亿元、33.15 亿元，对应 PE 为 59.06 倍、45.22 倍、32.10 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险因素

IDC 建设与上架不及预期、宝武重组并购低于预期、5G 发展不及预期

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>7,184</b>	<b>10,754</b>	<b>13,304</b>	<b>17,601</b>	<b>23,326</b>	
货币资金	3,140	3,823	5,316	6,893	9,125	
应收票据	642	1,110	1,388	1,869	2,499	
应收账款	2,239	1,441	1,386	1,866	2,496	
预付账款	275	242	299	399	523	
存货	777	2,917	3,388	4,521	5,939	
其他	309	1,385	1,728	2,323	3,097	
<b>非流动资产</b>	<b>3,084</b>	<b>3,316</b>	<b>3,295</b>	<b>3,279</b>	<b>3,267</b>	
长期股权投资	199	211	211	211	211	
固定资产	1,430	1,673	1,836	1,969	2,076	
无形资产	114	101	91	82	73	
其他	1,341	1,332	1,158	1,018	906	
<b>资产总计</b>	<b>10,268</b>	<b>14,070</b>	<b>16,599</b>	<b>20,880</b>	<b>26,592</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,863</b>	<b>6,451</b>	<b>7,771</b>	<b>10,131</b>	<b>13,083</b>	
短期借款	20	20	0	0	0	
应付票据	1,584	2,233	2,756	3,678	4,830	
应付账款	869	3,494	4,313	5,755	7,559	
其他	390	705	703	699	694	
<b>非流动负债</b>	<b>136</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	135	107	107	107	107	
<b>负债合计</b>	<b>2,999</b>	<b>6,558</b>	<b>7,878</b>	<b>10,238</b>	<b>13,190</b>	
少数股东权益	204	230	312	420	572	
归属母公司	7,065	7,282	8,409	10,222	12,831	
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,268</b>	<b>14,070</b>	<b>16,599</b>	<b>20,880</b>	<b>26,592</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	6,849	9,518	11,904	16,024	21,429	
同比	25.2%	39.0%	25.1%	34.6%	33.7%	
归属母公司净利润	879	1,301	1,802	2,353	3,315	
同比	31.4%	47.9%	38.5%	30.6%	40.9%	
毛利率(%)	30.0%	29.1%	30.1%	30.7%	31.9%	
ROE%	12.4%	17.9%	21.4%	23.0%	25.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.77	1.13	1.19	1.55	2.18	
P/E	90.78	62.19	59.06	45.22	32.10	
P/B	11.30	11.11	12.65	10.41	8.29	
EV/EBITDA	26.64	17.56	11.97	9.61	7.13	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>6,849</b>	<b>9,518</b>	<b>11,904</b>	<b>16,024</b>	<b>21,429</b>	
营业成本	4,792	6,745	8,326	11,111	14,594	
营业税金及附加	17	28	35	48	64	
销售费用	173	167	214	320	471	
管理费用	246	209	238	353	471	
研发费用	724	949	1,119	1,602	2,143	
财务费用	-38	-60	-42	-47	-50	
减值损失合	-16	-109	0	0	0	
投资净收益	1	15	1	1	1	
其他	84	96	42	46	44	
<b>营业利润</b>	<b>1,004</b>	<b>1,481</b>	<b>2,055</b>	<b>2,684</b>	<b>3,781</b>	
营业外收支	-1	1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>1,003</b>	<b>1,482</b>	<b>2,055</b>	<b>2,684</b>	<b>3,780</b>	
所得税	78	122	171	223	314	
<b>净利润</b>	<b>925</b>	<b>1,360</b>	<b>1,884</b>	<b>2,461</b>	<b>3,466</b>	
少数股东损	46	59	82	108	152	
<b>归属母公司</b>	<b>879</b>	<b>1,301</b>	<b>1,802</b>	<b>2,353</b>	<b>3,315</b>	
EBITDA	1,130	1,715	2,515	3,134	4,224	
EPS(当年)(元)	0.77	1.13	1.19	1.55	2.18	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>887</b>	<b>1,466</b>	<b>2,585</b>	<b>2,504</b>	<b>3,324</b>	
净利润	879	1,301	1,802	2,353	3,315	
折旧摊销	278	442	502	497	493	
财务费用	4	0	-42	-47	-50	
投资损失	-1	-15	-43	-47	-45	
营运资金变	-528	-529	270	-575	-818	
其它	255	268	96	323	429	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-970</b>	<b>-617</b>	<b>-438</b>	<b>-434</b>	<b>-435</b>	
资本支出	-908	-333	-480	-480	-480	
长期投资	199	211	211	211	211	
其他	-62	-283	43	47	45	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-701</b>	<b>-174</b>	<b>-654</b>	<b>-494</b>	<b>-656</b>	
吸收投资	246	607	1,405	541	706	
借款	-361	100	-20	0	0	
支付利息或股息	-297	-396	-998	-494	-656	
<b>现金流净增加额</b>	<b>-784</b>	<b>675</b>	<b>1,493</b>	<b>1,577</b>	<b>2,232</b>	

## 研究团队简介

**蒋颖，通信行业首席分析师。中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。** 2017年到2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖IDC&云计算产业链、物联网产业链、5G产业链等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

**石瑜捷，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。**曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

**齐向阳，北京大学工程硕士，软件工程专业。**2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。