

远光软件 (002063.SZ) 电力信息化龙头，携手电网进入发展新阶段

2022年06月16日

——公司首次覆盖报告

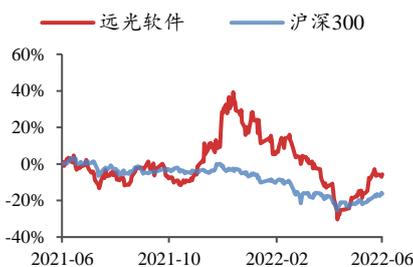
投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

日期	2022/6/16
当前股价(元)	7.25
一年最高最低(元)	10.82/5.25
总市值(亿元)	95.92
流通市值(亿元)	88.34
总股本(亿股)	13.23
流通股本(亿股)	12.18
近3个月换手率(%)	86.28

股价走势图



数据来源：聚源

● 电力信息化领军，首次覆盖给予“买入”评级

公司是电力信息化领军企业之一，是国网数科公司旗下唯一上市平台，战略地位显著。“电改”和“双碳”政策驱动电力信息化加速，公司紧跟国家电网进入发展新阶段。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.61、4.32、5.15亿元，对应EPS分别为0.27、0.33、0.39元/股，对应当前股价PE分别为26.6、22.2、18.6倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● “电改”和“双碳”政策驱动电力信息化加速，公司充分受益

(1) “电改”：政策持续推进电价市场化改革，核心在于建立起“能涨能跌”的市场化电价机制，激发市场活力。过去电力用户选择售电公司的首要因素是电价，“电改”的深化将促使用户考虑更多的非价格因素，对电力企业的信息化建设提出了更高的要求。公司作为深耕能源电力行业的信息化厂商，紧跟政策导向，为发、售电企业提供相关业务规划咨询、信息化平台及解决方案，有望充分受益。

(2) “双碳”：碳市场是市场化机制减碳的重要支撑。2021年7月，全国碳市场正式启动上线交易，纳入的企业碳排放量近45亿吨，成为全球规模最大碳市场。火力发电是最主要的碳排放源头，因此电力行业是碳交易市场重要主体。2020年公司研发的碳资产管理平台在华能集团落地应用，为市场开拓奠定基础。

● 国网数科旗下唯一上市公司，激励落地进入发展新阶段

公司专注电力企业信息化三十载，对公司对电力央企需求有深刻理解，获得了国网、南网、国电等集团客户的认可，集团管理等核心产品在电力行业长期领先。2019年，国家电网全资子公司国网数科入股成为公司控股股东。2022年6月，公司发布期权激励计划（草案），激励对象共665人，包括向万红等14名公司高管以及651名管理和技术骨干。随着公司激励的落地，在“电改”和“双碳”政策的推动下，公司有望进入发展新阶段。

● 风险提示：产业政策变动风险；与控股股东融合带来的波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,692	1,915	2,300	2,807	3,384
YOY(%)	8.1	13.2	20.1	22.1	20.6
归母净利润(百万元)	263	305	361	432	515
YOY(%)	16.0	16.2	18.1	19.7	19.4
毛利率(%)	61.4	58.9	59.0	59.1	59.3
净利率(%)	15.5	15.9	15.7	15.4	15.2
ROE(%)	10.2	10.6	11.5	12.3	13.1
EPS(摊薄/元)	0.20	0.23	0.27	0.33	0.39
P/E(倍)	36.5	31.4	26.6	22.2	18.6
P/B(倍)	3.6	3.3	3.0	2.7	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 简介：国网数科旗下唯一上市平台，战略地位显著.....	3
2、 行业：“电改”+“双碳”驱动电力信息化加速.....	4
3、 业务：专注电力企业信息化三十载，行业长期领先.....	5
4、 财务：业绩稳步增长，激励落地迈入新阶段.....	9
5、 盈利预测与投资建议.....	10
5.1、 核心假设.....	10
5.2、 盈利预测与估值分析.....	10
6、 风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	12

图表目录

图 1： 电力市场和碳市场是重要突破点.....	5
图 2： 全国碳市场进入第一个履约期.....	5
图 3： 公司客户涵盖能源行业龙头.....	6
图 4： 集团管理收入稳中有升.....	7
图 5： 集团管理贡献公司主要收入.....	7
图 6： 公司新一代企业数字核心系统远光达普（YG-DAP）.....	7
图 7： 公司综合能源服务平台.....	8
图 8： 公司推出碳交易全体系咨询服务.....	8
图 9： 公司碳资产管理平台覆盖全业务流程.....	8
图 10： 公司碳资产管理平台已在华能集团落地应用.....	9
图 11： 2021 年公司实现收入 19.15 亿元.....	9
图 12： 2021 年公司实现归母净利润 3.05 亿元.....	9
表 1： 国网数科业务涵盖能源电子商务、能源金融科技、能源数字技术三大领域.....	3
表 2： 国网数科为公司控股股东（截至 2022Q1）.....	3
表 3： 深化电价市场化改革对各个环节的影响.....	4
表 4： 公司经历三个发展阶段.....	6
表 5： 公司股票期权激励对象广泛.....	10
表 6： 公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平.....	11

1、简介：国网数科旗下唯一上市平台，战略地位显著

国网数科成立于 2016 年 1 月，注册资本 10 亿元，是国家电网旗下全资子公司。国网数科业务涵盖能源电子商务、能源金融科技及能源数字技术三大领域，建成电 e 宝、国网商城、国网新能源云、电 e 金服、能源工业云网、国网商旅云、国网双创、e-交易八大业务平台。

表1：国网数科业务涵盖能源电子商务、能源金融科技、能源数字技术三大领域

能源电子商务	能源金融科技	能源数字技术
电 e 宝	电 e 金服	云服务
电费网银	供应链金融	大数据
国网商城	电费金融	区块链
爱如电	个人金融	智慧财税
央企消费帮扶	企业征信	智能终端
e 享家		信息安全
国网商旅云		
国网双创		
国网新能源云		
能源工业云网		
e-交易		
新一代电费结算		

资料来源：国网数科官网、开源证券研究所

公司是国网数科旗下唯一上市平台。国网数科于 2019 年 3 月入股公司，2019 年 11 月成为公司控股股东。基于对公司未来发展的认可，国网数科自 2020 年 12 月逐渐在二级市场公开增持公司股份。截至 2022Q1，国网数科持有公司约 13.25% 的股份。

表2：国网数科为公司控股股东（截至 2022Q1）

排名	股东名称	持股比例
1	国网数字科技控股有限公司	13.25%
2	陈利浩	9.96%
3	国电电力发展股份有限公司	6.21%
4	华安媒体互联网混合型证券投资基金	1.21%
5	魏兆琪	1.04%
6	华安沪港深外延增长灵活配置混合型证券投资基金	1.03%
7	香港中央结算有限公司	0.91%
8	全国社保基金 604 组合	0.85%
9	李小飞	0.80%
10	富国创新科技混合型证券投资基金	0.78%
	合计	36.04%

资料来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：“电改”+“双碳”驱动电力信息化加速

（一）深化电价市场化改革，驱动信息化建设升级

2021年10月，国家发展改革委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，共列出四项改革内容，其核心是真正建立起“能涨能跌”的市场化电价机制，以加快推进电价市场化改革，完善主要由市场决定电价的机制，保障电力安全稳定供应，标志着电力市场化改革又迈出了重要一步。

表3：深化电价市场化改革对各个环节的影响

环节	影响
发电侧	<p>燃煤发电企业（发电侧）收益取决于上网电量和上网电价。本次《通知》带来新的变化：</p> <p>（1）电量：有序放开全部燃煤发电电量上网电价。燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，目前燃煤发电已经有70%的电量参与了电力市场，那么全电量入市将为市场化交易可能带来的收益加大30%左右的杠杆系数。</p> <p>（2）电价：扩大市场交易电价上下浮动范围。《通知》将燃煤发电市场交易价格浮动范围从“-15%-10%”扩大到“-20%-20%”，为燃煤发电企业开放了更大的电价上浮空间，有利于将煤炭成本的变化传导至煤电价格，同时也可激励企业增加电力供应，更好地释放产能。</p>
用电侧	<p>“扩大市场交易电价上下浮动范围”带来的影响并非覆盖用电侧全体：</p> <p>（1）对于居民、农业等用户：用电仍然由电网企业保障供应，执行现行目录销售电价政策，购用电价格和方式没有变化，保障民生处于首要位置。</p> <p>（2）对于工商业用户：将取消目录销售电价，同时要求推动工商业用户都进入市场。据中国电力企业联合会发展规划部韩放副主任介绍：全国工商业企业用电成本占总成本平均约1.3%，此次改革最多可能推高0.15%，总体影响有限。同时，电价的上浮也将抑制不合理电力需求，改善电力供求状况。</p>
电网侧	<p>被赋予“代理购电”的新职能。对暂未直接从电力市场购电的用户，将由电网企业代理购电，代理购电价格主要通过场内集中竞价或竞争性招标方式形成。</p> <p>目前约有44%左右的工商业用户已进入市场，按照《通知》的要求，电力市场化用户将新增超过一倍。相比已入市用户，新增用户从整体上可能会呈现用电量偏小、用电不稳定等情况，而电网企业代理10千伏（不含）以下的工商业用户购电，是在现行市场环境，对中小型工商业电力用户购电服务的尝试和探索。</p>
售电侧	<p>明确多元服务、长足发展的业务方向。《通知》明确提出要“健全电力市场体系，加快培育合格售电主体”。过去电力用户选择售电公司的首要因素是电价，此次取消工商业目录销售电价，将促使电力用户在选择售电公司时，考虑更多的非价格因素。</p>

资料来源：公司公众号、开源证券研究所

新一轮电力改革驱动信息化需求。电力体制改革将进一步释放市场活力，电价市场化对电力企业的信息化建设提出了更高的要求。公司作为深耕能源电力行业的信息化厂商，紧跟政策导向，为发、售电企业提供相关业务规划咨询、信息化平台及解决方案，有望充分受益。

（二）政策重申“双碳”目标，碳市场是减碳重要支撑

政府发文重申“双碳目标”，减碳势在必行。2021年10月，新华社发布《中共中央、国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》，重申了“2030年碳达峰、2060年碳中和”的政策目标，减碳势在必行，电力市场和碳市场是以市场化机制减碳的重要突破点。

图1：电力市场和碳市场是重要突破点

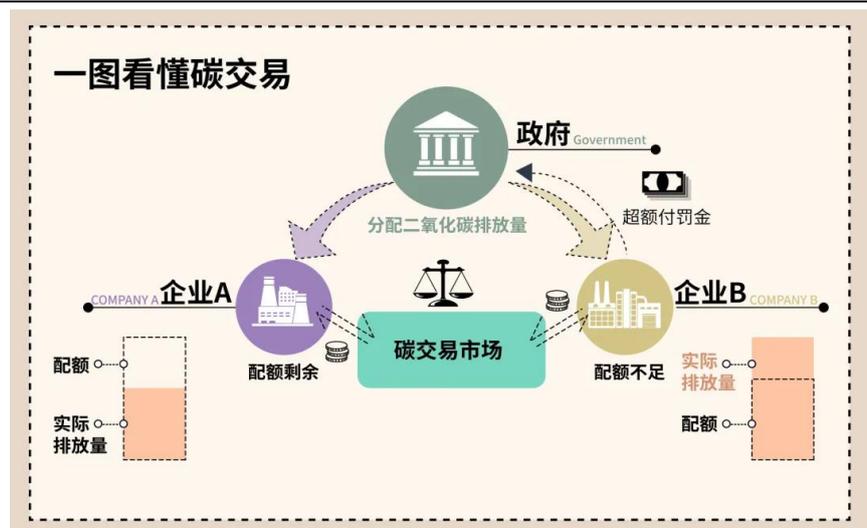
(十三) 深化能源体制机制改革。全面推进电力市场化改革，加快培育发展配售电环节独立市场主体，完善中长期市场、现货市场和辅助服务市场衔接机制，扩大市场化交易规模。推进电网体制改革，明确以消纳可再生能源为主的增量配电网、微电网和分布式电源的市场主体地位。加快形成以储能和调峰能力为基础支撑的新增电力装机发展机制。完善电力等能源品种价格市场化形成机制。从有利于节能的角度深化电价改革，理顺输配电价结构，全面放开竞争性环节电价。推进煤炭、油气等市场化改革，加快完善能源统一市场。

(三十三) 推进市场化机制建设。依托公共资源交易平台，加快建设完善全国碳排放权交易市场，逐步扩大市场覆盖范围，丰富交易品种和交易方式，完善配额分配管理。将碳汇交易纳入全国碳排放权交易市场，建立健全能够体现碳汇价值的生态保护补偿机制。健全企业、金融机构等碳排放报告和信息披露制度。完善用能权有偿使用和交易制度，加快建设全国用能权交易市场。加强电力交易、用能权交易和碳排放权交易的统筹衔接。发展市场化节能方式，推行合同能源管理，推广节能综合服务。

资料来源：中共中央、国务院《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》

碳市场正式上线进入第一个履约期。2021年7月16日，全国碳市场正式启动上线交易，进入第一个履约期，纳入的企业碳排放量近45亿吨，我国成为全球规模最大的碳市场。

图2：全国碳市场进入第一个履约期



资料来源：公司公众号

电力企业是碳交易市场主体。火力发电是最主要的碳排放源头，因此电力行业是碳交易市场主体。电力行业参与碳交易对推动能源结构优化、推送用电企业节能减排、提质增效有着积极的作用。2020年12月30日，生态环境部公布2019-2020年全国碳市场纳入发电行业重点排放单位名单，共计2225家。

3、业务：专注电力企业信息化三十载，行业长期领先

公司以财务系统起家，专注大型企业管理信息化。1985-2001年为财务信息化发展阶段。公司成立之初，主要推广财务管理系统，并确立了以服务电力集团企业为主的战略方向。2002-2012年为集团管控发展阶段。公司2002年开始大力发展集团管理信息化业务，管理信息系统在国家电网、南网、国电等公司实施应用。2013年至今为智能互联发展阶段。目前，公司围绕“数字企业、智慧能源、信创平台、社会互联”四大领域布局，核心竞争力持续巩固提高。

表4: 公司经历三个发展阶段

阶段	年份	类型	事件
财务 信息化	1985	软件初创	远光软件创始人陈利浩成功研制“供电企业会计核算系统”
	1987	部级鉴定	“供电企业会计核算系统”通过国家水电部鉴定，并在全国供电企业内推广
	1998	公司成立	远光软件股份有限公司正式成立，确定了以 服务电力集团企业 为主的战略方向
	1999	创新产品	发布 B/S 架构的财务软件，开启企业财务管理信息化的征程
	2000	全国推广	《国家电力公司财务管理信息系统》通过国家电力公司财务部验收后在全国推广
集团 管控	2002	推出 ERP	大力 发展集团管理信息化业务 ，首推基于 J2EE 架构的 ERP 系统
	2004	全面推广	全国电力系统中，20 个电网、省级公司开始应用远光的大型 ERP 软件“远光电力 ERP”
	2006	公司上市	远光软件在深圳证券交易所上市，股票代码 002063
	2008	集团管控	远光 GRIS 集团集约化管理信息系统在国家电网、南网、国电等实施应用
智能 互联	2009	中央预算	《远光集团财务管控系统 V1.0》被列入新增中央预算内投资计划项目
	2015	布局售电	布局售电业务 ，斥资参与设立珠海高远电能科技有限公司
	2016	能源互联网	成立“远光能源互联网”全资子公司，助力配售电公司优化业务，持续 发力能源互联网
	2017	配电网信息化	投资杭州昊美科技， 加码配电网信息化 ，增强主营业务，完善产品业务体系，打造能源生态圈
	2019	股权变动	国网数科成为公司控股股东，国务院国资委成为实际控制人
	2020	新品发布	推进产品全栈式国产化，研发推出远光 DAP，发布远光九天智能一体化云平台，助力企业数字化转型升级
	2021	聚焦信创	公司核心产品已先后与国内主流厂商完成软硬件全栈国产化适配和兼容性互认证，位列“2020 中国信创 TOP500”前百强

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司在电力能源行业长期领先。公司在成立之初，就明确了以**服务电力集团企业**为主的战略。经过 30 年的积累，公司先后参与了国家电网、南方电网等多家大型能源集团的重点信息化工厂。公司对电力央企需求有深刻理解，获得了集团客户尤其是电力行业客户的认可，集团管理等核心产品在电力行业长期领先。

图3: 公司客户涵盖能源行业龙头



资料来源：公司官网

（一）集团管理

集团管理贡献公司主要收入。基于与电网公司的长期合作，稳定贡献现金流，2021年集团管理收入达11.99亿元，过去几年稳中有升。

图4：集团管理收入稳中有升

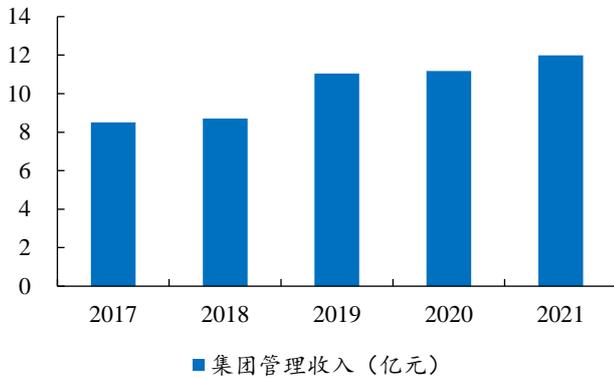
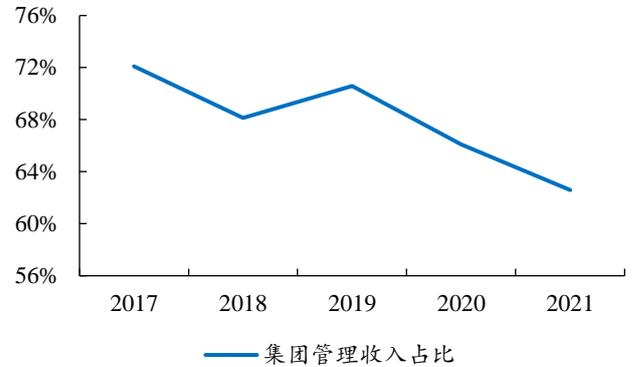


图5：集团管理贡献公司主要收入

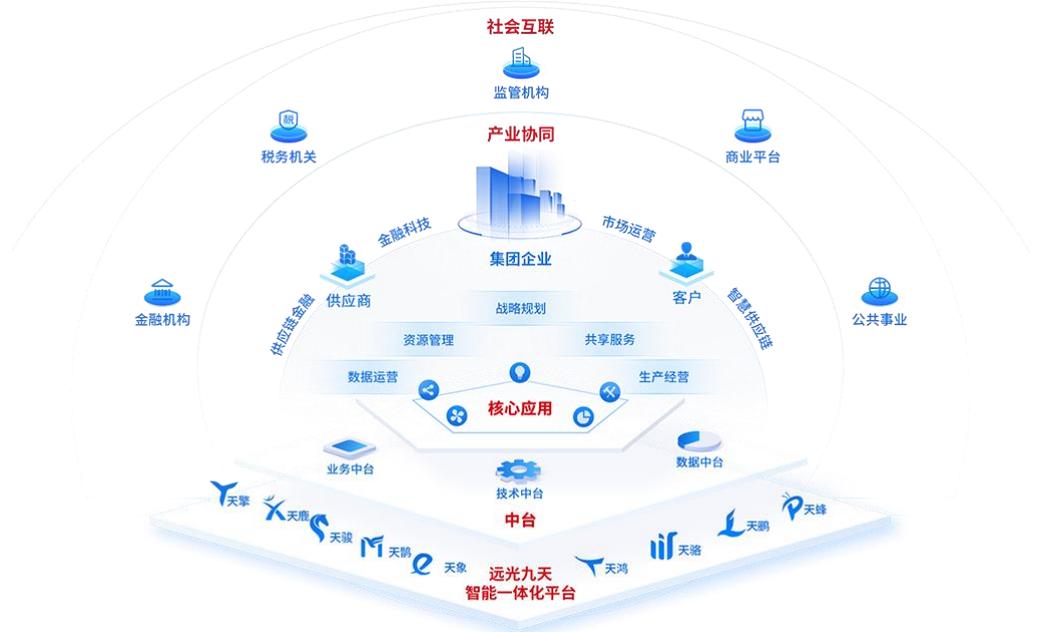


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司发布企业数字核心系统远光达普（YG-DAP）。远光达普（YG-DAP）采用“云原生”技术，按照“全栈国产化、组件式接入、全业务协同、嵌入型分析、服务化运营”的设计理念，实现了从芯片到操作系统、数据库、中间件等全栈国产化适配，满足自主可控需求。

图6：公司新一代企业数字核心系统远光达普（YG-DAP）



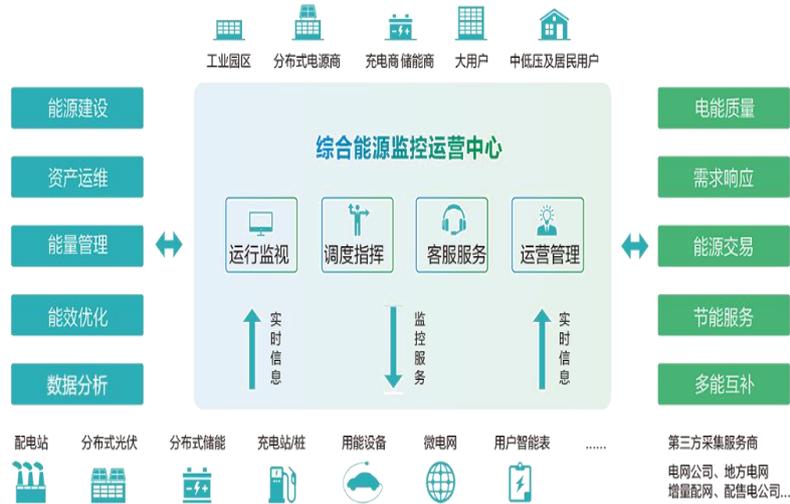
资料来源：公司官网

（二）智慧能源

公司自2015年推出智慧能源板块，主要面向电力市场化改革后的新需求，主要产品包括智慧能源综合服务平台、发电企业市场交易辅助决策系统、电力现货交易结算系统、碳资产管理系统等。

公司核心业务为综合能源服务平台（IESP）。IESP 以大数据、人工智能等技术为基础，提供综合能源供应、销售、消费服务的综合服务云平台，主要有信息采集、能效分析等功能。

图7：公司综合能源服务平台



资料来源：公司官网

（三）碳资产

公司子公司是碳交易产业联盟首届理事。2017年12月，中国节能协会碳交易产业联盟在北京正式揭牌成立，公司子公司远光能源互联网为联盟首届理事单位。

公司推出碳交易全流程服务。（1）**全体系咨询服务**：公司基于多年集团企业管理信息化的经验，为发电企业、电网企业及其它控排企业等提供从碳排放管理体系框架、管理流程、实施方案、评价标准等全体系咨询服务。（2）**碳资产管理平台**：公司为发电企业打造了覆盖配额管理、CCER 项目管理、排放计算、交易履约管理等全业务流程统一管理的碳资产管理系统，碳资产管理平台的研发布局对于公司后续在碳达峰、碳中和市场的开拓发展具有深远意义。

图8：公司推出碳交易全体系咨询服务



资料来源：公司公众号

图9：公司碳资产管理平台覆盖全业务流程



资料来源：公司公众号

标杆项目落地，为市场开拓奠定基础。2020年，公司碳资产管理平台已经在华能集团落地应用，在集团公司、华能碳资产经营有限公司和二三级单位实现了统一

的碳排放管理，目前平台已平稳运营一年。华能项目的成功验收为公司在碳市场开拓奠定良好基础。

图10：公司碳资产管理平台已在华能集团落地应用

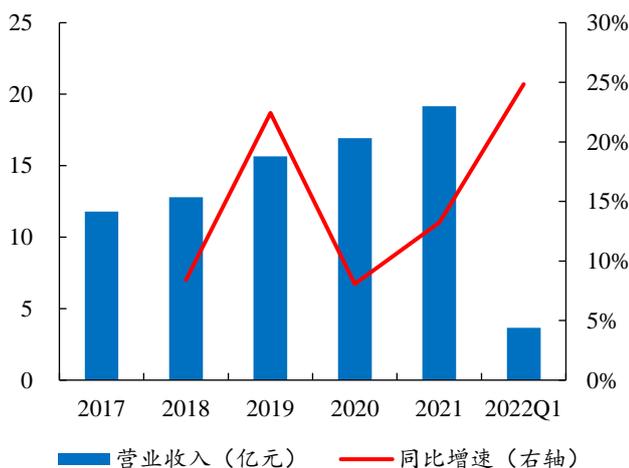


资料来源：公司公众号

4、财务：业绩稳步增长，激励落地迈入新阶段

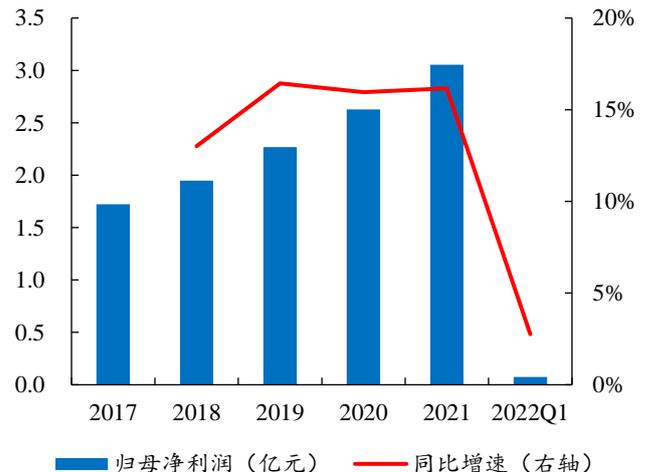
收入利润稳步增长。2021年公司实现收入19.15亿元，同比增长8.1%，2017-2021年复合增速为12.9%；实现归母净利润3.05亿元，同比增长16.0%，2017-2021年复合增速为15.4%，利润增速快于收入增速。

图11：2021年公司实现收入19.15亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2021年公司实现归母净利润3.05亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司股票期权激励对象广泛。2022年6月，公司发布2021年股票期权激励计划（草案修订稿），授予数量为3349.48万份，约占公司总股本的2.53%，授予价格为8.51元/股。本次激励计划的授予对象共665人，包括向万红等公司高管以及管理骨

干及技术骨干。

表5：公司股票期权激励对象广泛

姓名	职务	获授数量（万份）	占计划比例
向万红	董事、副总裁	11.76	0.35%
秦秀芬	高级副总裁	11.76	0.35%
李美平	高级副总裁	11.76	0.35%
简露然	高级副总裁	11.76	0.35%
毛华夏	高级副总裁、财务总监	11.76	0.35%
姚国全	副总裁	11.76	0.35%
毕伟	总工程师	11.76	0.35%
王志刚	副总裁	11.76	0.35%
陈婷	副总裁	11.76	0.35%
曾增	副总裁	11.76	0.35%
何永刚	副总裁	11.41	0.34%
郑佩敏	副总裁	11.76	0.35%
袁绣华	副总裁	11.76	0.35%
李永华	副总裁	11.76	0.35%
管理骨干、技术业务骨干（651人）		3,185.19	95.10%
合计		3,349.48	100.00%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

本期激励计划考核年度为2022-2024年，考核条件为：(1)净资产收益率 $\geq 7.9\%$ ，且不低于对标企业75分位值水平；(2)净利润较2020年复合增长率不低于11%，且不低于对标企业75分位值水平；(3) $\Delta EVA > 0$ 。

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设

核心假设 1：“双碳”政策目标明确，公司是电力信息化龙头，是国网数科旗下唯一上市平台，有望深度受益行业高景气。其中，预计集团管理业务2022-2024年收入年均复合增速约8%，预计智慧能源业务2022-2024年收入增速分别为45%/25%/20%，预计人工智能业务2022-2024年收入增速分别为110%/50%/40%。

核心假设 2：收入较高增长有望带动毛利率稳中有升。

核心假设 3：收入高增长有望摊薄销售费用、管理费用；公司持续高研发投入，研发费用率预计保持稳定，保证核心竞争力。

5.2、盈利预测与估值分析

公司是电力信息化龙头，是国网数科旗下唯一上市平台，战略地位显著。“电改”和“双碳”政策驱动电力信息化加速，公司携手电网进入发展新阶段。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.61、4.32、5.15亿元，对应EPS分别为0.27、0.33、0.39元/股。

我们选取朗新科技、南网科技、东方电子等能源IT龙头作为可比公司。公司对应当前股价PE分别为26.6、22.2、18.6倍，公司估值低于行业可比公司均值，首次

覆盖，给予“买入”评级。

表6：公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE	
		2022/6/16	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300682.SZ	朗新科技	299.7	10.9	13.8	17.2	27.6	21.8	17.4
688248.SH	南网科技	133.0	2.0	3.3	4.6	65.4	40.8	28.8
000682.SZ	东方电子	90.2	4.2	5.1	6.3	21.4	17.6	14.4
	平均值	174.3	5.7	7.4	9.4	38.1	26.7	20.2
002063.SZ	远光软件	95.9	3.6	4.3	5.2	26.6	22.2	18.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（朗新科技、东方电子盈利预测来自开源证券研究所；南网科技来自 Wind 一致预测）

6、风险提示

产业政策变动风险；与控股股东融合带来的波动风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2346	2636	3777	4401	5018
现金	237	258	1156	1411	1701
应收票据及应收账款	990	1204	1430	1785	2092
其他应收款	16	18	23	27	33
预付账款	8	10	11	15	17
存货	32	34	45	51	64
其他流动资产	1063	1112	1112	1112	1112
非流动资产	793	852	902	958	1020
长期投资	72	66	70	73	80
固定资产	170	170	235	302	366
无形资产	175	217	214	205	193
其他非流动资产	375	399	383	378	381
资产总计	3138	3488	4678	5359	6038
流动负债	358	463	1074	1381	1599
短期借款	0	0	605	797	988
应付票据及应付账款	195	275	289	398	427
其他流动负债	162	188	181	187	185
非流动负债	13	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	19	19	19	19
负债合计	371	482	1093	1400	1618
少数股东权益	123	133	153	175	203
股本	1102	1323	1588	1588	1588
资本公积	62	62	62	62	62
留存收益	1519	1549	1848	2205	2631
归属母公司股东权益	2645	2874	3433	3783	4217
负债和股东权益	3138	3488	4678	5359	6038

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	79	22	177	241	297
净利润	281	320	381	455	543
折旧摊销	52	60	54	65	76
财务费用	-5	-5	7	7	14
投资损失	-54	-19	-33	-33	-35
营运资金变动	-244	-372	-231	-254	-301
其他经营现金流	50	37	0	0	0
投资活动现金流	-78	66	-70	-89	-103
资本支出	53	62	46	53	55
长期投资	-70	102	-4	-2	-7
其他投资现金流	-95	229	-28	-38	-54
筹资活动现金流	-57	-66	186	-89	-96
短期借款	-10	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	254	220	265	0	0
资本公积增加	-84	0	0	0	0
其他筹资现金流	-217	-286	-78	-89	-96
现金净增加额	-57	22	293	63	99

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1692	1915	2300	2807	3384
营业成本	652	787	943	1149	1378
营业税金及附加	14	13	21	24	28
营业费用	194	187	237	300	360
管理费用	197	184	230	281	338
研发费用	354	419	504	617	745
财务费用	-5	-5	7	7	14
资产减值损失	-0	-11	5	-4	-5
其他收益	17	18	18	18	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	54	19	33	33	35
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	304	342	403	483	577
营业外收入	0	1	1	0	1
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	304	340	402	482	577
所得税	23	20	22	27	34
净利润	281	320	381	455	543
少数股东损益	18	15	20	23	28
归母净利润	263	305	361	432	515
EBITDA	348	393	454	551	660
EPS(元)	0.20	0.23	0.27	0.33	0.39

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	8.1	13.2	20.1	22.1	20.6
营业利润(%)	33.9	12.4	17.9	19.8	19.6
归属于母公司净利润(%)	16.0	16.2	18.1	19.7	19.4
获利能力					
毛利率(%)	61.4	58.9	59.0	59.1	59.3
净利率(%)	15.5	15.9	15.7	15.4	15.2
ROE(%)	10.2	10.6	11.5	12.3	13.1
ROIC(%)	10.4	10.8	10.0	10.6	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	11.8	13.8	23.4	26.1	26.8
净负债比率(%)	-8.5	-8.1	-16.3	-16.4	-16.9
流动比率	6.6	5.7	3.5	3.2	3.1
速动比率	5.0	3.5	2.5	2.4	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	3.9	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.23	0.27	0.33	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.02	0.13	0.18	0.22
每股净资产(最新摊薄)	2.00	2.17	2.39	2.66	2.99
估值比率					
P/E	36.5	31.4	26.6	22.2	18.6
P/B	3.6	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	31.2	28.7	24.3	19.9	16.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn