

宝信软件 (600845)

钢铁信息化持续高景气，宝信业绩迎来量质双升

2022年07月12日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

研究助理 王世杰

执业证书: S0600121070042

wangshijie@dwzq.com.cn

买入 (首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	11,759	15,359	19,763	25,033
同比	15%	31%	29%	27%
归属母公司净利润 (百万元)	1,819	2,409	3,118	3,978
同比	36%	32%	29%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.20	1.58	2.05	2.62
P/E (现价&最新股本摊薄)	43.27	32.67	25.24	19.78

投资要点

■ **工业互联网景气度高升，钢铁行业信息化旺盛需求有望长期延续，宝信引领行业：**2021年以来，国家颁布一系列政策支持工业互联网发展，并提出了明确发展目标。钢铁行业内外多重因素催化，在众多行业中，信息化需求更为迫切，**信息化旺盛需求有望持续3年以上**，主要系1)钢铁行业兼并重组带来大量信息化改造需求；2)“双碳”政策背景下，作为高能耗行业，钢铁行业绿色发展势在必行，信息化是重要手段；3)智能制造升级促进钢铁行业数字化率进一步提升。**我们测算，到2025年钢铁行业信息化潜在市场空间高达千亿元。**钢铁行业信息化建设多为信息化子公司承担，宝信软件在钢铁行业信息化子公司中规模最大，技术最强，有望引领钢铁信息化发展。

■ **背靠宝武积淀行业深度理解，布局工业互联网全产业链稀缺标的：**我们认为产业理解、技术和生态是工业软件企业的核心竞争力。**生态方面**，宝信软件第一大股东为全球第一大钢铁企业中国宝武集团，给予业务和行业生态支持。**产业理解方面**，宝信深耕钢铁行业信息化40余年，伴随宝钢信息化建设从无到有，具备深厚的钢铁行业信息化知识积淀。**产品技术方面**，公司是A股少有的产品矩阵涉及从最底层智能装备，到工业自动化，到MES软件，到上层ERP管理软件，再到工业互联网平台全产业链产品的公司。宝信软件三项竞争力优势显著，长期来看，有望成长为中国工业互联网领军企业。

■ **业务量质双升，孕育未来工业互联网强者：****营收规模上**，宝武集团关联交易连年提升，公司预计2022年关联交易收入为91亿元，同比增长39%，宝武在钢铁行业兼并重组、数字化建设、“双碳”改造中起领导示范作用，为宝信带来大量数字化订单。**盈利质量上**，一方面，宝信不断推出自研产品，如大型PLC、SCADA等工控产品。另一方面，宝信在服务宝钢等大型钢企数字化建设之后，提炼出标准模块，产品复用率逐步提升，两方面推动公司毛利率和净利率逐步提升。**业务领域拓展上**，钢铁行业信息化需求旺盛，宝信软件优先服务于本行业，产品实力不断提升，后续将会拓展到冶金、医药等其他行业。

■ **盈利预测与投资评级：****短期来看**，“十四五”期间钢铁行业信息化需求加快推动宝信软件业绩快速增长；**长期来看**，宝信软件产品布局全面，未来将会拓展到冶金、医药等其他行业，有望成为中国工业互联网领军企业。基于此，我们给予宝信软件2022-2024年归母净利润预测为24.09/31.18/39.78亿元，采用分部估值，分别给与软件开发业务和服务外包业务行业可比公司2022年平均估值46、32倍PE，对应总市值972亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**自研产品进度不及预期；工业软件支持政策推进不及预期；行业拓展进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.77
一年最低/最高价	40.43/74.78
市净率(倍)	8.27
流通 A 股市值(百万元)	57,056.23
总市值(百万元)	78,697.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.26
资产负债率(%，LF)	46.30
总股本(百万股)	1,520.14
流通 A 股(百万股)	1,102.11

相关研究

《宝信软件(600845): 宝信软件: 存量业务稳定，宝之云锋芒毕露》

2016-08-01

《宝信软件(600845): 宝信软件: 宝之云扩张，剑指西南》

2016-06-08

《宝信软件(600845): 宝信软件: 优势资源整合布局云计算，供给侧改革的典范》

2016-03-29

内容目录

1. 产业知识雄厚的工业互联网全产业链龙头	5
1.1. 背靠宝武钢，深耕钢铁信息化行业 40 余年	5
1.2. 产品布局工业互联网全产业链和 IDC 业务	6
1.3. 行业景气推动营收快速增长，产品优化提升盈利水平	6
2. 工业互联网迎来发展契机，钢铁行业数字化有望加速	9
2.1. “十四五”工业互联网建设是重要方向	9
2.2. 钢铁行业数字化迎来长期景气，空间有望超千亿元	12
2.3. 产业知识、产品力和生态是工业互联网核心竞争力	14
3. 资源加持，产品磨砺，未来光明	14
3.1. 量：宝武加持，超强产业支持	14
3.2. 质：产品自研叠加标准化提升，盈利质量逐步提升	16
3.3. 拓展领域，从宝信到钢铁，再到其他行业	19
4. 宝信软件的锦上添花：优质的 IDC 业务	20
4.1. IDC 是数字经济发展底座，更强算力更绿色是发展方向	20
4.2. 源于钢铁行业，秉持高质量发展	22
5. 盈利预测与估值	24
6. 风险提示	27

图表目录

图 1:	宝信软件发展历程.....	5
图 2:	宝信软件股权结构 (截至 2022 年 7 月 11 日)	5
图 3:	宝信软件产品划分.....	6
图 4:	2021 年营业收入为 117.59 亿元.....	6
图 5:	2021 年归母净利润为 18.19 亿元.....	6
图 6:	2017-2021 年公司期间费用率	7
图 7:	2017-2021 年公司归母净利率稳步提升	7
图 8:	宝信软件 2017-2021 年毛利率	7
图 9:	宝信软件 2017-2021 年研发费用及增速	7
图 10:	2017-2021 年宝信营收拆分	8
图 11:	2017-2021 年宝信两大业务营收增速	8
图 12:	2017-2021 年宝信软件开发及工程服务和外包业务毛利率	8
图 13:	智能制造与工业互联网体系结构.....	9
图 14:	2025 年中国工业互联网市场规模有望突破 1.2 万亿元.....	10
图 15:	2019 年中国工业互联网平台和工业软件在工业互联网行业的营收占比为 46%	10
图 16:	2020 年中国 MES 市场规模为 43 亿元	11
图 17:	2020 年中国制造业 MES 市场份额	11
图 18:	2020 年 MES 细分行业应用情况	11
图 19:	2020 年中国 PLC 市场规模为 125 亿元	12
图 20:	2020 年中国 PLC 市场营收竞争格局	12
图 21:	2014-2020 年中国钢铁行业集中度	12
图 22:	2019 年中国钢铁行业集中度.....	12
图 23:	2020 年全球钢铁企业粗钢产量排名.....	15
图 24:	中国宝武“一元五基”的业务规划.....	15
图 25:	中国宝武“五基”中智慧服务业务子公司	15
图 26:	2017-2021 年宝信关联交易收入	16
图 27:	宝信软件研发费用率在全球可比公司中处于前列.....	17
图 28:	2020 和 2021 年工信部公布的双跨工业互联网平台.....	17
图 29:	2016-2020 年宝信软件与全球头部工业互联网巨头毛利率对比	18
图 30:	2013-2021 年宝信软件人均创收和人均创利	18
图 31:	宝信软件业务领域.....	19
图 32:	2020 年中国 IDC 市场规模为 2,239 亿元.....	20
图 33:	2019 年中国 IDC 行业企业营收市场份额.....	20
图 34:	IDC 行业竞争要素和未来发展方向.....	22
图 35:	宝信 IDC 项目	22
图 36:	宝之云一到四期客户结构.....	23
图 37:	宝信 IDC 业务毛利率位居行业可比公司前列.....	23
图 38:	宝之云一到四期盈利水平.....	23
图 39:	宝信 IDC 业务优势.....	24

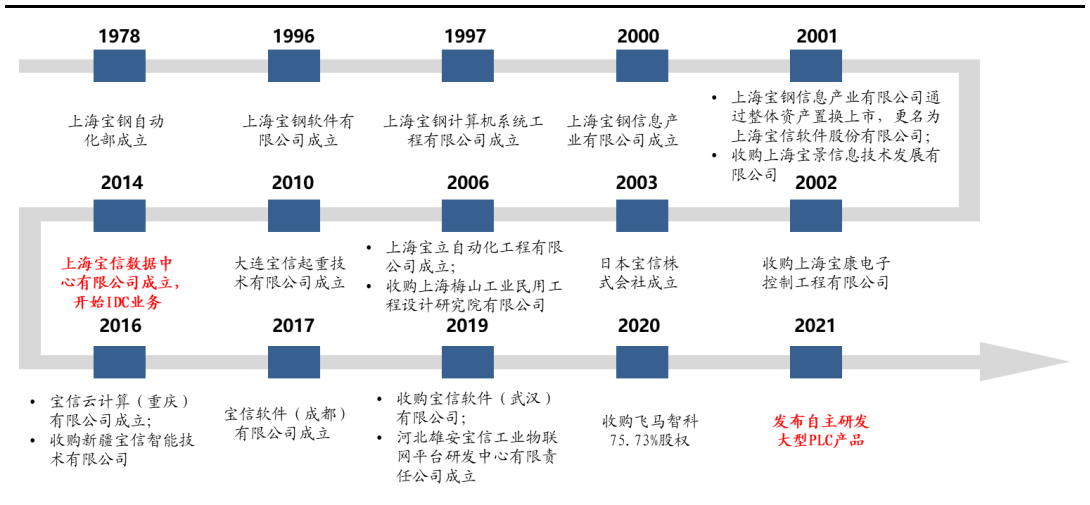
表 1:	工业软件相关政策指标变化.....	10
表 2:	钢铁行业工业互联网规模测算.....	13
表 3:	中国头部钢铁信息化公司及其营收.....	13
表 4:	宝信软件部分收并购标的.....	16
表 5:	宝信软件部分宝武体系外钢厂信息化改造项目.....	19
表 6:	批发型和零售型商业模式对比.....	21
表 7:	营收预测（亿元）.....	25
表 8:	三费预测（亿元）.....	25
表 9:	软件开发及工程服务业务估值（亿元，2022/7/12）.....	26
表 10:	服务外包业务估值（亿元，2022/7/12）.....	27
表 11:	宝信软件估值（亿元）.....	27

1. 产业知识雄厚的工业互联网全产业链龙头

1.1. 背靠宝武钢，深耕钢铁信息化行业 40 余年

深耕钢铁信息化行业 40 余年，工业互联网产品边界不断扩展。宝信软件源于 1978 年成立的上海宝钢自动化部，2001 年更名为上海宝信软件股份有限公司。2014 年，上海宝信数据中心有限公司成立，开始进入数据中心、云计算行业。2020 年发布工业互联网平台 xIn³Plat，进一步提升工业互联网建设能力，2021 年，发布 PLC 产品，实现了工业互联网关键软硬件的突破，产品矩阵不断扩张，自研产品陆续推出。

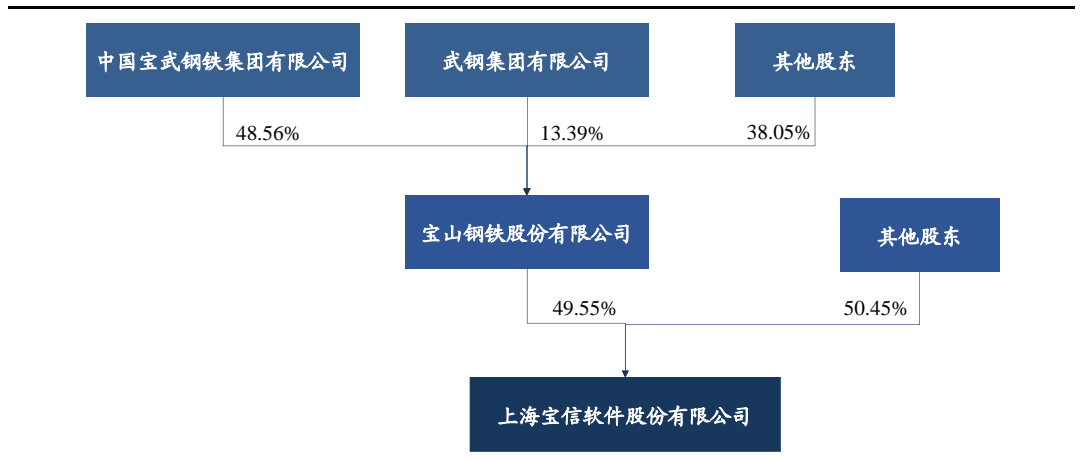
图1：宝信软件发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

中国宝武控股，赋能宝信快速成长。截至 2022 年 7 月 11 日，宝山钢铁有限公司持有公司 49.55% 的股权，为公司第一大股东，中国宝武钢铁集团有限公司持有宝钢 48.56% 股权。宝武是全球钢铁行业龙头，在 2021 年《财富》发布的世界 500 强榜单中，中国宝武排名第 72 位，继续位居全球钢铁企业首位。宝武大力推行大力推进智慧制造，宝信作为宝武旗下信息化子公司，将会承担大量信息化改造工作，推动营收快速增长。

图2：宝信软件股权结构（截至 2022 年 7 月 11 日）



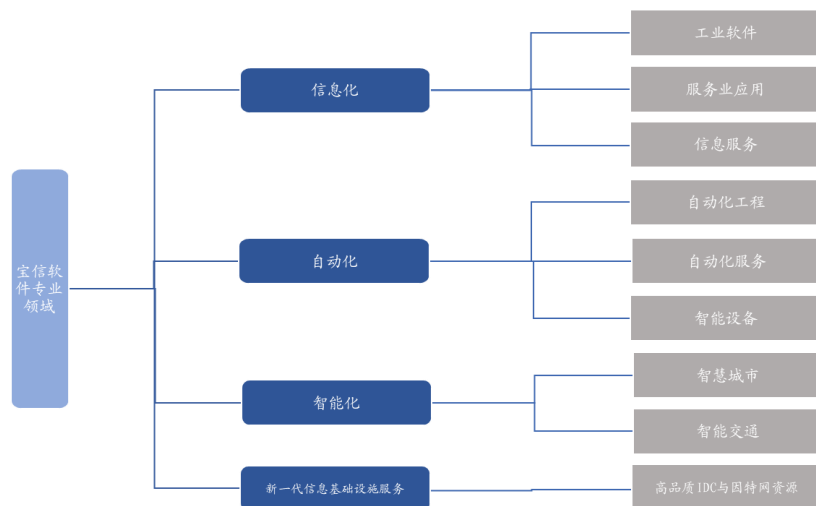
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 产品布局工业互联网全产业链和 IDC 业务

宝信软件的业务主要为软件开发及工程服务（工业互联网为主）和服务外包业务（IDC 为主）两部分。

工业互联网业务覆盖从硬件到软件，提供从底层智能设备到上层应用软件一体化的工业互联网解决方案。宝信的工业互联网产品可以分为信息化、自动化和智能化。信息化主要为 MES、ERP 等纯软件产品；自动化为智能装备、PLC 等硬件、软硬件一体产品；智能化主要是智慧城市，智能交通产品。宝信软件的产品矩阵较全，是国内较少能够提供企业数字化转型一揽子产品和解决方案的供应商。IDC 业务主要为独立第三方 IDC 提供商，向客户提供机柜租赁等服务。

图3：宝信软件产品划分



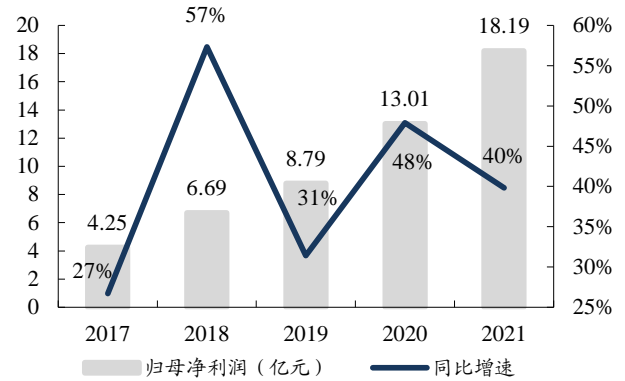
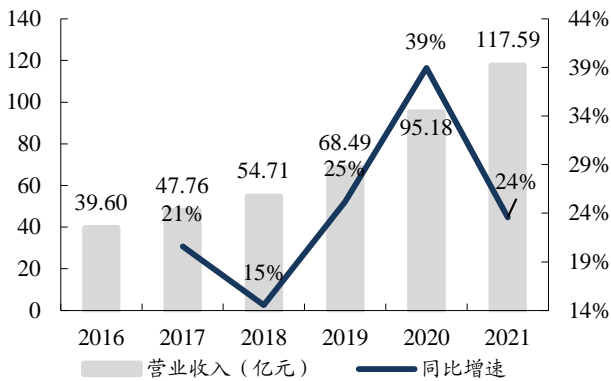
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 行业景气推动营收快速增长，产品优化提升盈利水平

行业景气度提升和新业务拓展推动业绩快速增长。一方面，2016 年以来钢铁行业收购活动增加，叠加节能减排要求钢铁企业提升能效，从而对信息化建设需求提升。另一方面，公司 IDC 业务快速发展，已经成为推动公司营收增长的重要部分。基于此，2016-2021 年宝信软件业绩快速增长，营收复合增速为 24%，归母净利润复合增速为 40%。2021 年宝信软件营收为 117.59 亿元，同比增加 24%，归母净利润为 18.19 亿元，同比增加 40%。

图4：2021 年营业收入为 117.59 亿元

图5：2021 年归母净利润为 18.19 亿元



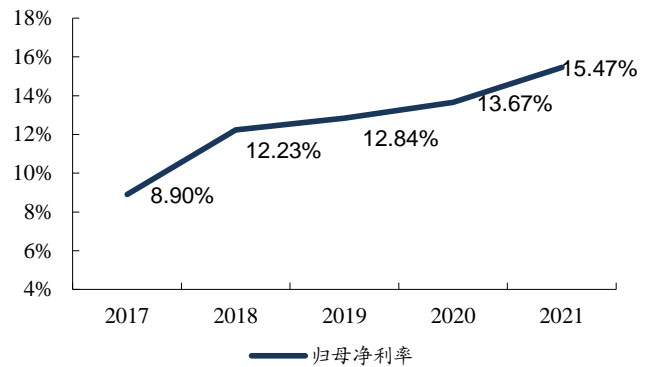
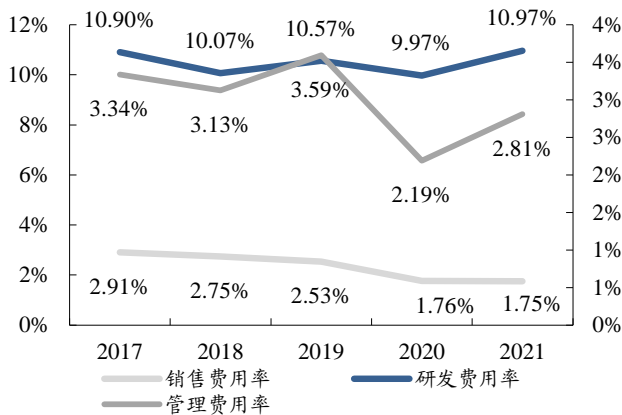
数据来源: Wind, 东吴证券研究所
注: 历年数据采用调整前数据

数据来源: Wind, 东吴证券研究所
注: 历年数据采用调整前数据

费用管控得当, 净利率逐步提升。2017-2021年, 宝信软件销售费用率和管理费用率逐步下降, 归母净利率稳步提升, 盈利质量不断提高。宝信高度重视研发投入, 2017-2021年, 宝信研发费用率保持在10%左右, 2019-2021年, 公司研发费用增速保持在30%以上, 2021年高达36%。宝信不断拓展产品矩阵, 推出工业互联网平台、PLC等核心技术新产品。2020年公司股权激励实施后, 管理销售效率提升, 叠加有宝武集团专项补贴以及国家社保减免政策, 销售和管理费用率明显下降。

图6: 2017-2021年公司期间费用率

图7: 2017-2021年公司归母净利率稳步提升

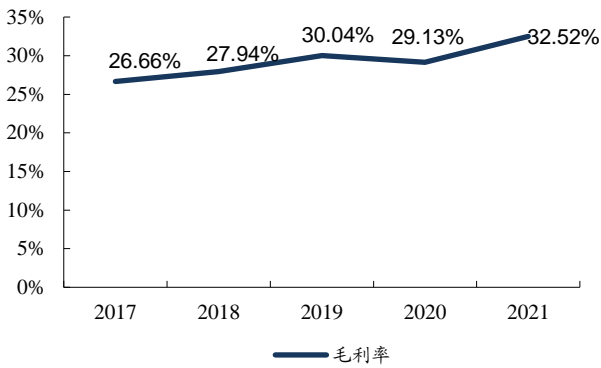


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

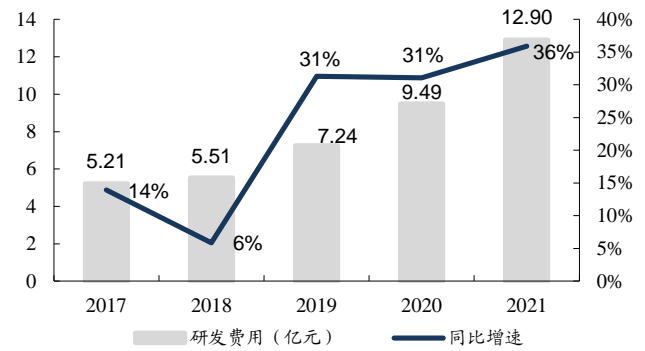
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 宝信软件 2017-2021 年毛利率

图9: 宝信软件 2017-2021 年研发费用及增速



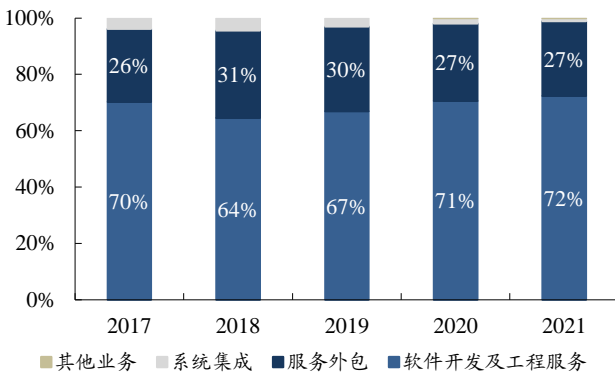
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

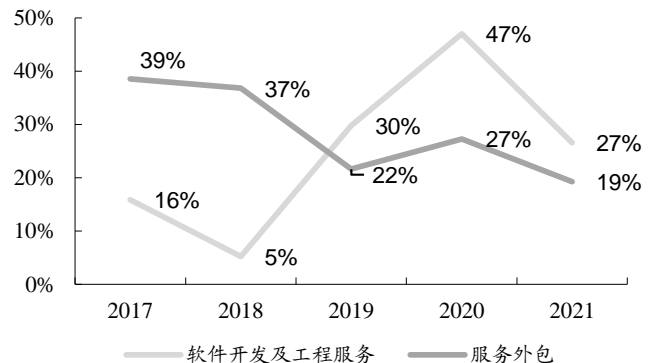
工业互联网业务为主要收入来源, IDC 业务稳步发展。2021 年, 工业互联网业务营收占比为 72%, IDC 业务营收占比为 27%, 2019-2020 年, 随着钢铁信息化建设需求增加, 公司工业互联网业务增速加快, IDC 业务作为宝信利用钢铁企业转型开展的新业务, 增速保持稳定增长。毛利率方面, 由于软件开发及工程服务包括硬件和集成业务, 2021 年毛利率为 28%, 后续随着工业互联网产品自研比例和复用率提升, 该业务毛利率将逐步提升。

图10: 2017-2021 年宝信营收拆分



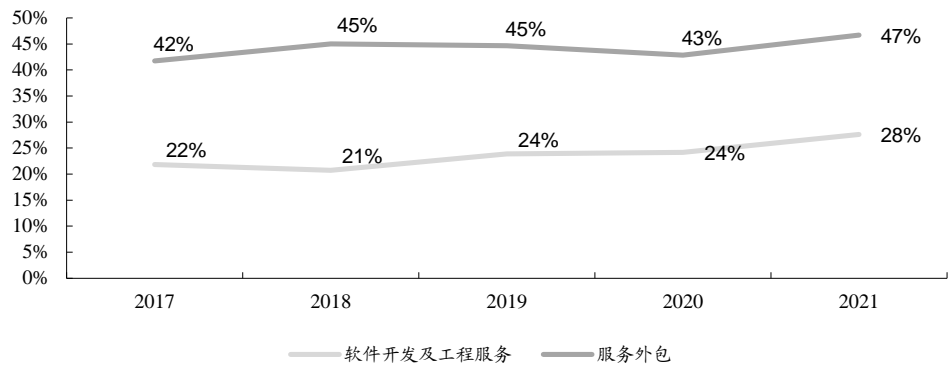
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2017-2021 年宝信两大业务营收增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2017-2021 年宝信软件开发及工程服务和外包业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

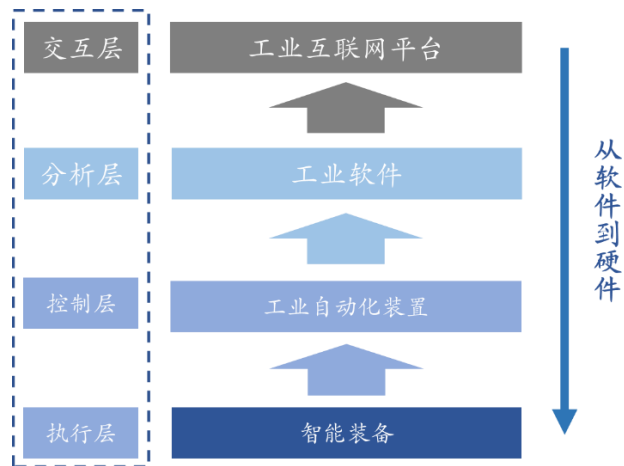
2. 工业互联网迎来发展契机，钢铁行业数字化有望加速

2.1. “十四五”工业互联网建设是重要方向

工业互联网是全球工业系统与高级计算、分析、感应技术以及互联网连接融合的一种结果。工业互联网的本质是通过开放的、全球化的工业级网络平台把人、机、物、系统联系起来。其中包括设备、生产线、工厂、供应商、产品和客户等要素，高效共享工业经济中的各种要素、资源、信息，构建起覆盖全产业链、全价值链的全新制造和服务体系。工业互联网为工业乃至产业数字化、网络化、智能化发展提供了实现途径。

工业互联网主要由四个部分组成：**工业互联网平台、工业软件、工业自动化装置、智能装备**。智能装备为执行层，执行具体的生产制造操作，如工业机器人的搬运、机床的加工。工业自动化装置为控制层，自动化装置控制智能装备执行具体操作，如DCS控制调度石化产线的生产；工业软件为分析层，工业自动化装置和智能装备将相关数据反馈到工业软件，工业软件进行分析并发出指令指挥执行层进行操作，如APS的高级排程，MES的生产计划制定；工业互联网平台为交互层，工业软件、自动化控制、智能装备接入到工业互联网平台上，实现工厂内外的信息交互，相互协同。

图13：智能制造与工业互联网体系结构



数据来源：东吴证券研究所绘制

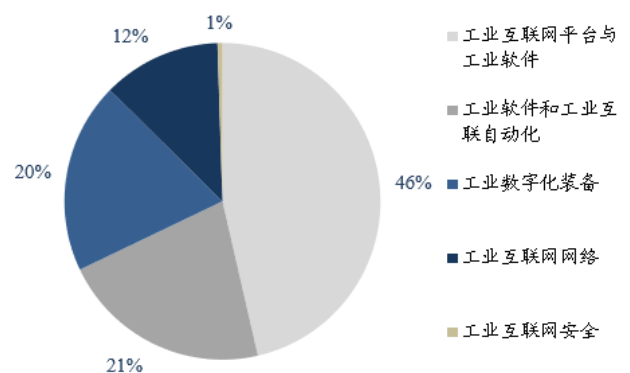
中国工业互联网市场规模2025年有望突破1.2万亿元。根据工信部《工业互联网创新发展行动计划（2021—2023年）》数据，预计2023年中国工业互联网市场规模将达9814.9亿元；2025年市场规模突破1.2万亿。《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》中提出，对工业互联网建设提出了明确目标，如到2025年，工业互联网平台普及率达45%。根据智研咨询数据，2019年中国工业互联网细分领域中，工业互联网平台、工业软件、自动化和智能装备营收占比为87%。

图14：2025年中国工业互联网市场规模有望突破1.2万亿元

图15：2019年中国工业互联网平台和工业软件在工业互联网行业的营收占比为46%



数据来源：工信部，中商产业研究院，东吴证券研究所



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

表1：工业软件相关政策指标变化

项目	2015	2020	2025	2020-2025 变动幅度
工业互联网平台应用普及率		14.70%	45%	+30.3pct
智能制造市场装备满足率		50%	70%	+20.0pct
制造业重点领域企业数字化研发设计工具普及率	62.00%	73.00%	85%	+12.0pct

关键工序数控化率	45.40%	52.10%	68%	+15.9pct
企业经营管理数字化普及率	54.90%	68.10%	80%	+11.9pct
工业软件市场满足率			50%	

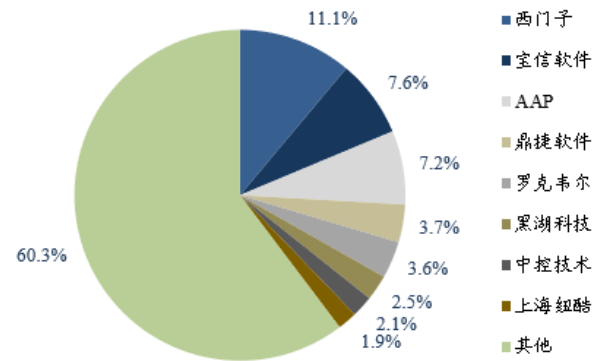
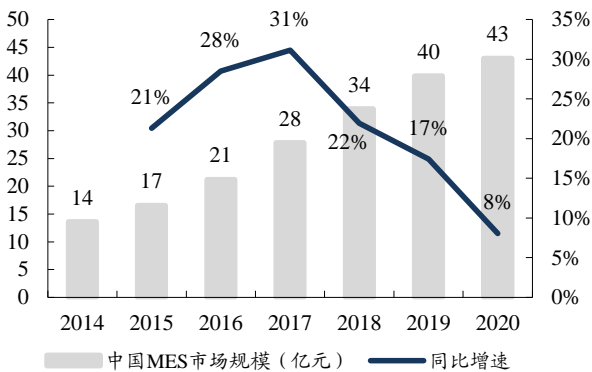
数据来源：国务院，东吴证券研究所

宝信软件深耕工业互联网行业，产品矩阵覆盖从底层的智能装备到最上层的工业互联网平台，重点布局生产制造环节。我们对其比较有代表性的MES和PLC产品的市场进行进一步分析。

中国MES市场规模不断扩大，竞争格局较为分散。根据e-works数据，2020年，中国MES市场规模为43亿元，同比增长8%，2021年，在国家政策支持和疫情影响逐步消除背景下，中国MES市场规模增速有望重回两位数。竞争格局方面，由于各个制造业细分赛道生产执行流程差距较大，难以形成统一的标准产品，中国MES市场竞争格局较为分散。根据IDC数据，2020年中国制造业MES市场中，第一名西门子市占率仅有11%，宝信软件排名第二，市占率为7.6%。

图16：2020年中国MES市场规模为43亿元

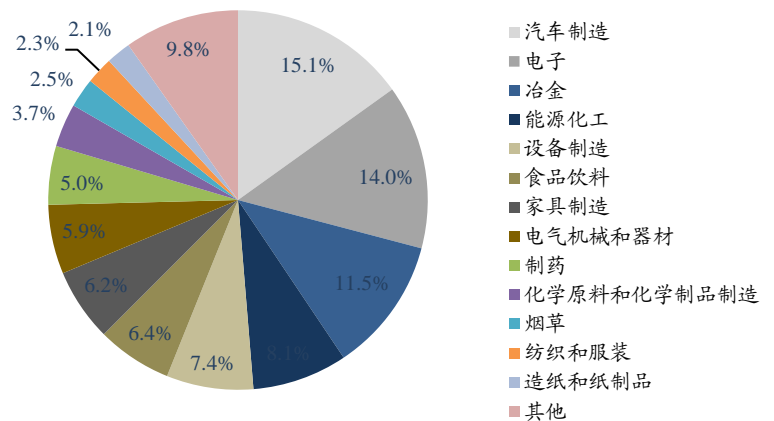
图17：2020年中国制造业MES市场份额



数据来源：e-works，东吴证券研究所

数据来源：IDC，东吴证券研究所

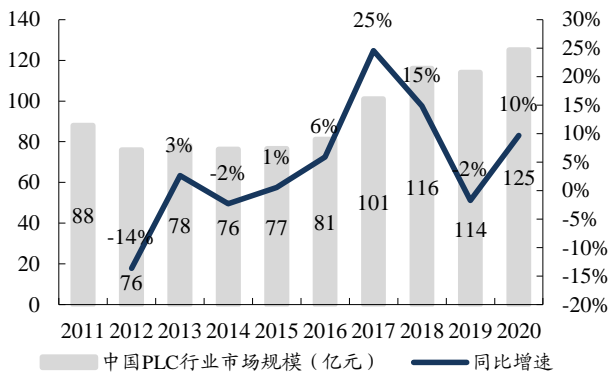
图18：2020年MES细分行业应用情况



数据来源：大东时代智库，东吴证券研究所

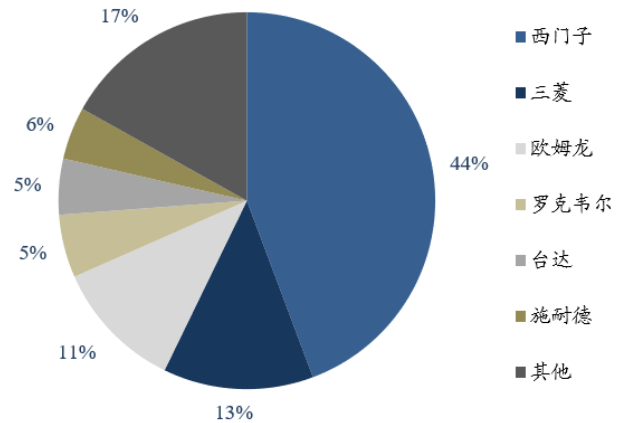
中国 PLC 市场规模稳步增长，份额被海外巨头垄断。PLC 是工业控制领域的核心部件，不论是在流程工业还是离散工业都有广泛的应用。根据华经情报网数据，2020 年中国 PLC 市场规模为 125 亿元，同比增长 10%，2011-2020 年年复合增速为 4%，增速较为平稳。竞争格局方面，中国 PLC 市场几乎被国外公司垄断，根据普华有策数据，2020 年中国 PLC 市场国外公司营收占比在 80% 以上，其中，第一名西门子占比高达 44%。

图19：2020 年中国 PLC 市场规模为 125 亿元



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

图20：2020 年中国 PLC 市场营收竞争格局



数据来源：普华有策，东吴证券研究所

2.2. 钢铁行业数字化迎来长期景气，空间有望超千亿元

“十四五”期间中国钢铁行业将实现高质量发展。“十三五”时期，随着供给侧改革的深入开展，中国钢铁行业通过一系列并购重组，淘汰落后产能，行业集中度有所提升，2019 年钢铁行业中国 CR5 集中度为 26%，但距离全球领先水平，如美国 CR4 高达 65%，还有很大差距。进入“十四五”时期，仍然存在产能过剩压力、产业安全缺乏保障、生态环境制约、产业集中度偏低等问题，我国钢铁工业需要实现高质量发展。2020 年 12 月 31 日发布的《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》明确提出到 2025 年，力争前 CR5 集中度达到 40%，CR10 集中度达到 60%。

图21：2014-2020 年中国钢铁行业集中度

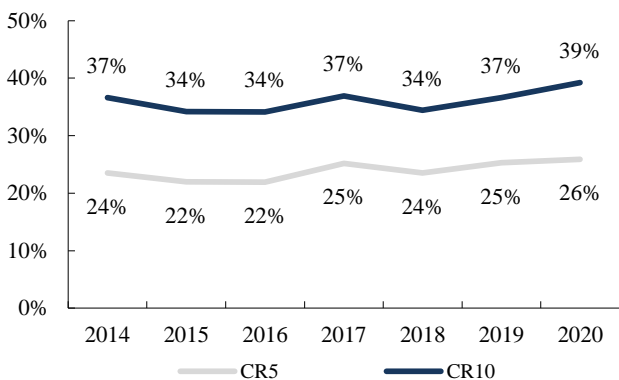
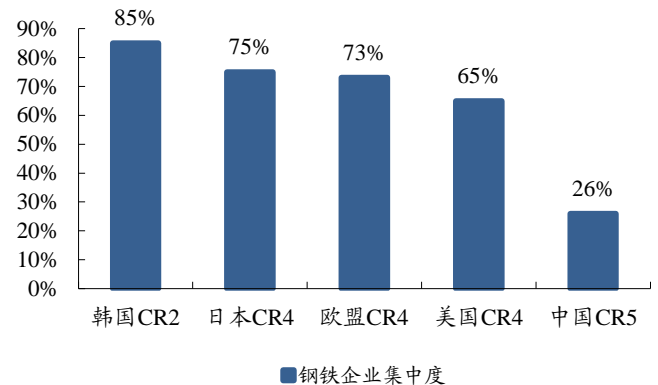


图22：2019 年中国钢铁行业集中度



数据来源：兰格钢铁，东吴证券研究所

数据来源：兰格钢铁，东吴证券研究所

钢铁行业高质量发展带来大量数字化建设需求。1) 钢铁行业通过兼并购提高集中度，数字化改造是不同钢铁企业兼并后高效、快速融合为一体的重要手段，如使用统一的 ERP、MES 系统软件。2) 钢铁行业要提高产能水平，智能制造降本增效是必经之路，2020 年 12 月 31 日发布的《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》明确提出到 2025 年关键工序数控化率达到 80% 左右，生产设备数字化率达到 55%，打造 50 个以上智能工厂。3) 在“双碳”目标下，数字化是钢铁行业控能效，实现“绿色低碳”发展的重要抓手。

市场空间测算：2025 年钢铁行业工业互联网市场规模有望超千亿元。我们选用两种方法对钢铁行业的工业互联网规模测算，第一种方法自上而下，根据 2023 年中国工业互联网市场规模和 2020 年规模以上钢铁行业营收占工业行业营收占比得出，2023 年钢铁行业工业互联网规模为 809 亿元。第二种方法自下而上，根据宝信公告的预计 2022 年宝信与宝武的关联交易金额和 2020 年宝武粗钢产量全国占比得出，2022 年钢铁行业工业互联网规模为 742 亿元。考虑到钢铁行业兼并重组、“双碳”改造、数字化程度提高等会带来更大数字化建设需求，我们预计 2025 年钢铁行业工业互联网市场规模有望超千亿元。

表2：钢铁行业工业互联网规模测算

方法一		方法二	
2023 年中国工业互联网市场规模	12000 亿元	2022 年宝信与宝武关联交易	81 亿元
2020 年钢铁行业营业收入占工业行业收入比重	7%	2020 年宝武粗钢产量全国占比	11%
2023 年钢铁行业工业互联网规模	809 亿元	2022 年钢铁行业工业互联网规模	742 亿元

数据来源：国家统计局，工信部，公司公告，东吴证券研究所

钢铁信息化建设门槛较高，宝信为钢铁行业内部信息化公司龙头，实力雄厚。钢铁工业生产过程较为复杂，信息化实施多为钢铁公司信息化子公司承担，几乎没有第三方信息化提供商参与。中国规模较大的钢铁公司大多都有自己专门的信息化建设部门或者子公司。宝信软件在这些信息化子公司中规模最大，技术、实施能力最强，我们预计 2025 年宝信软件钢铁行业信息化市占率有望超过 30%。

表3：中国头部钢铁信息化公司及其营收

钢铁信息化子公司	所属钢铁企业	2020 年营收（亿元）
宝信软件	宝武集团	95.18
河钢数字	河钢集团	1.12
沙钢高科	沙钢集团	—
鞍钢信息	鞍钢集团	—

同创信通	建龙集团	——
首自信	首钢集团	——
山信软件	山东钢铁集团	5.81

数据来源：Wind，各公司官网，东吴证券研究所

2.3. 产业知识、产品力和生态是工业互联网核心竞争力

产业知识是工业互联网的基础。工业互联网先有工业再有互联网，工业互联网的建设对工业知识要求极高，特别是生产执行环节，生产执行工业软件产品紧贴生产线，需要对生产流程、工艺有足够的了解才能实现分析与优化。全球头部的工业互联网巨头刚开始都是深耕一个细分赛道，拥有雄厚的产业积累，后续才通过收并购成长起来。比如深耕流程工业的艾默生，强于航空业的霍尼韦尔，深耕离散行业的西门子。不同行业间差异性较大，即使是头部巨头也很难跨行业开展业务。

更全更强的产品才能满足客户需求。工业企业数字化转型更为偏好能够提供整体解决方案，而不仅仅是单个产品的供应商。这个趋势已经被全球各大工业互联网巨头意识到，如西门子具有从仪器仪表、PLC、MES 到研发设计类软全产业链产品矩阵，为客户提供一体化解决方案。宝信为并入宝武的钢企提供从 ERP 到自动化一整套信息化整合方案。国产工业自动化巨头中控技术也是提出了逐步由自动化产品供应商发展成为服务于流程工业的智能制造整体解决方案提供商。

生态帮助工业互联网茁壮成长，对于国产软件尤为重要。好的工业软件产品是工业软件厂商和客户相互协同，共同打磨的结果。客户给予工业软件厂商需求，工业软件厂商做出产品交给客户使用，客户使用后再反馈到软件厂商修改，逐步迭代，工业企业与工业软件厂商紧密结合。国产工业互联网厂商面对的是已经被海外巨头垄断的市场，如果没有生态客户支持，使用迭代其产品，其很难取得落地场景，获得市场份额。

3. 资源加持，产品磨砺，未来光明

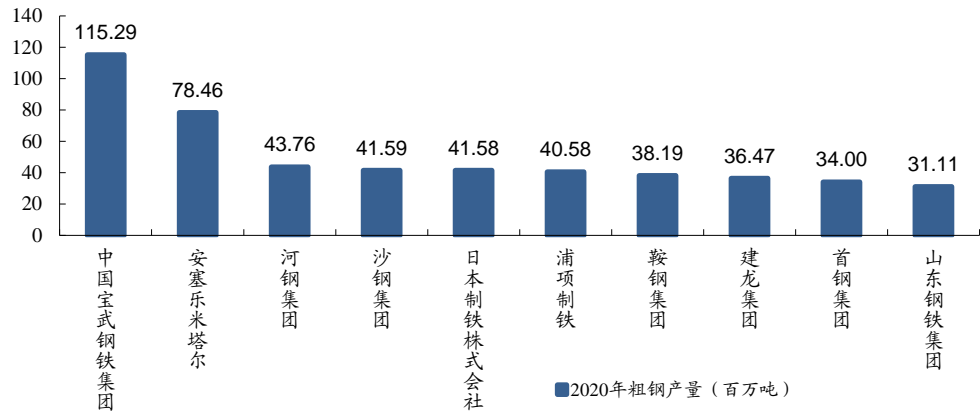
产业知识、产品力和生态是工业互联网核心竞争力，全球工业互联网巨头的崛起之路上，这三点必不可少。同样，我们认为对于崛起的国产工业软件厂商，这三点能力依旧是破局成长关键，谁这三点能力最强，谁就能成为未来中国工业互联网的巨头。我们认为宝信背靠全球第一大钢企宝武集团，走在中国钢铁行业信息化最前沿，不论是产业知识积累、产品应用与打磨，还是生态支持，都具有良好基础，成长为中国未来工业互联网巨头确定性较高。

3.1. 量：宝武加持，超强产业支持

大股东宝武集团是全球最大钢铁企业，致力于成为全球钢铁及先进材料引领者。根据智研咨询数据，2020 年中国宝武粗钢产量高达 1.15 亿吨，位居全球第一名，与第二名差距明显。一方面，中国宝武作为中国第一大钢铁企业，是钢铁行业整合重组、提高

产业集中度的重要参与者；另一方面，宝武积极推进绿色精品智慧制造，在数字化转型方面是全国钢铁企业的先行者。

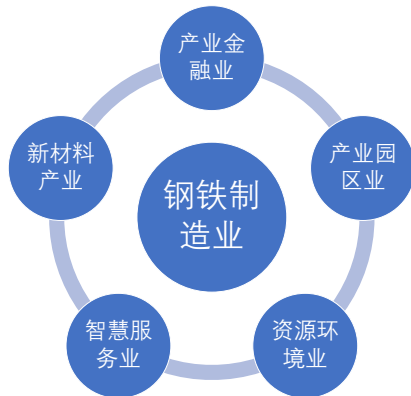
图23：2020年全球钢铁企业粗钢产量排名



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

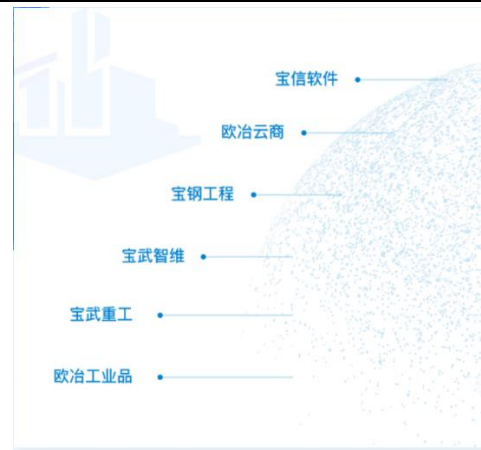
宝信软件是中国宝武数字化建设任务重要承担者。中国宝武的业务规划为“一元五基”，宝信软件是“五基”中智慧服务业务的重要部分，负责实现宝武数字化建设、智能制造。作为中国第一大钢铁企业，宝武将会进行兼并重组，数字化改造是将被兼并公司融入宝武体系的重要手段。宝信软件作为宝武旗下数字化转型任务主要承担者，将充分受益于钢铁行业数字化转型。其中，在兼并重组中，宝信负责承担并入宝武钢企的信息化重建和整合工作。

图24：中国宝武“一元五基”的业务规划



数据来源：中国宝武官网，东吴证券研究所

图25：中国宝武“五基”中智慧服务业务子公司



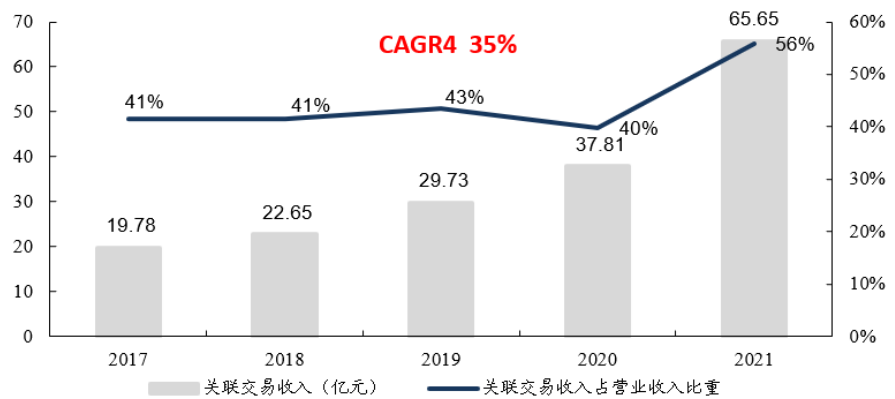
数据来源：中国宝武官网，东吴证券研究所

依托宝武，宝信对钢铁行业理解深厚。宝信深耕钢铁行业信息化四十余年，起源于宝钢自动化部，参与了20世纪90年代宝钢信息化建设，伴随着宝钢收并购武钢、马钢、八一钢铁，宝信承建了这些新加入钢企的自动化和信息化改造，从底层的智能设备到最上层的管理软件，均有深入了解和建设经验。

宝武给予宝信业务支持。宝武给宝信带来大量数字化订单。2021年，宝信软件关联

交易收入占比为 56%，2017-2021 年关联交易收入年复合增速为 35%，公司预计 2022 年关联交易收入为 91 亿元，同比增长 39%，宝武的支持是宝信增长的重要推动力。同时，宝武也给宝信的新产品提供了应用场景，如宝信的 PLC，SCADA 等核心产品，会最先在宝武产线使用。宝武作为中国第一大钢企，产线复杂度较高，是宝信产品试验和改进的优良场景，如能满足宝武生产需求，将会为宝信产品在其他公司和行业拓展打下基础。

图26: 2017-2021 年宝信关联交易收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

伴随宝信收并购,宝信也将兼并重组新的公司,成长为实力更强的工业互联网巨头。随着宝钢和武钢合并成立宝武集团,再到后来收购马钢,被并购钢厂旗下的信息化子公司,如武钢旗下的武汉钢铁工程技术集团,马钢旗下的飞马智科,也会相应地并购到宝信软件体内。钢铁企业旗下大都有信息化建设子公司,随着宝武兼并购不断壮大,宝信软件也会逐步成长。

表4: 宝信软件部分收并购标的

时间	交易标的	原所属	标的公司业务
2021.12	武汉港迪电气有限公司 100%股权	武汉港迪电气有限公司	电控系统、配电系统和机电系统工程总承包
2020.10	飞马智科信息技术股份有限公司 75.73%股权	马钢(集团)控股有限公司等	主营业务包括工业软件开发及工程服务,及相应的服务外包和软硬件产品集成等服务。
2019.06	武汉钢铁工程技术集团有限责任公司 100%股权	武钢集团有限公司	标的公司主营业务包括软件开发,信息服务;自动化整体方案,技术咨询,设备成套,运维服务等
2016.12	乌鲁木齐钢信通信息工程有限责任公司 51%股权	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	通信网络工程施工管理、信息咨询等

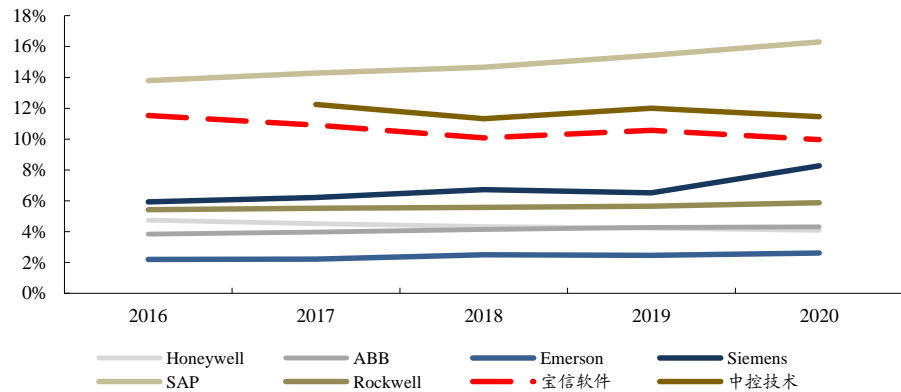
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 质: 产品自研叠加标准化提升, 盈利质量逐步提升

宝信高度重视技术研发,推出先进产品,突破海外垄断。2016-2020 年宝信软件研发费用率处于全球可比公司前列,如果去掉 IDC 业务,工业互联网业务部分研发费用率

有望更高。2020年，宝信推出了工业互联网平台 xIn³Plat，2021年，宝信软件推出了大型 PLC 产品，实现全自主设计、本地化制造，其性能指标可媲美欧美厂商最新高端系列产品，已在冶金行业最高控制要求的多机架连轧机及高速处理线机组中得到成功验证。

图27：宝信软件研发费用率在全球可比公司中处于前列



数据来源：Wind，东吴证券研究所

自动化控制层，宝信自研大型 PLC，实现了国产突破。 PLC 是工业控制系统的“大脑”，其种类众多，根据 I/O 点数可以分为小型、中型和大型三类，其中小型 PLC 竞争壁垒不高，中大型 PLC 技术壁垒较高，市场主要被海外厂商垄断。2021年7月26日，宝信软件发布了自主研发的工业控制系统的核心部件—大型 PLC（可编程逻辑控制器）产品，该 PLC 主要面向冶金高端装备工艺需求。

从 PLC 到 SCADA，宝信在工控领域加大自研力度。 除 PLC 之外，宝信策划研发冶金工业分布式全工序国产 SCADA 软件，并形成试点应用。宝信在工控环节不断加大研发投入，将逐步实现工控产品自主化，根据睿工业数据，2021年整个工控行业市场规模为 2923 亿元，冶金行业工控市场规模为 173 亿元，随着宝信在工控领域自主产品不断推出，有望打开全新市场空间。

智能装备层，宝信开启“万台机器人”实施规划。 基于产线、岗位的调研与可行性论证，梳理钢铁制造单元机器代人的应用场景，推进宝信机器人云平台开发，旨在打造开放共享的机器人装备生态圈，打通机器人上中下游产业链，并向其他工业领域拓展。

工业互联网层，宝信发布工业互联网平台 xIn³Plat。 2020年12月22日，宝信软件发布自主研发的工业互联网平台 xIn³Plat，2020-2021年持续获选工信部双跨工业互联网平台，稳居工业互联网行业第一梯队。xIn³Plat 分为 ePlat 和 iPlat 两大平台，分别面向信息化和自动化两大应用场景。截至 2021 年底，宝信已建设平台节点共计 28 个，平台已连接 400+万台设备，工业模型 6000+个、工业 App 达 7000+个，覆盖 17 个行业，具有 9 大领域 50 多个解决方案，服务企业用户超过 29 万家。

图28：2020 和 2021 年工信部公布的双跨工业互联网平台

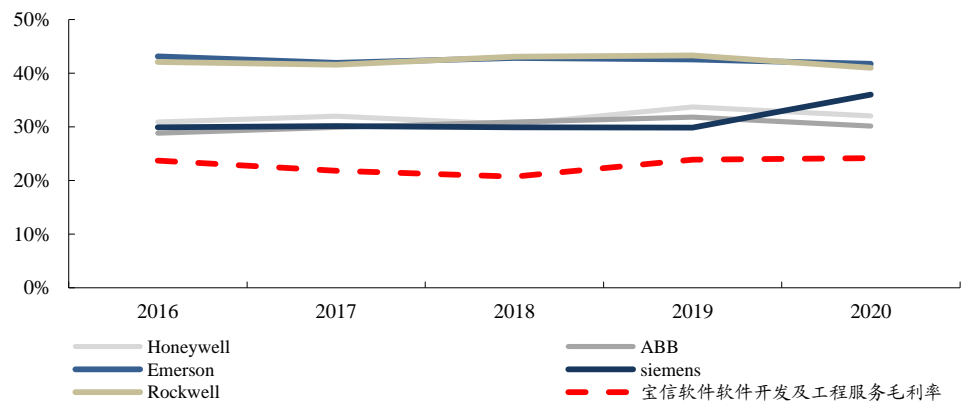
2020年		2021年	
单位名称	平台名称	单位名称	平台名称
海尔卡奥斯物联生态科技有限公司	卡奥斯COSMOPlat工业互联网平台	海尔卡奥斯物联生态科技有限公司	卡奥斯COSMOPlat工业互联网平台
航天云网科技发展有限责任公司	航天云网INDICS平台	航天云网科技发展有限责任公司	航天云网INDICS平台
北京东方国信科技股份有限公司	东方国信CLOUDIIP平台	徐工汉云技术股份有限公司	汉云工业互联网平台
江苏徐工信息技术股份有限公司	汉云工业互联网平台	北京东方国信科技股份有限公司	东方国信CLOUDIIP平台
树根互联技术有限公司	根云ROOTCLOUD工业互联网平台	树根互联技术有限公司	根云ROOTCLOUD工业互联网平台
用友网络科技股份有限公司	用友精智工业互联网平台	山东浪潮工业互联网产业股份有限公司	云洲工业互联网平台
阿里云计算有限公司	阿里云supET工业互联网平台	华为技术有限公司	华为FusionPlant工业互联网平台
浪潮云信息技术股份公司	云洲工业互联网平台	用友网络科技股份有限公司	用友精智工业互联网平台
华为技术有限公司	华为FusionPlant工业互联网平台	重庆忽米网络科技有限公司	忽米H-IIP工业互联网平台
富士康工业互联网股份有限公司	富士康Fii Cloud工业互联网平台	浙江蓝卓工业互联网信息技术有限公司	蓝卓supOS工业互联网平台
深圳市腾讯计算机系统有限公司	腾讯WeMake工业互联网平台	上海宝信软件股份有限公司	宝信xIn3Plat工业互联网平台
重庆忽米网络科技有限公司	忽米H-IIP工业互联网平台	深圳市腾讯计算机系统有限公司	腾讯WeMake工业互联网平台
上海宝信软件股份有限公司	宝信xIn3Plat工业互联网平台	富士康工业互联网股份有限公司	富士康Fii Cloud工业互联网平台
浙江蓝卓工业互联网信息技术有限公司	supoS工业操作系统	阿里云计算有限公司	阿里云 supET工业互联网平台
紫光引擎科技(苏州)有限公司	UNIPower工业互联网平台	紫光引擎科技(苏州)有限公司	UNIPower工业互联网平台

数据来源：工信部，东吴证券研究所

自研叠加产品标准化提升，宝信软件毛利率水平有望持续提升。钢铁行业自动化核心产品，如 PLC、SCADA、DCS 等，较多依赖海外巨头，如西门子，ABB 等，外采产品压低了公司业务毛利率。宝信软件 2021 年推出了大型 PLC 产品，策划研发冶金工业分布式全工序国产 SCADA 软件，后续有望逐步将核心产品国产化。2020 年，宝信推出了工业互联网平台 xIn³Plat，基于该平台，公司产品标准化程度有望提高。宝信自研产品的不断推出和产品标准化提高，公司毛利率有望逐步提升，追赶世界领先工业互联网巨头。

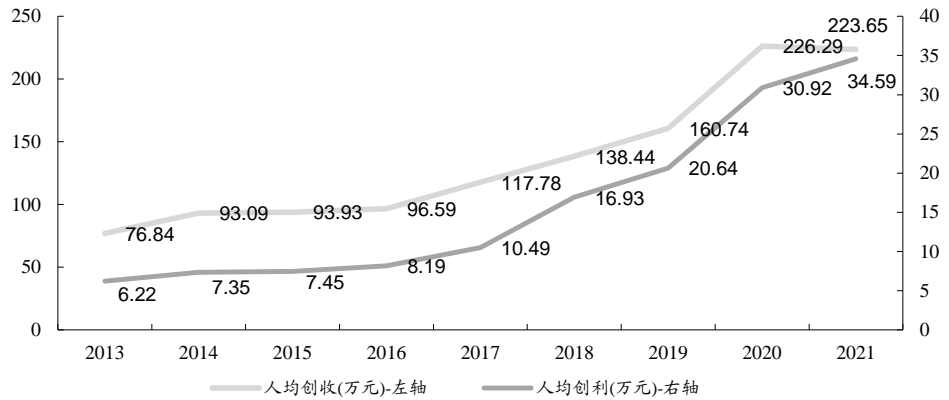
产品复用率逐步提升，进一步提升毛利率和人均创收。宝信软件在经历多家钢厂建设实施之后，积累了丰富的数据和经验，逐步提取共性的部分，将自动化产品逐渐标准化，复用率越来越高。

图29：2016-2020 年宝信软件与全球头部工业互联网巨头毛利率对比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图30：2013-2021 年宝信软件人均创收和人均创利

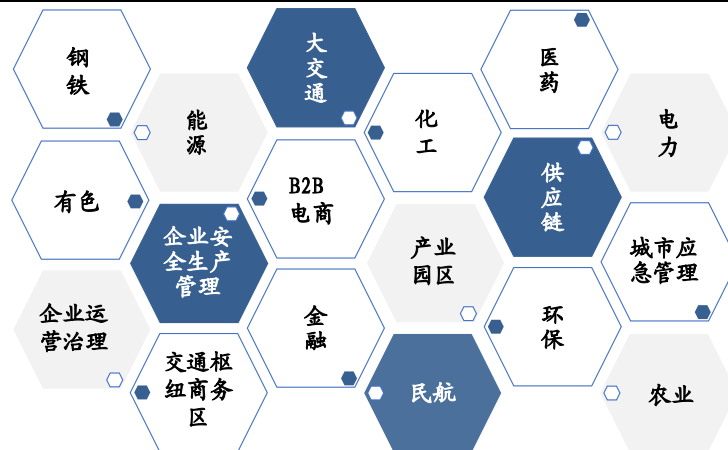


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 拓展领域，从宝信到钢铁，再到其他行业

扎根钢铁行业，智慧制造能力不断外溢。宝信软件深耕钢铁信息化四十年，积累了丰富的钢铁行业信息化全产业链技术和经验。宝信在服务好宝武集团的同时，宝武先进的数字化管理理念逐渐被其他钢厂认可，宝信加快服务于宝武外其他钢厂的数字化建设。同时，宝信也开始在有色、医药、公共服务、装备制造等钢铁以外领域进行业务布局，新签项目陆续落地。截至2022年7月，宝信已经布局包括钢铁、有色、医药在内的18个领域，实现了多元化发展，我们预计公司工业互联网业务中来自非钢铁行业营收占比约30%。

图31：宝信软件业务领域



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

宝信拿到宝武体系之外钢铁企业订单。宝武集团数字化建设在钢铁行业处于领先水平，随着钢铁行业高质量发展，越来越多的钢铁企业开始借鉴宝武的数字化建设经验。宝信软件作为宝武数字化建设执行方，也开始负责宝武数字化建设理念输出的任务，承担多家宝武体系外钢铁企业的数字化改造。

表5：宝信软件部分宝武体系外钢厂信息化改造项目

上线时间	上线项目
------	------

2018	承德承钢钒钛高强冷轧板 MES 系统
2018	首钢产销一体化项目设备系统、能环系统和采购系统
2018	西宁特钢智能制造项目
2018	华菱衡钢 ERP 升级改造及产销一体化项目
2019	鄂钢运营共享系统覆盖及经营管控系统
2019	邯钢信息化升级改造项目第一阶段邯宝系统
2019	湘钢 ERP 系统改造
2021	鞍钢股份一体化运营管控系统
2021	长江钢铁信息化系统一期

数据来源：宝信公众号，东吴证券研究所

宝信多个产品在钢铁外多领域实现了标杆客户突破。在医药领域，宝信打造了一套以制药 MES 软件为核心，包含 SCADA、WMS、LIMS、供应链管理等系统的制药行业智能运营和智能工厂整体平台，助力药企快速实现无纸化智能生产运营和数字化转型。宝信软件也是国家药品监督管理局 eCTD 系统建设的长期指定供应商。在民航领域，宝信建立了集综合管控和管理决策为一体的“民航智慧云”平台，围绕安检管理、旅客数据模型和航班协同管理等核心业务，重点客户包括：上海机场集团、浦东机场、虹桥机场、东部机场集团、武汉天河机场等。

4. 宝信软件的锦上添花：优质的 IDC 业务

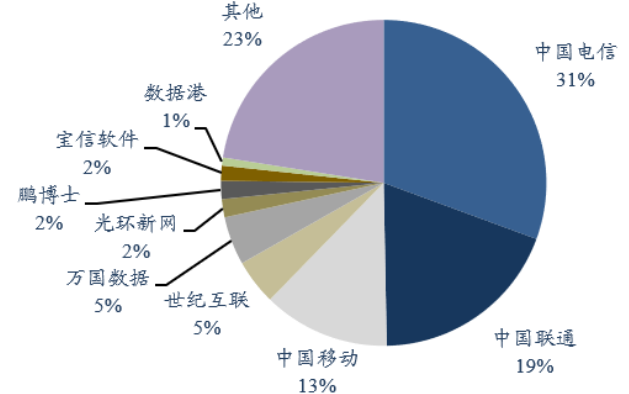
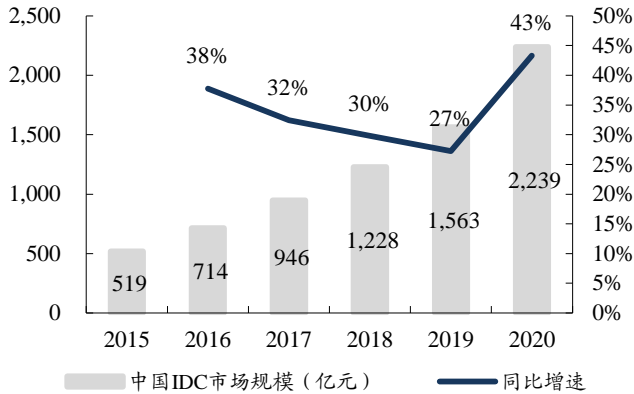
4.1. IDC 是数字经济发展底座，更强算力更绿色是发展方向

大数据推动 IDC 市场快速发展。随着云计算、数字经济等新技术和新型经济形态的快速发展，全球数据量大大增加，对更高算力产生了旺盛的需求，促使了 IDC 行业的快速发展。根据科智咨询数据，2020 年中国 IDC 市场规模为 2239 亿元，同比增加 43%，达到 2016-2020 年最高增速。

市场格局方面，2019 年三大运营商占据中国 IDC 市场 63% 市场份额，第三方 IDC 厂商是重要参与者。中国 IDC 行业市场竞争参与者主要包括基础电信运营商（三大运营商）、第三方数据中心服务商、企业自建三大类。三大运营商拥有核心网络资源、充足的带宽资源和遍布全国的资源，同时具备丰富的企业客户及合作伙伴生态，在 IDC 建设上优势明显，但大多为自用，并不向外提供 IDC 服务。第三方 IDC 运营商是指提供机柜租用、带宽租用、主机托管、代理运维等数据中心服务的企业。与构建数据中心主要为支持销售自身带宽的基础电信运营商不同，第三方 IDC 运营商可以提供多个网络的连接服务，并且网络不以运营商和省份边界划分。根据中国信通院数据，2019 年主要第三方 IDC 厂商有世纪互联、万国数据、宝信软件等，其中宝信软件营收市场份额占比约为 2%。

图32：2020 年中国 IDC 市场规模为 2,239 亿元

图33：2019 年中国 IDC 行业企业营收市场份额



数据来源：科智咨询，东吴证券研究所

数据来源：中国信通院，ODCC，东吴证券研究所

IDC 的业务模式包括批发型和零售型两种。批发型主要针对大客户，一般以模块为最小出租单位。针对超大型客户的订制型数据中心可以看作是批发型的延伸，近几年发展较为迅速。零售型主要针对小客户，一般以机柜为最小出租单位，早期也有服务商以机柜单元（U）为出租单位服务微型客户，但目前这种微型客户多以 web 自助服务的形式，转向公有云。一般来说，批发型考验的是资源整合能力、快速建设和扩张能力，而零售型考验的是精细运维及运营能力。

表6: 批发型和零售型商业模式对比

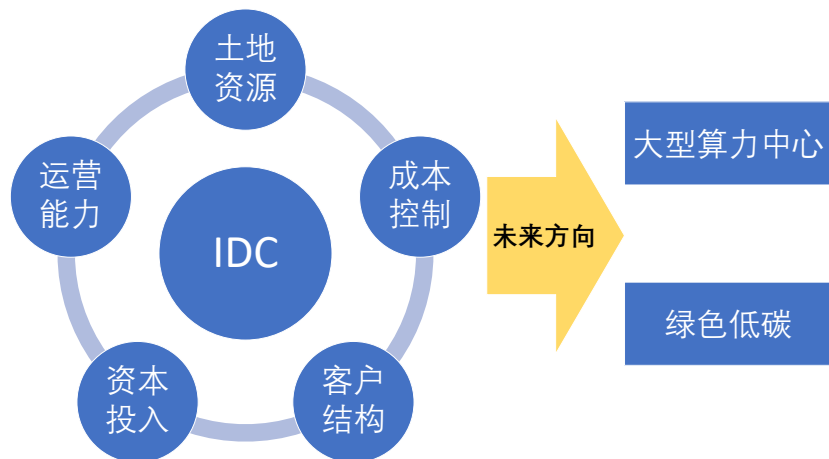
	零售型	批发型
目标客户	中小型客户，类型多元	大型客户，当前主要为互联网中小型客户，类型多元(含云计算)厂商，电信运营商
客户集中度	低	高
租期	通常为 1 年	通常为 5 年及以上
用户流动性	较高	极低
销售单位	单机柜起租	单模块起租
单机柜价格	较高	较低
平均单机柜电力和制冷密度	低(2-3.5KW)	高(4.5-8KW)
数据中心启用到满租时间	一般 2-4 年	1 年
上架率	取决于地段和运营能力	取决于大客户
能效	不确定	一般较高
区位	综合考虑，一般选择一线城市核心区域，近年向一线城市周边及二线城市延伸	成本优先，一般选择一线城市周边或偏远地区
定制性	较低	较高

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

土地资源，成本控制，客户结构，资本投入和运营能力是 IDC 行业核心竞争力。
土地资源，上海、北京等一线城市及周边地区数据计算需求量大，但土地资源紧缺，政策逐步收紧，拥有好的地理位置将能够获得更高的上架率和价格。成本控制，IDC 厂成本主要来自于电力、租金等，良好的成本控制可以提高净利率。客户结构，优质的大型客户签约时间更长、上架率稳定，价格耐受度更高。资本投入，IDC 属于重资产行业，前期资本投入较大，有一定资金壁垒。服务能力，IDC 已经成为许多公司数据运转的核心，一旦出现故障将会影响客户业务。

大型算力中心、绿色低碳是数据中心产业未来发展的重要方向。2021 年 7 月，工信部印发的《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》明确指出，用 3 年时间，基本形成布局合理、技术先进、绿色低碳、算力规模与数字经济增长相适应的新型数据中心发展格局。到 2023 年底，全国数据中心机架规模年均增速保持在 20%左右，平均利用率力争提升到 60%以上，总算力超过 200 EFLOPS，高性能算力占比达到 10%。新建大型及以上数据中心 PUE 降低到 1.3 以下，严寒和寒冷地区力争降低到 1.25 以下。

图34: IDC 行业竞争要素和未来发展方向



数据来源：工信部，东吴证券研究所绘制

4.2. 源于钢铁行业，秉持高质量发展

宝信 IDC 项目体量大，地理位置优越。2014 年，上海宝信数据中心有限公司成立，开始发展 IDC 业务。宝信的 IDC 业务隶属于宝信软件旗下云计算品牌宝之云，宝信目前最大的罗泾 IDC 项目位于上海市宝山大数据产业园区，是国内单体最大的建筑，规划至 2023 年，总体规模达 5 万个机柜，截至 2022 年 7 月已交付 3 万个机柜。除此之外，宝信还在梅山、马鞍山、合肥等上海及周边长三角黄金地区具有 IDC 规划项目，宝信 IDC 项目位于算力需求旺盛的一线城市及周边地区，地理位置优越。

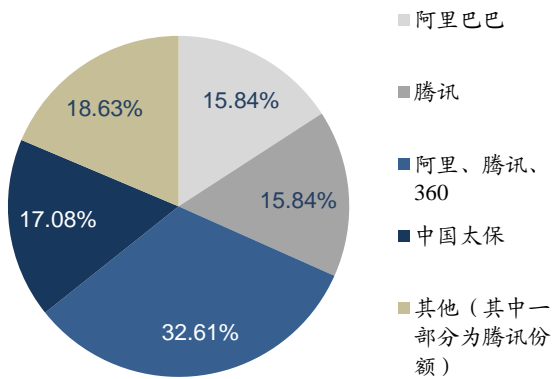
图35: 宝信 IDC 项目

项目	签约时间	交付时间	机柜数量(个)
宝之云一期	2013.10	2014.09	4000
宝之云二期	2014.06	一阶段2016.03	2000
		二阶段2016.10	2292
宝之云三期	1号楼2015.10, 2号楼、3号楼2016.08	一阶段2015.06	1000
		二阶段2015.12	6500
		三阶段2016.12	2000
宝之云四期	预计2022.12全面达到预定可使用状态		9000
宝之云五期	预计2021.09完成建设		10500
武钢大数据产业园	第一阶段2019.12		2000
	第二阶段预计2021.12		6000
	第三阶段预计2023.12		10000
宝之云梅山基地一期			7000
马鞍山大数据产业园一期	预计2021.07建成		2500
长三角(合肥)数据中心一期	预计2021.12建成		2500

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

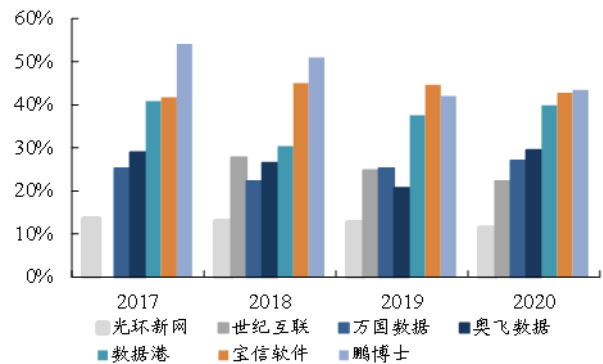
宝信 IDC 客户结构优质，项目成本较低，盈利能力在同行中处于较强水平。宝之云一至四期项目为批发型业务模式，以大型客户为主，主要有腾讯、阿里、中国太保等，客户结构优质且多元化。宝信通常先拿到客户需求再开工建设，保证了较高的上架率。另一方面，依托于宝武钢，宝信 IDC 项目用地多为钢厂厂房，租赁成本较低，同时拥有较为完善的水电系统。因此，宝信 IDC 项目盈利能力在第三方 IDC 厂商中处于较高水平。

图36：宝之云一到四期客户结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图37：宝信 IDC 业务毛利率位居行业可比公司前列



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图38：宝之云一到四期盈利水平

项目	机柜数量 (个)	年收入 (万元)	年利润 (万元)	单机柜年收入 (万元)	单机柜年利润 (万元)	净利率 (单机柜)
宝之云一期	4,000	25,500	8,461	6.38	2.12	33.23%
宝之云二期	2,000	25,500	8,000	5.94	1.86	31.31%
	2,292					
宝之云三期	1,000	52,500	20,438	5.53	2.15	38.93%
	6,500					
	2,000					
宝之云四期	9,000	94,932	36,458	10.55	4.05	38.40%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

背靠宝武，宝信资金实力雄厚，服务能力强，能耗指标全国领先。宝信背靠宝武集团，资金雄厚，能够承担起 IDC 前期资本投入。宝信最开始服务于宝钢数据中心建设，拥有丰富的运营经验，获得移动、阿里巴巴等大客户长期订单，也证明其出色的运营能力。公司宝之云 IDC 项目 PUE 能耗指标处于行业领先水平。

展望未来，供给充足，宝信 IDC 业务有望保持高质量发展。中国钢铁行业集中度跟发达国家相比仍旧较低，未来钢铁行业企业进一步整合，去除落后产能，将会有大量优质钢厂地块。钢铁企业厂房地块往往具有稳定的三路水源，超高等级的电力系统，占地面积较大，是 IDC 建设优选土地。公司目前已经拥有武汉大数据产业园、梅山基地、罗泾产业园等储备或在建 IDC 项目，随着优质客户需求上升，宝信 IDC 业务有望保持高质量发展。

图39: 宝信 IDC 业务优势



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

核心假设:

软件开发及工程服务业务:“十四五”期间，钢铁行业集中度提升和绿色低碳发展催生大量信息化建设需求，宝信软件背靠宝武，产品性能优异，自研产品比例逐步提升，

作为钢铁行业信息化龙头，工业互联网相关业务有望迎来加速发展。我们预计 2022-2024 年营收增速为 35%/33%/30%。

服务外包业务：一方面，IDC 是“十四五”数字经济建设的算力基础，随着数字经济蓬勃发展，数据量会快速增加，IDC 需求量将大幅提升。另一方面，随着“东数西算”和“双碳”政策要求，一线城市大型 IDC 资源会更加稀缺。宝信软件 IDC 项目优质，我们预计 2022-2024 年营收增速为 20%/18%/16%。

系统集成业务：公司该业务主要为硬件销售及相关的集成类服务，我们预计 2022-2024 年营收增速为 0%。

其他业务：该业务非公司主营业务，我们预计 2022-2024 年营收增速为 0%。

表7：营收预测（亿元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
软件开发及工程服务	35.22	45.70	67.18	85.02	114.78	152.08	197.70
增长率	5%	30%	47%	27%	35%	33%	30%
毛利率	21%	24%	24%	28%	28%	29%	30%
服务外包	16.90	20.55	26.16	31.21	37.45	44.19	51.26
增长率	37%	22%	27%	19%	20%	18%	16%
毛利率	45%	45%	43%	47%	47%	48%	49%
系统集成	2.42	2.09	1.79	1.29	1.29	1.29	1.29
增长率	31%	-14%	-14%	-28%	0%	0%	0%
毛利率	9%	17%	14%	10%	10%	10%	10%
其他业务	0.18	0.15	0.05	0.08	0.08	0.08	0.08
增长率	60%	-14%	0%	63%	0%	0%	0%
毛利率	92%	90%	88%	93%	90%	90%	90%
收入总计	54.71	68.49	95.18	117.59	153.59	197.63	250.33
增长率	15%	25%	39%	24%	31%	29%	27%
毛利率	28%	30%	29%	33%	33%	33%	34%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：历年数据采用调整前数据

表8：三费预测（亿元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用	1.50	1.73	1.67	2.06	2.76	3.56	4.51
销售费用率	2.75%	2.53%	1.76%	1.75%	1.80%	1.80%	1.80%

管理费用	1.71	2.46	2.09	3.30	4.61	5.93	7.51
管理费用率	3.13%	3.59%	2.19%	2.81%	3.00%	3.00%	3.00%
研发费用	5.51	7.24	9.49	12.90	18.43	24.70	32.54
研发费用率	10.07%	10.57%	9.97%	10.97%	12.00%	12.50%	13.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测: 我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 153.59/197.63/250.33 亿元, 归母净利润分别为 24.09/31.18/39.78 亿元。

分部估值: 公司业务主要分软件开发及工程服务和 IDC 业务两块, 由于两部分业务产品和商业模式均差别较大, 我们对两部分分别进行 PE 估值。系统集成和其他业务营收占比较小, 非公司核心业务, 忽略不计。

软件开发及工程服务:

可比公司选取: 公司软件开发及工程服务主要分为信息化、自动化和智能化, 覆盖从智能装备、工业自动化控制、生产制造类 MES 软件, 再到 ERP 等运营管理软件工业互联网全产业链。我们以业务相似性为标准, 选取深耕于石油化工行业的流程信息化公司中控技术、工业互联网公司东方国信、ERP 公司用友网络和工控公司汇川技术为可比公司。

相对估值: 截至 2022 年 7 月 11 日, 公司软件开发及工程服务业务可比公司 2022 年平均 PE 为 46 倍, 宝信软件产品链齐全, 为行业龙头, 业绩增长明确, 给予宝信软件行业可比公司平均 PE 46 倍较为审慎, 对应软件开发及工程服务业务 2022 年市值 663 亿元。

表9: 软件开发及工程服务业务估值 (亿元, 2022/7/12)

股票代码	公司名称	市值	归母净利润			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688777.SH	中控技术	343	7.39	9.22	11.56	46.35	37.15	29.63
300124.SZ	汇川技术	1,642	43.02	56.08	73.03	38.17	29.28	22.49
600588.SH	用友网络	670	9.42	11.49	13.65	71.12	58.31	49.08
300166.SZ	东方国信	98	3.61	4.18	4.65	27.26	23.54	21.16
	平均值					45.73	37.07	30.59

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中盈利预测数据均来自东吴证券研究所

服务外包业务:

可比公司选取: 公司服务外包业务主要为第三方 IDC 及相关服务。我们以业务相似性为标准, 选取第三方 IDC 服务厂商数据港、奥飞数据、光环新网为可比公司。

相对估值: 截至 2022 年 7 月 11 日, 公司服务外包业务可比公司 2022 年平均 PE 为 32 倍, 宝信软件 IDC 项目优质, 毛利率位居行业可比公司前列, 给予宝信软件 IDC 业务行业可比公司平均 PE 32 倍较为审慎, 对应服务外包业务 2022 年市值 309 亿元。

表10: 服务外包业务估值 (亿元, 2022/7/12)

股票代码	公司名称	市值	归母净利润			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603881.SH	数据港	82	1.92	2.70	3.69	42.77	30.49	22.29
300738.SZ	奥飞数据	71	2.00	2.82	3.98	35.40	25.19	17.83
300383.SZ	光环新网	171	9.27	10.48	11.92	18.45	16.32	14.34
	平均值					32.21	24.00	18.15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中盈利预测数据均来自 Wind 一致预期

表11: 宝信软件估值 (亿元)

	归母净利润			PE			市值
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E
软件开发及工程服务	14.49	18.83	24.13	45.73	37.07	30.59	662.55
服务外包	9.60	12.35	15.65	32.21	24.00	18.15	309.16
							971.70

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资建议:

宝信软件背靠全球第一大钢企宝武集团, 有来自产业的强力支持, 关联交易订单有望持续高速增长。产品方面, 宝信软件自研产品比例逐步提高, 叠加产品标准化程度提高, 公司毛利率有望逐步提升, 盈利质量持续改善。同时, 宝信软件优秀的产品能力和实施经验正在逐步外溢到宝武体系, 甚至钢铁行业之外。IDC 业务方面, 公司资源丰富, 成本较低, 客户结构优质, 业务毛利率位居行业可比公司前列。基于此, 给予公司 2022 年目标市值 972 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1、**自研产品进度不及预期。** 高端 PLC 等工控产品技术、生态壁垒较高, 自研替代进度可能不及预期。

- 2、**工业软件支持政策推进不及预期。**工业软件是中国智能制造发展的重要组成部分，工业软件国产化政策推进可能不及预期。
- 3、**行业拓展进度不及预期。**公司较早开始布局向钢铁行业以外的行业进行拓展，但是不同行业之间有一定进入壁垒，公司行业多元化拓展可能不及预期。

宝信软件三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	13,641	17,299	21,872	27,537	营业总收入	11,759	15,359	19,763	25,033
货币资金及交易性金融资产	4,308	5,125	6,279	7,882	营业成本(含金融类)	7,935	10,366	13,212	16,570
经营性应收款项	4,129	5,442	6,996	8,853	税金及附加	42	57	75	100
存货	3,062	3,976	5,068	6,356	销售费用	206	276	356	451
合同资产	1,908	2,457	3,162	4,005	管理费用	330	461	593	751
其他流动资产	234	298	368	441	研发费用	1,290	1,843	2,470	3,254
非流动资产	4,220	4,678	5,211	5,786	财务费用	-44	-92	-114	-141
长期股权投资	194	214	234	254	加:其他收益	139	177	227	288
固定资产及使用权资产	1,916	2,004	2,166	2,372	投资净收益	16	15	20	25
在建工程	444	564	684	804	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	226	376	526	676	减值损失	-153	0	0	0
商誉	12	12	12	12	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	944	1,024	1,104	1,184	营业利润	2,004	2,640	3,418	4,361
其他非流动资产	484	484	484	484	营业外净收支	9	1	1	1
资产总计	17,860	21,977	27,083	33,323	利润总额	2,013	2,641	3,419	4,362
流动负债	7,908	10,239	13,032	16,322	减:所得税	105	132	171	218
短期借款及一年内到期的非流动负债	221	78	78	78	净利润	1,909	2,509	3,248	4,144
经营性应付款项	3,207	4,231	5,394	6,764	减:少数股东损益	90	100	130	166
合同负债	3,692	4,872	6,210	7,788	归属母公司净利润	1,819	2,409	3,118	3,978
其他流动负债	788	1,057	1,350	1,692	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.20	1.58	2.05	2.62
非流动负债	348	348	348	348	EBIT	2,016	2,449	3,175	4,055
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,522	2,990	3,743	4,679
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.52	32.51	33.15	33.81
租赁负债	209	209	209	209	归母净利率(%)	15.47	15.68	15.78	15.89
其他非流动负债	139	139	139	139	收入增长率(%)	15.01	30.61	28.68	26.66
负债合计	8,257	10,587	13,380	16,670	归母净利润增长率(%)	35.92	32.44	29.43	27.58
归属母公司股东权益	9,017	10,704	12,886	15,671					
少数股东权益	586	686	816	982					
所有者权益合计	9,604	11,390	13,703	16,653					
负债和股东权益	17,860	21,977	27,083	33,323					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,928	2,669	3,168	3,970	每股净资产(元)	5.93	7.04	8.48	10.31
投资活动现金流	-826	-986	-1,081	-1,176	最新发行在外股份(百万股)	1,520	1,520	1,520	1,520
筹资活动现金流	-1,187	-867	-935	-1,193	ROIC(%)	20.48	21.43	23.50	24.91
现金净增加额	-92	816	1,152	1,601	ROE-摊薄(%)	20.17	22.51	24.20	25.38
折旧和摊销	507	541	568	624	资产负债率(%)	46.23	48.17	49.40	50.03
资本开支	-752	-899	-999	-1,099	P/E(现价&最新股本摊薄)	43.27	32.67	25.24	19.78
营运资本变动	-610	-572	-851	-1,039	P/B(现价)	8.73	7.35	6.11	5.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

