

# 软通动力 (301236.SZ) 数字经济领军, 携手华为共建信创生态

2022 年 11 月 23 日

——公司首次覆盖报告

**投资评级: 买入 (首次)**
**陈宝健 (分析师)**
**刘逍遥 (分析师)**

chenbaojian@kysec.cn

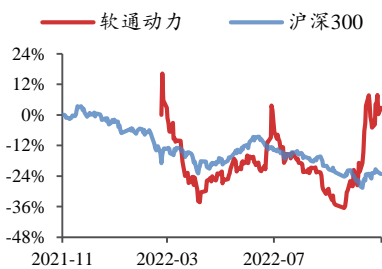
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790520090001

日期	2022/11/21
当前股价(元)	40.99
一年最高最低(元)	73.19/25.38
总市值(亿元)	260.41
流通市值(亿元)	33.64
总股本(亿股)	6.35
流通股本(亿股)	0.82
近 3 个月换手率(%)	377.98

## 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 国内领先的软件与信息技术服务商, 首次覆盖给予“买入”评级

公司成立于 2005 年, 是中国领先的软件与信息技术服务商, 主营业务是为通讯设备、互联网服务、金融科技、高科技与制造等多个行业客户提供数字化创新业务服务、通用技术服务和数字化运营服务。公司具备深厚的客户基础和广泛的行业覆盖, 在 10 余个重要行业服务超过 1000 家国内外客户, 其中超过 200 家客户为世界 500 强或中国 500 强企业。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 10.13、12.21、14.96 亿元, EPS 分别为 1.59、1.92、2.35 元/股, 当前股价对应 PE 分别 25.7、21.3、17.4 倍。公司估值略高于同行可比公司估值, 考虑公司在围绕华为生态在信创领域的前瞻布局, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 数字经济及信创成为国家战略, 软件信息技术服务行业迎历史性机遇

国内数字经济正加速发展, 产业数字化转型需求快速释放, 同时新一代信息技术与各行业各领域的融合深度和广度不断拓展, 产业规模不断壮大。从 2012 年至 2021 年, 我国软件业务收入由 2.5 万亿元增长至 9.5 万亿元, 年均增长率达 16.1%。2022 年上半年, 我国信息技术服务收入已经达到 30296 亿元, 同比增长 12.0%, 在全行业收入中占比为 65.5%。此外, 随着信创产业迎来黄金发展期, 进一步驱动行业发展。

### ● 重点投入基础软硬件领域, 携手华为共建信创生态

公司在信创领域相继参与了操作系统、数据库等开源数字基础设施的建设, 是 OpenHarmony、openEuler、openGauss 及可信云的共创共建者。特别在开源鸿蒙生态建设方面, 公司成立子公司“鸿湖万联”, 公司已累计推出多款行业产品, 参与到国内某大型通讯设备企业智慧公路军团的使能合作中。基于 OpenHarmony 和 SwanLinkOS 双线加持, 与行业生态伙伴的合作, 开发出面向商显、交通行业的 OpenHarmony 富设备商业发行版。

### ● 风险提示: 客户集中度高; 人力成本上升; 宏观经济下行

#### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,999	16,623	20,320	25,023	30,753
YOY(%)	22.6	27.9	22.2	23.1	22.9
归母净利润(百万元)	1,259	945	1,013	1,221	1,496
YOY(%)	76.8	-24.9	7.2	20.6	22.5
毛利率(%)	27.2	24.7	25.0	25.1	25.1
净利率(%)	9.7	5.7	5.0	4.9	4.9
ROE(%)	30.8	18.7	16.7	16.7	17.0
EPS(摊薄/元)	1.98	1.49	1.59	1.92	2.35
P/E(倍)	20.7	27.6	25.7	21.3	17.4
P/B(倍)	6.3	5.1	4.3	3.6	3.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司概况：中国领先的软件与信息技术服务商.....	4
1.1、 收入和利润快速增长，业务结构不断优化.....	5
1.2、 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	6
1.3、 人均创收与人均创利逐渐提升.....	7
2、 数字经济及信创成为国家战略，软件信息技术服务行业迎历史性机遇.....	8
2.1、 国内数字经济正加速发展，产业数字化转型需求快速释放.....	8
2.2、 新一代信息技术与各行业快速融合，产业规模不断壮大.....	8
2.3、 信创产业将迎来黄金发展期，进一步驱动信息技术服务行业发展.....	10
3、 重点投入基础软硬件领域，携手华为共建信创生态.....	11
4、 盈利预测与投资建议.....	14
4.1、 核心假设.....	14
4.2、 盈利预测与投资建议.....	14
5、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

图 1： 公司主营业务包括数字化创新业务服务、通用技术服务和数字化运营服务.....	4
图 2： 公司具备深厚的客户基础和广泛的行业覆盖.....	4
图 3： 公司拥有全球化的服务网络布局.....	5
图 4： 2018-2021 年公司收入复合增长率为 26.9%.....	5
图 5： 2018-2021 年公司净利润复合增长率为 45.5%.....	5
图 6： 数字化创新业务收入占比不断提升.....	6
图 7： 公司收入占比最高的为通讯设备行业.....	6
图 8： 公司第一大股东及实控人为刘天文先生.....	6
图 9： 2018-2021 年公司人均创收逐年提升（万元）.....	8
图 10： 2018-2021 年公司人均创利有所提升（万元）.....	8
图 11： 2020 年我国数字经济规模居世界第二.....	8
图 12： 我国数字经济规模快速扩大.....	8
图 13： 软件和信息技术服务市场由软件产品和信息技术服务两大细分市场组成.....	9
图 14： 2012- 2021 年，我国软件业务收入由 2.5 万亿元增长至 9.5 万亿元.....	9
图 15： 2022H1 我国信息技术服务收入在软件行业收入中占比为 65.5%.....	9
图 16： 信息技术支持与维护、服务外包合计占信息技术服务市场的比例将近 70%（2019 年）.....	10
图 17： 电信、制造、银行等行业已经成为了国内信息技术服务主要需求领域（2019 年）.....	10
图 18： 信创产业生态逐渐走向繁荣.....	11
图 19： 华为是中国信创产业发展的重要力量之一.....	11
图 20： 2022 开放原子全球开源峰会上，软通动力揽获 OpenHarmony 多项荣誉.....	12
图 21： 鸿湖万联携手龙芯中科已发布首个通过兼容性证书测评并支持自主指令集（LoongArch 架构）的全国产化芯片开发板.....	13
图 22： “鸿湖品冠智慧数字哨兵”是 OpenHarmony 开源鸿蒙操作系统实现商用落地的最快实践之一.....	14
表 1： 公司高级管理人员均具有丰富的行业经验.....	6

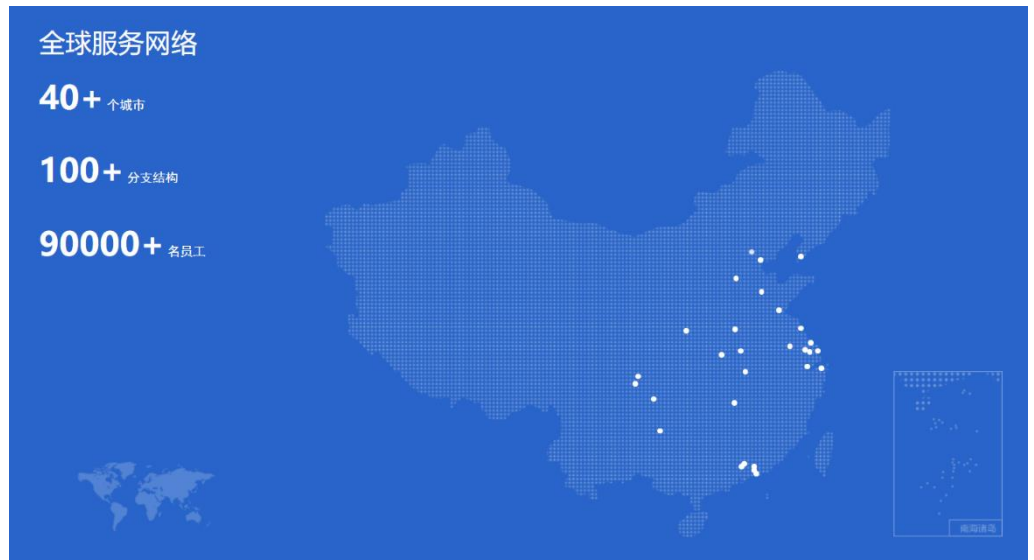
---

表 2: 鸿湖万联已发布“扬帆”、“启航”、“启鸿”等开源鸿蒙开发套件 .....	12
表 3: 公司 PE 低于行业可比公司平均水平 (截止 2022.11.21 收盘) .....	14



和超过 20 个全球交付中心，覆盖北美、日本和中国等全球主要市场。公司在北京、上海、广州、杭州、南京、成都、西安、武汉等国内主要城市设有子公司、分公司或办事处，业务范围覆盖全国大部分地区，具备快速响应、多区域同步交付的能力。

图3：公司拥有全球化的服务网络布局



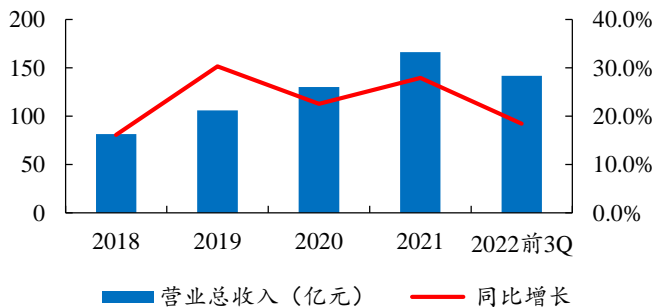
资料来源：公司官网

公司先后获得“2021 中国软件和信息技术服务竞争力百强企业”、“2009-2019 中国软件业务收入前百家企业”、“2020 十大数字服务领军企业”、“2019 中国最具影响力软件和信息服务企业”、“2020 十强创新软件企业”等奖项，并连续多年被授予“中国软件和信息服务业突出贡献奖”、“中国区最佳雇主企业”、“Global Outsourcing 100 list Leader Size Group”等荣誉，并拥有能力成熟度模型 CMMI-DEV 5 级、TMMi 3 级、CS4 级等专业资质。

### 1.1、收入和利润快速增长，业务结构不断优化

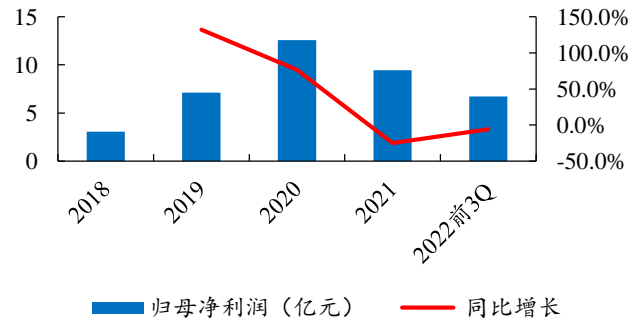
公司收入和利润维持快速增长。2018-2021 年公司收入复合增长率为 26.9%，净利润复合增长率为 45.5%。受国际复杂局势、疫情多点散发等多方面不利因素的影响，国内宏观经济持续受压，2022 年前三季度公司实现营收 141.85 亿元，同比增长 18.46%，实现归母净利润 6.72 亿，表现出较强的经营韧性。

图4：2018-2021 年公司收入复合增长率为 26.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2018-2021 年公司净利润复合增长率为 45.5%

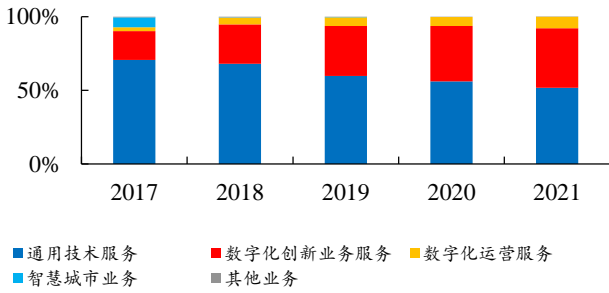


数据来源：Wind、开源证券研究所

按业务类型来看，通用技术服务在收入中占比最高，数字化创新业务服务收入

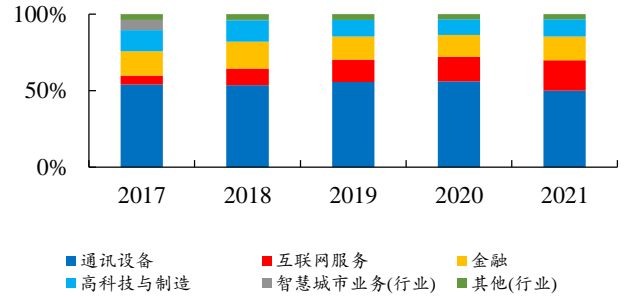
占比逐渐提升，成为公司新增长引擎。按行业来看，通信设备行业收入占比最高，并实现稳步增长，主要系公司与华为等一批全球知名的通讯设备企业的合作关系稳定且合作范围不断扩大，以及通讯设备行业随着 5G 时代的到来，行业规模不断扩大所致；互联网行业增速最快，主要系随着以百度、腾讯、阿里巴巴为代表的互联网企业的快速发展，公司通过新兴技术的应用实践，致力于 ICT 与互联网企业业务的融合创新，推动互联网企业商业模式转化及运营模式的变革，在互联网服务行业中建立了较高的品牌声誉。

图6：数字化创新业务收入占比不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司收入占比最高的为通讯设备行业

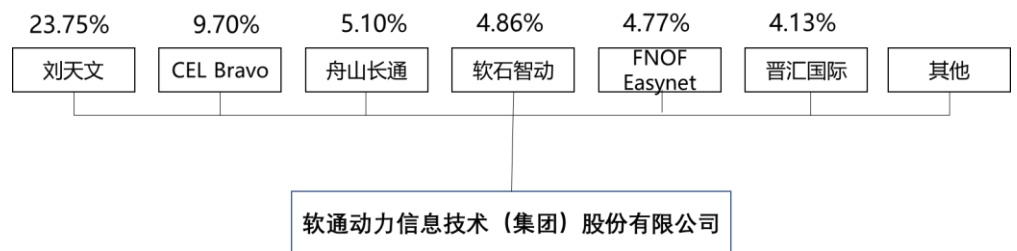


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、股权结构稳定，管理层经验丰富

公司第一大股东及实控人为刘天文先生。刘天文直接和间接合计持有发行人 23.83% 的股份，通过直接持股及担任软石智动执行事务合伙人合计控制发行人 28.61% 的表决权。软石智动和软石六号为公司员工持股平台，合计持有公司 5.82% 股权。

图8：公司第一大股东及实控人为刘天文先生



资料来源：Wind

实际控制人及创始人刘天文先生在 IT 服务及技术创新领域，拥有超过 20 年的管理经验。担任过中关村 100 企业家俱乐部执行理事长等社会职务，被认定为“中关村高端领军人才”、“中国软件及信息服务业十年领军人物”、“云计算行业突出贡献人物”等荣誉称号，2019 年 2 月成功入选第四批国家“万人计划”名单。

表 1：公司高级管理人员均具有丰富的行业经验

姓名	职务	履历
刘天文	董事长、总经理	曾任 Digital Equipment Corporation IT 咨询经理、美国 Bechtel Corporation 高级项目经理、西门子商业服务集团系统集成部中国区总经理、北京亚商在线信息技术有限公司执行副总裁。
车俊河	董事、副总经理	曾任北京科海高科技集团有限公司员工、中包期货经

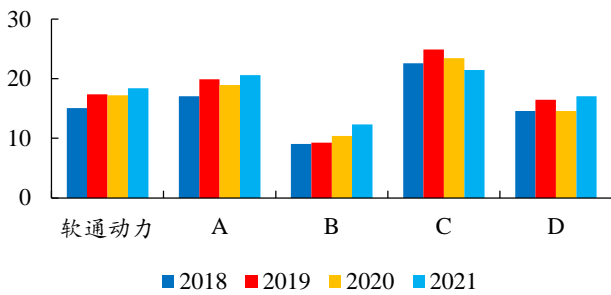
姓名	职务	履历
		纪有限公司员工、德勤会计师事务所员工、长天科技有限公司员工、北京亚商在线信息技术有限公司员工北京软通动力科技有限公司副总裁。历任软通动力信息技术（集团）有限公司中国区业务总裁、数字业务事业群总裁、董事、首席运营官。现任软通动力信息技术（集团）股份有限公司董事、副总经理，负责公司业务运营。
张成	董事、副总经理、财务总监	曾任朗讯科技（中国）有限公司高级财务经理、诺兰特移动通信配件（北京）有限公司财务与信息总监，历任软通动力信息技术（集团）有限公司财务总监、董事、集团首席财务官，现任软通动力信息技术（集团）股份有限公司董事、副总经理、财务总监，负责公司财经管理。
黄颖	董事、副总经理	曾任 Lucent Technologies Co.,Ltd.咨询顾问、美国 AT&T 实验室资深技术顾问、UT Starcom Inc 资深项目经理、北京首创网络有限公司首席技术官、联合创新泛网络技术有限公司首席技术官、副总经理，历任软通动力信息技术（集团）有限公司电信与高科技事业群总裁、重大客户事业群总裁、首席人力资源官，现任软通动力信息技术（集团）股份有限公司董事、副总经理，负责重大客户事业群管理工作以及公司人力资源与组织干部管理。
杜焱	副总经理	曾任福建实达电脑股份有限公司工程师，西科姆（中国）有限公司计算机事业部销售部长，北京泰利特科技发展有限公司副董事长、总经理；历任软通动力信息技术（集团）有限公司银行业务事业部副总裁、集团执行副总裁、银行业务事业群总裁，现任软通动力信息技术（集团）股份有限公司副总经理、银行业务事业群总裁，负责银行业务事业群管理工作。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

### 1.3、人均创收与人均创利逐渐提升

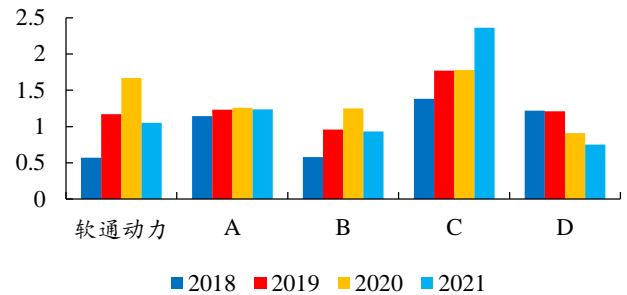
2018-2021 年公司人均创收从 15.1 万元提升至 18.4 万元，人均创利从 0.57 万元提升至 1.05 万元。具体来看，公司人均创收实现逐年提升，但 2021 年人均创利较 2020 年有所降低，一是由于疫情影响业务拓展，二是由于公司加大操作系统、数据库等领域的投入力度。与同行业公司相比，公司人均创收和人均创利处于行业中等水平。

图9：2018-2021 年公司人均创收逐年提升（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2018-2021 年公司人均创利有所提升（万元）



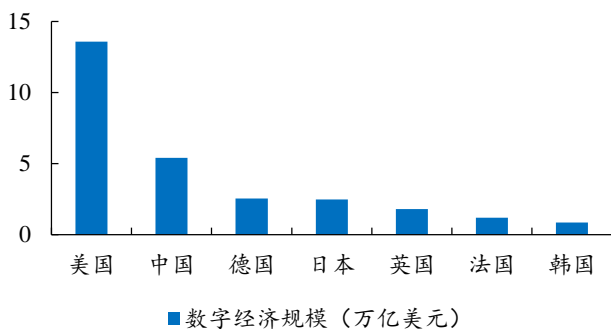
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、数字经济及信创成为国家战略，软件信息技术服务行业迎历史性机遇

### 2.1、国内数字经济正加速发展，产业数字化转型需求快速释放

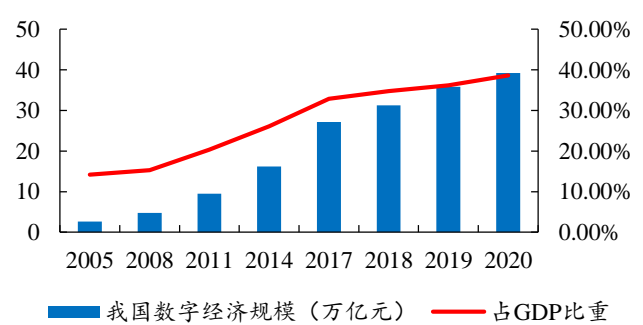
数字经济已经成为继农业经济、工业经济之后的主要经济形态，是转型升级的驱动力。2020 年全球 47 个国家数字经济规模总量达到 32.6 万亿美元。2020 年我国数字经济规模居世界第二，达到 39.2 万亿人民币，GDP 占比为 38.6%。根据国务院印发的《“十四五”数字经济发展规划》，到 2025 年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶，数字产业化水平显著提升，数字化公共服务更加普惠均等，数字经济治理体系更加完善。展望 2035 年，力争形成统一公平、竞争有序、成熟完备的数字经济现代市场体系，数字经济发展水平位居世界前列。

图11：2020 年我国数字经济规模居世界第二



数据来源：信通院、开源证券研究所

图12：我国数字经济规模快速扩大

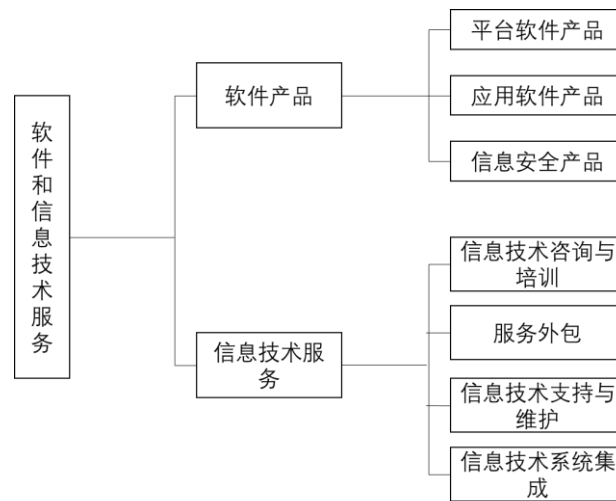


数据来源：信通院、开源证券研究所

### 2.2、新一代信息技术与各行业快速融合，产业规模不断壮大

软件和信息技术服务市场由软件产品和信息技术服务两大细分市场组成。软件产品包括平台软件产品、应用软件产品和信息安全产品。信息技术服务包括信息技术咨询与培训、服务外包、信息技术支持与维护、信息技术系统集成等。近年来，随着技术进步带来的模式创新，软件产品和信息技术服务市场边界逐步模糊，软件产品呈现出服务化发展趋势。

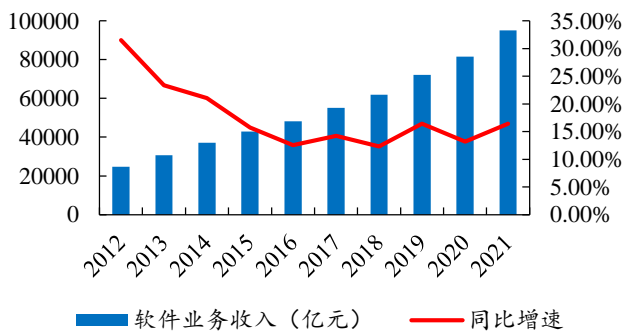
图13：软件和信息技术服务市场由软件产品和信息技术服务两大细分市场组成



资料来源：赛迪顾问、开源证券研究所

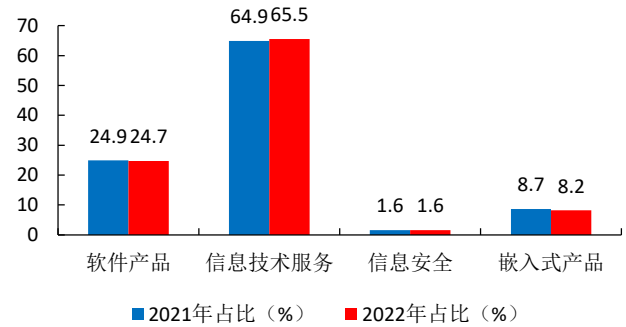
新一代信息技术与各行业各领域的融合深度和广度不断拓展，产业规模不断壮大。工信部数据显示，从2012年至2021年，我国软件业务收入由2.5万亿元增长至9.5万亿元，年均增长率达16.1%。2022年上半年，我国信息技术服务收入已经达到30296亿元，同比增长12.0%，在全行业收入中占比为65.5%。其中，云计算、大数据服务共实现收入4790亿元，同比增长9.3%，占信息技术服务收入的比重为15.8%。

图14：2012-2021年，我国软件业务收入由2.5万亿元增长至9.5万亿元



数据来源：工信部、开源证券研究所

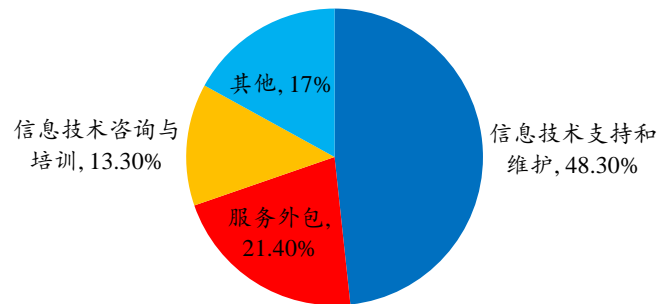
图15：2022H1 我国信息技术服务收入在软件行业收入中占比为65.5%



数据来源：工信部、开源证券研究所

信息技术支持与维护、服务外包合计占信息技术服务市场的比例将近70%。随着新一代信息技术进一步突破和更加广泛应用，信息技术服务预计将保持持续增长，以信息技术支持与维护和服务外包为核心的细分领域将成为增长主力。

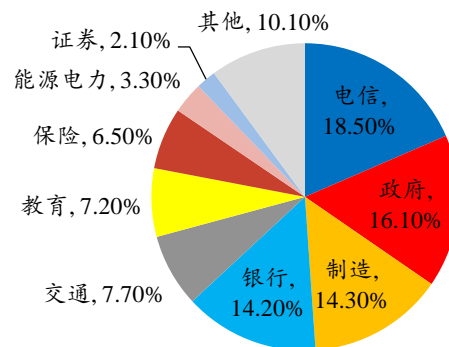
**图16: 信息技术支持与维护、服务外包合计占信息技术服务市场的比例将近 70% (2019 年)**



数据来源: 赛迪顾问、开源证券研究所

**国内垂直行业信息技术服务需求快速增长。**随着我国经济快速发展, 电信、制造、银行等行业迅猛, 相应数字化投入保持高速增长, 已经成为了国内信息技术服务主要需求领域。

**图17: 电信、制造、银行等行业已经成为了国内信息技术服务主要需求领域 (2019 年)**

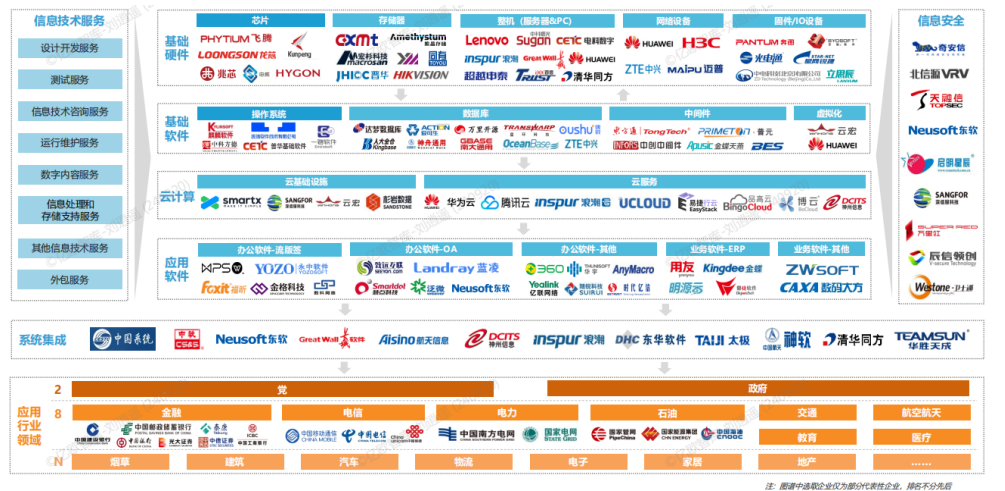


数据来源: 赛迪顾问、开源证券研究所

### 2.3、信创产业将迎来黄金发展期, 进一步驱动信息技术服务行业发展

**信创产业生态逐渐走向繁荣。**我国国产基础软硬件从“不可用”发展为“可用”, 并正在向“好用”演变, 逐步打破国外“卡脖子”垄断。信息技术应用创新产业作为“新基建”的重要内容, 核心硬件及服务向数字化、网络化、智能化方向转型, 将会加速实现产业化、规模化应用, 将成为拉动经济发展的重要抓手之一, 深入到国民经济各个领域。

图18：信创产业生态逐渐走向繁荣



资料来源：亿欧智库

华为是中国信创产业发展的重要力量之一。华为鲲鹏计算产业是基于鲲鹏处理器的基础软硬件设施、行业应用及服务，涵盖从底层硬件、基础软件到上层行业应用的全产业链条。硬件方面，围绕鲲鹏处理器，涵盖包括昇腾 AI 芯片、智能网卡芯片、底板管理控制器（BMC）芯片、固态硬盘（SSD）、磁盘阵列卡（RAID 卡）、主板等部件以及个人计算机、服务器、存储等整机产品。基础软件方面，涵盖操作系统、虚拟化软件、数据库、中间件、存储软件、大数据平台、数据保护和云服务等等基础软件及平台软件。行业应用方面，鲲鹏计算产业生态覆盖政府、金融、电信、能源、大企业等各大行业应用，提供全面、完整、一体化的信息化解决方案。

图19：华为是中国信创产业发展的重要力量之一



资料来源：华为官网

### 3、重点投入基础软硬件领域，携手华为共建信创生态

近两年，公司重点在以开源鸿蒙/欧拉等国产操作系统和 openGauss 数据库等为代表的**基础软硬件领域**，和以咨询/云智能服务为代表的专业服务领域加大了资源投入与组织保障；并将自身积累的技术和能力优势加速外延到更多的细分行业市场，与战略客户实现能力共生、产业共赢。

公司在信创领域相继参与了操作系统、数据库等开源数字基础设施的建设，是 OpenHarmony、openEuler、openGauss 及可信云的共创共建者。2022 开放原子全球开源峰会上，公司揽获 OpenHarmony 多项荣誉。

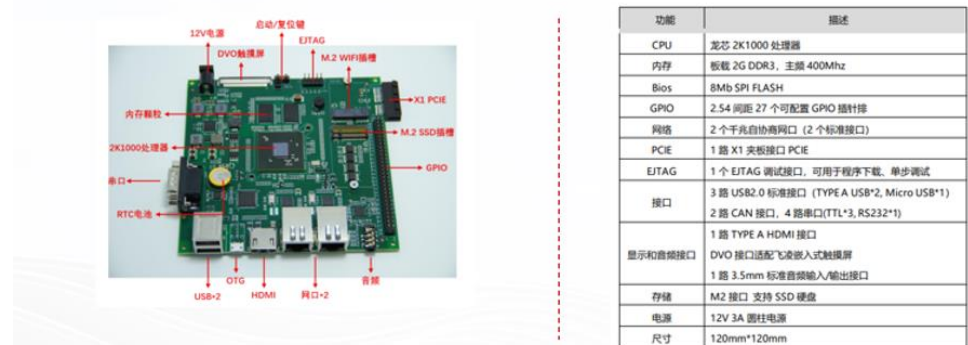


名称	特征	应用领域
SwanLinkOS 商显软件发行版	国内 RK3399、RK3568 等主流芯片 基于 OpenHarmony 3.0.1 LTS 版本的标准系统，适配 RK3399、Hi3516 等国产主流芯片	救设备等交通领域广泛使用 主要面向商显行业，包括智能广告机、智能一体机、自助 POS 机、智能会议平板等智能终端

资料来源：公司官网、开源证券研究所

鸿湖万联携手龙芯中科已发布首个通过兼容性证书测评并支持自主指令集（LoongArch 架构）的全国产化芯片开发板。鸿湖万联与龙芯中科共同合作，完成了全国产芯片龙芯 2K1000LA 处理器的“乘风”开发板开源鸿蒙的适配，并已取得开放原子开源基金会颁发的生态产品兼容性证书。同时，鸿湖万联与龙芯中科基于龙芯 2K1000LA 全国产芯片与开源鸿蒙工业互联网适配的发行版，目前也正顺利推进。未来鸿湖万联将与龙芯中科持续深化合作关系，加速龙芯芯片适配 OpenHarmony 进程，以 SwanLinkOS “铸魂”结合龙芯“强芯”战略共筑基于龙架构平台的 OpenHarmony 生态圈，实现信创产业全面国产化，推进操作系统、芯片、数据库、应用软件等为核心的国产自主全栈式解决方案加速落地。

图21：鸿湖万联携手龙芯中科已发布首个通过兼容性证书测评并支持自主指令集（LoongArch 架构）的全国产化芯片开发板



资料来源：公司官网

“鸿湖品冠智慧数字哨兵”是 OpenHarmony 开源鸿蒙操作系统实现商用落地的最快实践之一。鸿湖万联发布的“鸿湖品冠智慧数字哨兵”搭载 RK3399 芯片，基于 OpenHarmony 开发的完全自主知识产权的 SwanLinkOS 商显软件发行版操作系统，可广泛应用到酒店、楼宇、机场、社区、工地等场景，打造一站式的智能通行解决方案，目前已在无锡、珠海等地正式商用。

图22：“鸿湖品冠智慧数字哨兵”是 OpenHarmony 开源鸿蒙操作系统实现商用落地的最快实践之一



资料来源：公司官网

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、核心假设

(1) 收入端：公司通用技术服务稳定增长，预计 2022-2024 年收入增速分别为 15%、14%、14%；随着云智能、智能终端、工业互联网、信创及开源鸿蒙/欧拉等数字技术服务的快速发展，公司数字化创新业务服务有望实现高速增长，预计 2022-2024 年收入增速为 30%、40%、30%，预计数字运营服务收入增速分别为 30%、30%、40%。

(2) 毛利率：未来几年，随着数字化创新业务服务收入占比提升，毛利率有望提升。我们预计公司 2022-2024 年销售毛利率为 25.01%、25.10%、25.11%。

(3) 期间费用率：我们预计公司 2022-2024 年销售费用率为 3.80%、3.60%、3.60%，管理费用率为 8.52%、8.42%、8.42%，研发费用率为 6.70%、7.30%、7.30%。

### 4.2、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 10.13、12.21、14.96 亿元，EPS 分别为 1.59、1.92、2.35 元/股，当前股价对应 PE 分别 25.7、21.3、17.4 倍。公司估值略高于同行可比公司估值，考虑公司在围绕华为生态在信创领域的前瞻布局，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：公司 PE 低于行业可比公司平均水平（截止 2022.11.21 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000034.SZ	神州数码	163	10.73	12.74	14.92	15.2	12.8	10.9
000062.SZ	凌志软件	43	1.89	2.33	2.87	22.8	18.5	15.0
002262.SZ	科锐国际	83	2.99	3.96	5.08	27.8	21.0	16.3

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000977.SZ	中国软件国际	176	13.03	16.13	19.55	13.5	10.9	9.0
<b>行业平均</b>						<b>19.8</b>	<b>15.8</b>	<b>12.8</b>
000034.SZ	软通动力	260	10.13	12.21	14.96	25.7	21.3	17.4

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 凌志软件、科锐国际盈利预测来自 Wind 一致预期)

## 5、风险提示

- (1) 客户集中度高的风险, 若主要客户因国内外宏观环境或自身经营状况发生变化导致其对公司业务需求量下降, 或转向其他供应商, 将对公司生产经营带来一定负面影响。
- (2) 人力成本上升的风险, 软件和信息技术服务行业属于人力资源密集、人力成本相对比较高的产业, 如果市场人力资源供给不足或人力成本过快上升且公司未能采取有效应对措施, 可能影响公司的业务规模和盈利能力。
- (3) 宏观经济波动风险, 经济增速和宏观经济的波动将直接影响公司下游服务客户的经营发展情况, 从而对公司所属的软件和信息技术服务业造成影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	7636	8708	14442	15976	18974
现金	2869	2995	7144	8186	9948
应收票据及应收账款	3344	4661	5499	6140	6674
其他应收款	122	95	176	158	252
预付账款	41	51	81	74	116
存货	634	693	1149	1047	1632
其他流动资产	625	214	394	372	353
<b>非流动资产</b>	1405	1815	1704	1796	1907
长期投资	201	201	235	252	271
固定资产	642	730	797	887	995
无形资产	283	308	295	279	259
其他非流动资产	279	575	377	379	381
<b>资产总计</b>	9041	10523	16146	17773	20881
<b>流动负债</b>	4231	4996	9696	10081	11691
短期借款	2193	2343	6429	6631	7566
应付票据及应付账款	75	119	134	178	206
其他流动负债	1963	2533	3133	3272	3919
<b>非流动负债</b>	735	502	324	354	368
长期借款	584	3	3	2	1
其他非流动负债	151	498	321	352	366
<b>负债合计</b>	4966	5497	10020	10435	12058
少数股东权益	-43	-53	-60	-70	-81
股本	360	360	635	635	635
资本公积	2644	2644	2464	2464	2464
留存收益	1130	2092	3097	4309	5793
<b>归属母公司股东权益</b>	4118	5078	6186	7408	8904
<b>负债和股东权益</b>	9041	10523	16146	17773	20881

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1423	647	904	1244	1270
净利润	1255	938	1005	1212	1485
折旧摊销	187	244	224	175	190
财务费用	142	130	169	166	158
投资损失	-6	0	0	0	0
营运资金变动	-111	-762	-490	-310	-561
其他经营现金流	-45	98	-4	1	-2
<b>投资活动现金流</b>	-229	-220	-105	-267	-303
资本支出	183	283	-6	54	78
长期投资	-2	26	-34	-21	-20
其他投资现金流	-48	88	-145	-234	-245
<b>筹资活动现金流</b>	-431	-292	-730	-137	-144
短期借款	-127	150	0	0	0
长期借款	138	-581	-1	-1	-1
普通股增加	96	0	275	0	0
资本公积增加	-540	-0	-180	0	0
其他筹资现金流	1	139	-825	-136	-144
<b>现金净增加额</b>	749	129	63	840	827

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	12999	16623	20320	25023	30753
营业成本	9460	12522	15238	18743	23031
营业税金及附加	94	113	135	162	195
营业费用	373	578	772	901	1107
管理费用	1021	1414	1731	2107	2620
研发费用	835	1001	1361	1827	2245
财务费用	142	130	169	166	158
资产减值损失	-63	9	-7	-4	-25
其他收益	210	156	187	206	247
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	-0	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	1365	1013	1095	1321	1620
营业外收入	26	14	18	21	26
营业外支出	15	8	11	14	19
<b>利润总额</b>	1375	1018	1101	1328	1627
所得税	120	81	96	116	142
<b>净利润</b>	1255	938	1005	1212	1485
少数股东损益	-4	-7	-8	-9	-11
<b>归属母公司净利润</b>	1259	945	1013	1221	1496
EBITDA	1648	1315	1439	1668	1975
EPS(元)	1.98	1.49	1.59	1.92	2.35

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	22.6	27.9	22.2	23.1	22.9
营业利润(%)	78.9	-25.8	8.1	20.7	22.6
归属于母公司净利润(%)	76.8	-24.9	7.2	20.6	22.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.2	24.7	25.0	25.1	25.1
净利率(%)	9.7	5.7	5.0	4.9	4.9
ROE(%)	30.8	18.7	16.7	16.7	17.0
ROIC(%)	19.0	11.8	8.7	9.6	9.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.9	52.2	62.1	58.7	57.7
净负债比率(%)	1.1	5.3	-7.5	-17.5	-23.8
流动比率	1.8	1.7	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.5	1.6	1.3	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.7	1.5	1.5	1.6
应收账款周转率	4.0	4.2	4.0	4.3	4.8
应付账款周转率	109.8	129.0	120.0	120.0	120.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.98	1.49	1.59	1.92	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	1.02	1.42	1.96	2.00
每股净资产(最新摊薄)	6.48	7.99	9.59	11.51	13.87
<b>估值比率</b>					
P/E	20.7	27.6	25.7	21.3	17.4
P/B	6.3	5.1	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	15.8	20.0	17.7	14.8	12.1

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R4（中高风险），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，属于商业秘密材料，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