

携手华润聚焦数字经济 确立业绩增长新引擎

——南威软件（603636.SH）首次覆盖报告 计算机/计算机应用



投资摘要：

公司深耕数字政府领域 20 年，主要聚焦政务服务、公共安全、城市管理和公共服务等数字政府领域相关业务，随着华润的控股和国资委 79 号文件推动信创落地，公司所处的行业和公司本身均有明显的边际变化。

核心要点如下：

1、行业边际变化

政策明确量化要求，提振信创市场空间。新增国资委 79 号文规定所有企业在 2022 年 11 月份基于计划上报替换的系统，2023 年每季度党委书记向国资委汇报。2027 年完成全面替换，预计年末将有信创行业的大规模招标，我们认为未来五年是信创发展的关键时期，2025 年信创市场规模突破 2 万亿。

2、公司边际变化

- 1) 公司实控人变更为国资委，原实控人吴志雄先生成为第二股东。2022 年 8 月 2 日，吴志雄先生与华润数科公司签署了《战略合作协议》。华润数科将持有公司 29.59% 的股权，吴志雄先生持有公司 24.58% 的股权。公司控股股东变更为华润数科，实控人变更为国务院国资委。华润数科将委派党委书记兼董事长，吴志雄先生以第二股东身份担任公司副董事长和首席科学家。
- 2) 依托华润平台，公司实现从单一 G 端业务向 G/B/C 业务的全面扩展。
 - 公司作为华润政企数字化业务唯一平台，将逐步承接华润集团和华润数科相关 B 端业务。华润数科、华润股份、中国华润承诺自本次交易完成后五年内解决与南威软件的同业竞争问题。公司将依托华润的央企身份和业务赋能，全面拓展数字政府业务，开辟 To B 业务。
 - 公司为华润 C 端客户提供服务平台，5 年总规模为 23.52 亿。根据华润官网和百度网显示，2020 年华润自营门店总数超过 4425 家，拥有 3-4 亿终端客户。公司将发挥电子证照、智慧社区/智慧停车/城市 APP 等优势，为华润万家 C 端客户服务平台。经过我们测算，公司为华润自营门店打造的服务平台每年的市场规模分别为：3.54/9.29/3.88/3.56/3.24 亿，5 年总市场规模为 23.52 亿。
 - 依托庞大会员/客户体量，提供丰富的增值服务。为华润万家 C 端客户打通“最后一公里”，帮助客户办理商品订购、在线支付、售后服务等增值业务，同时利用平台作为流量入口，享受互联网时代红利，实现进一步的收入增长。

投资建议

我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 18.22/23.17/30.06 亿元，归母净利润为 1.26/2.87/4.59 亿元。考虑到公司 G/B/C 端全面协同发展，且依托华润大平台，我们给予公司 2023 年 40 倍 PE，则对应目标市值为 114.8 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

疫情对公司经营的影响、政务软件需求下滑、与华润的协同效应不及预期、回款不及预期和资金流动性风险。

财务指标预测

敬请参阅最后一页免责声明

评级 买入（首次）

2022 年 12 月 07 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

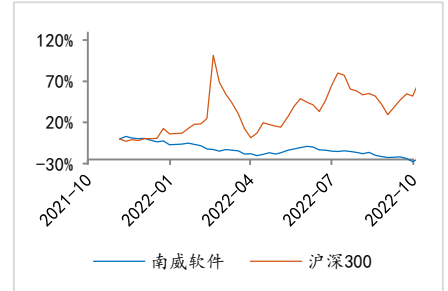
时炯 研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120030

交易数据 时间 2022.12.07

总市值/流通市值（亿元）	91.81/91.81
总股本（万股）	59079.36
资产负债率（%）	42.24
每股净资产（元）	4.26
收盘价（元）	15.54
一年内最低价/最高价（元）	8.1/20.64

公司股价表现走势图



资料来源：wind 申港证券研究所

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,539.15	1,716.33	1,822.50	2,317.45	3,005.90
增长率 (%)	11.59%	11.51%	6.19%	27.16%	29.71%
归母净利润 (百万元)	235.03	132.81	125.83	287.43	459.41
增长率 (%)	19.37%	-43.49%	-5.26%	128.43%	59.84%
净资产收益率 (%)	9.06%	5.10%	3.42%	6.03%	8.06%
每股收益(元)	0.41	0.23	0.21	0.49	0.78
PE	39.17	69.83	75.41	33.01	20.65
PB	3.66	3.64	2.58	1.99	1.66

资料来源: Wind 申港证券研究所

内容目录

1. 公司：数字政府领军企业	5
1.1 发展历程：深耕数字政府领域 20 年新时期迎来新发展机遇	5
1.2 主营业务：政务服务+公共安全+城市管理+社会服务	6
1.3 经营模式：直销+渠道合作+生态合作	7
1.4 核心竞争力：九甲资质+领先的产品+专业的营销+强大的技术	8
1.5 财务状况：新增订单同比增加 2022Q3 扭亏为盈	9
1.5.1 营收：新增合同和新增中标项目同比双增长 2022Q3 实现营收 6.08 亿元	9
1.5.2 成本：费用率表现优异 重视研发投入	11
1.5.3 盈利：降本增效成果显著 2022Q3 单季度扭亏为盈	12
1.6 股权结构：控股股东变更为华润数科 实控人变更为国务院国资委	13
2. 行业：数字政府前景广阔 公司深度参与布局	14
2.1 数字政府是电子政务的高阶形态 推动国家“两治”现代化的抓手	14
2.2 政务服务：千亿级市场规模 电子证照+信创产品彰显公司优势	15
2.3 信创产业：国资委 79 号文件 推动国企央企信创落地	17
3. 看点：公司和行业边际变化明显 市场空间可观	19
3.1 公司边际：从单一 G 端业务向 G/B/C 业务全面扩展	19
3.1.1 定位华润政企数字化业务的唯一平台 开启 B 端业务	19
3.1.2 定位华润的“To C 业务”创新平台 发展 C 端业务	20
3.2 行业边际：信创之风 推动公司业绩兑现	20
4. 盈利预测与估值分析	21
4.1 盈利预测：软件产品迎来发展良机 营收/毛利有望持续向好	21
4.1.1 营收：软件产品增速空间较大 24 年营收预计突破 30 亿	21
4.1.2 毛利率：SaaS 模式带动毛利率回暖 信创领域告别低毛利时代	22
4.1.3 费用率：整体稳中有降 维持在正常范围	23
4.2 估值分析和投资建议	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司主营业务框架	5
图 2：从业绩增速的角度复盘公司的发展历程	5
图 3：政务服务一体化平台概览	6
图 4：可用于疫情防控的智能感知大数据平台	6
图 5：城市综合管理服务平台界面效果图	7
图 6：公司主要生态合作伙伴	7
图 7：公司近期取得的信息安全服务资质	8
图 8：公司历年营业总收入（亿元）及增速	9
图 9：政务和公安行业收入占比超过 80%	9
图 10：公司各产品营收占比	10
图 11：公司在中国大陆不同区域的营收占比	10
图 12：公司历年费用率情况	11
图 13：公司历年研发费用及人员情况	11
图 14：公司历年盈利情况	12
图 15：公司 2019-2022 各年度 Q1 净利润	13
图 16：公司各季度营收占比	13
图 17：公司 2022 年各季度（单季）净利润情况	13
图 18：公司当前股权结构	14
图 19：我国电子政务市场规模及增速	15
图 20：2020 年我国省级政府一体化政务服务能力总体指数得分情况（颜色越深，得分越高）	16
图 21：电子政务产业链	16
图 22：近三年主要标的公司政务行业营收（亿元）	17
图 23：近三年主要标的公司政务行业营收占比	17
图 24：近三年主要标的公司分区域营收占比	17
图 25：信创产业“2+8+N”落地体系	18
图 26：各领域信创应用落地进程	18
图 27：我国信创产业规模预测	19
图 28：我国信创细分市场预测	19
图 29：华润数科近三年营收情况	19
图 30：“福建省一体化协同办公平台”功能简介	21
图 31：党政信创发展历程及预测	21

表 1: 南威软件集团主要子公司（“百城百亿”）情况	8
表 2: 近年来我国数字政府相关政策文件	14
表 3: 电子政务与数字政府的主要区别	15
表 4: 近年来我国信创产业相关政策文件	18
表 5: 服务平台市场规模预测	20
表 6: 2022-2024 年营收预测（亿元）	22
表 7: 2022-2024 年毛利率预测	23
表 8: 2022-2024 年费用率预测	23
表 9: 可比公司估值	23
表 10: 公司盈利预测表	错误!未定义书签。

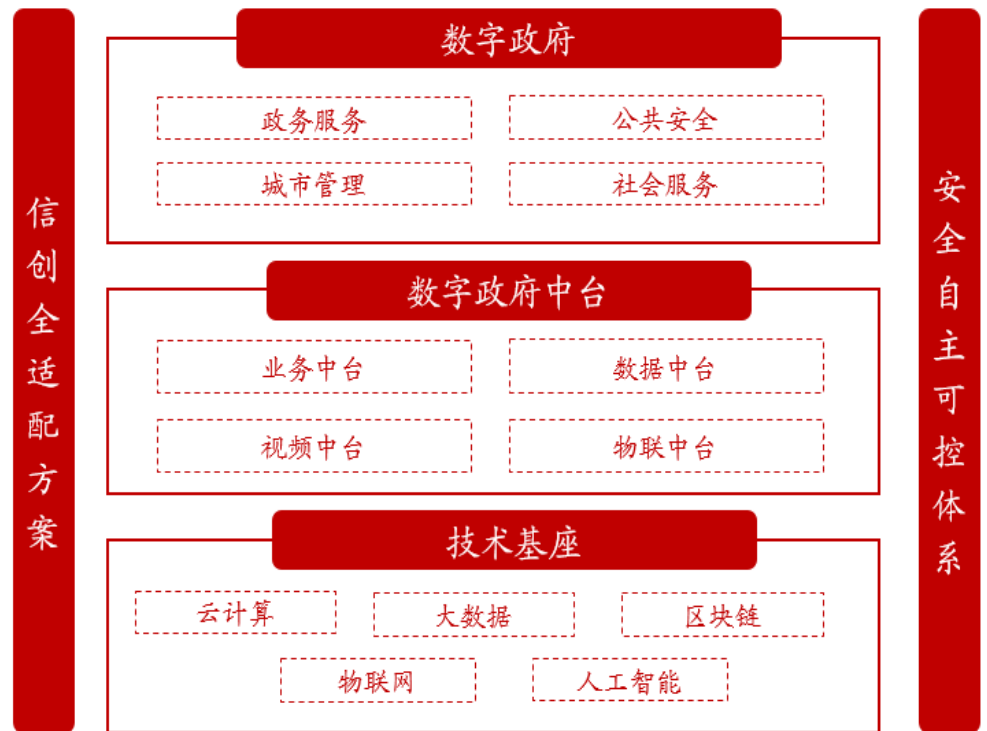
1. 公司：数字政府领军企业

1.1 发展历程：深耕数字政府领域 20 年新时期迎来新发展机遇

公司是全国政务服务龙头企业、行业领先的社会治理科技公司，聚焦政务服务、公共安全、城市管理、社会服务等数字政府领域相关业务，致力于推进国家治理体系和治理能力现代化。

公司以“1141”统筹数字政府建设，即 1 个技术基座、1 个数字政府中台、4 大领域应用和 1 套信创全适配方案以及安全自主可控体系。公司基于云计算、大数据、区块链、人工智能、物联网等技术，以业务中台、数据中台、视频中台、物联中台等数字政府中台能力为应用场景提供支撑服务，构建各个领域的数字政府服务新模式；同时，全面适配信创云环境，提供系统安全策略，形成总体可控、系统自主、全面创新的数字政府整体解决方案。

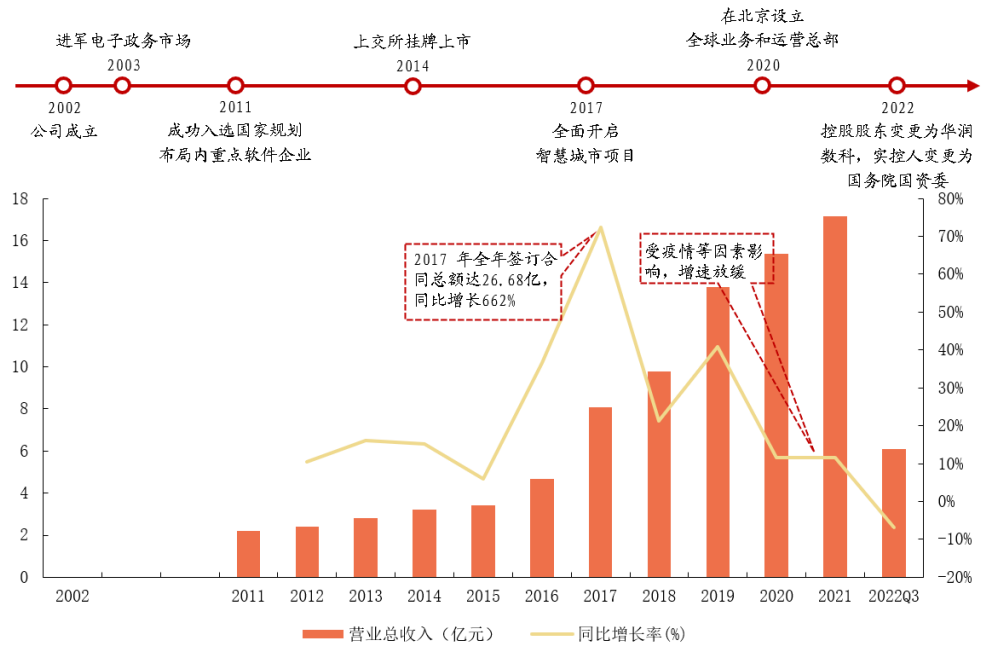
图1：公司主营业务框架



资料来源：公司 2020 年报 申港证券研究所

深耕数字政府领域 20 年，新时期迎来新发展机遇。公司成立于 2002 年，2003 年开始进军全国电子政务市场，2014 年 12 月在上交所挂牌上市。2017 年 5 月，福建省综合性智慧城市项目——“智慧丰泽”项目启动，首期规模 4.53 亿。2020 年 5 月，公司实行双总部式运营，行政总部设立于福建泉州，全球业务和运营总部设立于北京。2022 年 8 月 2 日，公司与中国华润全资子公司——华润数科，签署了《战略合作协议》。通过协议转让和非公开发行的方式，华润数科将持有公司 29.59% 的股份。公司控股股东将变更为华润数科，实控人将变更为国务院国资委，公司将成为华润集团下属的重点企业。

图2：从业绩增速的角度复盘公司的发展历程



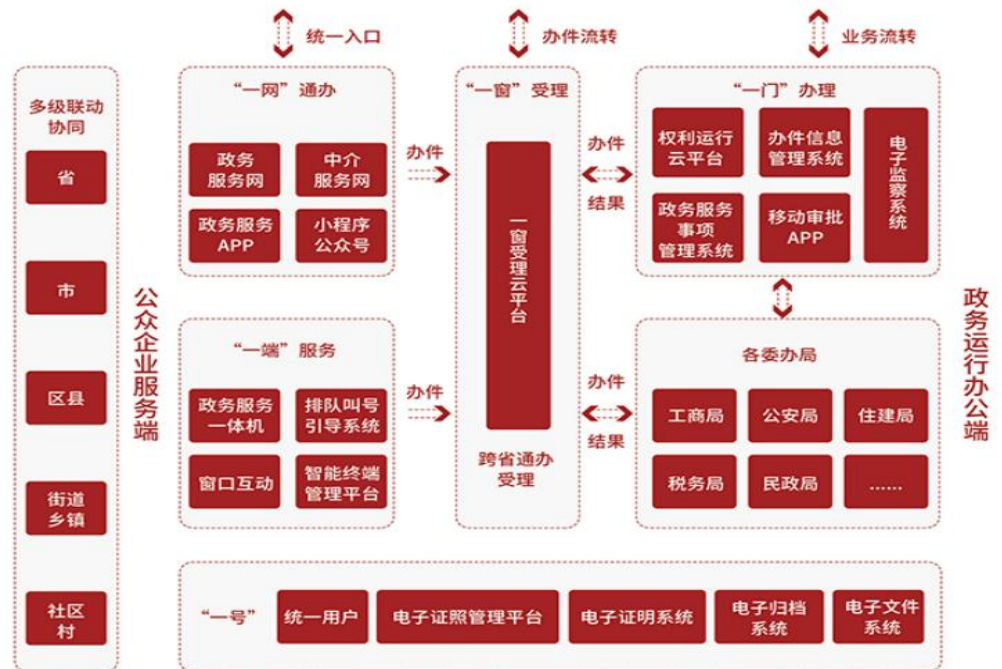
资料来源：公司白皮书（2022版）公司宣传册 wind 申港证券研究所

1.2 主营业务：政务服务+公共安全+城市管理+社会服务

公司专注于数字政府领域的政务服务、公共安全、城市管理、社会服务等业务。

- ◆ **政务服务**：主要提供政务服务一体化平台、政务大数据、区块链电子证照、移动政务、信创领域等数字政府软件产品、服务以及数据运营。

图3：政务服务一体化平台概览



资料来源：公司白皮书（2022版）申港证券研究所

- ◆ **公共安全**：以公安大数据智能化建设应用为核心，专注于智能感知设备数据采集传输与治理、视频图像AI中台与数据中台、警务实战应用产品的研发。

图4：可用于疫情防控的智能感知大数据平台



资料来源：公司微信公众号 申港证券研究所

- ◆ **城市管理**：运用物联网、大数据、云计算等技术手段，整合共享城市运行数据，形成了“一网统管”、“一码通城”、城市通、智慧城管等一批创新应用。

图5：城市综合管理服务平台界面效果图



资料来源：公司微信公众号 申港证券研究所

- ◆ **社会服务**：围绕服务社会的目标导向，聚焦政府关注、政策支持的新兴业态板块，形成一体化社会服务生态，构建“平台+生态”运营模式，提供城市统一服务入口，主要包含文化旅游、交通出行、智慧社区等社会运营服务场景等。

1.3 经营模式：直销+渠道合作+生态合作

公司主要服务于党、政、军、公安等 G 端客户，主要采用直销和渠道合作的方式开展对外销售。直销时，公司直接参与项目投标工作，将产品及服务销售给客户，为客户提供产品二次开发服务和相关的软硬件集成服务；渠道合作时，产品销售给集成商和代理商，产品以被集成的方式应用于客户项目，服务于客户。近年来，公司产品尝试以 SaaS 服务运营的模式为客户提供服务，以年、月收取服务费用。

公司重视与生态合作伙伴的合作，进行资源互补、技术协作、联合开拓市场，实现共同发展。公司与中电科、中电子、华为等头部企业开展深度合作，增强了公司的市场开拓能力，来自于生态合作伙伴的订单占比逐年增加。

图6：公司主要生态合作伙伴



资料来源：公司白皮书（2022版）中港证券研究所

1.4 核心竞争力：八甲资质+领先的产品+专业的营销+强大的技术

八项行业顶级资质和强大的品牌影响力。公司拥有国家信息系统建设和服务能力评估四级（国内最高级别）、涉密信息系统集成甲级、军工保密资质等八项行业顶级资质，主导、参与了19项国家标准、行业标准的制定。

图7：公司近期取得的信息安全服务资质



资料来源：公司微信公众号 中港证券研究所

多元化的产品矩阵和行业领先的解决方案。公司拥有数字政府行业领先的技术产品和实践经验，在政务服务、公共安全、城市管理等领域形成了多元化的产品矩阵，公司2021年报显示，相关业务已覆盖全国30个省、256个地市。

专业的营销体系和强大的生态合作能力。根据公司2021年报，公司通过“百城百化”的合作模式，已设立近百家全资、控股、参股公司。通过行业线和区域线相互赋能、相互助力，形成行业线与区域线矩阵式赋能内部生态格局。

表1：南威软件集团主要子公司（“百城百化”）情况

子公司名称	子公司类型	级次	持股比例 (%)	主营业务
深圳太极数智技术有限公司	控股	二级	98.22	计算机软硬件的技术开发及销售，主要涉及数据治理、企业服务、智慧发改、监督监管等
福建南威软件有限公司	全资	二级	100	计算机软件开发与技术服务等
网链科技集团有限公司	全资	一级	100	软件开发等，主要产品有小电卫士、蜻蜓停车
福建威盾科技集团有限公司	全资	一级	100	计算机软件开发服务，主要服务于公共安全领域

子公司名称	子公司类型	级次	持股比例 (%)	主营业务
智慧城市（泉州丰泽）运营管理有限公司	全资	一级	100	新型智慧城市项目运营管理、规划、设计等，致力于智慧丰泽项目的建设和运营
浙江易政信息技术有限公司	全资	二级	100	信息技术、计算机软硬件的技术开发、技术咨询、成果转让；安防工程的设计、施工
上海南信信息科技有限公司	控股	一级	70	计算机软件开发，服务于公安和电子政务等领域

资料来源：公司 2022 半年报 企查查 申港证券研究所

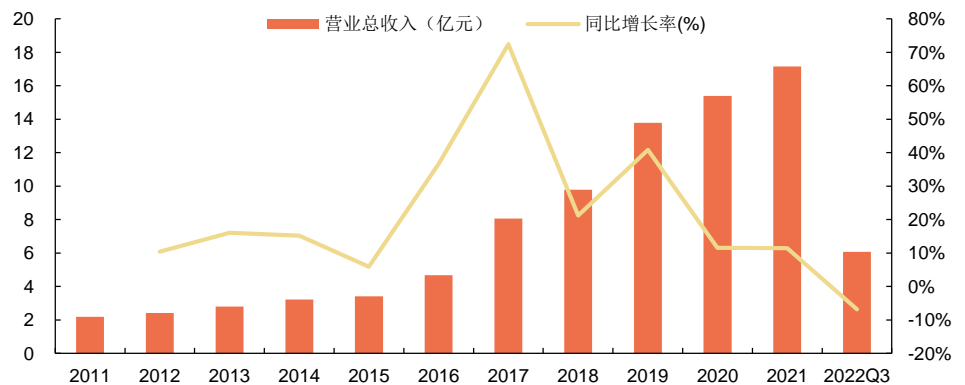
深化底层核心技术，攻关行业技术研发。公司致力于底层技术研发，提升算法引擎、视频结构化引擎、数据中台等核心技术能力。根据公司 2021 年年报显示，公司已获得国际大奖 7 项、国内大奖 10 项、国家级和省市科技进步奖超 50 项、授权专利总数超 100 项、软件著作权证书总数超 1000 项。**2022 年第三季度，公司及其下属子公司共收到国家知识产权局颁发的 14 项发明专利证书。**

1.5 财务状况：新增订单同比增加 2022Q3 扭亏为盈

1.5.1 营收：新增合同和新增中标项目同比双增长 2022Q3 实现营收 6.08 亿元

新增合同金额和新增中标项目金额实现同比双增长。2021 年实现总营收 17.16 亿元，同比增长 11.51%。2015-2021 年 CAGR 为 30.82%。公司 2022Q3 季报显示，截至 2022Q3，公司新增合同金额 12.19 亿，同比增长 29.04%；新增中标项目金额 12.82 亿，同比增长 50.7%；实现营收 6.08 亿元，同比下降 6.76%。营收下降的主要原因系上半年公司福建总部和北京总部所在地区疫情较为严重，且全国多地疫情持续爆发，公司项目实施、交付、验收等均受到较大影响，进度均有较大程度的延期。

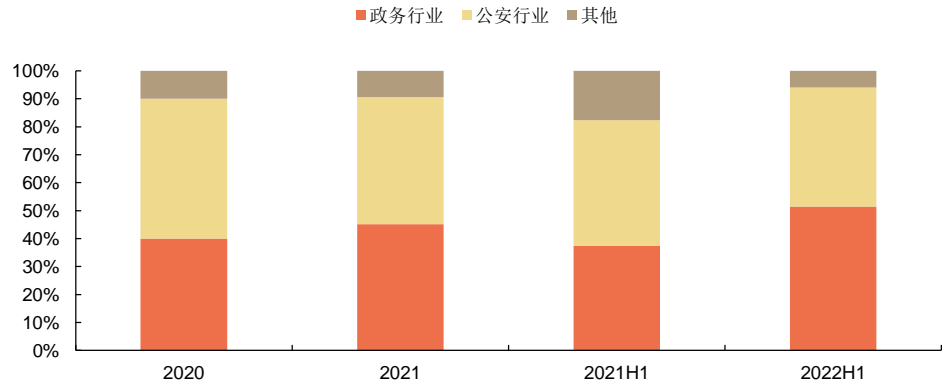
图8：公司历年营业总收入（亿元）及增速



资料来源：wind 申港证券研究所

从行业上看，政务行业和公安行业各占半壁江山。以 2022H1 为例，政务行业、公安行业和其他行业的营收占比分别为 51.5%、42.5%和 6%。

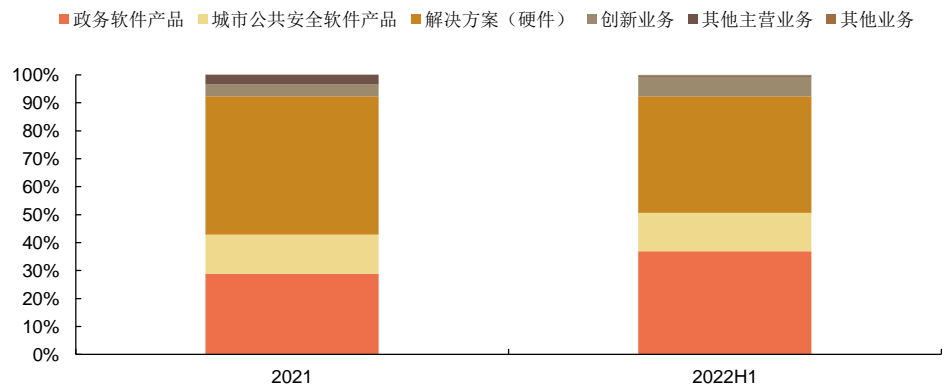
图9：政务和公安行业收入占比超过 80%



资料来源: wind 公司 2022 半年报 申港证券研究所

从产品上看，政务和公安行业的软件产品和基于信创的硬件产品是公司的主要营收来源。当前信创替代工程主要集中在 PC 终端、服务器等硬件部分，公司深度参与信创，公司 2021 年报显示，2021 年 30% 确认验收的项目为信创项目。2021 年和 2022H1 公司解决方案（硬件）营收分别为 8.49 亿元和 1.43 亿元，占比最多。政务软件产品、城市公共安全软件产品紧随其后。

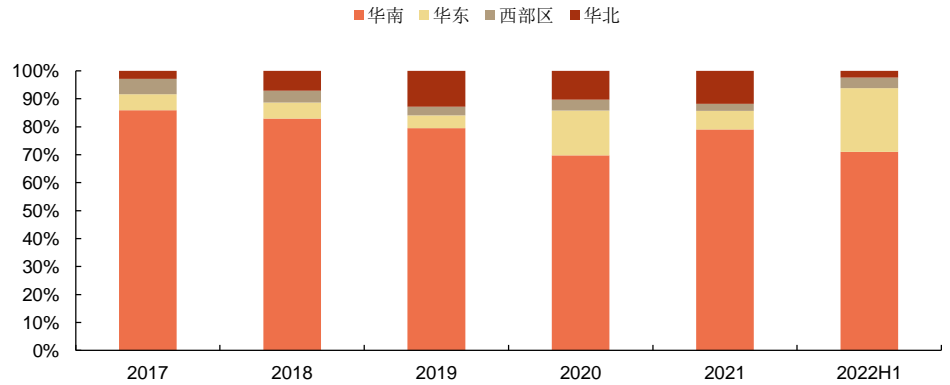
图10: 公司各产品营收占比



资料来源: wind 公司 2022 半年报 申港证券研究所

从营收渠道上看，公司双总部运营效果显著，业务主战场走向全国。公司创建于福建泉州，福建市场是公司早期的主要市场，业务主要布局于福建、广东、广西等华南地区。长期来看，华南地区的营收占比已从 2017 年的 85.9% 降至 2022H1 的 71.1%，主要系福建省内业务收入占比下降。截至 2022Q3，公司福建省外新增销售合同额占比达到 65.87%，相比同期增长 257.63%。

图11: 公司在不同区域的营收占比

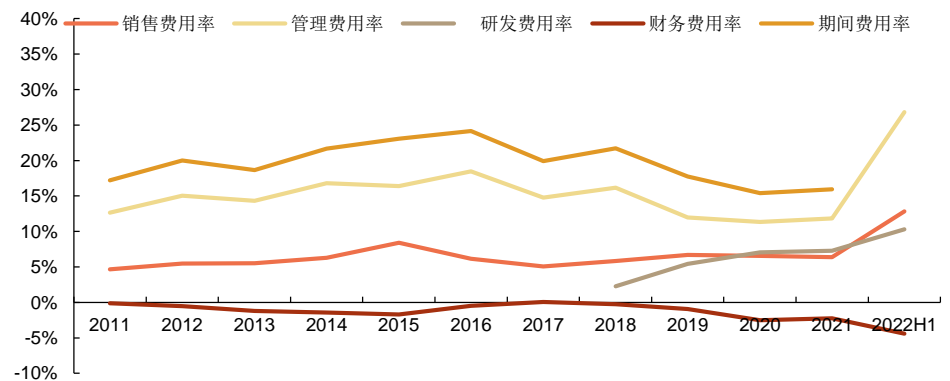


资料来源: wind 申港证券研究所

1.5.2 成本：费用率表现优异 重视研发投入

公司费用率总体平稳可控，表现优异。管理费用率长期呈下降趋势，2021 年管理费用率为 11.85%；销售费用率较为稳定，2021 年销售费用率为 6.36%；财务费用率相对较低。整体上看，公司期间费用率稳中有降，2021 年期间费用率为 15.96%，表现优异。

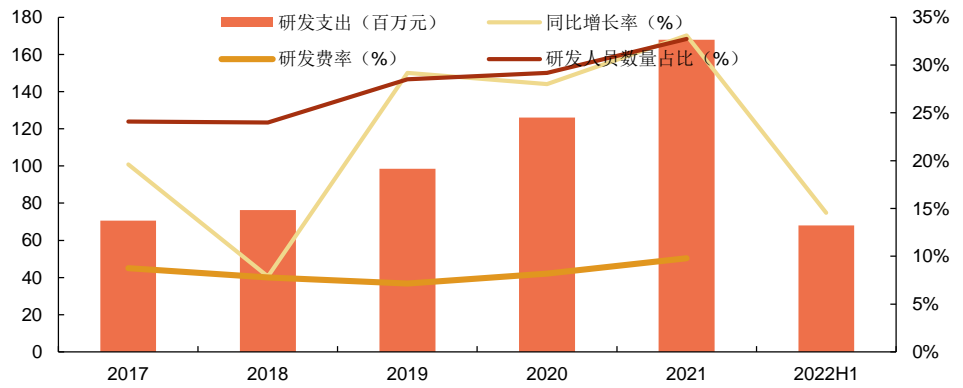
图12：公司历年费用率情况



资料来源: wind 申港证券研究所

研发持续加码，强化产学研结合。2021 年公司研发投入总额为 1.68 亿元，同比增长 33.11%。2021 年公司研发人员数量为 917 人，研发人员占比为 33%。2021 年 7 月，公司与清华大学成立“清华大学-南威软件数字治理信息技术联合研究中心”，标志着公司在数字治理核心技术研发方面迈出了关键的一步。2022H1 公司研发支出达到 0.68 亿元，同比增长 14.56%。

图13：公司历年研发费用及人员情况

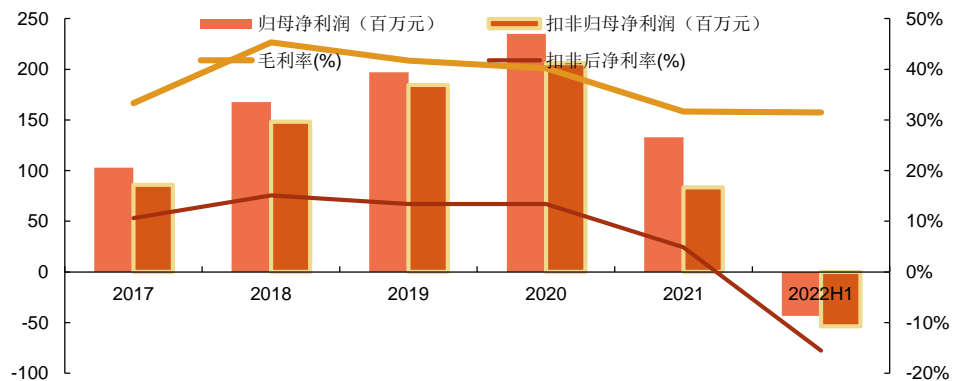


资料来源：wind 2022 半年报 申港证券研究所

1.5.3 盈利：降本增效成果显著 2022Q3 单季度扭亏为盈

内外部因素叠加，2021 年盈利指标大幅受挫。2021 年公司归母净利润为 1.33 亿元，同比下降 43.49%；扣非归母净利润为 0.84 亿元，同比下降 59.43%；总体毛利率为 31.7%，扣非后净利率为 4.87%，较 2020 年降幅明显。

图14：公司历年盈利情况



资料来源：wind 申港证券研究所

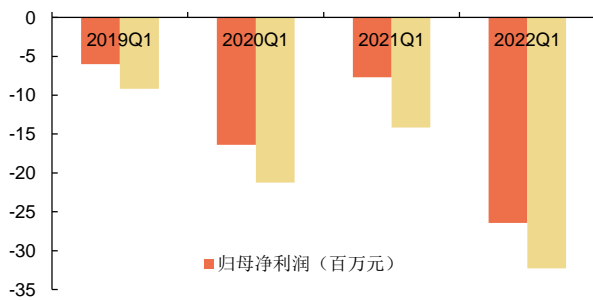
2021 年公司盈利下滑的主要原因如下：

- ◆ **新冠疫情使政府信息化建设进度放缓。**自 2020 年初新冠疫情爆发以来，政府在信息化建设方面的进度放缓，根据公司 2021 年报披露，公司项目订单的交付周期平均约为 10 个月，即 2021 年确认的收入大部分来源于 2020 年的项目订单，因此 2021 年公司业绩受疫情的影响较大。
- ◆ **信创项目毛利较低。**国家对于信创产品价格均有统一目录指导，各厂商为了实现市场布局，竞争激烈，公司作为信创集成商深度参与其中，受整个市场环境影响，利润空间较小。公司 2021 年确认验收的项目有将近 30% 为信创项目，导致 2021 年项目毛利下降。
- ◆ **产品化转型，研发投入加大。**自 2021 年起，公司加大研发力度，探索新的商业模式，实现从项目型向产品型，从工程向服务+，从交付到订阅的转型，同时寻求外部技术资源赋能，与清华大学成立联合研究中心，在研发投入与外部高端科研技术资源整合方面成本增加较多，导致利润下降。

- ◆ 全国性市场布局加大，销售成本增加。2021 年，公司加大了全国性市场的投入，特别是北京总部的建设及人才引进导致成本大大增加。同时，公司北部、中部、西部的市场布局也随之扩大。

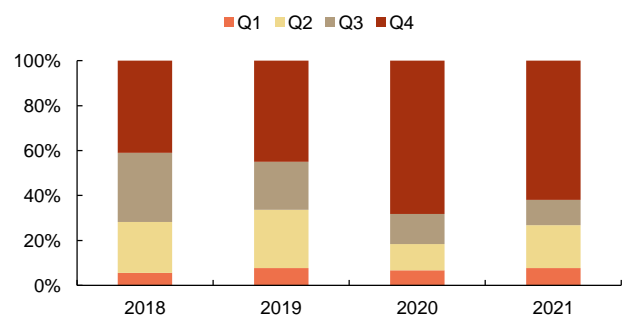
单季度净利润受营收的季节性影响较大，Q1 亏损是常态。2022H1 公司归母净利润为-0.43 亿元，扣非归母净利润为-0.54 亿元。除上述内外部原因外，公司营收的季节性也是造成公司上半年利润为负的重要因素。参考过往业绩，公司 Q1 出现亏损是常态，主要系公司客户大多为政府部门，这类客户受集中采购制度和预算管理制度的影响。

图15：公司 2019-2022 各年度 Q1 净利润



资料来源：wind 申港证券研究所

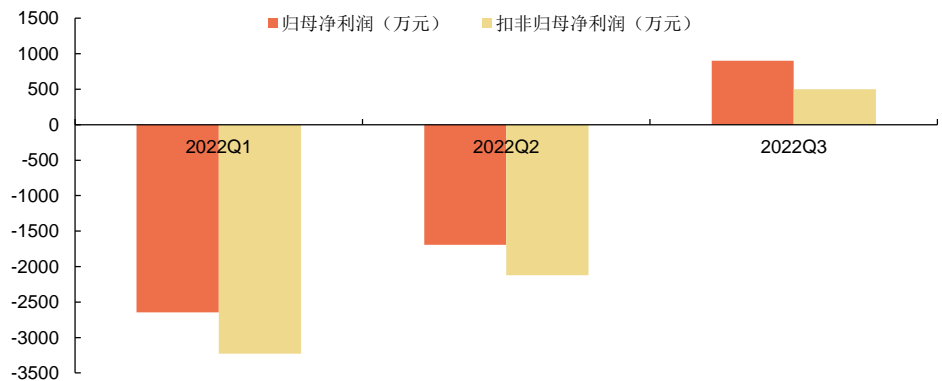
图16：公司各季度营收占比



资料来源：wind 申港证券研究所

第三季度扭亏为盈，实现归母净利润 899.86 万元。2022Q3 单季度实现营业收入 2.64 亿元，同比增加 37.62%；实现归母净利润 899.86 万元，同比增长 172.37%；扣非归母净利润 498.33 万元，同比增长 123%。

图17：公司 2022 年各季度（单季）净利润情况



资料来源：wind 申港证券研究所

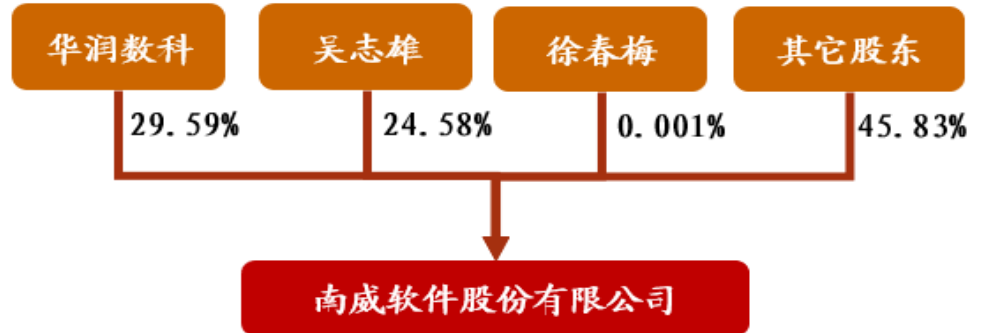
1.6 股权结构：控股股东变更为华润数科 实控人变更为国务院国资委

公司创始人吴志雄先生，1972 年出生，福建泉州人，国家高层次人才，研究生学历，清华大学计算机博士在读。2002 年至今创立并担任南威软件集团董事长，同时担任福建省政协常委、清华大学-南威软件数字治理信息技术联合研究中心管委会副主任、中国信息协会副会长、福建省软件行业协会会长等社会职务，有着较深的服务 G 端客户的经验。

公司实控人变更为国资委，原实控人吴志雄先生成为第二股东。2022 年 8 月 2 日，

吴志雄先生与华润数科公司签署了《战略合作协议》。华润数科将持有公司 29.59% 的股权，吴志雄先生持有公司 24.58% 的股权。公司控股股东变更为华润数科，实控人变更为国务院国资委。华润数科将委派党委书记兼董事长，吴志雄先生以第二股东身份担任公司副董事长和首席科学家。

图18：公司当前股权结构



资料来源：公司公告（20220803） 申港证券研究所

2. 行业：数字政府前景广阔 公司深度参与布局

2.1 数字政府是电子政务的高阶形态 推动国家“两治”现代化的抓手

数字政府是指政府应用新一代信息技术履行职能而展现的一种政府治理模式。加强数字政府建设是适应新一轮科技革命和产业变革趋势、引领驱动数字经济发展和数字社会建设、营造良好数字生态、加快数字化发展的必然要求，是推进国家治理体系和治理能力（“两治”）现代化的重要举措。

近几年，我国逐步加强数字政府建设，政策文件层出不穷。2016 年，国务院发布《关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》，推动“互联网+政务服务”建设。各级政府积极响应，形成了诸多典型实践案例，如浙江省“最多跑一次”改革、上海市“一网通办”、福建省“跨省通办”等。2022 年 6 月，国务院发布《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》，明确提出“到 2035 年，整体协同、敏捷高效、智能精准、开放透明、公平普惠的数字政府基本建成”。

表2：近年来我国数字政府相关政策文件

时间	发布单位	文件名	相关内容
2016.9	国务院	《关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》	2020 年底前，实现互联网与政务服务深度融合，建成覆盖全国的“互联网+政务服务”体系
2018.7	国务院	《国务院关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》	2020 年底前，全国一体化在线政务服务平台基本建成；2022 年底前，全面实现“一网通办”
2019.11	十九届四中全会	《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》	建立健全运用互联网、大数据、人工智能等技术手段进行行政管理的制度规则，推进数字政府建设
2021.3	新华社	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	提高数字政府建设水平，将数字技术广泛应用于政府管理服务，推动政府治理流程再造和模式优化，不断提高决策科学性和服务效率。
2022.6	国务院	《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》	到 2025 年，与政府治理能力现代化相适应的数字政府顶层架构更加完善、统筹协调机制更加健全。到 2035 年，整体协同、敏捷高效、智能精准、开放透明、公平普惠的数字政府基本建成。

资料来源：中国政府网 新华社 申港证券研究所

我国政务信息化的发展大致经历了以下三个阶段：

- ◆ **电子政务（2000-2014年）**：以政府网站、官方微博等电子政务应用为主，侧重信息发布、政民互动等功能，政务服务的办理以线下流程为主，数据发挥的作用较小。
- ◆ **“互联网+政务服务”（2015-2018年）**：通过跨区域、跨层级、跨部门的数据共享，推动政务线上化走向服务线上化，依托数据流开展政务服务流程再造。
- ◆ **数字政府（2019年至今）**：将数据的驱动作用从政务服务拓展至社会管理，尤其是疫情以来，大数据在政府治理中的关键性作用进一步凸显，建设数字政府成为各界共识。

数字政府，本质上是政府治理的数字化转型。狭义上的数字政府，指的是有别于传统电子政务、“互联网+政务服务”的基于新一代信息技术的政务服务，即新一代的政务信息化。广义上的数字政府内涵极其广泛，包括电子政务、公共安全、城市治理等基于数字技术在政府治理领域的应用。本报告采用广义的理解。

表3：电子政务与数字政府的主要区别

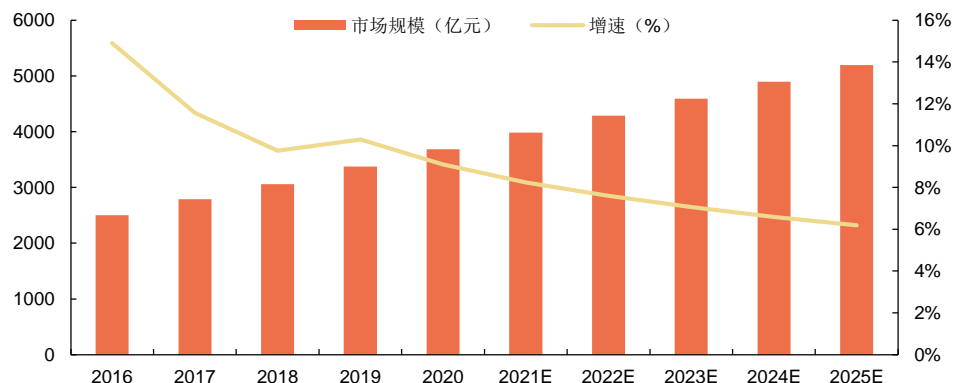
项目	电子政务	数字政府
时代背景	互联网发展	整个社会数字化转型
政策语境	电子型政府、服务型政府	服务型政府、国家治理现代化
技术支撑	办公自动化、互联网	新基建
功能属性	工具理性；提升行政效率	兼具工具和价值理性；优化营商环境
顶层设计	流程驱动	数据驱动
信息流动	自上而下单向流动	双向及多方流动
应用领域	政务服务，包括告知、互动、政策解读等	政务服务、态势感知、决策支撑、社会治理等
应用案例	一站式办事大厅	一网通办、最多跑一次、一网统管等

资料来源：中国信通院《数字时代治理现代化研究报告（2021年）》申港证券研究所

2.2 政务服务：千亿级市场规模 电子证照+信创产品彰显公司优势

政务服务是数字政府建设的基础，预计2025年我国电子政务市场规模突破5000亿。据中国互联网络信息中心发布的《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截止2020年6月，我国在线政务服务用户规模达7.73亿，占网民总体数量的82.2%，但只占总人口的54.7%。后续随着数字政府的深化和推进，我们认为电子政务市场将会稳定增长，2025年将超过5000亿。

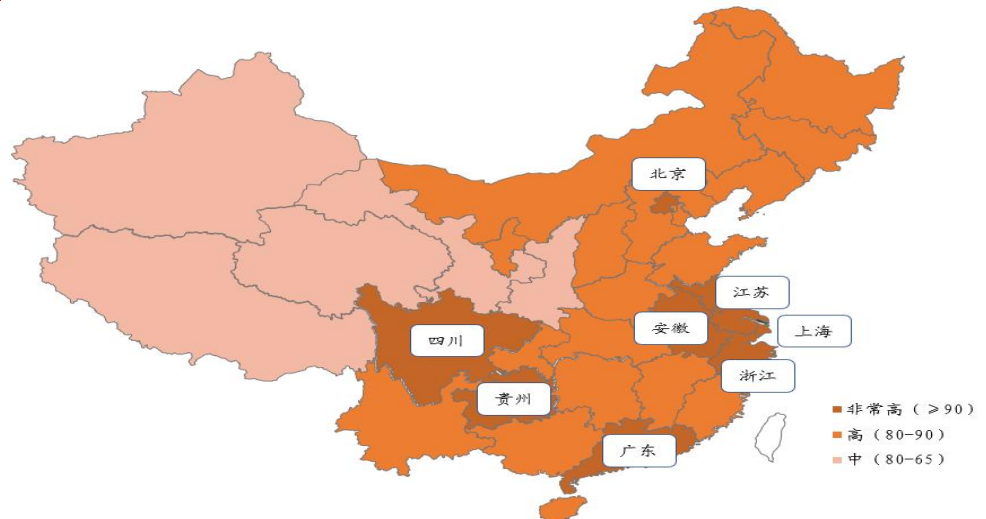
图19：我国电子政务市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan 中商情报网 前瞻产业研究院 申港证券研究所

分区域看, 现阶段我国省级政府一体化政务服务能力呈现“南强北弱、东强西弱”的格局。根据中央党校电子政务研究中心的研究结果, 2020 年我国省级政府一体化政务服务能力总体指数排名前列的有: 上海/浙江/广东 (并列第一)、北京/江苏 (并列第二)、贵州、安徽和四川。整体上看, 现阶段我国区域间一体化政务服务能力存在较大差距, 呈现出“南强北弱、东强西弱”的格局分布, 距离实现政务服务均等化、普惠化的目标仍有距离, 我国政务服务市场仍有较大发展空间。

图20: 2020 年我国省级政府一体化政务服务能力总体指数得分情况 (颜色越深, 得分越高)



资料来源: 中央党校电子政务研究中心 申港证券研究所

从全产业链看, 电子政务领域玩家丰富。电子政务上游为 IT 设备及软件开发工具等软硬件生产制造行业。上游软硬件生产制造行业技术相对成熟, 竞争激烈, 市场供给充分, 随着信创产业的推进, 电子政务企业对国外提供商的依赖将有所降低。中游是电子政务服务商, 包括提供硬件等基础设施产品和软件、系统集成、技术服务等, 服务于政府部门的信息化建设。下游行业是政府部门。

图21: 电子政务产业链



资料来源: 前瞻产业研究院整理 申港证券研究所

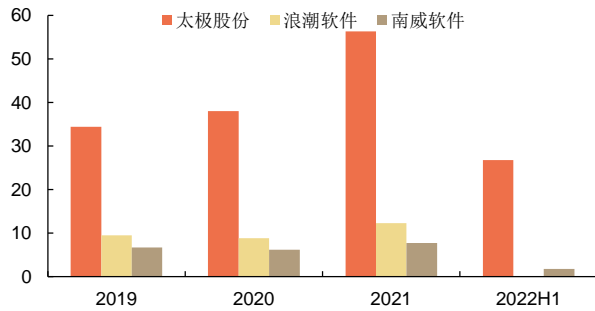
竞争格局方面, 我们比较了公司与行业内另外两家头部国企, 太极股份市场份额最高, 浪潮软件和南威软件紧随其后。

◆ **太极股份:** 致力于打造“云+数+应用+生态”的一体化数据服务新模式, 近年来太极股份持续推动政务云服务业务, 不断向国资云、行业云扩展。2021 年, 太极

股份的政务行业实现营收 56.29 亿元，行业排名第一；

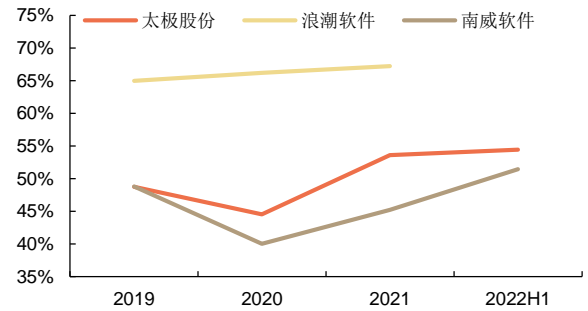
- ◆ **浪潮软件**：浪潮软件专注于电子政务业务，2021 年浪潮软件的电子政务业务实现营收 12.3 亿元；
- ◆ **南威软件**：从占比上看，政务行业均是三大公司的主要营收来源，占比呈增长态势，行业竞争逐步加剧。

图22：近三年主要标的公司政务行业营收（亿元）



资料来源：wind 公司 2022 半年报 申港证券研究所

图23：近三年主要标的公司政务行业营收占比

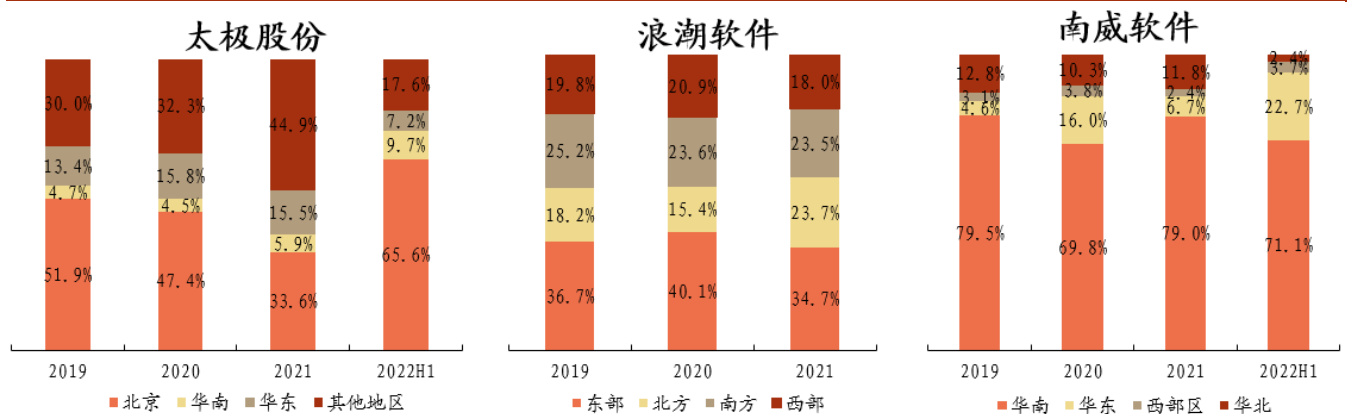


资料来源：wind 公司 2022 半年报 申港证券研究所

从销售布局上看，三大公司各有侧重：

- ◆ **太极股份**：依靠央企背景，业务聚焦北京地区，2022H1 北京地区营收占比达到 65.6%；
- ◆ **浪潮软件**：背靠山东省国资委，扎根东部的同时，积极向北方开拓市场，2021 年浪潮软件在北方的营收占比增长至 23.7%；
- ◆ **南威软件**：公司长年深耕于华南地区，随着双总部模式落地，2022 H1 订单的增长主要来源于北部大区，同时随着与华润开展业务协同和战略合作，我们认为后续公司市场份额有望进一步提升。

图24：近三年主要标的公司分区域营收占比



资料来源：wind 公司 2022 半年报 申港证券研究所

2.3 信创产业：国资委 79 号文件 推动国企央企信创落地

信创产业，即信息技术应用创新产业，主要任务就是建立基于自有 IT 底层架构和标准的 IT 产业生态。过去中国 IT 底层标准、架构、产品、生态大多数都由国外 IT 商业公司来制定，由此存在诸多的底层技术、信息安全、数据保存方式被限制的风险。随着国际环境的变化，在信息技术应用领域，信创势在必行。

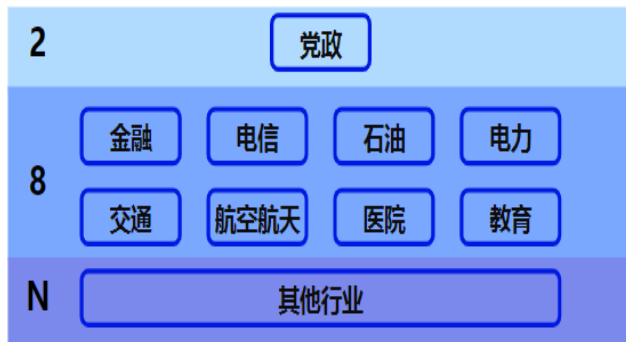
表4：近年来我国信创产业相关政策文件

时间	发布单位	文件名	相关内容
2020年8月	国务院	《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	聚焦高端芯片、集成电路装备和工艺技术、集成电路关键材料、集成电路设计工具、基础软件、工业软件、应用软件的关键核心技术攻关。
2020年9月	发改委等	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快新一代信息技术产业提质增效： 加快基础材料、关键芯片、高端元器件、新型显示器件、关键软件等核心技术攻关。
2021年3月	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势： 深入实施制造强国战略，发展壮大战略性新兴产业。
2021年5月	院士大会	总书记重要讲话	加强原创性、引领性科技攻关， 坚决打赢关键核心技术攻坚战。
2021年11月	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	壮大信息技术应用创新体系。 开展软件、硬件、应用和服务的一体化适配，逐步完善技术和产品体系。推动软件企业建立产品质量全生命周期保障机制，通过开展信息技术应用创新产品测试，促进技术创新和产品迭代。
2022年1月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	增强关键技术创新能力： 瞄准传感器、量子信息、网络通信、集成电路、关键软件、大数据、人工智能、区块链、新材料等战略性前瞻性领域，提高数字技术基础研发能力。

资料来源：中国政府网 发改委 中央党校 工信部 前瞻研究院 申港证券研究所

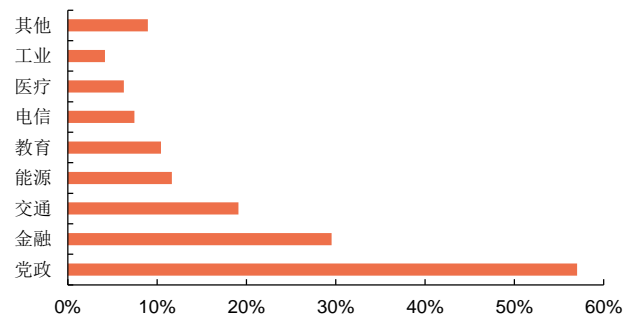
应用领域方面，党政先行，形成“2+8+N”落地体系。党政走在信创落地最前列，2020年上半年完成三期试点，现已进入规模化推广。截至2021年末，党政信创落地实践率达到57.01%。八大行业中，金融和交通进展最快，落地实践率分别为29.55%和19.10%。能源、电信、航空航天、教育、医疗也在逐步进行政策推进和试点。最后，信创将在N个行业全面推广。

图25：信创产业“2+8+N”落地体系



资料来源：海比研究院《2022中国信创生态市场研究及选型评估报告》申港证券研究所

图26：各领域信创应用落地进程



资料来源：零壹智库《核心技术崛起：中国金融信创产业发展报告2021》申港证券研究所

今年9月底国资委下发79号文，全面指导国资信创产业发展和进度，政策核心内容如下：

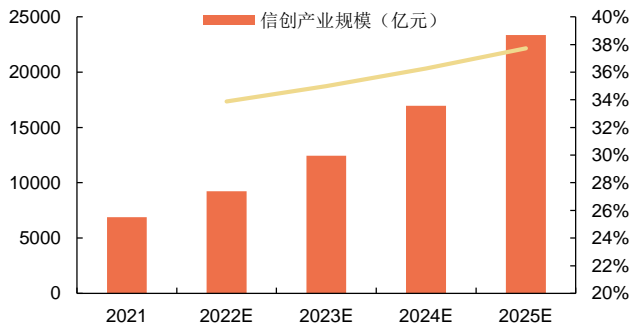
- ◆ **全面替换：**OA、门户、邮箱、纪检、党建、档案管理；
- ◆ **应替就替：**战略决策、ERP、风控管理、CRM经营管理系统；
- ◆ **能替就替：**生产制造、研发系统；
- ◆ **需要基于AK的CPU部署**（飞腾、鲲鹏、兆芯、海光等）。

政策明确量化要求，提振信创市场空间。新增79号文规定所有企业在2022年11月份基于计划上报替换的系统，2023年每季度党委书记向国资委汇报。预计年末

将有信创行业的大规模招标，我们认为未来五年是信创发展的关键时期，发展空间广阔。

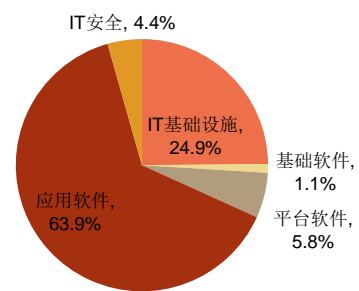
预计 2025 年信创产业规模突破 2 万亿，2021 年应用软件市场份额超 60%。21 年我国信创产业规模为 6886.3 亿元，随着国产替代进程的深入和应用场景的扩大，接下来五年信创市场进入高速发展期，25 年市场规模突破 2 万亿。从各个细分市场来看，21 年应用软件市场份额最大，占比 63.9%，其次是 IT 基础设施，平台软件、IT 安全和基础软件份额相对较小。

图27：我国信创产业规模预测



资料来源：海比研究院《2022 中国信创生态市场研究及选型评估报告》申港证券研究所

图28：我国信创细分市场份额



资料来源：海比研究院《2022 中国信创生态市场研究及选型评估报告》申港证券研究所

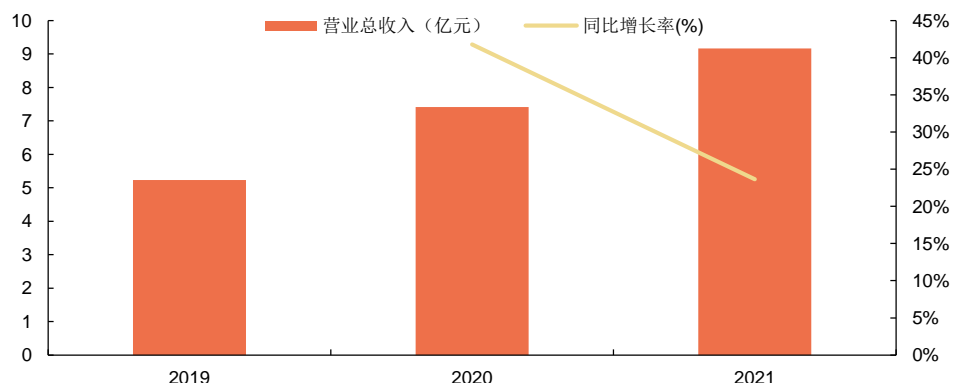
3. 看点：公司和行业边际变化明显 市场空间可观

3.1 公司边际：从单一 G 端业务向 G/B/C 业务全面扩展

3.1.1 定位华润政企数字化业务的唯一平台 开启 B 端业务

发挥政务数字化优势，补强华润数字科技短板。目前华润数科的下游客户以华润集团为主，主要外部客户包括越秀集团、广新控股、玉柴集团等。2021 年，华润数科实现总营收 9.17 亿元，而华润集团当年总营收为 7692 亿元。作为华润集团唯一的数字科技业务单元，其营收仅占集团总额的 0.12%。华润数科的业务主要包括企业数字化、工业互联网与智能制造、政务数字化等，其中政务数字化业务占比较小。作为数字政府领军企业，公司将发挥自身优势，协同华润数科补强政务数字化这一短板。

图29：华润数科近三年营收情况



资料来源：公司公告（20220805）wind 申港证券研究所

公司作为华润政企数字化业务唯一平台，将逐步承接华润集团和华润数科相关业务。目前华润集团的信息化成果已面向国资委和国资委所属企业推广，为避免同业竞争，华润数科、华润股份、中国华润承诺自本次交易完成后五年内，按照法定程序通过包括但不限于托管、资产重组、业务调整、业务导入等方式解决与公司及其控制的企业之间现存的同业竞争问题。公司将依托华润的央企身份和业务赋能，全面拓展数字政府业务，在巩固 To G 业务的同时，开辟 To B 业务，服务全国的政企信息化建设。

3.1.2 定位华润的“To C 业务”创新平台 发展 C 端业务

拓展 To C 业务，打造新的增长极。公司将发挥其在电子证照、一网协同等领域的技术优势，结合华润在大消费、大健康等 C 端运营场景，快速推动 To C 创新业务落地，打造新的业务增长极。

为 37 万华润员工打造“一网协同”办公平台：华润集团目前在职员工 37.1 万人，体量大、信息化建设需求强烈，每年有几十亿的信息化建设投入。公司将发挥其在政务行业的技术优势，为华润员工打造“一网协同”办公平台，助力华润员工高效办公和企业信息化建设。

为华润 C 端客户打通“最后一公里”服务平台：华润万家是旗下优秀零售连锁企业。根据华润官网和百度网显示，2022 年华润自营门店总数超过 4425 家，拥有 3-4 亿终端客户。公司将发挥电子证照优势，为华润万家 C 端客户打通“最后一公里”，帮助其办理商品订购、在线支付、售后服务等增值业务。市场规模测算如下：

- ◆ **单价：**我们分析对比了市场上主流服务平台价格，取平均价格；
- ◆ **渗透率：**按照 5 年完成信息化的规划，我们分别给与 10%/40%/60%/80%/100% 的渗透率；
- ◆ **门店总数：**根据搜狐网信息显示，最新自营门店为 4425 家。

综上，我们可以测算出公司为华润自营门店打造的服务平台每年的市场规模，逐年分别为：3.54/9.29/3.88/3.56/3.24 亿，5 年总市场规模为 23.52 亿。

表5：服务平台市场规模预测

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
渗透率	10%	40%	60%	80%	100%
单价（万）	80	70	60	55	50
门店总数	4425	4425	4425	4425	4425
当年信息化门店数量	442.5	1327.5	648	648	648
累计信息化门店数量	442.5	1770	2655	3540	4425
当年市场规模（万）	35400	92925	38880	35640	32400

资料来源：搜狐网 申港证券研究所

3.2 行业边际：信创之风 推动公司业绩兑现

公司在信创基础软件领域，聚焦于信创中间件和平台级产品，创新打造了信创基石技术中间件和平台。产品面向党政机关，提供信创共性技术支撑，全面兼容国产化的单芯组合、多芯混合等环境，通过用户中心、智能表单、流程引擎、网关服务等环节以及零代码、低代码的平台构建了信创应用生态、技术生态、运营生

态等数字生态，横向覆盖跨行业跨业务范畴，纵向覆盖省市县跨层级需求。目前产品已在福建、浙江、河南等多个省份推广落地。

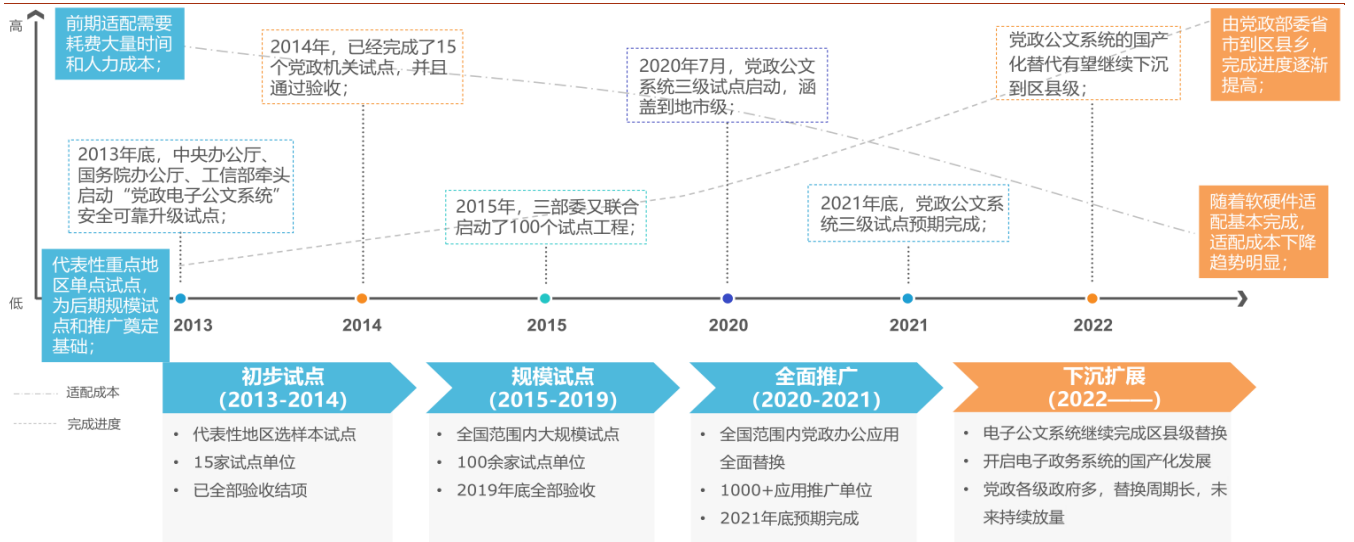
图30：“福建省一体化协同办公平台”功能简介



资料来源：公司白皮书（2022版）申港证券研究所

党政信创市场空间广阔，电子政务系统国产化即将开启。自2013年开始，党政从公文系统开始国产化计划，预计2022年完成基本公文系统信创改造，2023年逐步启动电子政务系统国产化替代。

图31：党政信创发展历程及预测



资料来源：亿欧智库 申港证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测：软件产品迎来发展良机 营收/毛利有望持续向好

4.1.1 营收：软件产品增速空间较大 24年营收预计突破30亿

我们分析了公司四大主要产品线：

- ◆ **政务软件产品**：政务软件产品是公司的主营业务产品，参考2022年上半年14.73%的增速，截至2022Q3，公司新增合同金额12.19亿，新增中标项目金额12.82亿，该新增合同和中标项目将会体现在23年及以后的财报中，所以我们预计该产品2022-2024年营收增速分别为17.00%/38.00%/45.00%，营收额

分别为 5.80/8.00/11.60 亿元。

- ◆ **城市公共安全软件产品**：公司在今年 8 月有新的 1.5 亿大订单，据公司 2021 年报披露，公司平均项目交付周期是 10 个月，最终总收入预计反映在 2023 年的财报上。参考 2022H1-29.80% 的增速，2022H2 会收到部分项目款，同时考虑到与华润的协同效应，2022 年度我们认为会有-10% 增长率，2023 年将有很高的增速。综上，我们预计该产品 2022-2024 年营收增速分别为-10.00%/70.00%/50.00%，营收额分别为 2.16/3.67/5.51 亿元。
- ◆ **解决方案（硬件）**：该业务是公司重要收入来源，预计 2022 年收入保持稳定。考虑硬件产品的后续市场需求乏力，结合公司的战略规划，未来该业务增速将有所放缓。我们预计该产品 2022-2024 年营收增速分别为 3.00%/8.00%/7.00%，营收额分别为 8.75/9.45/10.13 亿元。
- ◆ **创新业务**：该部分主要是公司在新兴领域的创新产品，如停车场等智慧城市项目，当前占比较小。随着与华润开展协同合作，未来该业务有望迎来突破。我们预计该产品 2022-2024 年营收增速分别为 20.00%/50.00%/50.00%，营收额分别为 0.88/1.32/1.97 亿元。

通过以上分析，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 18.22 亿元、23.17 亿元和 30.06 亿元，同比增长 6.19%/27.16%/29.71%。

表6：2022-2024 年营收预测（亿元）

科目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	17.16	18.22	23.17	30.06
YOY	11.51%	6.19%	27.16%	29.71%
1、政务软件产品	4.95	5.80	8.00	11.60
YOY	1.91%	17.00%	38.00%	45.00%
2、城市公共安全软件产品	2.40	2.16	3.67	5.51
YOY	93.55%	-10.00%	70.00%	50.00%
3、解决方案（硬件）	8.49	8.75	9.45	10.13
YOY	7.10%	3.00%	8.00%	7.20%
4、创新业务	0.73	0.88	1.32	1.97
YOY	-3.81%	20.00%	50.00%	50.00%
5、其他	0.58	0.64	0.74	0.85
YOY	-2.52%	10.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司年报 wind 申港证券研究所

4.1.2 毛利率：SaaS 模式带动毛利率回暖 信创领域告别低毛利时代

- ◆ **政务软件产品**：该产品的毛利率是公司最高的。随着公司在电子证照等领域推广 SaaS 订阅制等多元化商业模式，未来毛利率有望稳中有升。参考 2021 年和 2022 年上半年毛利，我们预计 2022-2024 年毛利率为 51%/53%/55%。
- ◆ **城市公共安全软件产品**：该产品当前仍以项目制为主导，过去几年毛利率普遍在 30% 上下波动，上半年毛利率由于受疫情等因素影响仅为 12.28%。随着公司业务在全国范围内扩大布局，毛利率有望伴随着规模效应企稳回升。我们预计 2022-2024 年毛利率为 28%/30%/35%。
- ◆ **解决方案（硬件）**：硬件产品毛利率普遍较低，叠加党政信创和政府限价等因素，公司 2022 年上半年毛利率仅 8.56%。随着信创由党政信创进入行业信创阶段，毛利率有望逐步回升。我们预计 2022-2024 年毛利率为 20%/25%/25%。

- ◆ **创新业务：**2021年28.78%和2022上半年42.79%的毛利率，随着公司成本控制的加强和回款速度的加快，我们预计2022-2024年毛利率为42%/45%/45%。

综上，我们预计2022-2024年公司毛利率为32.40%/36.91%/40.00%。

表7：2022-2024年毛利率预测

科目	2021A	2022E	2023E	2024E
综合毛利率	31.70%	32.40%	36.91%	40.00%
1、政务软件产品	54.96%	51.00%	53.00%	55.00%
2、城市公共安全软件产品	37.36%	28.00%	30.00%	35.00%
3、解决方案（硬件）	16.63%	20.00%	25.00%	25.00%
4、创新业务	28.78%	42.00%	45.00%	45.00%
5、其他	34.13%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：wind 申港证券研究所

4.1.3 费用率：整体稳中有降 维持在正常范围

- ◆ **销售费用率：**公司销售费用率比较稳定，长期在6%上下波动。随着公司业务布局不断下沉，长期看有望稳中有降。我们预计2022-2024年公司销售费用率依次为7.00%/6.30%/6.00%。
- ◆ **管理费用率：**公司管理费用率近年来保持稳定，长期看有望继续保持。我们预计2022-2024年公司管理费用率依次为11.80%/11.00%/11.00%。
- ◆ **研发费用率：**公司近年来不断加大研发投入，且陆续有新品发布。公司处在转型的重要时期，研发费用率有望继续保持。我们预计2022-2024年公司研发费用率依次为8.10%/7.50%/7.00%。

表8：2022-2024年费用率预测

科目	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	6.36%	7.00%	6.30%	6.00%
管理费用率	11.85%	11.80%	11.00%	11.00%
研发费用率	7.26%	8.10%	7.50%	7.00%

资料来源：wind 申港证券研究所

4.2 估值分析和投资建议

估值分析：作为全国政务服务龙头企业，在数字政府政策和头部央企的加持下，公司有望充分受益，逐步走出疫情等不利因素影响，企稳回升。预计2022-2024年公司营业收入为18.22/23.17/30.06亿元，同比增长6.19%/27.16%/29.71%；归母净利润为1.26/2.87/4.59亿元，同比增长-6.36%/131.13%/59.84%。考虑到公司G/B/C端全面协同发展，且依托华润大平台，我们给予公司2023年40倍PE，则对应目标市值为114.8亿。

表9：可比公司估值

公司名称	股票代码	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
太极股份	002368.SZ	176.1	4.5	5.49	6.92	39.13	32.08	25.45
数字政通	300075.SZ	98.9	2.72	3.48	4.36	36.36	28.42	22.68
美亚柏科	300188.SZ	111.57	3.2	4.16	5.34	34.87	26.82	20.89
均值		-	-	-	-	36.79	29.11	23.01
南威软件	603636.SH	91.81	1.26	2.87	4.59	72.87	31.99	20.00

投资建议：我们给与公司 40 倍 PE，则对应目标价 19.33 元。首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

疫情对公司经营的影响。公司业务向全国展开，疫情会影响公司相关人员出差交付项目，从而对公司业绩造成不利影响。

政务软件需求下滑。G 端业务依然是公司的主要业务，如 G 端客户需求下滑，则会对公司业绩造成不利影响。

与华润的协同效应不及预期。华润的控股是公司主要的边际变化，若协同不及预期，会对公司业绩造成不利影响。

政府回款不及预期。G 端业务客户回款具有较强的周期性和较长账期，如果客户回款不及时，势必对公司业绩造成一定影响。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们主要通过营收增速、毛利率来预测公司业绩，若假设的条件不及预期，则盈利预测与实际经营结果可能出现一定偏差。

对于 2023 年业绩：

- ◆ □ 若营收增速下滑 1 个 pct，则 2023 年归母净利润下降 0.89 百万元 (-0.7%)
- ◆ □ 若毛利率下降 1 个 pct，则 2023 年归母净利润下降 15.24 百万元 (-12.11%)

表10: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1539	1716	1822	2317	3006	流动资产合计	2427	2416	2857	3376	4110
营业成本	921	1172	1232	1462	1803	货币资金	302	282	310	440	601
营业税金及附加	6	7	7	9	12	应收账款	796	1331	1498	1714	1976
营业费用	101	109	128	146	180	其他应收款	31	32	33	43	55
管理费用	175	203	215	255	331	预付款项	29	9	24	28	35
研发费用	108	125	148	174	210	存货	475	197	338	401	494
财务费用	-39	-38	-36	-46	-45	其他流动资产	141.70	89.62	146	209	301
资产减值损失	-4.47	-2.60	-2	-2	-2	非流动资产合计	2136	2070	2877	3531	3909
公允价值变动收益	0.10	32.08	10	10	10	长期股权投资	346	376	380	360	300
投资净收益	7	-2	1	1	1	固定资产	200	188	208	240	286
营业利润	277	148	149	337	533	无形资产	156	161	155	177	209
营业外收入	5.63	0.44	5	5	5	商誉	179	182	182	182	182
营业外支出	2.99	1.83	3	2	1	其他非流动资产	35	844	469	868	950
利润总额	280	147	151	340	537	资产总计	4563	4485	5734	6907	8019
所得税	25	-1	18	37	54	流动负债合计	1840	1708	1724	1786	1918
净利润	255	148	132	303	484	短期借款	29	406	200	150	50
少数股东损益	19.76	14.94	7	15	24	应付账款	567	605	608	641	692
归属母公司净利润	235	133	126	287	459	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	419	296	201	392	606	一年内到期的非流动负债	85	28	57	43	50
EPS (元)	0.41	0.23	0.21	0.49	0.78	非流动负债合计	50	89	238	252	271
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	0	162	162	162	
成长能力						负债合计	1890	1797	1962	2038	2189
营业收入增长	11.59%	11.51%	6.19%	27.16%	29.71%	少数股东权益	78.20	83.30	89.92	105.05	129.23
营业利润增长	17.85%	-46.54%	0.33%	126.89%	58.28%	实收资本(或股本)	591	591	591	591	591
归属于母公司净利润增长	19.37%	-43.49%	-5.26%	128.43%	59.84%	资本公积	1338	1325	2329	3254	3938
获利能力						未分配利润	678	703	766	910	1140
毛利率(%)	40.17%	31.70%	32.40%	36.91%	40.00%	归属母公司股东权益合计	2594	2605	3682	4763	5701
净利率(%)	16.55%	8.61%	7.27%	13.06%	16.09%	负债和所有者权益	4563	4485	5734	6907	8019
总资产净利润(%)	5.15%	2.96%	2.19%	4.16%	5.73%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	9.06%	5.10%	3.42%	6.03%	8.06%	经营活动现金流	158	-151	-52	95	196
偿债能力						净利润	255	148	132	303	484
资产负债率(%)	41%	40%	34%	30%	27%	折旧摊销	78	80	89	102	118
流动比率	1.32	1.41	1.66	1.89	2.14	财务费用	-39	-38	-36	-46	-45
速动比率	1.06	1.30	1.46	1.67	1.89	应付帐款减少	-311	-535	-167	-216	-262
营运能力						预收帐款增加	-176	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.37	0.38	0.36	0.37	0.40	投资活动现金流	-464	3	-876	-740	-465
应收账款周转率	2.40	1.61	1	1	2	公允价值变动收益	0.10	32.08	10.00	10.00	10.00
应付账款周转率	3.06	2.93	3.01	3.71	4.51	长期股权投资减少	-75	-30	-4	20	60
每股指标(元)						投资收益	7	-2	1	1	1
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.23	0.21	0.49	0.78	筹资活动现金流	-227	162	956	776	430
每股净现金流(最新摊薄)	-0.90	0.02	0.05	0.22	0.27	应付债券增加	485.79	0.00	161.93	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.39	4.41	6.23	8.06	9.65	长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率						普通股增加	64.31	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	38.95	69.43	74.98	32.83	20.54	资本公积增加	595	-13	1004	925	684
P/B	3.64	3.62	2.56	1.98	1.66	现金净增加额	-532	14	28	130	161
EV/EBITDA	22.10	32.37	47.51	23.82	15.01						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

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**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。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，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。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

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本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。

本研究报告所载的资料、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。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。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。

行业评价体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上