



## 国企信创数字化建设迈入新阶段，集团管理软件龙头未来成长空间广阔 ——普联软件(300996.SZ)投资价值分析报告

### ● 国企排头兵数字化转型与信创建设两大主线投资逻辑不改

作为推动经济发展的新引擎，一系列推动数字经济和实体经济融合发展的产业政策已陆续出台，未来相关产业政策仍有望持续推出并得到有力落地。在政策驱动与企业高质量发展内在需求共振下，集团管理软件市场规模有望迎来加速扩容。

同时，就目前信创实践情况来看，整体市场国产渗透率仍较低。国资委 79 号文中明确制定了在 2027 年前完成党政与八大重点行业 100% 国产替代的长期目标，并要求从 2023 年起由各企业党组书记直接汇报进度，这标志着 2023 年我国信创产业将迈入各行业全面建设的高速发展阶段。国企作为排头兵，其相关信创市场规模未来有望迎来强劲增长。而公司作为国企集团管控软件领军企业之一，则有望在信创数字化转型浪潮中充分收益。

### ● 公司高端信创 ERP 系统研发全面启动，“卡脖子”业务领域有望取得突破

在我国高端 ERP 软件细分市场，由于国内 ERP 厂商起步较晚，目前国外供应商占据了其市场主要份额。2022 年，公司以集团管控领域与建筑地产行业 ERP 软件产品为突破重点，全面启动了信创 ERP 产品研发工作。公司研发团队也于 2023 年实现大规模扩容，为信创 ERP 产品研发提供了强有力支撑。

2023 年，公司的信创 ERP 产品预计将能完成财务核心模块的版本升级研发，部分客户 ERP 项目试点工作也有望于年内实现落地，公司在国产化率较低、“卡脖子”的高端 ERP 业务领域有望迎来突破，并逐步形成公司新的重要业务增长点。

### ● 石油石化行业基本盘稳固，建筑地产行业有望迎来拐点

公司拥有石油石化领域的多家央企战略客户，中国石油、中国石化等均为国内行业巨头，其业务体量庞大、覆盖业务类型丰富，使得其信息化建设相关业务具有广阔的纵深挖掘空间。大型头部优质集团客户资源稀缺性高，而公司作为先行布局者卡位优势明显。2022 年，公司石油石化行业收入同比实现高增 42.29%，为公司提供了稳固的营收基本盘。同时，央企集团大型客户项目也具有较高的标杆示范效应，有利公司未来业务更为顺利拓展，推动良好的业务飞轮效应形成。

作为公司业务拓展重点之一的建筑地产行业，2022 年，由于受客户规划项目延迟影响，该部分营收同比减少 26.42%。随着 2022 年下半年以来地产行业监管利好政策的密集出台与逐步落地，在 2023 年宏观环境持续改善，建筑地产行业回暖趋势基本确立的情况下，建筑地产行业客户前期延迟规划项目迎来重启的预期增强，公司该部分业务有望迎来拐点。

### ● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 9.65/12.96/16.67 亿元，同比增长分别为 38.9%/34.4%/28.6%；EPS 分别为 1.10/1.55/2.05 元，同比增长分别为 40.1%/40.2%/32.2%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司 2023 年 35 倍 P/E 估值，对应未来六个月内的目标价为 38.60 元，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

### ● 投资风险提示

客户信创数字化建设、建筑地产项目恢复、信创 ERP 研发与业务拓展进度不及预期

### ● 核心业绩数据预测

| 项目        | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E    | 2025E    |
|-----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 581.93 | 694.28 | 964.70 | 1,296.18 | 1,666.93 |
| ROE       | 15.0%  | 14.7%  | 18.0%  | 21.4%    | 23.6%    |
| EPS(元)    | 0.69   | 0.79   | 1.10   | 1.55     | 2.05     |
| P/E       | 42.91  | 37.53  | 26.78  | 19.10    | 14.44    |

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

华通证券国际研究部

TMT 行业组

SFC:AAK004

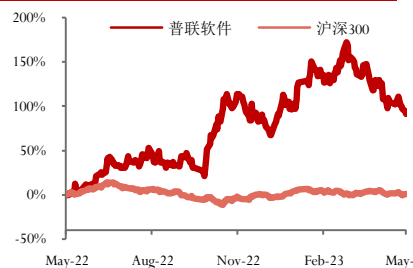
Email:research@waton.com

### 主要数据

2023.05.17

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 29.54       |
| 一年中最低/最高(元) | 14.91/42.47 |
| 总市值(亿元)     | 59.46       |
| ROE(TTM)    | 13.21%      |
| PE(TTM)     | 39.24       |

### 股价相对走势





## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 公司所属主要行业情况分析 .....                         | 4  |
| 1.1. 软件行业整体与细分市场简介及发展现状概要 .....               | 4  |
| 1.1.1. 软件行业地位日益重要，集团企业管理软件细分市场景气度高 .....      | 4  |
| 1.1.2. 国内供应商市场份额稳步提高，高端 ERP 市场国产化有待突破 .....   | 6  |
| 1.2. 集团管理软件行业未来发展趋势分析 .....                   | 7  |
| 1.2.1. 数字经济相关政策持续出台，财务系统成为集团数字化转型重要突破口 .....  | 7  |
| 1.2.2. 集团企业上云有望提速，国央企排头兵信创建设迈入新阶段 .....       | 8  |
| 2. 公司经营情况分析 .....                             | 10 |
| 2.1. 把握信创数字化机遇，聚焦大型集团客户战略成效显著 .....           | 11 |
| 2.1.1. 信创数字化浪潮为集团管控业务发展提供强劲动力 .....           | 12 |
| 2.1.2. XBRL 业务技术领先，在各大监管机构和金融保险行业得到广泛应用 ..... | 14 |
| 2.1.3. 公司信创 ERP 产品研发全面启动，2023 年试点工作有望落地 ..... | 16 |
| 2.2. 公司核心竞争优势：优质客户资源+贴合需求业务模式+细分领域优势产品 .....  | 16 |
| 2.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力分析 .....                 | 17 |
| 2.3.1. 整体运营效率有所降低，2023 年有望迎来改善 .....          | 17 |
| 2.3.2. 期间费用整体把控合理，公司技术基因进一步得到加强 .....         | 18 |
| 2.3.3. 产品可复用性增强，推动公司盈利能力提高 .....              | 19 |
| 2.4. 2023 年-2025 年，公司分业务板块盈利预测 .....          | 20 |
| 2.5. 2023 年-2025 年，公司整体业绩预测 .....             | 22 |
| 3. 公司估值分析 .....                               | 23 |
| 3.1. 相对估值：低于上市以来估值中枢，在行业中也处于较低估值水平 .....      | 23 |
| 3.2. 绝对估值：DCF 模型估值分析 .....                    | 24 |
| 4. 公司未来六个月内投资建议 .....                         | 26 |
| 4.1. 公司股价催化剂分析 .....                          | 26 |
| 4.2. 公司未来六个月内目标价 .....                        | 27 |
| 5. 公司投资评级 .....                               | 27 |
| 6. 风险提示 .....                                 | 27 |



## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：2014 年—2022 年我国软件行业业务收入规模保持双位数增长 ..... | 4  |
| 图 2：2014 年—2022 年软件产业 GDP 占比稳步提高 .....     | 5  |
| 图 3：2016 年-2021 年我国集团管理软件市场规模及预测 .....     | 6  |
| 图 4：2018 年我国集团管理软件市场各大厂商份额 .....           | 7  |
| 图 5：2020 年我国高端 ERP 软件市场各大厂商份额 .....        | 7  |
| 图 6：2021 年我国重点行业整体信创落地实践率仍处在低位 .....       | 9  |
| 图 7：公司主要发展历程 .....                         | 10 |
| 图 8：公司面向大型集团企业的管控软件产品与方案 .....             | 11 |
| 图 9：2020 年-2022 年公司营收、成本趋势情况 .....         | 12 |
| 图 10：2022 年公司营收、成本明细构成情况 .....             | 12 |
| 图 11：国内领先、境内外一体化的集团司库软件产品服务于众多大型集团企业 ..... | 14 |
| 图 12：公司偿付能力二代报告编报系统功能强大，贴合保险企业编报需求 .....   | 15 |
| 图 13：2020 年-2022 年公司主要运营指标趋势 .....         | 18 |
| 图 14：2020 年-2022 年公司主要管理能力指标趋势 .....       | 19 |
| 图 15：2022 年公司主要管理能力指标行业横向比较 .....          | 19 |
| 图 16：2020 年-2022 年公司主要盈利能力指标趋势 .....       | 20 |
| 图 17：2022 年公司主要盈利能力指标行业横向比较 .....          | 20 |
| 图 18：公司当前 P/E（TTM）估值水平低于上市以来估值中枢 .....     | 23 |
| 图 19：公司当前 P/E（TTM）估值水平低于行业中位数与各可比公司 .....  | 24 |
| <br>                                       |    |
| 表 1：集团管控项目示范效应显著，公司行业覆盖领域不断拓宽 .....        | 13 |
| 表 2：2023 年-2025 年公司分行业盈利预测 .....           | 22 |
| 表 3：2023 年-2025 年公司相对估值模型预测数 .....         | 23 |
| 表 4：采用 DCF 估值模型，公司股权价值测算 .....             | 25 |
| 表 5：DCF 估值模型股价敏感性测试分析 .....                | 25 |



## 1. 公司所属主要行业情况分析

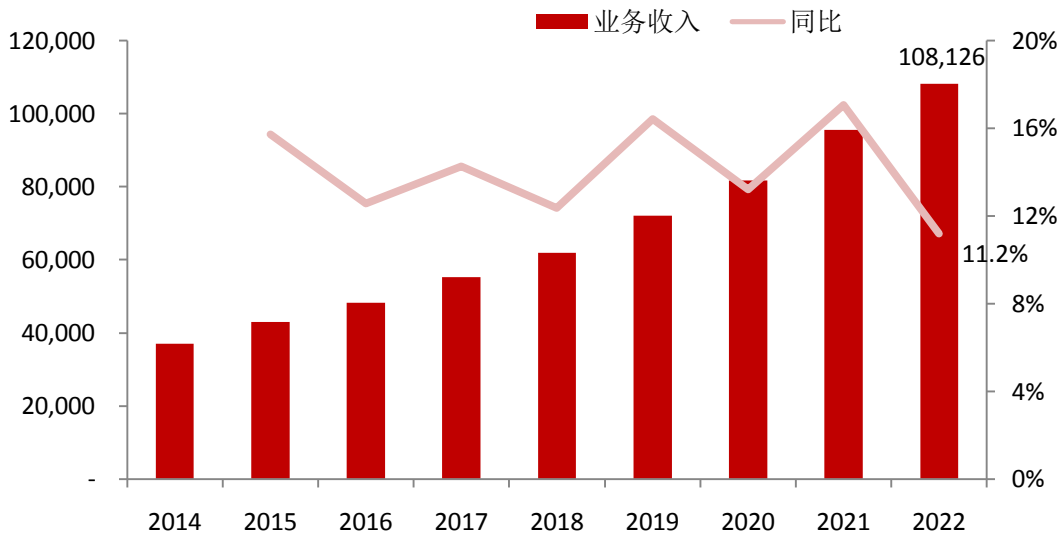
### 1.1. 软件行业整体与细分市场简介及发展现状概要

软件作为信息技术的核心载体及与产业融合的关键纽带，在产业数字化进程中发挥着重要的基础支撑作用。随着我国工业化进程的加快与产业结构的不断升级，软件行业已发展成为我国数字经济的基础性、战略性、先导性产业。

#### 1.1.1. 软件行业地位日益重要，集团企业管理软件细分市场前景气度高

根据工信部数据显示，2022年，我国软件行业业务收入规模达108,126亿元，已突破十万亿大关，同比实现增长11.2%；2014年-2022年，期间CAGR为14.3%，且各年均保持着双位数增长。软件行业业务收入占整体信息产业比重也从2015年的28%快速攀升至2020年的40%；利润总额占比上，2020年更是达到了整体信息产业的64%。

图 1：2014 年—2022 年我国软件行业业务收入规模保持双位数增长

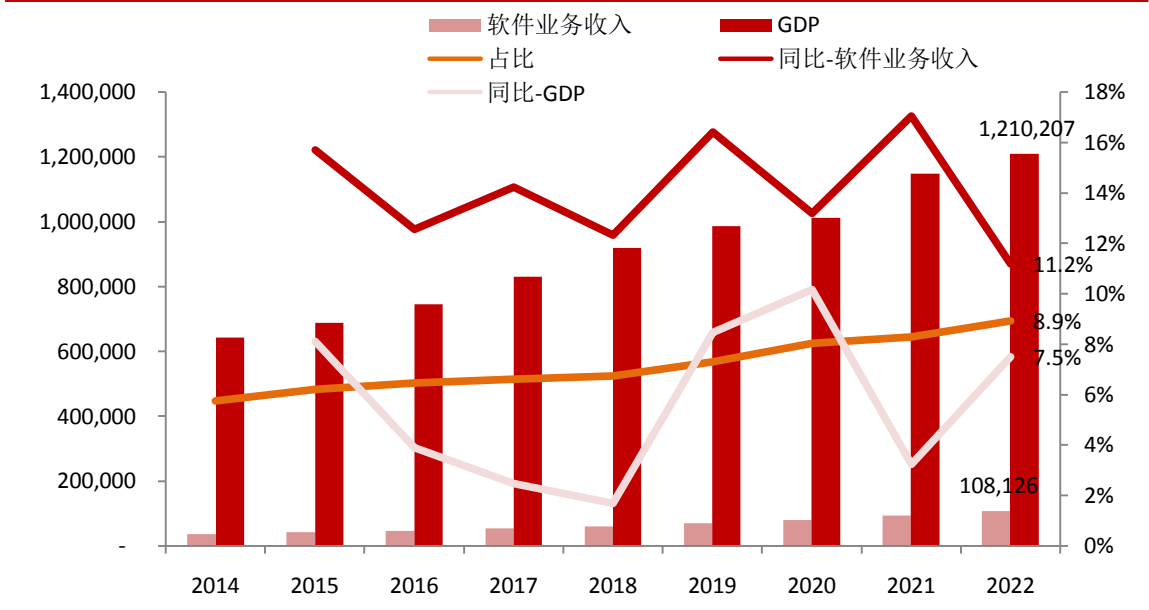


资料来源：工信部，华通证券国际研究部

（注：2022年，数据口径为快报数据，故当年同比计算按快报数据口径计算）

软件行业在我国国民经济中地位与作用不断提高。软件行业业务收入在我国GDP中的占比呈现稳步提高的趋势，从2014年的5.8%提升至2022年的8.9%。从增长幅度上看，期间内，软件行业各年业务收入增速也均较高于同期GDP增速，其已成为拉动我国经济增长的重要来源。

图 2：2014 年—2022 年软件产业 GDP 占比稳步提高



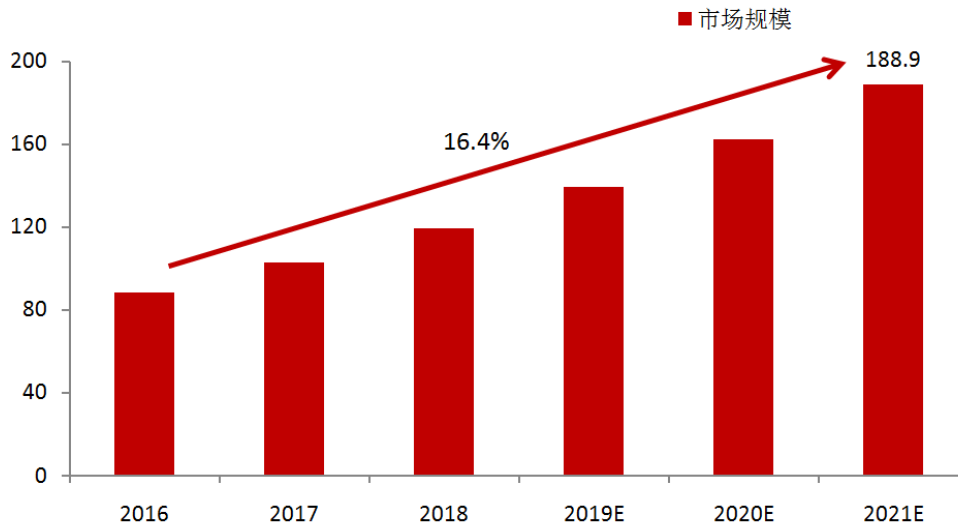
资料来源：工信部，国家统计局，华通证券国际研究部

在产业结构上，信息技术服务业务为行业主要业务构成。2022 年，其全年收入达 70,128 亿元，同比增长 11.7%；其收入占软件行业整体收入比重为 64.9%，较上年提高 1.4pct。其他业务领域：软件产品、嵌入式系统软件、信息安全产品和服务收入占比分别为 24.6%、8.7%、1.9%，在收入金额上均实现了约双位数 10% 增长，整体产业结构得到进一步优化。

**集团企业数字化换转型加速，集团企业管理软件细分市场将迎蓬勃发展。**由于集团企业的规模体量相对较大，组织架构复杂，业务涉及范围广泛的特点，故集团企业往往更为重视信息化建设，集团企业管理软件也因此在企业级应用软件市场中占据了较大市场份额。根据迪赛顾问预测，2021 年，我国集团管理软件市场规模预计将达到 188.9 亿元；2016 年—2021 年，期间 CAGR 为 16.4%，保持着较高的双位数增长。随着我国产业政策的推动，传统集团企业的数字化转型加速，我们预计，未来集团企业管理软件市场有望迎来新一轮高速增长。

就集团企业管理软件产品结构来看，以企业资源规划（ERP）、财务管理（FM）和供应链管理（SCM）三大软件产品为主。根据迪赛顾问数据显示，2018 年，其对应市场份额分别为 48.68%、14.71%、13.4%。随着集团业务信息化统一管理的提高与信息孤岛进一步覆盖，我们预计，未来在供应链、人力资源和资产管理等方面的软件产品需求将会不断提高。

图 3：2016 年-2021 年我国集团管理软件市场规模及预测



资料来源：迪赛顾问，华通证券国际研究部

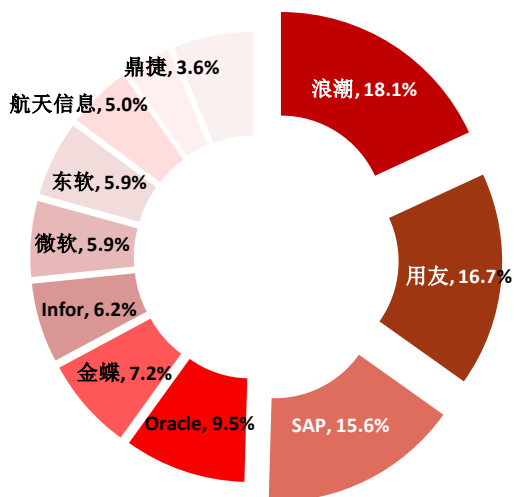
### 1.1.2. 国内供应商市场份额稳步提高，高端 ERP 市场国产化有待突破

由于集团业务覆盖广、个性化需求相对较多、管理流程设计较为复杂，需要更多的开发经验沉淀积累，故我国集团企业管理软件市场的主要竞争主体仍以传统的管理软件供应商为主。同时，在国内供应商产品开发能力不断提高，在产品覆盖领域不断拓宽以及产品更高的性价比优势下，国产集团管理软件已逐渐占据国内市场主要份额。根据迪赛顾问数据显示，2018 年，我国前十大集团企业管理软件供应商中国内供应商占据六席，合计市场份额达 56.5%，其中：浪潮和用友分别以 18.1%和 16.7%的市场份额占据前两名。

**高端 ERP 系统国产化势在必行。**但在高端 ERP 软件细分市场，由于国内 ERP 厂商起步较晚，我国高端 ERP 软件的技术水平与产品性能仍有待提高，目前国外供应商占据了我国高端 ERP 软件市场主要份额。根据前瞻产业研究院数据显示，2021 年，我国高端 ERP 软件市场份额占比前两名均为欧美软件巨头——SAP 与 Oracle，其市占率分别为 33%和 20%。

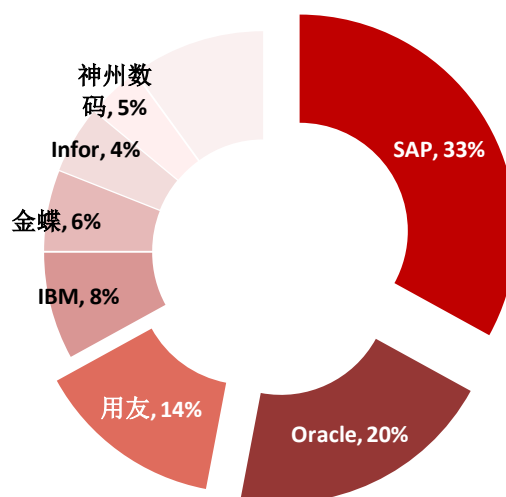
在 2022 年，俄乌地缘冲突爆发以来，SAP、Oracle 等大型软件企业相继关停了在俄的所有业务，这让大型高端 ERP 系统一直依赖于境外供应商的俄罗斯陷入两难境地。其为我国“卡脖子”高端 ERP 软件行业敲响了警钟，拥有自主可控、国产化的高端 ERP 系统势在必行。

图 4: 2018 年我国集团管理软件市场各大厂商份额



资料来源: 迪赛顾问, 华通证券国际研究部

图 5: 2020 年我国高端 ERP 软件市场各大厂商份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 华通证券国际研究部

## 1. 2. 集团管理软件行业未来发展趋势分析

### 1. 2. 1. 数字经济相关政策持续出台, 财务系统成为集团数字化转型重要突破口

数字经济是以数据资源为关键要素, 以现代信息网络为主要载体, 以信息通信技术融合应用、全要素数字化转型为重要推动力的新经济形态, 其代表了未来经济的发展方向, 为充分发挥数字经济的重要作用, 我国也相继出台了一系列产业政策以推动数字经济和实体经济的融合发展。

2020 年 8 月, 国资委印发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》。文中指出**国有企业是引领带动经济高质量发展的中坚力量**, 并在夯实数字化转型基础、加快推进产业数字化创新等多个维度上对国有企业数字化转型工作提出了具体要求, 明确提出重点打造**制造、能源、建筑、服务**等四个行业数字化转型企业示范样板。

2021 年 4 月, 财政部发文《会计改革与发展“十四五”规划纲要(征求意见稿)》, 提出将积极推动会计、审计工作数字化转型, “十四五”期间实现会计职能拓展升级目标, 形成对内提升单位管理水平和风险管控能力、对外服务财政管理和宏观经济治理的**会计职能拓展新格局**。

2021 年 12 月, 国务院印发《“十四五”数字经济发展规划的通知》。文中要求在十四五期间要以数据为关键要素, 以数字技术与实体经济深度融合为主线, 加强数字基础设施建设, 完善数字经济治理体系, 协同推进数字产业化和产业数字化, 赋能传统产业转型升级。



2022年3月，国资委印发《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》。文中明确指出，**中央企业要以数字技术与财务管理深度融合为抓手**，加快构建世界一流财务管理体系。中央企业要主动运用大数据、人工智能、移动互联网、云计算、区块链等新技术，充分发挥财务作为天然数据中心的优势，推动财务管理从信息化向数字化、智能化转型，实现以核算场景为基础向业务场景为核心转换。

2023年1月，国资委印发《关于推动中央企业加快司库体系建设进一步加强资金管理的意见》。文中明确指出，中央企业要充分认识推进司库体系建设的必要性和紧迫性，主动把握新一轮信息技术革命和数字经济快速发展的战略机遇，**将司库体系建设作为促进财务管理数字化转型升级的切入点和突破口**，重构内部资金等金融资源管理体系，促进业财深度融合，推动企业管理创新与组织变革。

近年来，我国新型基础设施建设日益完善，数字技术推动新业态与新模式不断涌现，我国数字经济快速发展，已经成为推动经济发展的新引擎。未来，随着数字经济相关产业政策有望持续出台并逐步切实落地，将有力推动国有集团企业数字化转型的进一步深入，集团管理软件市场规模有望迎来加速扩容。

### 1.2.2. 集团企业上云有望提速，国央企排头兵信创建设迈入新阶段

**云产品降本增效优势明显，集团企业上云有望提速**，在数字经济推动下，云计算产业至今已经历了十余年发展，其技术已经相对成熟，能够帮助企业以更低的部署和维护成本、更灵活的搭建拓展方式获得更为高效的服务。根据麦肯锡预计，2030年，云计算能够为全球500强企业带来的EBITDA价值将超过1万亿美元，将迁移应用程序的开发和维护效率提高38%，将基础架构成本效率提高29%。在云产品降本增效优势明显的情况下，我们认为，未来集团企业上云进程有望加速，并将推动基于云管理的SaaS+PaaS业务快速增长。同时，云计算相关服务多采用按月付费的形式，这也有利于提高软件服务供应商营收的持续性与稳定性，降低经营业绩的季节性波动。

近年来，以容器、微服务、DevOps为代表的云原生技术正在兴起，由于具有松耦合的特点，可以有效提升产品的拓展性，提高开发的敏捷性与效率，有效缩短开发交付周期。同时，云原生技术还可有效解决传统开发模式中代码质量低、发布流程长等软件开发行业难题，能够实现以自动化部署、模块单元组合的方式，构建一体化、高效开发流程，显著提升开发的智能化水平。

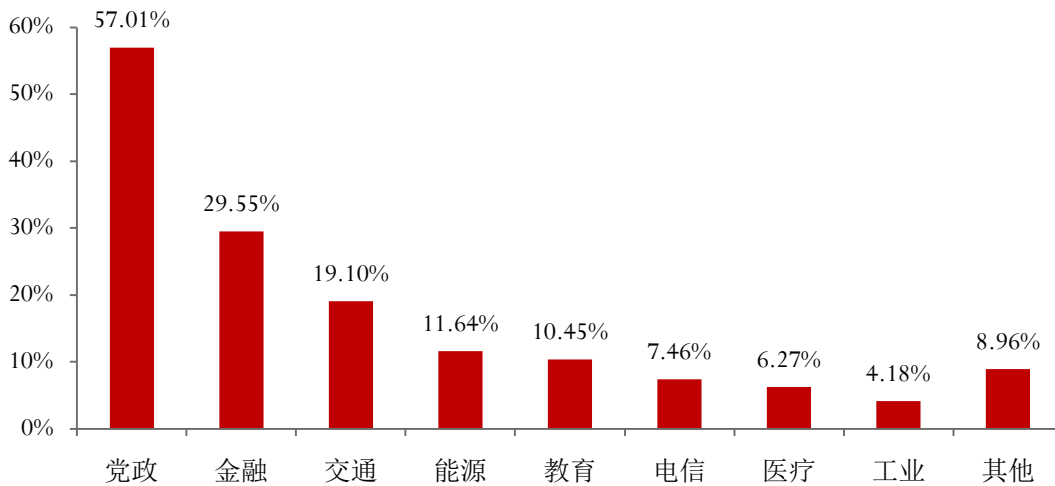




信创加速推进国产替代万亿市场建设。2022年9月，国资委下发的79号文中，对于国央企落实信息化系统的信创国产化改造进行了全面指导，制定了具体量化要求和推进明确时间表。目标在2027年前完成2+8+N的党政与八大重点行业100%国产替代。文中要求各企业于2022年11月底前报送方案，并从2023年起由各企业党组书记直接汇报进度，这标志着2023年信创产业将从关键领域重点突破迈入各行业全面建设的高速发展新阶段。

就目前信创落地情况来看，整体市场国产渗透率仍较低。根据零壹智库数据显示，2021年，2+8+N所相关市场国产渗透率仅在10%左右。在企业高质量发展内在需求与国家相关政策标准要求的双重驱动下，未来信创国产替代空间规模庞大。根据海比研究院预测，2025年我国整体信创产业规模预计将达2.34万亿元，在金融、交通、能源、教育、电信等信创重点行业未来市场发展潜力强劲。

图 6：2021 年我国重点行业整体信创落地实践率仍处在低位



资料来源：零壹智库，华通证券国际研究部

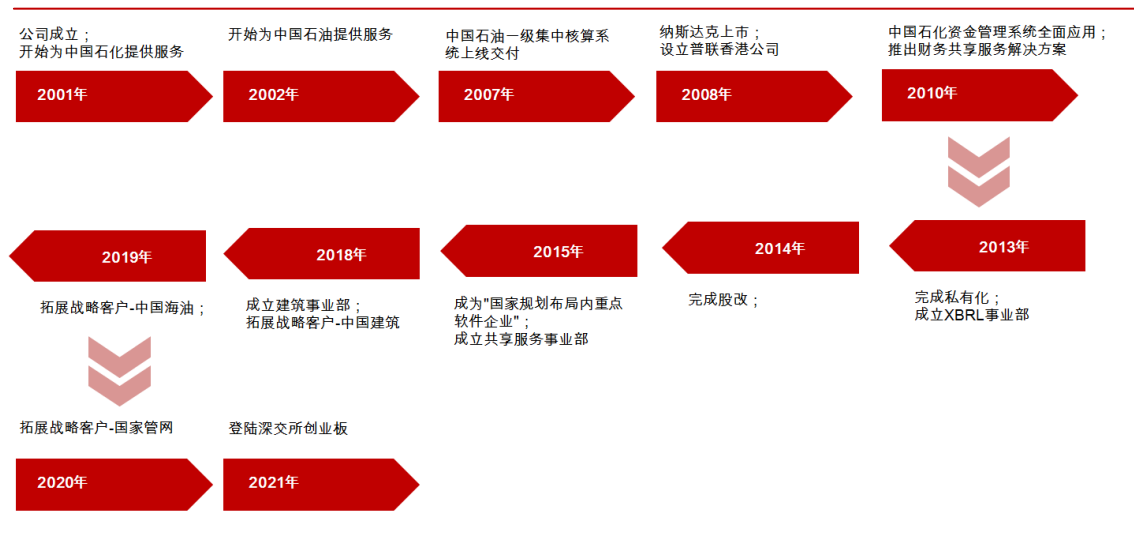


## 2.公司经营情况分析

普联软件股份有限公司（300996.SZ）创立于2001年，总部位于山东济南齐鲁软件园，为我国大型集团企业管理信息化综合方案提供商、国家鼓励的重点软件企业。2008年9月，公司成功实现在美国纳斯达克上市，是当时我国为数不多登陆纳斯达克的软件企业。2012年10月底，公司完成私有化并从纳斯达克退市。2021年6月，公司实现在深交所创业板成功上市。

在创立之初，公司聚焦于财务信息化领域软件开发及服务，2001年，便已开始为中国石化提供服务。2002年，公司则进一步拓展了中国石油业务，深耕两桶油巨型集团客户的普联软件逐步在石油石化行业集团管理软件领域确立起领先地位。2013年，公司成立XBRL事业部，相关产品特别是偿付能力二代报送系统后续在保险行业得到广泛应用。2015年，公司组建共享服务事业部，开始研发综合型智能化共享服务业务运营基础框架和配套管理系统。2018年，成立建筑事业部，公司开始进军建筑行业软件市场。

图 7：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

在“聚焦大型集团客户、聚焦优势业务领域”的发展策略下，公司针对重点央企客户组建了专职技术团队，提供长期稳定服务，进一步提高客户粘性，并可通过大型集团企业的标杆示范效应形成业务良性拓展。公司特有业务经营模式与先进的产品技术，能够保证大型集团企业客户的快速响应与贴合需求的优质服务，成功实现了多个大型集团客户的业务拓展与稳定的长期合作关系建立。

公司目前主要客户包括中国石油、中国石化、中国海油、国家管网、中国建筑和中国中铁等六

大央企战略客户；中核集团、兵器工业集团、国家电网、中国华能等多家央企及地方国企客户；万达集团、新希望集团、龙湖集团、融创集团、小米集团等行业龙头企业；中国平安、中国人寿、太平洋保险等逾百家保险行业客户；银保监会、中央结算公司、中国期货市场监控中心、全国股转公司等国家监管结算机构。公司形成以石油石化与建筑地产两大优势行业为核心，多业务领域优质客户群体不断拓展的良好业务布局。

## 2.1. 把握信创数字化机遇，聚焦大型集团客户战略成效显著

公司主要业务为面向大型集团企业提供自主研发的软件产品和 IT 一体化、定制化解决方案，主要产品与方案集中于集团管控业务板块。通过聚焦优势业务领域，公司在集团财务管控、集团资金管理、智能化共享服务、XBRL 数据应用服务等业务领域形成核心竞争力。同时，公司目前也在积极研发与拓展数字建造、智慧安全和设备管理等产业互联网管理领域相关产品业务。

图 8：公司面向大型集团企业的管控软件产品与方案

| 领域解决方案   | 行业解决方案   | 软件产品  | 云服务   |
|--|--|---|---|
| 集团财务管理系统方案<br>集团资金管理系统方案<br>集团共享服务解决方案<br>集团资产管理系统方案<br>税务管理解决方案 | 保险业偿二代信息管理系统<br>地产行业财务共享服务系统<br>教育行业人力资源管理系统<br>中国石化合并报表系统<br>中国石油ERP与FMIS融合系统 | 税企互联云平台<br>偿二代编报系统<br>人力资本管理平台<br>统一办公平台<br>偿二代风险管理 | RPASudio<br>普联财务服务<br>IPCom<br>OSP云平台<br>叮咚FM |

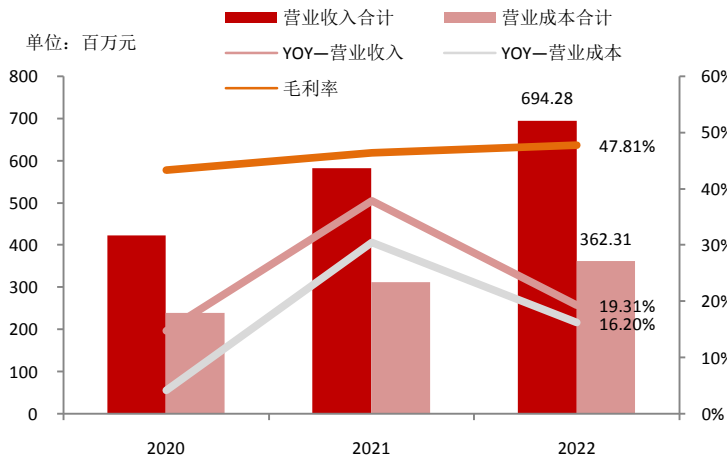
资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2022 年，在业务开展受到的新冠疫情扰动影响下，公司积极把握住了集团企业数字化转型和信创国产化机遇，实现营业收入达 6.94 亿元，同比仍创造了 19.31% 较高双位数增长；大型集团客户拓展与维护方面，公司聚焦大型集团客户战略效果显著，石油石化行业四家战略客户业务均实现较高增长。

从具体业务结构上看，集团管控业务为公司基础盘，同期实现营收为 5.98 亿元，占比达 86.13%。从行业结构上看，公司营收则呈现双轮驱动格局，石油石化和建筑地产两大行业分别贡献了 4.27、1.35 亿元营收，占比分别为 61.45%、19.40%；同时，金融行业业务拓展迅速，同比高增 60.42%，未来有望形成公司新的重要业务增长点。

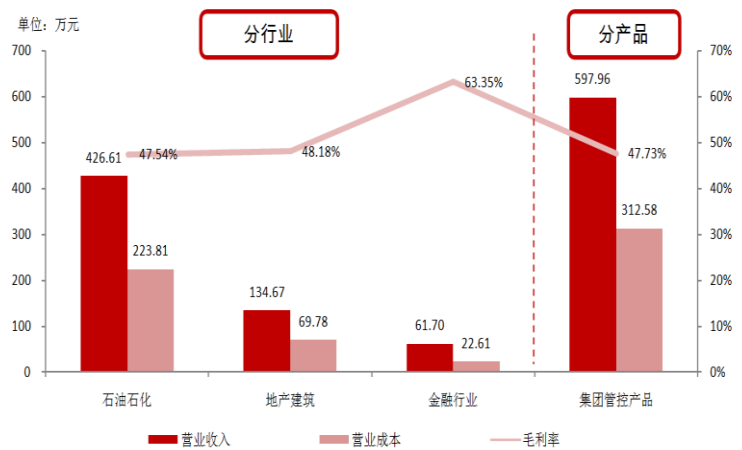
公司毛利率呈现稳步提升。近三年来，公司各年营业收入同比增速均高于同期营业成本同比增速。在 OSP 云开发平台功能不断完善，产品可复用性提高，收入结构持续优化的情况下，公司毛利率呈现稳健增长。2022 年，公司毛利率为 47.81%，较 2020 年提高 4.45pct。

图 9：2020 年-2022 年公司营收、成本趋势情况



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

图 10：2022 年公司营收、成本明细构成情况



资料来源：iFinD，华通证券国际研究

### 2.1.1. 信创数字化浪潮为集团管控业务发展提供强劲动力

集团管控产品与方案是公司针对大型集团企业规模庞大、产业链长、组织层级深、业务逻辑与处理流程复杂、组织变革频繁、管理创新需求旺盛等区别与一般企业特点，经过不断技术创新，自主研发并持续迭代形成的集团级信息系统解决方案。

公司具体产品与方案主要有：集团财务管理、资金管理、财务共享服务平台、全面预算管理、税务管理系统（方案）、资产管理、人力资源管理系统。其中：集团财务管控、集团资金管理领域为公司集团管控产品与方案中的优势领域，其也是目前各大集团较为重视与优化的核心管理领域，因而获得应用比率相对其他类型产品也较高。

集团管控项目示范效应显著，公司行业覆盖领域不断拓宽。公司自创立以来，一直深耕石油石化行业，并组建了专职技术团队，形成了提供长期稳定服务的成熟业务模式。2005 年-2008 年期间，公司先后承建了中国石油会计一级核算系统、中国石油大司库系统、中国石化集中资金平台等一系列集团统建系统标杆示范项目，为公司大型集团企业业务拓展奠定了坚实的基础。

公司于 2018 年成立建筑事业部，开始发力建筑地产行业。凭借在两大石油石化行业龙头客户长期服务中所累积的丰富开发经验、产品较强的市场竞争力与专业高效的系统交付能力，



告

叠加前期大型项目所带来的标杆示范效应，公司于成立事业部当年便成功拓展战略客户——中国建筑。并迅速在地产行业财务共享服务方案领域形成竞争优势。2022年，公司完成对思源时代收购，进一步强化了公司在建筑地产行业信息系统供应商中的领先地位。

在产品研发上，公司致力于应用云计算、大数据、AI、大型语言模型等前沿信息技术，推动集团企业数字化、智能化转型。2022年，公司进一步加强智能化技术和商业模式创新的融合与产品功能完善，形成了“业财资税档一体化+数智化”财务共享解决方案及产品体系。

2022年，公司石油石化行业收入同比实现高增42.29%，为公司提供了稳固营收基本盘；建筑地产行业业务主要由于受客户项目计划延迟影响，同比减少26.42%，降幅较大。在2023年宏观环境持续向好、建筑地产行业回暖趋势基本确立的情况下，公司该部分业务有望迎来拐点。

表 1: 集团管控项目示范效应显著，公司行业覆盖领域不断拓宽

| 央企战略<br>客户名称 | 提供服务<br>起始时间 | 产品和解决方案                                       |
|--------------|--------------|---|
| 中国石化         | 2001年        | 中国石化会计集中核算系统、中国石化境内外资金管理系统、中国石化统一报表系统         |
| 中国石油         | 2002年        | 中国石油会计集中核算系统、中国石油司库系统、中国石油财务共享服务系统、中国石油预算管理平台 |
| 中国建筑         | 2018年        | 中国建筑财务一体化平台资金管理系统、财务中台及全业务报账系统、BI及数据仓库系统      |
| 中国海油         | 2019年        | 集团资金管理系统及财务共享报账系统                             |
| 国家管网         | 2020年        | 国家管网财务管理信息系统                                  |

资料来源：公司招股说明书，华通证券国际研究部

**司库业务重要抓手先发卡位优势凸显，2022年连续斩获多家央企订单。**公司为国内较早开展全球资金集中管理领域信息化业务的软件公司，自2009年起，公司便已启动全球资金集中管理系统的研发与服务实践，多年来公司形成了丰富的资金集中管理和境内外主要商业银行直联经验。精通公司香港专业团队具有领先的国际化服务优势，掌握国内及国际主要银行和SWIFT组织的报文标准和安全方案，熟悉全球四十多个国家和地区的结算规则和约束性要求。公司所研发全球资金集中管理系统可实现多币种、多地区、跨时区的资金结算和全球资金池运作，产品已形成了较强的竞争优势。

2022 年，在央企司库管理体系建设利好政策推动下，公司国内领先、境内外一体化的集团司库管理软件产品先后斩获中航集团、中核集团、东航集团、中国中车等多家央企订单。截至 2022 年 9 月，由公司承建司库项目的央企数量已达 18 家，普联软件在央企司库系统建设领域的优势地位日益显著，也成为公司拓展战略客户的重要抓手。

图 11：国内领先、境内外一体化的集团司库软件产品服务于众多大型集团企业



资料来源：公司官微，华通证券国际研究部

在集团企业数字化转型与信创国产化两大浪潮共振下，叠加建筑地产行业开始回暖，前期延迟规划项目有望迎来重启的利好因素，我们认为，凭借长期稳定服务、贴合需求的业务模式与丰富的集团软件开发经验与技术积累，公司集团管控产品与方案业务有望持续保持较高的双位数增长。

### 2.2.2. XBRL 业务技术领先，在各大监管机构和金融保险行业得到广泛应用

XBRL (eXtensible Business Reporting Language) 是一种基于互联网生成和传输商业报告的语言，通过对商业报告中的数据进行特定的标签和分类，可以实现不依赖于报告格式，对报告数据信息的快速、准确识别与处理，对报告内容进行灵活地抽取与组合，达到报告由静态变为动态的功能实现。

公司于 2013 年成立 XBRL 事业部，开始 XBRL 应用研究与产品研发，公司解析引擎首批通过了 XBRL 规范相关的符合性套件的测试，是国内较早全面研究掌握 XBRL 标准体系及关键技术，并通过专业机构认证的 XBRL 软件供应商。公司目前已拥有 XBRL 核心处理引擎和 XBRL 工具软件、报表报告、风险管理、数据分析等丰富 XBRL 应用相关产品。

目前，公司 XBRL 产品已在各大监管机构和金融保险行业中得到广泛应用，特别是公司偿付能力二代报告编报系统已实现全国超五成保险公司成功应用。偿二代编报系统与银保监会偿二代监管信息系统均由公司团队研发，使用了相同的技术内核与校验引擎，并能及时获知与提供保监会规则更新，提高了企业上报报告的及时性与准确性，在保险企业中获得了良好口碑。

图 12：公司偿付能力二代报告编报系统功能强大，贴合保险企业编报需求



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2022 年，公司 XBRL 应用业务同比实现高增 56.86%，为公司增速最高的分产品业务领域。同期，公司继续加大了 XBRL 风险管理产品研发投入和应用拓展；完成保险行业客户偿二代二期系统全面升级，在重点客户长期合作关系稳定的基础上，实现数十家已有客户的应用拓展。监管机构 XBRL 应用方面，公司成功拓展新一代期货监管系统建设项目和中央结算公司信披报告平台建设项目。



### 2.2.3. 公司信创 ERP 产品研发全面启动，2023 年试点工作有望落地

加快信创产品研发，“卡脖子”高端 ERP 领域有望取得突破。近年来，公司加强了对国产软硬件运行环境的信创兼容性支持工作。目前，公司自研 OSP 开发平台已经实现了对主要国产 CPU、操作系统、中间件和数据库的兼容性支持，并已列入国家信创目录。

2022 年，公司以集团管控领域与建筑地产行业软件产品为重点，已全面启动了信创 ERP 产品研发工作。2023 年，公司表示将积极参与与客户信创项目实践，形成自主可控、符合世界一流财务体系需求的软件产品和建筑行业 ERP 软件产品。公司信创 ERP 产品预计年内将能完成财务核心模块的版本升级研发，部分客户 ERP 项目试点工作也有望于年内实现落地。

### 2.2. 公司核心竞争优势：优质客户资源+贴合需求业务模式+细分领域优势产品

大型头部优质集团客户资源稀缺性高，先行布局者优势显著。截至 2022 年 8 月，由国务院国资委履行出资人职责的企业共计仅有 98 家，大型头部优质集团客户资源稀缺性高。在集团企业数字化转型上，往往首先为从集团顶层设计着手进行自上而下的整体框架搭建，故集团企业客户在整体软件方案上线实施后，其转换成本高，后续进行其他方案替换的可能性较低，有利于先行进入软件供应商建立长期稳定的合作关系，提高相关业务的独占性与未来营收的确定性。

公司的基础盘领域——中国石油、中国石化、中国海油、国家管网等央企战略客户均为国内行业巨型头部企业，其业务体量庞大，业务覆盖范围宽广，使得其信息化建设相关业务具有广阔的纵深挖掘空间。大型央企集团客户在产业链中地位稳固，其现金流也往往较为充裕，抗风险能力较强，这也为公司业务良好的稳定性和持续性提供了支撑。同时，集团大型客户项目也具有良好的标杆示范效应，有利公司新业务更加顺利拓展，进而形成良好的业务飞轮效应。

贴合需求业务模式，有效提高客户粘性与业务可挖掘性。公司针对重点央企客户已形成了特有且成熟的业务服务模式，组建了相应专职技术团队，提供长期稳定服务，可实现大型集团企业客户的快速响应与贴合需求的优质服务。其业务模式可有效提高客户粘性，已成功实现了多个大型集团客户的业务拓展与稳定长期合作关系的建立。同时，长期深入的贴合式服务也能够更为敏锐地洞察行业技术发展趋势与管理需求变化，有利于集团客户业务





进一步的深度挖掘。

**细分领域优势产品成为业务拓展有力抓手。**公司为业内较早进入全球资金集中管理和 XBRL 应用领域的软件厂商，凭借先发卡位优势、持续研发及产品功能不断完善，相关产品与方案已在细分领域得到广泛应用。

通过聚焦优势业务领域，公司在集团财务管控、集团资金管理、智能化共享服务、XBRL 数据应用服务等业务领域已形成核心竞争力，成为公司拓展建立集团企业客户合作关系，延伸业务范围的重要抓手。

### 2.3. 公司运营效率、管理效率、盈利能力分析

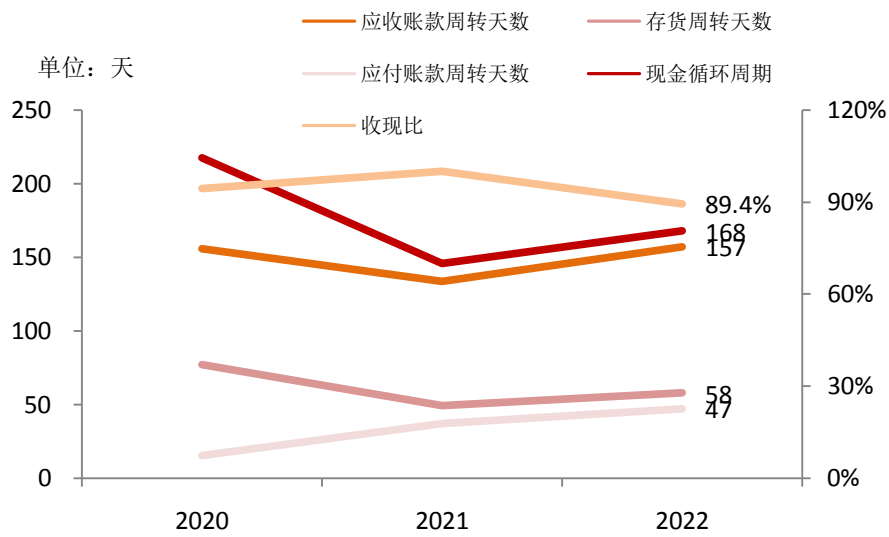
#### 2.3.1. 整体运营效率有所降低，2023 年有望迎来改善

2022 年，公司应收账款周转天数为 157 天，较 2021 年销售回款周期 134 天有所拉长，我们认为，这主要由于受外部环境影响，客户（特别是建筑地产行业客户）销售回款时间有所延长造成；这也体现在公司收现比同期出现了一定下滑，较 2021 年减少 10.71pct。公司存货周转天数为 58 天，近三年来，整体呈现下降趋势，这也侧面说明公司开发效率在不断提高，交付周期得到有效缩短。公司应付账款周转天数为 47 天，近三年来，该项指标呈现上升趋势，其或与疫情反复造成的上游供应方交付验收期间拉长有关，同时也能体现公司在整个产业链中的地位有所提高。

结合前述三个运营指标情况，我们可计算得到 2022 年公司的现金循环周期为 168 天，在 2021 年显著回落之后又有所升高，其现金循环效率有所下降主要是受到前述应收账款周转天数增长较大的影响。随着我国宏观环境的持续向好，建筑地产行业逐步回暖，公司现金循环周期有望在 2023 年得到有效改善。



图 13：2020 年-2022 年公司主要运营指标趋势



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

### 2.3.2. 期间费用整体把控合理，公司技术基因进一步得到加强

2022 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 2.57%、9.37%、13.97%。从时间维度上看，近三年来，销售费用率在较低水平下仍有持续下降，2022 年同比下降 0.09pct，这主要与疫情出现以来，公司销售拓展方式进一步优化有关。而同期管理费用率与研发费用率则整体把控合理，呈现略有上升趋势，2022 年，两者同比分别增加 1.33、1.32pct。管理费用率有所上升，主要为公司实行股权激励，股份支付费用增加所致。而研发费用率的上升，则与公司研发投入进一步加强，全面启动了信创 ERP 产品研发工作，数字建造和司库系统方面也加大了研发队伍建设，整体研发人员规模扩张较大有关。

**公司研发实力进一步得到加强。**在最能体现软件企业研发实力的开发平台建设上，公司目前已经形成了以 OSP 云开发平台、PaaS 云平台为核心的自主研发技术平台及业务模型库，平台技术具有较强的市场竞争力与项目交付能力。公司 RPA 机器人平台则融合了智能图像识别、语音识别、自然语言处理和知识图谱等多种人工智能技术，可助力提升集团业务自动化、智能化处理水平。截至 2022 年末，公司研发人员数量已达 1,339 人，同比增长 45.39%；在研发人员数量占比超公司在职工总数五成的情况下，进一步提升 1.10pct，公司技术基因进一步得到强化。

**期间费用率水平行业横向对比。**我们选取了与公司主营业务内容、服务客户类型相似的远光软件、赛意信息及汉得信息作为可比公司，并结合申万二级软件开发行业中位数综合进



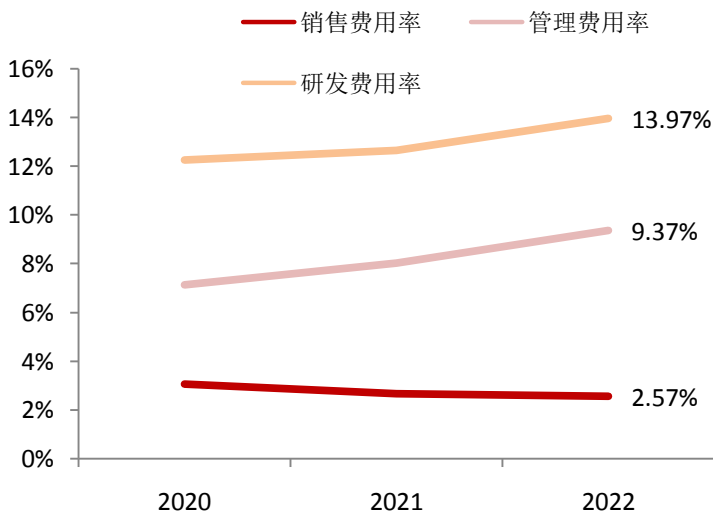
告

行横向比较。2022 年，公司销售费用率仅为 2.57%，远低于同期行业中位数 10.98%和各大可比公司销售费用率水平。我们认为，这与公司的服务客户类型及业务模式具有天然竞争优势有关。一方面，公司采取的专职技术团队、贴合需求的业务模式，使得客户粘性相对较高，业务具有良好的稳定性和持续性；另一方面，公司所服务客户主要为集团大型客户，在建立起合作关系后，后续业务开展上可以更为高效；同时，集团大型客户项目也具有较高的标杆示范效应，从而有利公司新业务拓展与销售费用率的不断优化。

同期，公司管理费用率为 9.37%，低于行业中位数 9.99%，在各大可比公司中处于中游水平，未来仍存在一定优化空间。

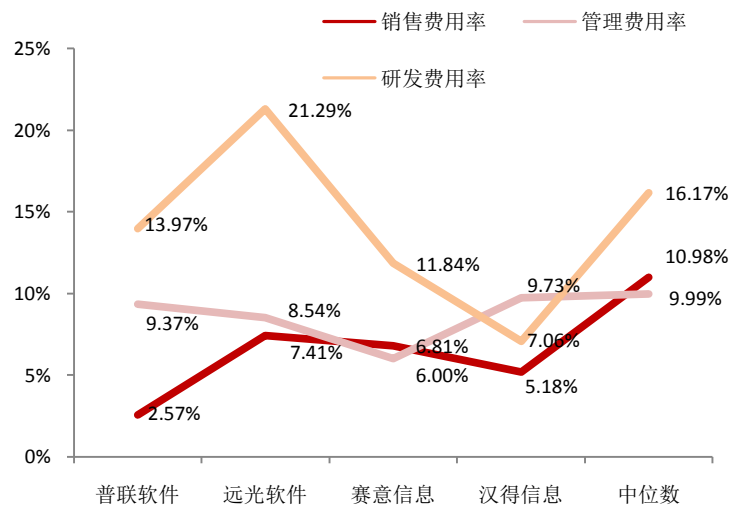
同期，研发费用率为 13.97%，与行业中位数水平 16.17%存在一定差距，我们认为，这与行业中各大企业之间业务类型不尽相同、所需投入研发力度有所差异，公司业务相较于一般软件企业更需要现场实施方面支持，加之公司的产品与方案可复用性相对较高有关。另一方面，从可比公司横向比较上看，公司的研发费用率则处于可比公司中较高水平，仅低于远光软件同期研发费率。

图 14：2020 年-2022 年公司主要管理能力指标趋势



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

图 15：2022 年公司主要管理能力指标行业横向比较



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

### 2.3.3. 产品可复用性增强，推动公司盈利能力提高

随着公司大型集团客户的不断拓展与 OSP 等开发平台的日臻完善，公司产品的可复用性得到有效提高，叠加产品结构的不断优化，公司销售毛利率近 3 年来保持稳步增长，2022 年达

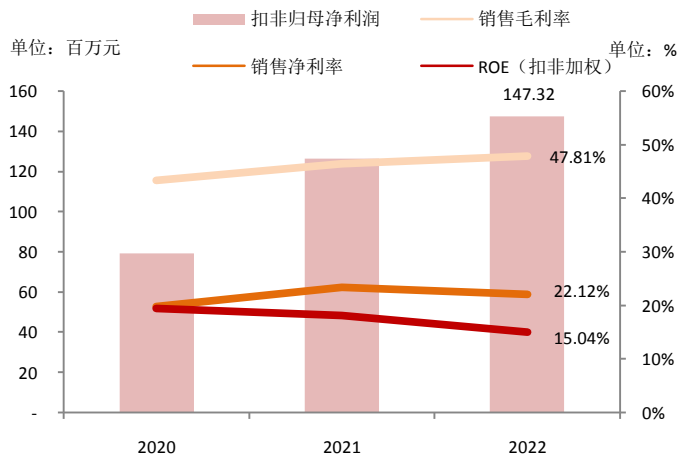
47.81%，同比提升 1.39pct。

2022 年，公司扣非归母净利润达 1.47 亿元，同比实现较高增长 16.58%。在销售净利率上，近 3 年期间内，整体保持着上升趋势，2022 年销售净利率为 22.12%，较 2020 年提升 2.36pct；而较 2021 年略有下降，主要是因前述期间费用有所增加所致。同期，公司 ROE（扣非加权）为 15.04%，同比有所下滑 3.11pct，一方面是受到销售净利率有所降低影响，另一方面则是公司整体资产周转有所下滑导致。

我们认为，在集团企业信创数字化转型大背景下，公司未来长期增长逻辑未改，有望带动公司毛利率进一步优化，带动公司盈利能力提升。

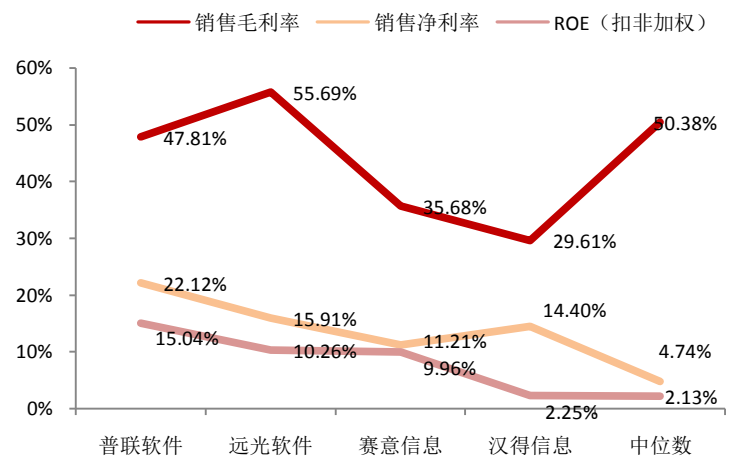
从行业横向比较上看，2022 年，公司除因行业各大企业间业务类型差异，毛利率略低于行业中位数外，公司销售净利率和 ROE 两大盈利能力指标均大幅优于行业中位数水平，也显著高于各大可比公司，其主要受益于前述公司业内优异的期间费用率表现。

图 16: 2020 年-2022 年公司主要盈利能力指标趋势



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

图 17: 2022 年公司主要盈利能力指标行业横向比较



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

## 2.4. 2023 年-2025 年，公司分业务板块盈利预测

我们认为，在国有大型集团企业信创数字化转型趋势下，公司已于多家央企建立长期稳定的合作关系，业务具有良好的持续性与稳定性；同时公司产品与方案具有较强的标杆示范效应，石油石化与建筑地产行业双轮驱动业务布局与金融保险等其他行业拓展有望进一步完善。我们按照公司主要行业板块，对 2023 年-2025 年公司业绩做出预测，主要关键假设如下：

(1) 石油石化行业：中石油已明确提出了“十四五”末初步建成“数字中国石油”，开创基



于用户、数据、创新驱动的新商业模式、新生产方式和新产业生态；中国石化也表示在“十四五”期间，将深入落实发展工业互联网、推进智能制造等国家战略部署要求，整体提升集团运营数字化、网络化、智能化水平。随着两家巨型企业的数字化转型进一步推进，以及在中国海油、国家管网业务的持续拓展，公司石油石化行业营收有望保持较高水平增长。我们预计，2023年-2025年，公司石油石化行业营收同比增速分别为36.80%、32.50%、25.50%。

随着石油石化行业客户的不断拓展，公司可复用技术的不断提升与复用工具平台的不断完善，将进一步提升产品可复用性，叠加开发平台持续优化所带来的开发效率提升，石油石化行业毛利率仍有望保持稳步提升。我们预计，2023年-2025年，该行业毛利率分别为48.35%、48.80%、49.20%。

**(2) 建筑地产行业：**在2023年建筑地产行业回暖趋势基本确立的情况下，客户前期延迟项目计划迎来重启的确定性增强，公司该部分业务有望迎来拐点。同时，考虑到公司央企战略客户中国建筑2021年已全面启动集团成立以来规模最大、投入最高的“中建136工程”信息化专项工作，未来公司建筑行业业务增量空间可观。

我们预计，2023年-2025年，公司石油石化行业营收同比增速分别为49.60%、41.60%、33.60%。该行业毛利率同样有望持续优化，预计同期毛利率分别为49.85%、50.65%、51.25%。

**(3) 金融行业：**公司为国内较早全面研究并掌握XBRL标准体系及关键技术的软件企业，相关产品已在各大监管机构和金融保险行业得到广泛应用，并建立起良好口碑。公司有望以XBRL应用业务为基础，进一步拓展金融行业业务范围。同时，金融行业也为我国数字化转型的领军行业，行业高景气度将有望助推公司该部分营收的持续高速增长。我们预计，2023年-2025年，公司金融行业营收同比增速分别为53.50%、42.80%、40.60%。

公司XBRL应用业务产品标准化程度较高，故规模化效应较强，有利于未来金融行业业务毛利率的进一步提高。我们预计，2023年-2025年，该行业毛利率分别为64.85%、65.45%、65.85%。

**(4) 其他行业：**2022年，公司斩获多家大型集团企业司库系统产品订单，未来有望以具有国际化服务优势、行业领先的司库业务为重要抓手，实现在煤炭电力、电子信息、交通运输等其他行业业务的有力拓展。我们预计，2023年-2025年，公司其他行业营收同比增速分别为19.1%、20.6%、22.3%，毛利率分别为37.0%、39.5%、41.7%。



表 2: 2023 年-2025 年公司分行业盈利预测

| 行业     | 项目   | 2022    | 2023E  | 2024E    | 2025E    |
|--------|------|---------|--------|----------|----------|
| 石油石化   | 营业收入 | 426.61  | 583.60 | 773.27   | 970.45   |
|        | YOY  | 42.29%  | 36.80% | 32.50%   | 25.50%   |
|        | 毛利率  | 47.54%  | 48.35% | 48.80%   | 49.20%   |
| 地产建筑   | 营业收入 | 134.67  | 201.47 | 285.28   | 381.13   |
|        | YOY  | -26.42% | 49.60% | 41.60%   | 33.60%   |
|        | 毛利率  | 48.18%  | 49.85% | 50.65%   | 51.25%   |
| 金融行业   | 营业收入 | 61.70   | 94.71  | 135.24   | 190.15   |
|        | YOY  | 60.42%  | 53.50% | 42.80%   | 40.60%   |
|        | 毛利率  | 63.35%  | 64.85% | 65.45%   | 65.85%   |
| 其他行业   | 营业收入 | 71.30   | 84.92  | 102.39   | 125.19   |
|        | YOY  | 17.6%   | 19.1%  | 20.6%    | 22.3%    |
|        | 毛利率  | 35.3%   | 37.0%  | 39.5%    | 41.7%    |
| 公司整体合计 | 营业收入 | 694.28  | 964.70 | 1,296.18 | 1,666.93 |
|        | YOY  | 19.3%   | 38.9%  | 34.4%    | 28.6%    |
|        | 毛利率  | 47.8%   | 49.3%  | 50.2%    | 51.0%    |

资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

## 2.5. 2023 年-2025 年, 公司整体业绩预测

参考公司过往三年的期间费用率趋势, 公司由业务模式与客户性质所带来的销售费用支出水平较低优势有望得到延续; 同时, 考虑到疫情管控全面放开后, 2023 年, 公司销售拓展力度预计将有所增强; 2024 年-2025 年, 销售费用率则预计将随着营收规模的增长有所降低。我们预测, 2023 年-2025 年, 公司销售费用率分别为 3.10%、2.68%、2.65%。

同期, 公司管理费用率预计将基本保持稳定, 预测分别为 8.50%、8.48%、8.48%。在研发费用支出方面, 公司 2022 年研发人员有较大规模扩张, 在预计公司营收保持较高增速、人员大幅扩张节奏后续或将放缓的情况下, 研发费用率在 2023 年预计出现高点后有望逐步下降。我们预测, 同期公司研发费用率分别为 14.25%、14.04%、13.85%。

基于以上假设, 进而我们测算得到 2023 年-2025 年公司归母净利润分别为 2.22、3.11、4.12 亿元, 同比增长分别为 40.1%、40.2%、32.2%; EPS 分别为 1.10、1.55、2.05 元/股 (公司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见报告正文末附表)。



### 3. 公司估值分析

#### 3.1. 相对估值：低于上市以来估值中枢，在行业中也处于较低估值水平

以 2023 年 5 月 17 日公司收盘价为基准（以下涉及公司收盘价参与计算的相关指标选用基准时点相同），根据前述公司整体业绩预测，我们测算得到 2023 年公司对应的 P/E、P/S、P/B 分别为 26.78、6.16、4.81。

表 3：2023 年-2025 年公司相对估值模型预测数

| 项目  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 37.53 | 26.78 | 19.10 | 14.44 |
| P/S | 8.56  | 6.16  | 4.59  | 3.57  |
| P/B | 5.50  | 4.81  | 4.09  | 3.41  |

资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

从时间维度上看，当前公司 PE (TTM) 相对估值水平为 39.24，估值水平低于公司上市以来的估值中枢 47.08，当前估值分位数为 27.27%。

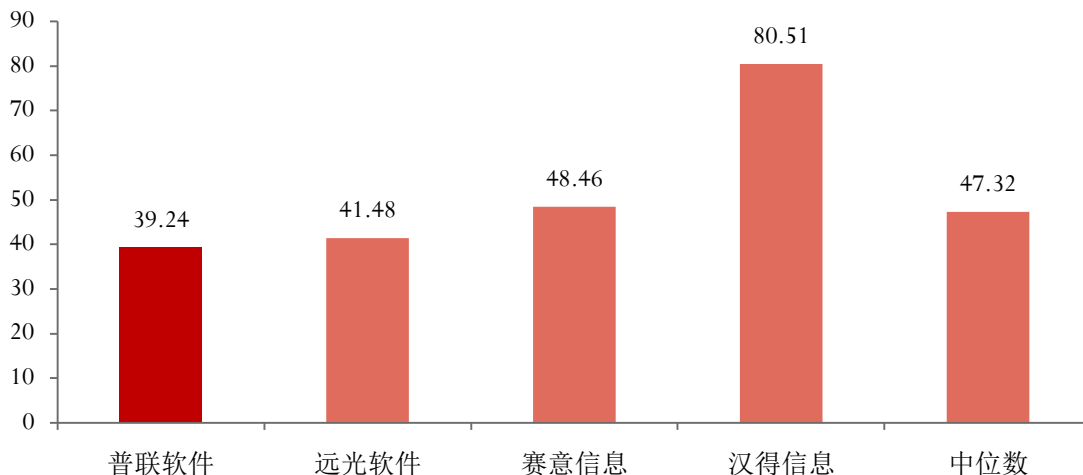
图 18：公司当前 P/E (TTM) 估值水平低于上市以来估值中枢



资料来源：Wind，华通证券国际研究部

与同时点可比公司 P/E (TTM) 横向比较，公司目前估值较低于行业中位数 47.32，在可比公司之中也处于最低水平，目前公司估值拥有一定的安全边际。

图 19: 公司当前 P/E (TTM) 估值水平低于行业中位数与各可比公司



资料来源: iFinD, 华通证券国际研究部

在申万二级软件开发行业中, 以 2023 年预测期对应行业 P/E 中位数 43.71 为基准, 同时考虑可比公司估值情况、公司业务开展情况与未来业绩预期, 我们给予公司 2023 年 35-38 倍 PE 估值, 结合对应 2023 年公司 EPS 预测数: 1.10 元/股, 从而得到公司合理股价区间为: 38.60 元至 41.91 元。

### 3.2. 绝对估值: DCF 模型估值分析

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值, 相关主要**关键假设**如下:

- (1). 无风险利率  $R_f$ : 以当前我国十年期国债收益率水平为基准, 预计为 2.73%;
- (2). 股权市场风险溢价: 以 2023 年 1 月 Damodaran 最新公布的中国权益市场风险溢价数据 7.16%为基准;
- (3). Beta: 通过上市以来历史数据表现回归测算公司个股 Beta 值为 1.0220;
- (4). 税后债务资本成本  $K_d$ : 以人民银行最新公布的 5 年期以上 LPR 为基准, 结合公司实际税率, 预计为 4.01%;
- (5). 永续增长率  $g$ : 预计为 4.35%;
- (6). 公司快速增长期假设为 2022-2031 年, 共分为两个阶段, 在维持 10 年之后进入永续增长阶段。





基于以上假设，我们测算得到公司 WACC 为 9.87%，对应预测各年 FCFF 后，进而得出公司整体估值为 84.38 亿元，对应每股内在价值为 41.92 元，该测算每股内在价值略高于前述 P/E 估值模型中我们给予的合理股价区间（38.60 元至 41.91 元）。

表 4：采用 DCF 估值模型，公司股权价值测算

| FCFF 估值            | 现金流折现值<br>(百万元) |
|--------------------|-----------------|
| 第一阶段 (2023E-2025E) | 492.66          |
| 第二阶段 (2026E-2032E) | 1,790.53        |
| 第三阶段 (终值)          | 5,866.04        |
| <b>企业价值 AEV</b>    | <b>8,149.23</b> |
| 加：非核心资产            | 336.79          |
| 减：带息债务 (账面价值)      | 15.48           |
| 减：少数股东权益           | 32.97           |
| <b>股权价值</b>        | <b>8,437.57</b> |
| 除：总股本 (百万股)        | 201.28          |
| <b>每股价值 (元)</b>    | <b>41.92</b>    |

资料来源：iFind，华通证券国际研究部

表 5：DCF 估值模型股价敏感性测试分析

| 敏感性测试  | 永续增长率 |       |              |       |       |
|--------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| WACC   | 3.35% | 3.85% | 4.35%        | 4.85% | 5.35% |
| 8.87%  | 44.91 | 48.22 | 52.27        | 57.31 | 63.80 |
| 9.37%  | 40.73 | 43.38 | 46.57        | 50.45 | 55.30 |
| 9.87%  | 37.21 | 39.37 | <b>41.92</b> | 44.98 | 48.71 |
| 10.37% | 34.21 | 35.99 | 38.06        | 40.51 | 43.45 |
| 10.87% | 31.62 | 33.10 | 34.81        | 36.81 | 39.17 |

资料来源：iFind，华通证券国际研究部



## 4. 公司未来六个月内投资建议

### 4.1. 公司股价催化剂分析

**国央企数字化转型与信创建设两大主线投资逻辑不改，未来相关行业利好政策有望持续出台。**近年来，我国新型基础设施建设日益完善，数字技术推动新业态与新模式不断涌现，我国数字经济发展迅速。为充分发挥数字经济的重要作用，我国也相继出台了一系列产业政策以推动数字经济和实体经济融合发展。作为推动经济发展的新引擎，未来数字经济相关产业政策有望持续出台，集团管理软件市场规模也有望迎来加速扩容。

同时，就目前信创落地情况来看，整体市场国产渗透率仍较低。根据零壹智库数据显示，2021年，2+8+N 所相关市场国产渗透率在 10% 左右。国资委 79 号文，对于国央企落实信息化系统的信创国产化改造制定了具体量化要求和推进明确时间表。目标在 2027 年前完成 2+8+N 的党政与八大重点行业 100% 国产替代，并要求从 2023 年起由各企业党组书记直接汇报进度，这标志着 2023 年信创产业将从关键领域突破迈入各行业全面建设的高速发展阶段。

在企业高质量发展内在需求与国家相关政策标准要求的双重驱动下，未来信创国产替代空间规模庞大。根据海比研究院预测，2025 年我国整体信创产业规模预计将达 2.34 万亿元，其中：在国央企信创排头兵市场与金融、交通、能源、教育、电信等信创重点行业发展潜力较大，其信创市场规模未来有望迎来强劲增长。公司作为国央企集团管控软件领军企业之一，有望在信创数字化转型浪潮中充分收益。

**公司高端信创 ERP 系统研发全面启动，未来在国产率较低的高端 ERP 市场有望取得突破。**在高端 ERP 软件细分市场，由于国内 ERP 厂商起步较晚，我国高端 ERP 软件的技术水平与产品性能仍有待提高，目前国外供应商占据了高端 ERP 软件市场主要份额。根据前瞻产业研究院数据显示，2021 年，我国高端 ERP 软件市场份额占比前两名均为欧美软件巨头——SAP 和 Oracle，其市占率分别为 33% 和 20%。

2022 年，公司以集团管控领域与建筑地产行业 ERP 软件产品为重点，已全面启动了信创 ERP 产品研发工作。截至 2022 年末，公司研发人员数量已达 1,339 人，同比增长 45.39%；研发人员数量占比超公司在职工总数的五成情况下，进一步提升 1.10pct，公司针对高端 ERP 系统的投入研发力度明显增强。2023 年，公司信创 ERP 产品预计年内将能完成财务核心模块的版本升级研发，部分客户 ERP 项目试点工作也有望于年内实现落地，公司在国产率较低的高端 ERP 市场有望迎来突破。



**建筑地产行业业务有望迎来拐点。**作为公司双轮驱动之一的建筑地产行业业务 2022 年由于受客户规划项目延迟影响，同比减少 26.42%，降幅较大。随着 2022 年下半年以来监管部门相关利好政策的密集出台与逐步落地，在 2023 年宏观环境持续改善，建筑地产行业回暖趋势基本确立的情况下，客户前期延迟项目计划迎来重启的预期增强，公司该部分业务有望迎来拐点。

**成为文心一言首批生态合作伙伴，大语言模型应用有望助力产品智能化提升。**2023 年 3 月，普联软件宣布成为百度大语言模型文心一言首批生态合作伙伴。未来，公司有望通过技术共享、培训赋能等方式，将国内自研大模型技术成果有效应用于公司共享服务等管理信息化领域，提升公司产品的智能化水平。

#### 4.2. 公司未来六个月内目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司 2023 年 35 倍 P/E 估值，对应未来六个月内的目标价为 38.60 元。

#### 5. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平，结合公司未来六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

#### 华通证券国际投资评级说明

| 投资评级 | 说明                           |
|------|------------------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上  |
| 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15% |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间   |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上   |

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生电子指数；美股基准为标普 500 指数。

#### 6. 风险提示

**客户信创数字化建设不及预期。**近年来，公司业务持续高速增长与集团客户信创数字化转型建设密切相关，如未来重要客户的信创数字化项目推进计划延缓，将对公司未来业绩产生较



大影响。

**地产建筑行业项目恢复不及预期。**2023 年建筑地产行业回暖趋势虽基本确立，但该部分客户延迟项目未来重启情况仍存在不及预期的可能性，如若发生，将对公司整体营收产生一定不利影响。

**信创 ERP 研发与业务拓展进度不及预期。**目前，我国高端 ERP 软件的技术水平与产品性能与国际领先产品仍有差距，2022 年，公司已全面启动了信创 ERP 产品研发工作，其前期研发投入规模预计较高，产品研发难度较一般管理软件系统更大，如未来信创 ERP 研发与业务拓展进度不及预期，将对公司盈利水平产生一定影响。



附表：财务报表预测与主要财务比率 (单位：百万元)

| 资产负债表            | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 372          | 357          | 437          | 504          | 606          |
| 应收票据及账款          | 242          | 383          | 471          | 633          | 814          |
| 预付账款             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他应收款            | 9            | 12           | 14           | 19           | 25           |
| 存货               | 43           | 73           | 84           | 111          | 141          |
| 其他流动资产           | 361          | 351          | 394          | 441          | 506          |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>1,025</b> | <b>1,177</b> | <b>1,401</b> | <b>1,709</b> | <b>2,092</b> |
| 长期股权投资           | 9            | 9            | 10           | 10           | 11           |
| 固定资产             | 18           | 100          | 101          | 102          | 103          |
| 在建工程             | -            | -            | -            | -            | -            |
| 无形资产             | 4            | 10           | 10           | 11           | 11           |
| 其他非流动资产          | 69           | 53           | 53           | 53           | 53           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>100</b>   | <b>183</b>   | <b>180</b>   | <b>177</b>   | <b>179</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,126</b> | <b>1,360</b> | <b>1,580</b> | <b>1,885</b> | <b>2,270</b> |
| 应付票据及账款          | 56           | 39           | 53           | 70           | 88           |
| 其他流动负债           | 132          | 191          | 252          | 330          | 416          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>188</b>   | <b>231</b>   | <b>305</b>   | <b>400</b>   | <b>504</b>   |
| 长期借款             | 10           | 15           | 12           | 9            | 7            |
| 其他非流动负债          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>10</b>    | <b>16</b>    | <b>12</b>    | <b>9</b>     | <b>7</b>     |
| <b>负债合计</b>      | <b>198</b>   | <b>247</b>   | <b>317</b>   | <b>409</b>   | <b>511</b>   |
| 股本               | 141          | 142          | 142          | 142          | 142          |
| 资本公积             | 411          | 450          | 450          | 450          | 450          |
| 留存收益             | 372          | 489          | 645          | 863          | 1,152        |
| 归属母公司权益          | 925          | 1,081        | 1,237        | 1,455        | 1,744        |
| 少数股东权益           | 3            | 33           | 27           | 21           | 15           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>928</b>   | <b>1,114</b> | <b>1,263</b> | <b>1,476</b> | <b>1,759</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>1,126</b> | <b>1,360</b> | <b>1,580</b> | <b>1,885</b> | <b>2,270</b> |

| 现金流量表           | 2021        | 2022       | 2023E      | 2024E      | 2025E       |
|-----------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| 税后经营利润          | 136         | 154        | 200        | 288        | 386         |
| 折旧与摊销           | 4           | 7          | 14         | 15         | 11          |
| 投资损失            | -11         | -3         | -5         | -5         | -5          |
| 营运资金变动          | 22          | -133       | -31        | -104       | -118        |
| 其他经营现金流         | 9           | 22         | 17         | 19         | 21          |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>161</b>  | <b>44</b>  | <b>195</b> | <b>212</b> | <b>294</b>  |
| 资本支出            | 38          | 33         | 255        | 242        | 245         |
| 其他投资现金流         | 7           | 6          | 30         | 42         | 38          |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-246</b> | <b>-62</b> | <b>-46</b> | <b>-51</b> | <b>-68</b>  |
| 短期借款            | -1          | -          | -          | -          | -           |
| 长期借款            | 10          | 5          | -3         | -3         | -3          |
| 其他筹资现金流         | -43         | -50        | -65        | -92        | -121        |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>371</b>  | <b>-6</b>  | <b>-69</b> | <b>-95</b> | <b>-124</b> |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>285</b>  | <b>-24</b> | <b>80</b>  | <b>67</b>  | <b>102</b>  |

| 利润表               | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E        | 2025E        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>582</b>  | <b>694</b>  | <b>965</b>  | <b>1,296</b> | <b>1,667</b> |
| 营业成本              | 312         | 362         | 489         | 645          | 817          |
| 税金及附加             | 4           | 4           | 6           | 9            | 11           |
| 销售费用              | 15          | 18          | 30          | 35           | 44           |
| 管理费用              | 47          | 65          | 82          | 110          | 141          |
| 研发费用              | 74          | 97          | 137         | 182          | 231          |
| 财务费用              | -1          | -3          | -1          | -1           | -2           |
| 资产减值损失            | -1          | -0          | -1          | -1           | -1           |
| 信用减值损失            | -3          | -3          | -5          | -7           | -9           |
| 投资收益              | 11          | 3           | 5           | 5            | 5            |
| 公允价值变动损益          | 2           | 2           | -           | -            | -            |
| 其他收益              | 8           | 10          | 12          | 14           | 16           |
| 营业利润              | 148         | 163         | 231         | 327          | 435          |
| 利润总额              | 148         | 163         | 231         | 327          | 435          |
| 所得税               | 12          | 9           | 15          | 22           | 29           |
| 净利润               | 136         | 154         | 216         | 306          | 406          |
| 少数股东损益            | -2          | -5          | -6          | -6           | -6           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>139</b>  | <b>158</b>  | <b>222</b>  | <b>311</b>   | <b>412</b>   |
| EBITDA            | 152         | 167         | 245         | 342          | 444          |
| NOPLAT            | 133         | 149         | 215         | 304          | 404          |
| <b>EPS (元)</b>    | <b>0.69</b> | <b>0.79</b> | <b>1.10</b> | <b>1.55</b>  | <b>2.05</b>  |

| 主要财务比率      | 2021  | 2022   | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b> |       |        |        |       |       |
| 营收增长率       | 37.9% | 19.3%  | 38.9%  | 34.4% | 28.6% |
| 营业利润增长率     | 66.1% | 9.7%   | 42.3%  | 41.5% | 32.8% |
| EBIT 增长率    | 65.6% | 8.5%   | 44.4%  | 41.4% | 32.8% |
| EBITDA 增长率  | 62.6% | 10.0%  | 46.9%  | 39.5% | 30.0% |
| 归母净利润增长率    | 66.2% | 14.3%  | 40.1%  | 40.2% | 32.2% |
| 经营现金流增长率    | 73.6% | -72.6% | 341.9% | 8.8%  | 38.7% |
| <b>盈利能力</b> |       |        |        |       |       |
| 毛利率         | 46.4% | 47.8%  | 49.3%  | 50.2% | 51.0% |
| 净利率         | 23.4% | 22.1%  | 22.4%  | 23.6% | 24.3% |
| 营业利润率       | 25.5% | 23.4%  | 24.0%  | 25.3% | 26.1% |
| ROE         | 15.0% | 14.7%  | 18.0%  | 21.4% | 23.6% |
| ROA         | 12.3% | 11.6%  | 14.0%  | 16.5% | 18.1% |
| ROIC        | 57.7% | 55.3%  | 42.6%  | 54.4% | 58.3% |
| <b>估值倍数</b> |       |        |        |       |       |
| P/E         | 42.91 | 37.53  | 26.78  | 19.10 | 14.44 |
| P/S         | 10.22 | 8.56   | 6.16   | 4.59  | 3.57  |
| P/B         | 6.43  | 5.50   | 4.81   | 4.09  | 3.41  |
| EV/EBIT     | 25.81 | 32.88  | 22.84  | 15.89 | 11.66 |
| EV/EBITDA   | 25.07 | 31.49  | 21.51  | 15.18 | 11.37 |
| EV/NOPLAT   | 28.51 | 35.17  | 24.48  | 17.03 | 12.50 |

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。