

背靠国家电网，云网一体化布局把握电网数字化转型

——国网信通（600131.SH）首次覆盖报告

要点

背靠国网，电网数字化转型赋能发展：公司前身是岷江水电，2019年启动重大资产重组，置出发配电业务相关资产，置入信息通信业务相关资产，拥有了中电飞华、继远软件、中电普华和中电启明星四家全资子公司，由集发配售电于一体的电力企业转型为信息服务商，并于2020年更名为国网信通。公司是能源行业领先的“云网融合”产业服务提供商，以“集成算力服务+能源数据服务”为基础，致力于提供能源行业多场景信息化融合服务。

云网一体化布局，公司盈利能力持续向好：2021年，公司在云网基础设施、企业数字化、电力数字化三大产品业务板块基础上，对各板块业务边界做了新的扩展与创新，实现电力数字产业一体化。在电力数字化服务上，公司牢牢瞄准电力体制改革，加速发力能源运营服务，围绕“源—网—荷—储”全链条，实现多样化的数字服务和场景创新。在业务一体化背景下，公司自业务转型后盈利能力持续向好，2019-2021年毛利率分别为18.54%、19.01%、19.04%。2022年前三季度为19.29%。

资产重组业务转型，旗下四家子公司分工齐协作：中电飞华以通信网络建设业务为核心，主要面向电网、发电集团、互联网企业主体，提供通信运营、系统集成、信息通信运维等服务。继远软件作为国家规划布局内重点软件企业，重视云网基础设施建设业务、企业运营支撑服务业务和企业运营可视化业务。中电普华则以打造国内一流的云网融合技术产品提供与服务商为目标，专注于覆盖云平台、ERP、电力营销、企业运营支撑等技术产品开发。中电启明星主要负责提供专业的数字企业基础设施平台和能源业务信息化支撑服务，以企业门户及身份安全、云平台组件、能源交易为三大主营业务。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司2022-2024年营收分别为76.14、83.78、92.19亿元，归母净利润分别为8.07、9.88、10.45亿元，对应EPS为0.67、0.82、0.87元，当前股价（17.01元，2023.02.03）对应PE分别为25、21、20倍。考虑到：1）公司23年估值21倍PE仍低于行业平均38倍PE估值；2）公司是国网旗下重要子公司，国网快速布局虚拟电厂及电力数字化保证公司订单充沛，夯实公司未来业绩稳定性；3）公司数字一体化布局愈发明确，通过四大全资子公司覆盖信息化全产业链，公司整体盈利能力逐步上升。首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

风险提示：电网数字化投资不及预期，技术创新和产品迭代不及预期，核心技术人才流失。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,011	7,466	7,614	8,378	9,219
营业收入增长率	-9.71%	6.49%	1.99%	10.04%	10.04%
净利润（百万元）	607	677	807	988	1,045
净利润增长率	24.62%	11.57%	19.18%	22.43%	5.77%
EPS（元）	0.51	0.57	0.67	0.82	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.08%	13.19%	14.07%	15.24%	14.45%
P/E	34	30	25	21	20
P/B	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-02-03

买入（首次）

当前价：17.01元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004
010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：王威

执业证书编号：S0930517030001
021-52523339

wangwei2016@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001
021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005
0755-23915357

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.03
总市值(亿元)	204.57
一年最低/最高(元)	10.45/20.09
近3月换手率	50.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.32	0.39	-2.01
绝对	2.72	10.10	-11.78

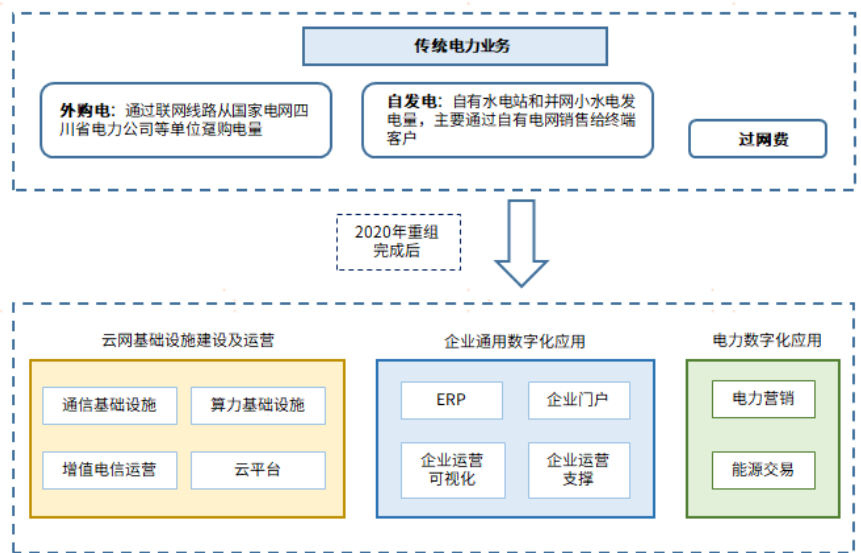
资料来源：Wind

1、聚焦信息化业务，一体化布局助推盈利能力持续边际向好

1.1、2019 年重组后，转型信息化业务

深耕电力二十载，巧借机遇速转型。国网信息通信股份有限公司前身为四川岷江水利电力股份有限公司（简称“岷江水电”）。岷江水电是 1993 年 12 月以定向募集方式设立的股份有限公司，后于 1998 年 4 月 2 日在上交所挂牌交易，是四川省阿坝藏族羌族自治州唯一的上市公司。二十多年来，公司不断深耕传统水电业务，集发输配售于一体，销售区域覆盖阿坝州汶川县、茂县以及都江堰部分区域。2019 年 1 月，公司正式启动与国网信产集团的资产重组，并于 2020 年正式更名。自此，公司以经济数字化转型与能源结构升级的国内外大环境为契机，转型主营业务为提供新型云网综合服务，并面向电网、发电、水气热等企业及公共事业领域和能源服务企业等市场主体，致力于打造“数字底座+能源应用”为核心定位的云网融合产业布局，努力构建云网基础设施、企业数字化、电力数字化三大业务板块。

图 1：公司业务介绍



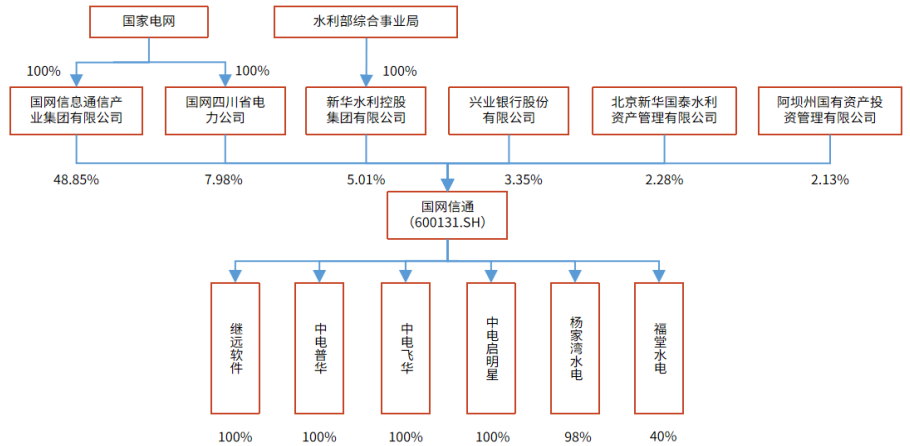
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理

1.2、背靠国家电网，四家全资子公司聚焦信息化业务

以资产重组为契机，借力国家电网。2019 年，公司通过重大资产置换，将原有的发电与配售电资产与国网信产集团所持的 100%的中电普华股权、100%的继远软件股权、75%的中电启明星股权、67.31%的中电飞华股权进行了置换。另外，公司还以发行股份的方式向加拿大威尔斯购买其持有的 25%的中电启明星股权，并向西藏龙坤、龙电集团分别购买了中电飞华 27.69%和 5%的股份。

公司的主要控股股东为国家电网有限公司。国家电网不仅是关系国家能源安全的特大型国有重点骨干企业，也是全球最大的公用事业企业，其下属的国网信息通信产业集团有限公司与国网四川省电力公司，分别持有国网信通股权的 48.85%、7.98%。因此，重组后公司不仅间接拥有了国家电网覆盖 26 个省的行业专网资源，更是掌握了云计算平台、能源交易平台等产品优势。截至 2022 年 Q3，公司拥有四家全资子公司以及杨家湾水电的 98%与福堂水电的 40%股权。

图 2：公司股权结构及参控股公司情况，截至 3Q2022



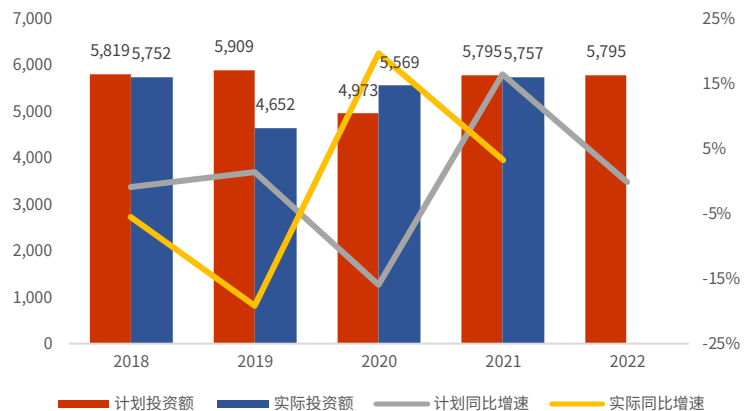
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

1.3、国家电网投资稳中有升，持续投资电网数字化、信息化领域

“十三五”以来，国家电网资本支出稳步发展。“十三五”期间，国家电网的电网投资共计 2.38 万亿元。根据国网公布，“十四五”期间，国家电网计划投入 3,500 亿美元（约合 2.23 万亿元），推进电网转型升级；其中研发投入 90 亿美元（约合 573 亿元），用于突破构建新型电力系统的关键核心技术。

国家电网投资平稳增长，2022 年计划投资额达到历史最高水平。国家电网投资主要可以拆分为特高压、配网及其他部分。2022 年国家电网发展总投入目标为 5,795 亿元，其中电网投资计划 5,012 亿元，达到历史最高水平。而在 2023 年国网将继续加大投资，其中电网投资将超过 5,200 亿元，再创历史新高，投资方向聚焦于抽水蓄能、特高压、电网数字化转型等重点建设领域。

图 3：2018-2022 年国家电网投资总额（亿元）



资料来源：国家电网社会责任报告，光大证券研究所

根据国家电网发布的《国家电网智能化规划总报告(修订稿)》，国网的智能化投资占比不断提高，增速稳中有升。根据国网前期规划，将智能化发展分为第一阶段（2009-2010）、第二阶段（2011-2015）、第三阶段（2016-2020）三阶段。其中，第二阶段较第一阶段智能化投资同比增长 413.2%，第三阶段平稳发展。通过测算，2009-2020 年智能化投资比重占总投资额比重为 11.1%；假设智能化投资比重占总投资额比重维持 11.1%，据此线性外推我们预测国家电网“十

“四五”（2021-2025 年）智能化投资为 2,482 亿元，较第三阶段（2016-2020 年）增长 41.8%。

表 1: 2009-2025 年国家电网智能化投资额及占总投资额比重 (亿元)

	第一阶段 (2009-2010)	第二阶段 (2011-2015)	第三阶段 (2016-2020)	前三阶段 (2009-2020)	预期 (2021-2025)
总投资额	5,510	15,000	14,000	34,510	22,300
智能化投资额	341	1,750	1,750	3,841	2,482
智能化投资占比	6.2%	11.7%	12.5%	11.1%	11.1%

资料来源:《国家电网智能化规划总报告(修订稿)》，光大证券研究所
备注：“十四五”总投资额为公司公开发布数据

电网数字化、信息化与电力生产链各环节及通信信息平台均紧密关联。根据国家电网规划，智能化投资于发电、输电等六大环节及通信信息平台。其中，用电、配电环节占智能化投资的比重最高。

表 2: 2009-2020 年国家电网各环节智能化投资额及占比 (亿元)

	第一阶段 (2009-2010)		第二阶段 (2011-2015)		第三阶段 (2016-2020)		合计 (2009-2020)	
	投资	比例	投资	比例	投资	比例	投资	比例
发电环节	6	1.9%	28	1.6%	25	1.5%	60	1.6%
输电环节	22	6.6%	91	5.2%	125	7.2%	239	6.2%
变电环节	17	5.0%	365	20.9%	366	20.9%	748	19.5%
配电环节	56	16.4%	380	21.7%	456	26.0%	892	23.2%
用电环节	101	29.5%	579	33.1%	505	28.9%	1,185	30.8%
调度环节	33	9.6%	62	3.5%	52	2.9%	147	3.8%
通信信息平台	106	30.9%	244	14.0%	221	12.6%	571	14.9%
合计	341	100%	1,750	100%	1,750	100%	3,841	100%

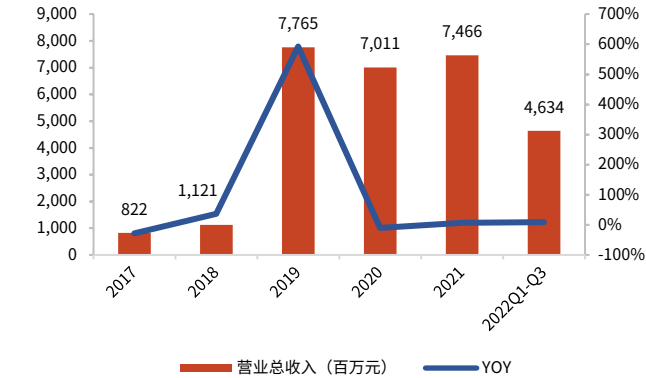
资料来源:《国家电网智能化规划总报告(修订稿)》，光大证券研究所

国家电网持续投资电网数字化、信息化领域，国网信通有望从中获益。国家电网从 2009 年起便开始规划电网智能化投资发展路径，近年来更是聚焦于电网数字化、信息化转型，并明确提出以电网数字化转型为重点投资方向。依托于国家电网的大力支持，国网信通作为国网控股的信息服务商有望在不断扩展业务布局的基础上，提升营收和盈利能力，进一步快速发展。

1.4、云网一体化布局，公司盈利能力不断提升

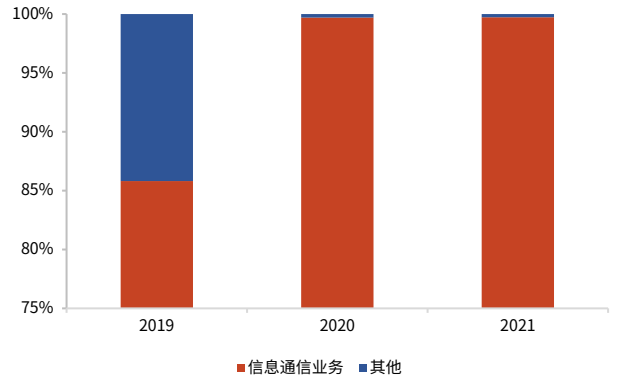
公司营收步伐平稳。公司 2019 年重组后，营收于 2020 年略有下行（主要系 2019 年营收包括公司已置出的原水电购售业务所致，剔除该因素，营收增幅为 4.66%）。公司营收在 2021 年为 74.66 亿元，同比增长 6.49%，回归上升区间。2022 年前三季度，公司实现营业收入 46.34 亿元，同比增长 8.53%。其中主营业务按行业可分为信息通信、电力行业，而信息通信是影响营收增长的最重要的因素。2021 年信息通信业务营收 74.46 亿元，占总营收的 99.73%，同比增长 6.52%，毛利率 19.07%，较上年增长 0.02 个百分点。

图 4: 2017-2022 年前三季度公司营业收入 (百万元; %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

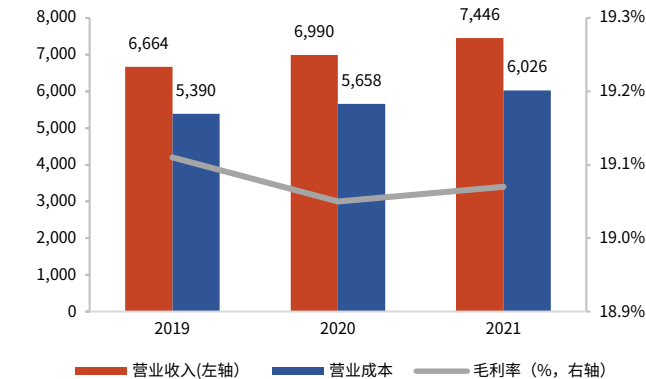
图 5: 2019-2021 年信息通信与其他业务占营收比重 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

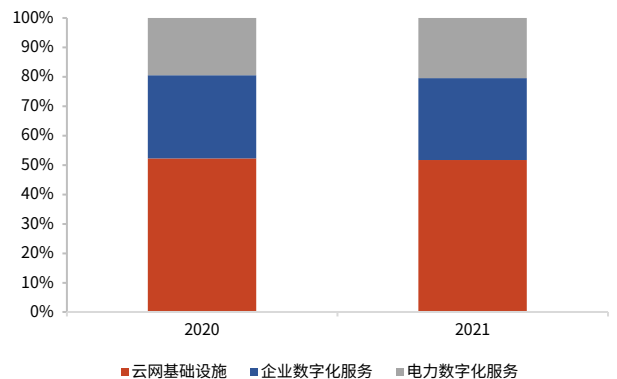
2020-2021 年公司大力拓展信息通信业务, 云网基础设施产品营收占比近半。从三大产品营收来看, 2021 年公司通过云网基础设施、数字化服务、电力数字化分别实现营收 38.47/20.79/15.20 亿元, 同比增加 5.32%/5.17%/11.71%, 对应各占信息通信业务总营收的 51.5%/27.9%/20.4%, 云网基础设施占比最高, 企业数字化服务次之, 近两年产品结构稳定。

图 6: 2019-2021 年信息通信业务盈利状况 (百万元; %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

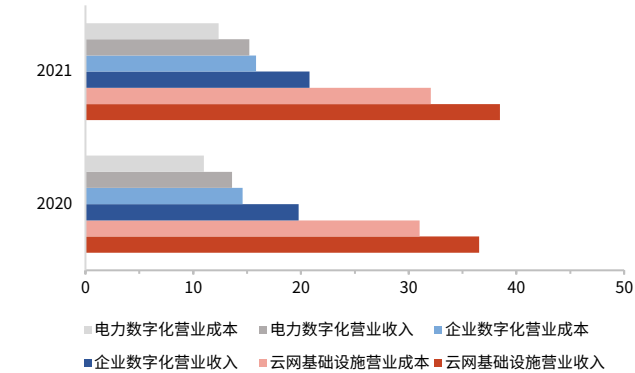
图 7: 2020-2021 年信息通信三大产品营收占比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

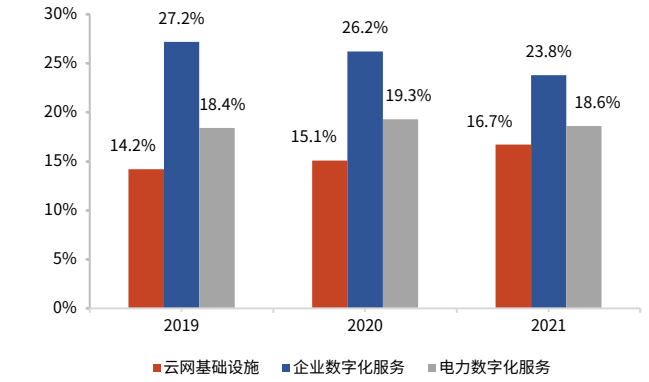
盈利能力分化, 云网基础设施产品毛利上行拉动整体毛利率。云网基础设施业务 2019-2021 年的毛利率分别为 14.2%/15.1%/16.7%, 企业数字化服务 2019-2021 年的毛利率分别为 27.2%/26.2%/23.8%, 电力数字化服务 2019-2021 年的毛利率分别为 18.4%/19.3%/18.6%。其中, 企业数字化板块盈利能力最强, 但其毛利率呈现下行趋势; 营收占比最高的云网基础设施盈利能力持续上行拉动公司整体毛利率。

图 8: 2020-2021 年信息通信业务分拆盈利状况 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 9: 2019-2021 年信息通信三大产品毛利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2021 年, 公司又在云网基础设施、企业数字化、电力数字化三大产品业务板块基础上, 对各板块业务边界做了新的扩展与创新, 实现电力数字产业一体化。在云网基础设施上, 公司旨在通过 5G 等新型通信技术为电网企业完善卫星及应急通信系统运维业务体系, 打造“云网融合、泛在互联”的新型数字基础设施, 同时推进北京、安徽等地数据中心建设, 建设面向全国 15 个省市的高效能传输网络。在企业数字化服务上, 公司除依托中台架构推动 ERP 服务外, 不断开展企业应用外延, 努力搭建可面向央企集团型的智慧财务共享平台建设, 并建设新一代 i 国网移动门户 (国家电网员工专属移动工作平台)。在电力数字化服务上, 公司牢牢瞄准电力体制改革, 加速发力能源运营服务, 围绕“源—网—荷—储”全链条, 实现多样化的数字服务和场景创新。

表 3: 信息通信业务三大产品介绍

产品	业务介绍
云网基础设施	为电力企业打造“云网融合、泛在互联”的新型数字基础设施, 建设满足能源互联网业务场景需求的信息通信网络, 赋能传统业务开辟发展新路径。
企业数字化服务	深化企业数字化服务体系设计, 从基础职能管理领域不断向专业细分领域渗透, 结合企业中台架构形成“中台+业务”的企业数字化业务创新。
电力数字化服务	紧抓新型电力系统建设契机, 稳步提升电网数字化转型业务基本盘, 瞄准电力体制改革新赛道, 加速发力能源运营服务。

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

1.5、子公司业务分工打通数字一体化软、硬件, 形成产业闭环

资产重组助力数字化转型, 旗下四家子公司分工齐协作。中电飞华以通信网络建设业务为核心, 凭借技术先进、安全稳定、覆盖范围广的高速互联网络平台 (FibrLINK), 主要面向电网、发电集团、互联网企业主体, 聚焦通信运营、系统集成、信息通信运维等服务。继远软件作为国家规划布局内重点软件企业, 拥有计算机集成一级等多项国家认可的高水平技术与资质, 聚焦云网基础设施建设业务、企业运营支撑服务业务和企业运营可视化业务。中电普华则以打造国内一流的云网融合技术产品提供与服务商为目标, 专注于覆盖云平台、ERP、电力营销、企业运营支撑等技术产品开发。中电启明星主要负责提供专业的数字企业基础设施平台和能源业务信息化支撑服务, 以企业门户及身份安全、云平台组件、能源交易为三大主营业务。

表 4： 四家全资子公司主要业务汇总

	产品	公司
上层	打造电力营销 2.0 系统	中电普华
	电网 ERP	中电普华
	在云应用方面，提供电力交易相关的软件产品	中电启明星
中层	云操作系统	中电普华
	云服务中心	中电普华
	分布式服务总线	中电普华
	在云平台方面，提供支撑云平台计算、存储、网络的虚拟资源池	中电启明星
底层	在云网基础设施方面，提供服务器、存储、网络设备等设施的安装调试及工程实施服务	继远软件
	在云网基础设施方面，提供通信网络建设服务	中电飞华

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10： 公司主要业务与子公司覆盖情况



资料来源：公司官网，光大证券研究所

2020 年至今，四家全资子公司已多次在数字化、信息化项目中中标。在 2022 年第四十五批采购（数字化项目第三次设备招标采购）及第四十六批采购（数字化项目第三次服务招标采购）项目中，中标金额达 3.87 亿元。

表 5： 四家全资子公司中标情况

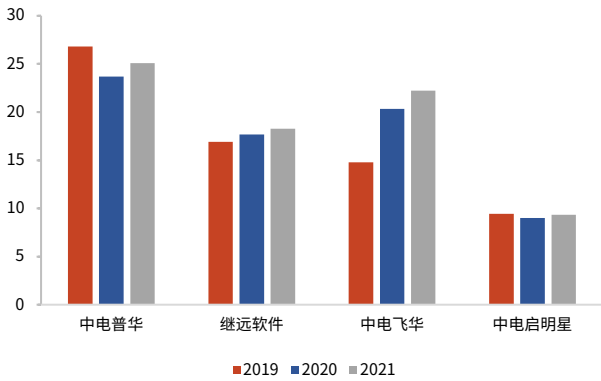
时间	涉及的子公司	中标项目	中标金额
2022 年 11 月 12 日	北京中电普华信息技术有限公司	数字化网络设备、数字化服务器等设备采购项目；业务中台、ERP 系统等服务采购项目	3.87 亿元
	安徽继远软件有限公司		
	四川中电启明星信息技术有限公司		
	北京中电飞华通信有限公司		
2022 年 6 月 24 日	北京中电飞华通信有限公司	国网上海电力数据中心（三期）智能运营管理平台建设	-
2020 年 9 月 30 日	北京中电普华信息技术有限公司	国家电网有限公司信息化项目 2020 年第三次服务招标采购和 2020 年第三次设备招标	4.9 亿元
	安徽继远软件有限公司		
	四川中电启明星信息技术有限公司		
	北京中电飞华通信有限公司		
2020 年 9 月 29 日	北京中电普华信息技术有限公司	信息化硬件设备、信息安全设备、硬件设备-扩容、视频会议系统等项目	1.02 亿元
	安徽继远软件有限公司		
	四川中电启明星信息技术有限公司		
	北京中电飞华通信有限公司		

2020年4月30日	北京中电普华信息技术有限公司	国网江苏省电力有限公司2019年营销系统2.0统一设计服务项目	3.26亿元
------------	----------------	---------------------------------	--------

资料来源：公司公告，光大证券研究所

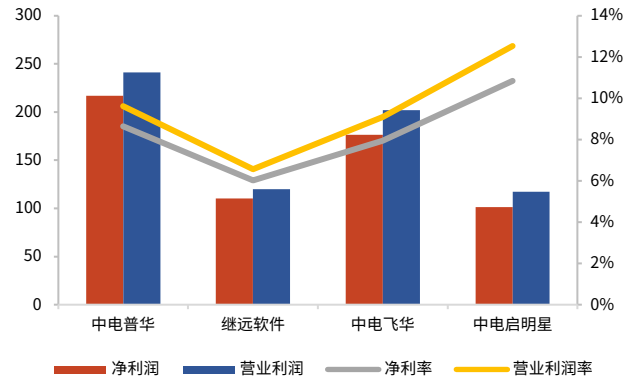
子公司业绩持续向好，项目订单充沛夯实公司未来业绩稳定性。中电普华、继远软件、中电飞华和中电启明星四家子公司2021年营收25.07/18.29/22.21/9.36亿元，对应净利润分别为2.17/1.10/1.76/1.01亿元。2019-2021年四家子公司中，中电普华的营收一直处在领先地位，而中电启明星的营收排名最后，其营收远低于中电普华营收的50%。在盈利方面，中电普华的营业利润、净利润在四家公司中遥遥领先。中电启明星的营业利润率、净利率最高，2021年其净利率达10.83%。

图 11：2019-2021 年四家子公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：2021 年四家子公司业绩（百万元；%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、子公司业务分层，云网融合全方面覆盖

2.1、中电普华：打造云网融合产品，建设专业电力营销平台

中电普华成立于2004年，经由中国电科院与国电信息中心等方合资设立，其以打造国内一流的云网融合技术产品提供商和服务商为目标，并通过发展云平台、电力营销、ERP、企业运营支撑服务四大业务来助力母公司。

表 6：中电普华业务介绍

业务板块	产品或服务	内容	应用案例
云平台业务	云操作系统	面向客户提供云平台产品和企业级云的整体解决方案	国家电网有限公司“国网云”建设项目
	云服务中心		
	分布式服务总线		
电力营销业务	互联网+电力营销业务	面向国家电网、南方电网、地方电网和市场化配售电公司等各类能源企业提供电力营销系统的定制化研发	营销业务管理应用
	“网上国网”综合服务平台		营销业务运营管控
	“网上国网”APP		营销移动作业管理
ERP 业务	拓展了财务机器人、业务凭据电子化、发票池等多款财务周边产品 形成大型集团企业的核心资源管理	围绕 ERP 系统为客户提供企业核心资源管理的咨询和实施服务	ERP 咨询

	和业财融合的全面解决方案		
企业运营支撑服务业务	远程运维平台	面向客户的通信网络、软件平台及应用提供运维咨询、系统优化、运行维护等服务	重庆市永川供电公司智慧配电房
	网络运维工具		
	数据分析工具		陕西高压电缆专业精益化管理综合平台
	自动化巡检工具		
	系统性能监测工具		

资料来源：公司公告，光大证券研究所

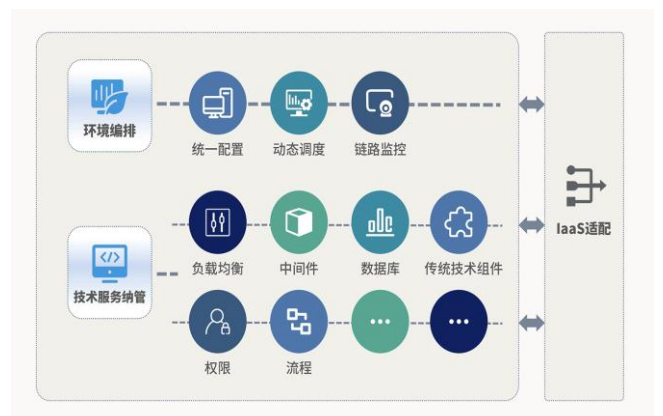
在四大业务中，云平台主要是为企业提供云平台系列产品：云操作系统、云服务中心和分布式服务总线。该业务目前通过在国网公司三地数据中心和 26 家省（市）公司的一体化“国网云”建设项目，已为北京数据中心，北京电力、冀北电力等 28 家单位建设云基础设施环境，累计共完成 293 套业务应用、2144 台虚拟机迁移上云任务。**电力营销业务**则侧重于运用互联网技术，搭建企业网上电力营销的平台，目前电力营销管理业务已覆盖国家电网公司及下属企业、湖南郴电国际发展股份有限公司等地方电网公司。在 **ERP** 方面，中电普华通过在国网公司总部、13 家省（市）公司和 23 家直属单位开展了 ERP 系统咨询和实施服务，支撑相关单位在人资管理、财务管理等五个专业条线的日常经营管理工作，实现了企业核心资源的全过程管理。

图 13：中电普华云操作系统



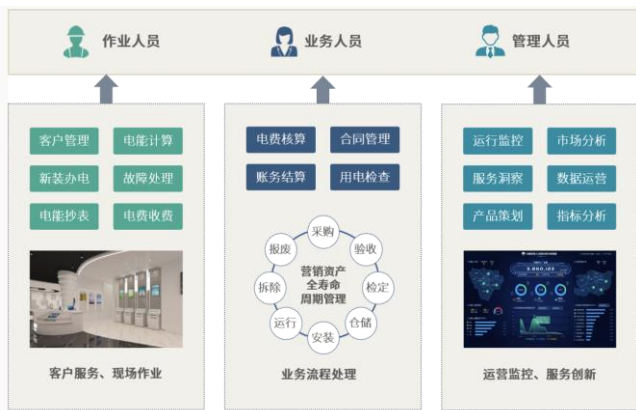
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 14：中电普华云服务中心



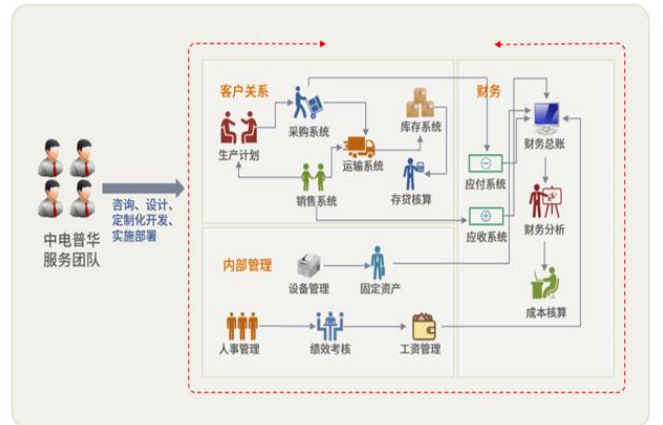
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 15：中电普华“互联网+电力营销平台”



资料来源：公司官网，光大证券研究所

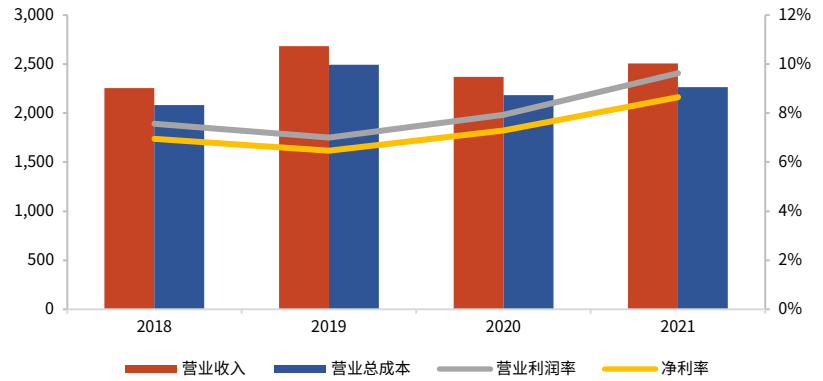
图 16：中电普华 ERP 系统



资料来源：公司官网，光大证券研究所

2018-2021年中电普华总营收分别为22.54/26.82/23.70/25.07亿元，同比增长19%/19%/-11.6%/5.8%。2018-2021年净利润分别为1.57/1.74/1.73/2.17亿元，其中2021年净利润同比增长25.6%，创近四年新高。2018-2021年净利率分别为7.0%/6.5%/7.3%/8.7%。2018-2021年中电普华营收和净利润CAGR分别为3.61%/11.41%。

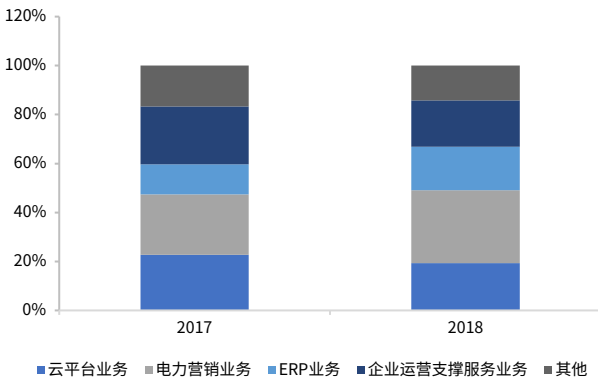
图 17: 2018-2021 年中电普华业绩 (百万元; %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

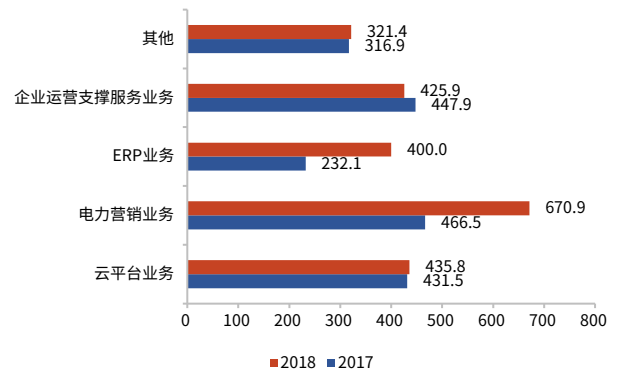
2018年在业绩方面,云平台、电力营销、ERP、企业运营四大业务在中电普华的总营收中分别占19.33%/29.77%/17.75%/18.9%,占比最大的是电力营销业务,达25%以上。其中2018年ERP业务和电力营销业务较其余业务营收规模扩大明显,较前一年分别同比增长72.33%/43.82%。

图 18: 2017-2018 年中电普华主要业务占营收比重 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 19: 2017-2018 年中电普华分拆业务营收 (百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

2.2、 继远软件：电网可视化运营商，国网信通重要的云网基础设施供应商

继远软件于2001年成立,目前已被国网信通全资收购。继远软件始终坚持“让信息化更简单”的使命,以“AI+”赋能业务产品研发,拥有计算机系统集成一级、信息安全服务、ITSS 运维能力成熟度二级、电力工程施工总承包三级等资质。继远软件业务主要涵盖云网基础设施建设业务、企业运营支撑服务业务和企业运营可视化业务三块。

表 7: 继远软件业务介绍

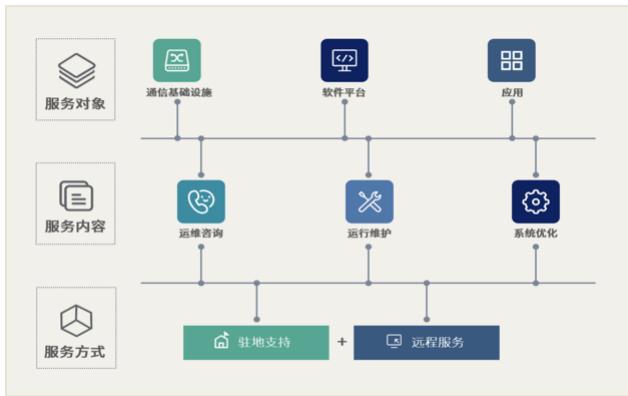
业务板块	产品或服务	内容	应用案例
云网基础设施建设	机房环境	满足行业用户数据存储及运算需求	5G 智能电网综合应用 输电线路地质灾害监测预警系统建设 安徽省电力公司现场作业安全管控平台 国网信通产业集团客户服务平台
	电气系统		
	空气调节系统		
	消防系统		
	安防监控系统		
	机柜及综合布线		
企业运营支撑服务	互联网+电力营销业务	面向国家电网、南方电网、地方电网和市场化配售电公司等各类能源企业提供电力营销系统的定制化研发	营销业务管理应用
	“网上国网”综合服务平台		营销业务运营管控
	“网上国网”APP		营销移动作业管理 “网上国网”综合服务平台
企业运营可视化	拓展了财务机器人、业务凭据电子化、发票池等多款财务周边产品	围绕 ERP 系统为客户提供企业核心资源管理的咨询和实施服务	ERP 咨询
	形成大型集团企业的核心资源管理和业财融合的全面解决方案		
	自动化巡检工具		
	系统性能监测工具		

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

云网基础设施建设是通过提供服务器、存储、网络设备的安装调试功能来满足行业用户的数据存储及运算需求。

企业运营可视化业务主要是将可视化技术应用于企业经营管理和生产运行管理, 重点面向能源行业基础建设、生产运行等安全管理要求, 融合视频分析、图像识别、深度学习等技术, 自主研发了全天候在线监测装置等产品, 为能源企业提供生产安全整体解决方案, 有关产品可广泛应用于建筑、交通、教育、司法等行业。

图 20: 继远软件企业运营支撑服务



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

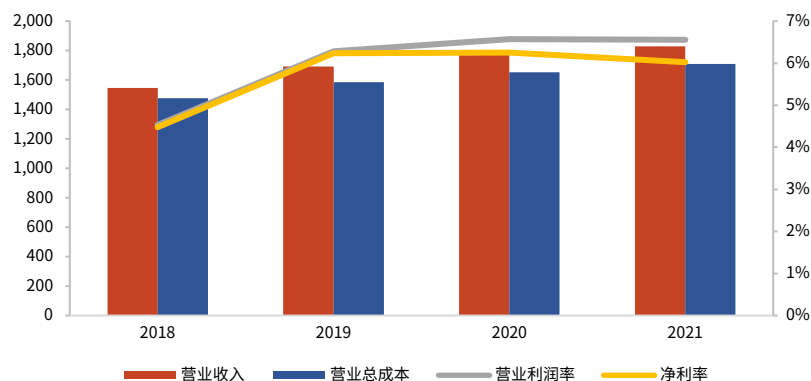
图 21: 国网安徽省电力有限公司蚌埠供电公司供电服务指挥中心全景可视化



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

2018-2021 年继远软件总营收分别为 15.46/16.91/17.69/18.29 亿元, 同比增长 6.4%/9.4%/4.6%/3.4%。继 2019 年重组后净利润增速突破 50% 以来, 2020、2021 年净利润分别为 1.11/1.10 亿元, 同比增长 4.9%/-0.4%, 增长受阻。2018-2021 年净利率分别为 4.5%/6.2%/6.3%/6.0%, 盈利稳定。2018-2021 年继远软件营收和净利润 CAGR 分别为 5.77%/16.71%。

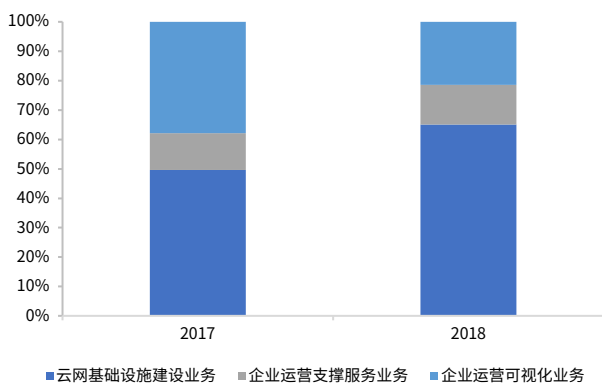
图 22：2018-2021 年继远软件业绩（百万元；%）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

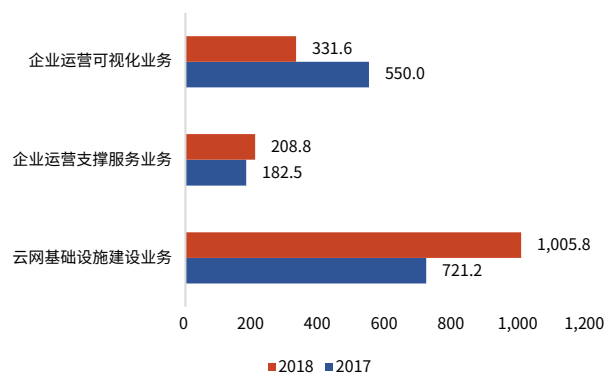
2017-2018 年云网基础设施建设、企业运营支撑服务、企业运营可视化业务在继远软件的总营收中分别占 49.61%/12.55%/37.84%和 65.05%/13.50%/21.45%。其中，营收占比最大的业务为云网基础设施建设，2017 年达到了接近半数，并且占比在 2018 年进一步扩大，较前一年提升 15.44pct，而企业运营可视化业务占比则缩减了 15pct 左右。

图 23：2017-2018 年继远软件主要业务占营收比重 (%)



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

图 24：2017-2018 年继远软件分拆业务营收（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

2.3、中电飞华：具备多项企业资质的云网基础设施运营服务提供商

中电飞华凭借先进的技术装备与覆盖范围广泛的高速互联网络平台（FibrLINK）以及全国增值电信业务经营许可证（ISP）、电信与信息服务业务经营许可证（ICP）、信息安全管理体系认证证书等多项企业资质，成为国内以通信业务为核心的头部云网基础设施运营服务提供商，并在北京、上海、天津、四川等地都设有分公司，业务范围覆盖全国。同时，中电飞华也是美国 OSI PI 数据库中国区最高级 EA 级代理，其中，PI 数据库已被广泛应用于电力 SIS、石油化工 MES、能源 EMS 等系统体系。中电飞华的主要业务包含通信网络建设、增值电信运营。

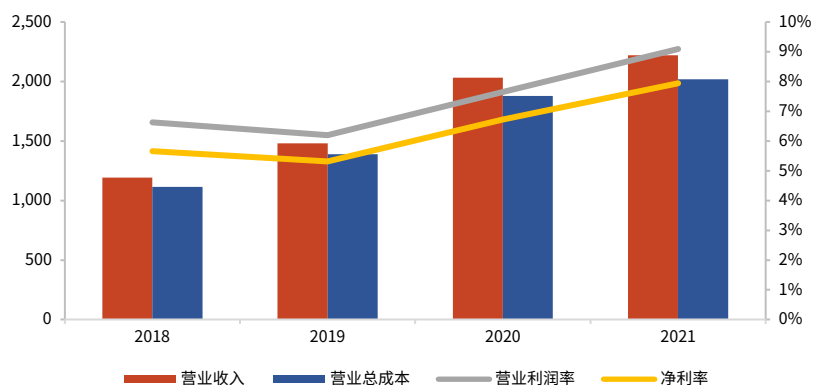
表 8: 中电飞华业务介绍

业务板块	内容	应用案例
增值电信运营业务	主要面向企业用户提供互联网接入服务、互联网虚拟专用网服务、互联网信息服务等	国家电力投资集团有限公司广域网链路项目
		互联网统一出口
		中国华电集团广域网项目
通信网络建设业务	针对客户的通信网络及有关设备设施建设需求, 提供通信网络整体方案的设计规划	浙江嘉兴电力无线专网建设项目
		青藏特高压通信保障系统建设项目
		国网北京灾备中心建设项目
		国网客户服务中心园区机房建设项目
		国网上海灾备中心二期工程项目
		国网信通产业集团北七家数据中心项目
		内蒙古电力公司信息通信机房建设项目
		国网四川省电力公司电力生产辅助配套用房大楼-信息机房及配套用房项目
宁算科技集团拉萨一体化项目-数据中心一期工程建设		

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

2018-2021 年中电飞华总营收分别为 11.93/14.80/20.34/22.21 亿元。自 2019 年重组后增速明显提升, 2018-2021 年营收同比增长-2.4%/24.1%/37.4%/9.2%。2018-2021 年净利润分别为 0.68/0.79/1.37/1.76 亿元, 同比增长 14.9%/16.5%/74.0%/28.9%, 增长迅速。2018-2021 年净利率分别为 5.7%/5.3%/6.7%/7.9%, 盈利潜力大。2018-2021 年中电飞华营收和净利润 CAGR 分别为 23.02%/37.74%。

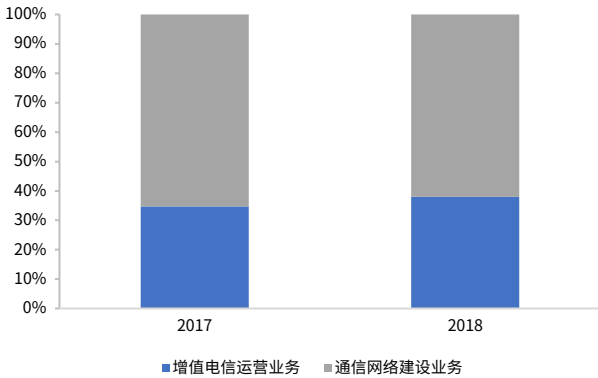
图 25: 2018-2021 年中电飞华业绩 (百万元; %)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

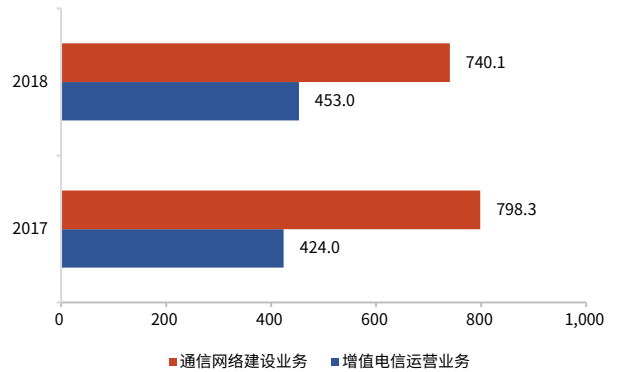
中电飞华的主营业务有增值电信运营业务、通信网络建设业务两块。2017-2018 年增值电信运营业务、通信网络建设业务在中电飞华总营收中分别占 34.68%/65.28%、37.97%/62.03%, 占比最大的通信网络建设业务达到了 60% 以上。

图 26: 2017-2018 年中电飞华主要业务占营收比重 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 27: 2017-2018 年中电飞华分拆业务营收 (百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

2.4、中电启明星：主营企业门户业务，最早研发并实施电力交易市场软件的企业之一

1999 年中电启明星于四川成都设立，在北京、广州等地设有研发和技术服务中心。中电启明星聚焦核心业务方向，利用专业的研发能力，已经形成“星云、星窗、星盾、星易、星链、星能”系列产品，并在国家电网、南方电网、中国广核集团、雅砻江集团、北京首都国际机场、中国海关总署等大型集团企业得到了广泛应用。目前中电启明星主要负责提供专业的数字企业基础设施平台服务和能源业务信息化支撑服务，深耕于云平台组件、企业门户及身份安全、能源交易三大业务方向。

表 9: 中电启明星业务介绍

业务板块	内容	应用案例
云平台组件业务	面向客户提供标准云平台组件产品的定制化服务	国家电网公司软硬件资源池建设
		云南能投集团云平台虚拟化及管理平台建设
		哈药集团“码上有”系统建设
企业门户业务	面向客户提供企业门户的定制化服务	国家电网公司企业门户设计开发实施项目
		海尔集团企业门户项目
		金关工程二期海关总署统一门户项目
能源交易业务	面向电力交易机构、用能终端销售电力交易服务系统及相关的硬件设备，也面向新型售电主体销售自主开发的“售电云平台”	智能竞价电力交易系统
		可再生能源电力消纳凭证交易系统
		源网荷储互动的市场化清洁能源消纳系统
		售电云平台
		基于区块链的售电业务撮合系统
		需求响应系统
智能楼宇系统		

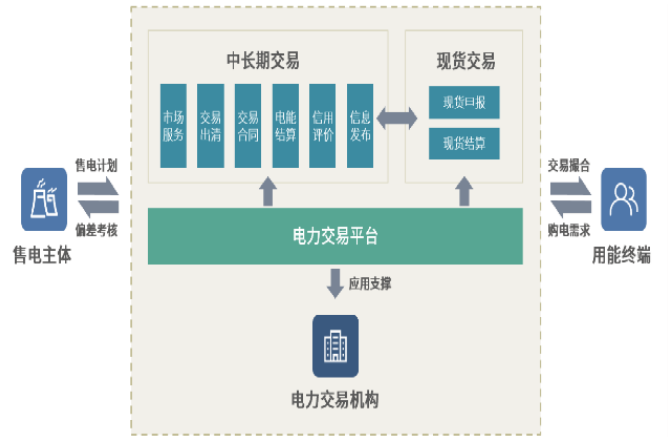
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 28：中电启明星云平台组件业务



资料来源：公司官网，光大证券研究所

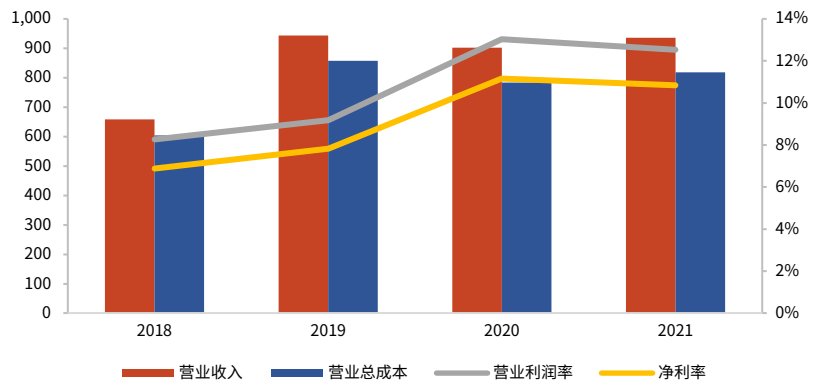
图 29：中电启明星能源交易业务



资料来源：公司官网，光大证券研究所

2018-2021 年中电启明星总营收分别为 6.58/9.44/9.02/9.36 亿元，同比增长 19.4%/43.4%/-4.5%/3.8%，营收增速在 2019 年资产重组后增长迅猛，随后逐渐放缓。2018-2021 年净利润分别为 0.45/0.74/1.01/1.01 亿元，同比增长 14.9%/62.9%/36.3%/0.8%，盈利状况良好。2018-2021 年净利率分别为 6.9%/7.8%/11.2%/10.8%。2018-2021 年中电启明星营收和净利润 CAGR 分别为 12.45%/30.83%。

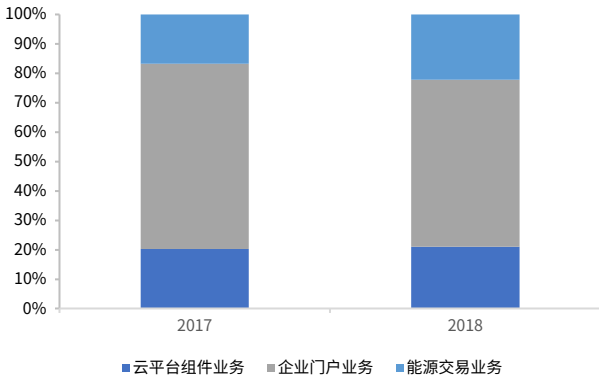
图 30：2018-2021 年中电启明星业绩 (百万元；%)



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

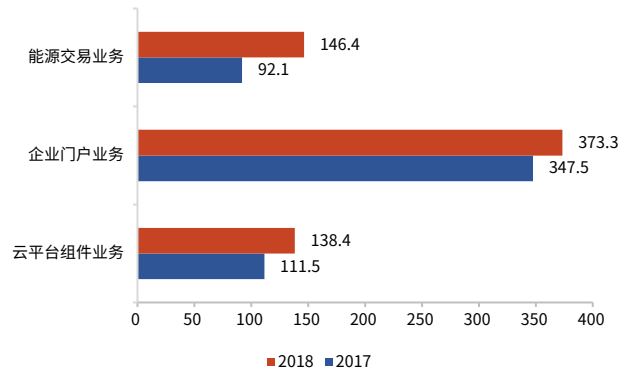
中电启明星主营业务涉及云平台组件业务、企业门户业务、能源交易业务三类。2017-2018 年云平台组件业务、企业门户业务、能源交易业务在中电启明星的总营收中分别占 20.22%/63.03%/16.70%和 21.03%/56.71%/22.24%，占比最大的企业门户业务达到了 50%以上。2018 年三大业务营收都有明显提升，同比增长 24%/7%/59%。

图 31: 2017-2018 年中电启明星主要业务占营收比重 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 32: 2017-2018 年中电启明星分拆业务营收 (百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

2.5、 小结: 子公司分工齐协作, 发展潜力巨大

中电普华致力于打造云网融合产品, 建设专业电力营销平台。中电普华专注于覆盖云平台、ERP、电力营销、企业运营支撑等技术产品开发助力母公司发展。在盈利方面, 中电普华的营业利润、净利润在四家公司中遥遥领先, 2018-2021 年净利润总体呈增长趋势, 并于 2021 年创近四年新高; 并且近两年净利率有所提升, 公司呈现上升的发展态势。

继远软件作为电网可视化运营商, 是国网信通重要的云网基础设施供应商。继远软件作为国家规划布局内重点软件企业, 重视云网基础设施建设业务、企业运营支撑服务业务和企业运营可视化业务。继远软件在 2019 年重组后净利润增速突破 50%, 但近两年增长放缓; 并且 2019-2021 年净利率保持在 6.0%左右, 盈利稳定。

中电飞华是具备多项企业资质的云网基础设施运营服务提供商,以通信网络建设业务为核心, 主要面向电网、发电集团、互联网企业主体, 提供通信运营、系统集成、信息通信运维等服务。中电飞华自 2019 年重组后营收和净利润增速明显提升, 同时净利率也有所提升, 盈利潜力大; 并且 2018-2021 年中电飞华营收和净利润 CAGR 分别为 23.02%/37.74%, 明显高于其他子公司, 发展潜力较大。

中电启明星主营企业门户业务, 是最早研发并实施电力交易市场软件的企业之一。中电启明星主要负责提供专业的数字企业基础设施平台和能源业务信息化支撑服务, 以企业门户及身份安全、云平台组件、能源交易为三大主营业务。中电启明星营收增速在 2019 年资产重组后迅速增长, 随后逐渐放缓, 且盈利状况良好。随着电力市场化交易建设, 公司有望进一步发展扩张。

3、盈利预测与估值

3.1、盈利预测

公司资产置换聚焦于信息通信业务，并通过四大全资子公司开展相关业务。参考公司发布的 2022 年业绩快报，我们通过对四大子公司盈利预测进而推算公司盈利水平。

营收预测

中电普华：中电普华聚焦中层平台及上层应用业务。2017-2021 年营收分别为 18.95/22.54/26.82/23.70/25.07 亿，同比-3.1%/19.0%/19.0%/-11.6%/5.8%。2022 年 11 月份，营销 2.0 系统在国网福建电力正式上线。2022 年营销 2.0 成型，进入产品推广阶段，2023 年及 2024 年产品进入规模复制阶段。参考前期增速情况以及公司 2022 年整体营收 2% 增速，我们预计中电普华 2022-2024 年营收同比增长 2%、10%、10%。

中电飞华：聚焦底层业务，是国网信通旗下主营业务涉及通信网络、大型工程建设等云网基础设施建设、增值电信运营两大领域的全资子公司。中电飞华有望乘虚拟电厂快速建设东风，业务快速发展。随着国网信通旗下子公司业务协同不断紧密，经常出现各子公司共同中标情况，我们预计主要以提供产业链里底层服务的网络设施及服务供应商的中电飞华 2022-2024 年营收同比增长 2%、10%、10%。

中电启明星：聚焦中层平台及上层应用业务。其立足能源行业，提供数字企业基础设施平台服务和专业电力系统支撑服务。电力交易系统逐步完善有望推动公司营收继续突破。子公司业务协同提速背景下，参考同样聚焦于云网一体化中层平台及上层运用的中电普华，我们预计中电启明星 2022-2024 年营收同比增长 2%、10%、10%。

继远软件：聚焦底层设施调试安装服务及上层企业可视化业务。随着电网数字化继续推进，公司业务营收有望协同提升。公司一体化布局趋势确定，参考聚焦下游中电飞华 2022-2024 年营收增速，我们预计继远软件 2022-2024 年营收同比增长 2%、10%、10%。

信息通信业务内部抵消：根据我们的推算，公司 2020-2021 年信息通信业务内部抵消分别为 0.84 亿、0.48 亿。我们假设 2022-2024 年信息通信业务内部抵消均为 0.5 亿元。

其他业务：公司 2019 年业务置换后，仍留存杨家湾水电机组。2020-2021 年营收分别为 0.21、0.20 亿元。我们假设 2022-2024 年其他业务营收均为 0.2 亿元。

综上，公司 2022-2024 年营收预计分别为 76.14、83.78、92.19 亿元。

表 10：公司营收分拆（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	70.11	74.66	76.14	83.78	92.19
YOY	-9.7%	6.5%	2.0%	10.0%	10.0%
信息通信	69.90	74.46	75.94	83.58	91.99
YOY	4.9%	6.5%	2.0%	10.1%	10.1%
-中电普华	23.70	25.07	25.57	28.13	30.94
YOY	-11.6%	5.8%	2.0%	10.0%	10.0%
-中电飞华	20.34	22.21	22.66	24.92	27.42
YOY	37.4%	9.2%	2.0%	10.0%	10.0%
-中电启明星	9.02	9.36	9.55	10.50	11.55

YOY	-4.5%	3.8%	2.0%	10.0%	10.0%
-继远软件	17.69	18.29	18.66	20.53	22.58
YOY	4.6%	3.4%	2.0%	10.0%	10.0%
-内部抵消	-0.84	-0.48	-0.50	-0.50	-0.50
其他	0.21	0.20	0.20	0.20	0.20

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

毛利润、营业利润预测

毛利率：公司云网一体化趋势确定，业务协同不断加深，我们预计公司毛利率未来有所提升。信息通信业务 2020-2021 年毛利率均为 19.0%，公司信息通信业务一体化趋势明显，我们预计 2022-2024 年毛利率有所提升分别为 21.4%、21.4%、21.5%；对应 2022-2024 年毛利润为 16.28、17.95、19.80 亿元，营业成本分别为 59.66、65.63、72.19 亿元。其他业务 2020-2021 年营业成本分别为 0.196、0.184 亿元，我们假设 2022-2024 年营业成本均为 0.185 亿元。综上，我们预计公司 2022-2024 年总毛利润分别为 16.29、17.97、19.81 亿元。

中电普华：2020-2021 年营业利润率分别为 7.9%及 9.6%。我们假设 2022-2024 年营业利润率均为 11.0%。

中电飞华：2020-2021 年营业利润率分别为 7.6%及 9.1%。我们假设 2022-2024 年营业利润率均为 10.0%。

中电启明星：2020-2021 年营业利润率分别为 13.0%及 12.5%。我们假设 2022-2024 年营业利润率均为 13.5%。

继远软件：2020-2021 年营业利润率均为 6.6%。我们假设 2022-2024 年营业利润率均为 8.0%。

净利润预测

我们认为公司聚焦电力数字一体化，逐渐形成从硬件到软件的协同优势，背靠国家电网优势，各子公司盈利能力边际向上。

中电普华：2020-2021 年净利率分别为 7.3%及 8.6%。我们假设 2022-2024 年净利率均为 10.0%。

中电飞华：2020-2021 年净利率分别为 6.7%及 7.9%。我们假设 2022-2024 年净利率均为 9.0%。

中电启明星：2020-2021 年净利率分别为 11.2%及 10.8%。我们假设 2022-2024 年净利率均为 12.0%。

继远软件：2020-2021 年净利率分别为 6.3%、6.0%。我们假设 2022-2024 年净利率均为 7.5%。

表 11：公司盈利分拆（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6.07	6.77	8.07	9.88	10.45
YOY	15.32%	11.57%	19.18%	22.43%	5.77%
信息通信	5.21	6.05	7.14	7.86	8.64
YOY	20.69%	16.15%	18.07%	10.00%	10.00%
-中电普华	1.73	2.17	2.56	2.81	3.09
YOY	-0.5%	25.6%	17.9%	10.0%	10.0%
-中电飞华	1.37	1.76	2.04	2.24	2.47
YOY	74.0%	28.9%	15.6%	10.0%	10.0%

-中电启明星	1.01	1.01	1.15	1.26	1.39
YOY	36.3%	0.8%	13.0%	10.0%	10.0%
-继远软件	1.11	1.10	1.40	1.54	1.69
YOY	4.9%	-0.4%	27.0%	10.0%	10.0%
总净利率	8.66%	9.07%	10.60%	11.79%	11.33%
信息通信	7.45%	8.12%	9.40%	9.40%	9.39%
-中电普华	7.3%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%
-中电飞华	6.7%	7.9%	9.0%	9.0%	9.0%
-中电启明星	11.2%	10.8%	12.0%	12.0%	12.0%
-继远软件	6.3%	6.0%	7.5%	7.5%	7.5%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 76.14、83.78、92.19 亿元，归母净利润分别为 8.07、9.88、10.45 亿元，对应 EPS 为 0.67、0.82、0.87 元，当前股价（17.01 元，2023.02.03）对应 PE 分别为 25、21、20 倍。考虑到：1) 公司 23 年估值 21 倍 PE 仍低于行业平均 38 倍 PE 估值；2) 公司是国网旗下重要子公司，国网快速布局虚拟电厂及电力数字化保证公司订单充沛，夯实公司未来业绩稳定性；3) 公司数字一体化布局愈发明晰，通过四大全资子公司覆盖信息化全产业链，公司整体盈利能力逐步上升。首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

表 12：可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)					PE (X)				CAGR -3/2021	PEG -2023	市值 (亿元)
	2023.02.03	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E					
远光软件	8.66	0.23	0.23	0.28	0.34	43	38	31	25	13.92%	2.22	137.48		
宝信软件	50.12	1.20	1.10	1.39	1.76	51	46	36	28	13.62%	2.65	846.43		
太极股份	41.98	0.64	0.74	0.91	1.13	43	57	46	37	20.86%	2.21	248.39		
平均值						46	47	38	30	16.13%	2.34			
国网信通	17.01	0.57	0.67	0.82	0.87	30	25	21	20	15.33%	1.35	204.57		

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

备注：除国网信通外上述企业 EPS 均为 wind 一致预期

表 13：可比公司业务介绍

公司名称	业务介绍	可比要点
远光软件	公司具备先进的云计算平台，创新融合物联网、移动互联、大数据、人工智能、区块链等新兴技术，精研软硬一体化整合应用技术，为能源、航空、高端装备、冶金冶炼、轨道交通等大型集团企业提供全面的行业解决方案和服务。	1.业务模式一致：软硬一体化布局。 2.电力领域相关业务：为国家电网、南方电网、以及部分发电集团，承建以 ERP 为核心的数字化转型项目。
宝信软件	历经多年发展,公司在推动信息化与工业化深度融合、支撑中国制造业发展方式转变、提升城市智能化水平等方面作出了突出的贡献，成为中国领先的工业软件行业应用解决方案和服务提供商。公司产品与服务业绩遍及钢铁、交通、医药、有色、化工、装备制造、金融、公共服务、水利水务等多个行业。	业务模式一致：以数据中心为载体，通过建立工业互联网平台 InPlat，逐渐向上层应用渗透。打通产业云计算各层业务。
太极股份	公司主营业务为面向党政、国防、公共安全、能源、交通等行业提供安全可靠信息系统建设和云计算、大数据等相关服务，涵盖信息基础设施、业务应用、云和大数据服务、网络信息安全等综合信息技术服务。	业务模式一致：公司业务从底层硬件到上层应用云网一体化布局。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4、风险分析

电网数字化投资不及预期:公司长期植根电力系统,收入主要依靠国电电网公司,且相关定制化、软件实施、系统运维等业务基态稳定,收入结构与渠道稳定。若国网数字化投资不及预期,公司业绩面临压力。

技术创新和产品迭代不及预期:公司从底层、中层、顶层为电力能源企业提供云网基础设施、能源交易平台等产品服务,若公司研发成果不及预期,则可能导致现有的客户流失、资金回笼不及预期,影响企业的现金流与口碑。

核心技术人才流失:公司属于技术密集型企业,对技术和管理人员的需求缺口巨大,若在人才竞争中不能持续吸收新的优秀人才加入、在行业竞争中不能留住现有的专业队伍,将对公司持续盈利造成影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,011	7,466	7,614	8,378	9,219
营业成本	5,678	6,045	5,985	6,581	7,238
折旧和摊销	134	149	158	189	209
税金及附加	17	19	46	42	46
销售费用	222	239	244	243	267
管理费用	323	325	331	352	387
研发费用	242	156	213	168	221
财务费用	12	4	-16	-14	-13
投资收益	102	94	70	85	85
营业利润	661	770	926	1,132	1,196
利润总额	663	770	917	1,123	1,187
所得税	56	93	110	135	142
净利润	607	677	807	988	1,045
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	607	677	807	988	1,045
EPS(元)	0.51	0.57	0.67	0.82	0.87

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	500	619	737	574	965
净利润	607	677	807	988	1,045
折旧摊销	134	149	158	189	209
净营运资金增加	-473	257	300	730	442
其他	233	-464	-529	-1,333	-731
投资活动产生现金流	-415	-377	-278	-120	-95
净资本支出	-331	-497	-165	-130	-130
长期投资变化	362	336	0	0	0
其他资产变化	-446	-216	-113	10	35
融资活动现金流	829	-248	-545	-114	-158
股本变化	88	0	7	0	0
债务净变化	-215	-80	-380	0	0
无息负债变化	445	-46	-703	648	817
净现金流	914	-7	-86	341	712

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	19.0%	19.0%	21.4%	21.4%	21.5%
EBITDA 率	10.4%	11.8%	13.2%	14.8%	14.5%
EBIT 率	8.2%	9.6%	11.2%	12.6%	12.2%
税前净利润率	9.5%	10.3%	12.0%	13.4%	12.9%
归母净利润率	8.7%	9.1%	10.6%	11.8%	11.3%
ROA	5.5%	5.9%	7.4%	8.0%	7.5%
ROE (摊薄)	13.1%	13.2%	14.1%	15.2%	14.5%
经营性 ROIC	13.6%	13.9%	14.9%	16.5%	16.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	55%	47%	47%	48%
流动比率	1.45	1.49	1.67	1.75	1.81
速动比率	1.42	1.45	1.62	1.71	1.77
归母权益/有息债务	8.29	10.69	57.36	64.81	72.30
有形资产/有息债务	18.76	22.40	101.55	114.67	129.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	11,029	11,395	10,916	12,309	13,875
货币资金	2,574	2,431	2,345	2,686	3,397
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	5,470	5,325	4,948	5,637	6,202
应收票据	0	137	114	168	184
其他应收款 (合计)	58	45	40	67	74
存货	201	243	237	261	287
其他流动资产	220	359	396	626	878
流动资产合计	9,278	9,191	8,601	9,975	11,567
其他权益工具	23	23	23	23	23
长期股权投资	362	336	336	336	336
固定资产	266	424	614	633	564
在建工程	574	608	315	168	94
无形资产	223	318	399	477	551
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	52	52	52
非流动资产合计	1,751	2,204	2,315	2,335	2,308
总负债	6,388	6,263	5,180	5,827	6,644
短期借款	460	400	0	0	0
应付账款	4,264	4,479	4,548	4,936	5,428
应付票据	1,082	707	60	66	72
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	11	109	139	292	460
流动负债合计	6,388	6,178	5,153	5,686	6,377
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	3	25	139	266
非流动负债合计	0	84	27	141	268
股东权益	4,641	5,132	5,736	6,482	7,231
股本	1,195	1,195	1,203	1,203	1,203
公积金	1,640	1,663	1,737	1,836	1,940
未分配利润	1,804	2,273	2,796	3,443	4,087
归属母公司权益	4,640	5,132	5,736	6,481	7,230
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.17%	3.20%	3.20%	2.90%	2.90%
管理费用率	4.60%	4.35%	4.35%	4.20%	4.20%
财务费用率	0.18%	0.05%	-0.21%	-0.16%	-0.14%
研发费用率	3.45%	2.09%	2.80%	2.00%	2.40%
所得税率	8%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.16	0.17	0.20	0.25	0.26
每股经营现金流	0.42	0.52	0.61	0.48	0.80
每股净资产	3.88	4.29	4.77	5.39	6.01
每股销售收入	5.87	6.25	6.33	6.97	7.67

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	34	30	25	21	20
PB	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	28.2	23.4	20.0	16.1	14.7
股息率	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE