

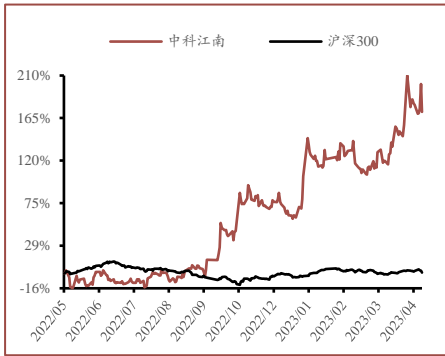
业绩高速增长，以财政为基新增动力十足

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-21
收盘价(元)	142.36
流通股本(亿股)	0.44
每股净资产(元)	14.42
总股本(亿股)	1.94

最近 12 月市场表现


分析师 杨焱

 SAC 证书编号: S0160522050001
 yangye01@ctsec.com

分析师 罗云扬

 SAC 证书编号: S0160522050002
 luoyy@ctsec.com

相关报告

1. 《高稀缺的智慧财政领军》 2023-04-13

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布一季报, 实现营业收入 11.0 亿元, 同比增长 43.1%, 实现归母净利润 1221 万元, 去年同期为亏损 115 万元, 实现扣非净利润 916 万元, 去年同期为亏损 320 万元, 业绩符合预期。
- ❖ **盈利能力显著提升:** 2023 年一季度, 公司销售费率与管理费率分别为 14.09% 和 7.41% 同比下降 6.24pct 和 1.48pct, 毛利率为 59.91%, 同比提升 5.05%。我们认为, 公司在收入高速增长的同时实现大幅降本, 主要得益于公司处在高景气行业, 传统“金财工程”难以满足现代财政发展需求, 乘数字政府建设东风, 依托预算管理一体化系统建设、国产化软硬件适配、智能化财政数据应用, 财政数字化开创新蓝海。其中, 预算管理一体化市场规模约 33 亿元, 呈三足鼎立格局, 公司覆盖省份最多; 预算单位财务服务平台市场规模约 32 亿元; 支付电子化业务释放 19 亿元市场规模, 公司独占鳌头。公司在高景气赛道中的卡位优势显著, 有望以标杆项目为起点, 辐射全国, 未来有望持续保持高速增长。
- ❖ **以财政数字化为基础, 行业扩维、数币赋能轮番驱动增长:** 公司拥有多位懂财政 Know-how 的复合型专家, 在支付电子化和预算管理一体化具有技术优势, 覆盖 99% 省市县财政客户具有推广先发优势, 构筑高竞争壁垒。短期看, 一体化系统加速向市县乡级财政推广驱动业绩增长; 中长期看, 行业电子化产品持续向医保、会计、产权保护等多行业扩维, 数字人民币赋能国库集中支付开辟新机, 将轮番驱动增长。
- ❖ **投资建议:** 公司所处财政数字化行业受益数字政府建设东风, 带来近百亿市场空间, 公司精准卡位, 高竞争壁垒加持, 一体化加速、行业扩维、数币赋能轮番驱动增长。我们预计公司 2023-2025 年收入为 12.2/15.5/18.8 亿元, 归母净利润为 2.95/3.8/5.2 亿元, PE 为 52/40/30 倍, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 技术研发不及预期, 信创推进延缓, 疫情以及宏观经济承压风险。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	738	913	1219	1550	1880
收入增长率(%)	25.72	23.66	33.53	27.19	21.27
归母净利润(百万元)	156	259	295	380	520
净利润增长率(%)	25.20	65.68	14.19	28.60	36.90
EPS(元/股)	1.93	2.67	2.73	3.52	4.81
PE	0.00	39.87	52.07	40.49	29.58
ROE(%)	28.11	16.73	16.85	18.82	20.48
PB	0.00	7.44	8.78	7.62	6.06

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	738.20	912.85	1218.90	1550.28	1879.97	成长性					
减:营业成本	334.37	379.37	498.30	627.70	751.05	营业收入增长率	25.7%	23.7%	33.5%	27.2%	21.3%
营业税费	5.50	5.05	10.36	13.18	15.98	营业利润增长率	22.5%	68.8%	12.0%	28.6%	36.9%
销售费用	83.46	88.32	97.51	124.02	150.40	净利润增长率	25.2%	65.7%	14.2%	28.6%	36.9%
管理费用	39.86	38.41	125.90	164.81	143.57	EBITDA 增长率	28.4%	58.9%	23.3%	22.7%	35.8%
研发费用	130.56	162.24	207.21	263.55	319.59	EBIT 增长率	25.0%	59.7%	26.1%	22.8%	35.9%
财务费用	-8.64	-17.11	-26.16	-31.73	-37.62	NOPLAT 增长率	27.1%	57.1%	28.2%	22.8%	35.9%
资产减值损失	-3.81	-2.88	-5.00	-5.00	-5.00	投资资本增长率	41.6%	173.4%	14.6%	16.1%	26.1%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	38.9%	177.5%	13.4%	15.2%	25.7%
投资和汇兑收益	1.47	14.51	2.44	3.26	3.76	利润率					
营业利润	168.88	285.12	319.25	410.47	561.84	毛利率	54.7%	58.4%	59.1%	59.5%	60.1%
加:营业外净收支	-0.31	0.65	-0.31	-0.31	-0.31	营业利润率	22.9%	31.2%	26.2%	26.5%	29.9%
利润总额	168.57	285.77	318.94	410.16	561.53	净利润率	21.2%	28.6%	24.3%	24.6%	27.8%
减:所得税	11.80	24.31	22.33	28.71	39.31	EBITDA/营业收入	22.2%	28.5%	26.3%	25.4%	28.4%
净利润	156.05	258.55	295.25	379.69	519.82	EBIT/营业收入	21.5%	27.8%	26.2%	25.3%	28.4%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	579.66	1373.82	1752.39	2146.55	2820.94	固定资产周转天数	1	1	1	1	1
交易性金融资产	0.00	185.00	185.00	185.00	185.00	流动营业资本周转天数	-25	59	-1	-26	-47
应收账款	162.67	179.47	265.37	297.67	396.94	流动资产周转天数	580	876	792	735	755
应收票据	0.00	0.00	10.00	3.97	12.46	应收帐款周转天数	75	67	67	67	67
预付帐款	36.75	30.25	30.40	34.05	42.43	存货周转天数	41	41	25	26	26
存货	33.77	53.69	10.63	69.02	29.61	总资产周转天数	530	678	725	678	678
其他流动资产	346.58	357.79	357.79	357.79	357.79	投资资本周转天数	282	624	536	489	508
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	28.1%	16.7%	16.9%	18.8%	20.5%
长期股权投资	6.03	3.52	3.52	3.52	3.52	ROA	12.9%	11.6%	11.0%	12.0%	13.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	25.9%	14.9%	16.6%	17.6%	18.9%
固定资产	2.32	2.89	3.59	4.26	4.89	费用率					
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	11.3%	9.7%	8.0%	8.0%	8.0%
无形资产	0.42	1.11	1.11	1.11	1.11	管理费用率	5.4%	4.2%	10.3%	10.6%	7.6%
其他非流动资产	0.00	0.92	0.92	0.92	0.92	财务费用率	-1.2%	-1.9%	-2.1%	-2.0%	-2.0%
资产总额	1210.19	2226.34	2680.27	3157.80	3927.45	三费/营业收入	15.5%	12.0%	16.2%	16.6%	13.6%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	132.77	148.30	220.88	244.17	312.27	资产负债率	53.7%	30.2%	34.3%	35.7%	35.0%
应付票据	0.00	0.00	0.03	0.00	0.04	权益权益比	116.1%	43.3%	52.1%	55.6%	53.9%
其他流动负债	30.14	29.83	29.83	29.83	29.83	流动比率	1.82	3.27	2.95	2.87	2.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.18	2.61	2.50	2.44	2.63
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	271.00	751.53	243.09	118.40	100.37
负债总额	650.31	672.73	918.63	1128.62	1376.05	分红指标					
少数股东权益	4.82	8.20	9.57	11.32	13.73	DPS(元)	0.00	2.00	1.00	1.00	1.00
股本	81.00	108.00	194.40	194.40	194.40	分红比率					
留存收益	444.13	594.68	801.35	1067.14	1586.95	股息收益率		1.9%	0.7%	0.7%	0.7%
股东权益	559.88	1553.61	1761.65	2029.19	2551.40	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.93	2.67	2.73	3.52	4.81
净利润	156.05	258.55	295.25	379.69	519.82	BVPS(元)	6.85	14.31	16.22	18.68	23.50
加:折旧和摊销	5.01	6.77	1.30	1.33	1.37	PE(X)	0.0	39.9	52.1	40.5	29.6
资产减值准备	4.26	4.70	17.00	11.00	9.00	PB(X)	0.0	7.4	8.8	7.6	6.1
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.59	-8.97	1.31	3.31	5.31	P/S	0.0	12.6	22.7	17.9	14.7
投资收益	-1.47	-14.51	-2.44	-3.26	-3.76	EV/EBITDA	-3.5	38.9	42.5	33.7	23.6
少数股东损益	0.72	2.91	1.36	1.75	2.40	CAGR(%)					
营运资金的变动	48.86	-21.39	134.24	96.28	123.81	PEG	0.0	0.6	3.7	1.4	0.8
经营活动产生现金流量	214.34	225.41	448.34	490.43	658.26	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-324.48	-162.90	0.13	0.95	1.45	REP					
融资活动产生现金流量	-4.34	727.47	-69.89	-97.22	14.69						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。