

00861.HK 神州控股

港股

买入 (首次)

乘数字经济之风，大数据产品业务扬帆起航

2022年5月28日

市场数据

日期	22-05-27
收盘价 (港元)	3.70
总股本 (百万股)	1674
流通股本 (百万股)	1674
总市值 (亿港元)	62
流通市值 (亿港元)	62
净资产 (亿港元)	149
总资产 (亿港元)	296
每股净资产 (港元)	9.7

数据来源: Wind

相关报告

《神州控股中报点评: 业务转型改善盈利, 大数据业务迎来机遇》-20210913

《神州控股: DaaS 赋能, 数字基建践行者》-20210424

海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S0190519080002

联系人:

周路昀

zhouluyun@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万港元)	20,539	23,376	26,833	30,898
同比增长	3.6%	13.8%	14.8%	15.2%
毛利润 (百万港元)	3,765	4,301	4,937	5,716
归母净利润 (百万港元)	712	1,209	1,443	1,719
归母净利率	3.5%	5.2%	5.4%	5.6%
基本每股盈利 (港元)	0.46	0.79	0.94	1.12

数据来源: 公司财报、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **技术领先的大数据公司，业务再聚焦。**神州数码控股有限公司是国内一家技术领先的大数据公司，运用先进的时空大数据和人工智能技术为政企客户提供大数据软件产品及解决方案。神州控股旗下子公司神州信息、神州数码分别在 2013 年、2016 年于 A 股独立上市。2021 年公司实现营业收入 205.4 亿港元 (YoY+3.6%)，归母净利润 7.12 亿港元 (YoY+16.1%)，归母净利率为 3.5%，同比+0.4pct。
- **传统及软件运营业务为基，大数据产品及方案为重要驱动。**目前公司业务分为三个板块：大数据产品及方案、软件及运营服务和传统服务。1) **传统服务业务**主要为客户提供一体化电商供应链服务和聚焦信创全栈能力的系统集成方案。由于对低毛利业务进行战略性收缩，2021 年电商供应链服务收入同比下降 26.4%至 36.3 亿港元，而系统集成等业务收入稳健增长至 81.6 亿港元 (YoY+12.8%)。2) **软件及运营服务业务**包括一站式、端到端的供应链运营服务和软件开发及技术服务。得益于深耕核心客户，2021 年供应链运营服务收入同比提升 21%至 26.3 亿港元；软件开发及技术服务收入为 40.2 亿港元 (YoY+7%)。3) **大数据产品及方案业务**提供智数中枢、智数平台、智数孪生三大产品族和面向多种场景的大数据解决方案，其中智数中枢包括燕云 DaaS 和 Sysnet 产品包。多产品及多方案矩阵带动该业务收入 2021 年同比增长 27.6%至 24.9 亿港元。
- **积淀核心客户资源构筑护城河，数字经济大势助推公司乘风破浪。**1) 在政府客户积累方面，公司服务于十余个中央部委及 300 多个城市，覆盖人口超 5 亿，已成功落地 2000+项目；2) 在企业客户积累方面，公司目前已有超 100 万客户，并在金融、IT 等重点行业保持领先。随着近年来国家陆续出台数字经济相关积极政策，公司有望迎来重要发展机遇。
- **投资建议：**在数字经济发展浪潮下，公司有望在数字政府（尤其是下沉市场，一网通管、一网通办、智慧园区等方向）、数字化新基建（智慧管网、智慧水务等）及第三方物流政策积极影响下迎来收入增长机遇。预计公司 2022-2024 年营收分别为 233.8 亿/268.3 亿/309.0 亿港元，营收增速分别为 13.8%/14.8%/15.2%，归母净利润分别为 12.1 亿/14.4 亿/17.2 亿港元，现价对应 PE 分别为 4.7x/3.9x/3.3x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 1) 宏观政策变化; 2) 客户拓展不及预期; 3) 行业竞争加剧。

报告正文

技术领先的大数据公司，业务再聚焦。神州数码控股有限公司是国内一家技术领先的大数据公司，运用先进的时空大数据和人工智能技术为政企客户提供数据软件产品及解决方案。2000年神州控股从联想集团拆分，次年于香港联合交易所主板上市，股票代码为00861.HK，旗下子公司神州信息、神州数码分别于2013年、2016年登陆A股。自成立以来，公司持续创新突破，由IT基础设施服务起步，逐步整合IT服务、智慧城市服务，自2018年以来聚焦大数据服务战略，深耕客户、加强研发，致力于建立“时空全域数据底座+人工智能+创新场景应用”产品与服务矩阵；2019年创造性推出“城市CTO”战略为城市智慧化发展和数字化转型深度赋能，公司主线产品之一燕云DaaS获国家技术发明一等奖；2021年公司首次成功落地数字孪生项目，助推产业生态合作，与腾讯云、京东科技达成战略合作伙伴关系，并获得“2021推动中国数字化转型TOP100第5位”、“2021大数据领军企业”等荣誉。

图 1、公司近年发展历程





资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

管理层深具全球化背景，积极股权激励计划提振组织效率。2018年后公司进行了积极的管理层组织架构改革，由全新管理团队负责公司事务经营管理。公司目前主要高管多数拥有长期供职于大型跨国企业的职业背景以及专业领域的深厚积淀：其中，首席运营官郭郑俐拥有20年以上担任500强公司高管的经验，曾任英特尔解决方案及服务事业部总裁、微软大中华区战略与投资总裁；首席技术官沈毅潜心钻研软件定义网络、云架构与解决方案等领域近30年，曾担任思科首席云架构师、英特尔、微软等跨国公司技术及战略规划负责人。2019年开始，公司着力实行积极的股权激励政策：2020年7月公司制定股权激励计划，向董事和管理层独授人授予购股权共1.07亿份，行权条件包括：1) 2020-2022年归母净利润（扣除股权激励费用前）达到5亿、8亿、12亿港元以上；2) 收盘价不低于每股6.60港元。目前，盈利目标已连续两年成功实现，公司利润有望持续稳定增长。同时，根据神州控股合伙人计划，公司每年会通过向员工发放股权

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

激励等方式增进公司整体凝聚力与组织运行效率，为公司业绩稳健增长提供保障。

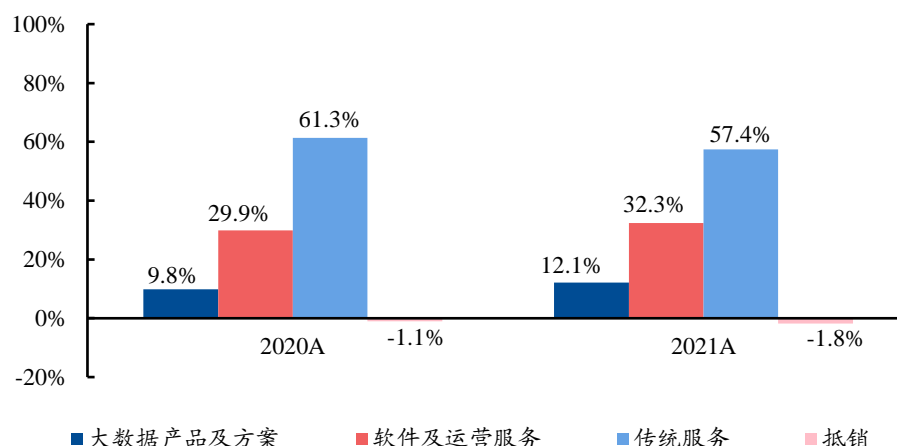
表 1、公司主要高管概览（2021 年 11 月）

姓名	公司职务	具体介绍
	郭郑俐 首席运营官	拥有超过 20 年担任 500 强公司高管的经验，曾任艾默生电气亚太区并购负责人、英特尔解决方案及服务事业部总裁、微软大中华区战略与投资总裁。
	沈毅 首席技术官	软件定义网络、云架构及解决方案等领域的资深专家，潜心技术领域研究近 30 年，曾担任思科首席云架构师、英特尔、微软等跨国公司技术及战略规划负责人。
	孙洋 高级副总裁	历任中国东方资产管理股份有限公司信息技术部副总经理、东方邦信融通副总经理、东方邦信金融科技董事长、东方金诚信用评级董事长
	张家智 副总裁	拥有 30 年半导体和科技供应链跨国企业管理经验，曾任艾睿电子亚太有限公司（Arrow Electronic Inc.）副总裁，2020 年 8 月至 2021 年 10 月任神州数码集团股份有限公司副总裁，自 2021 年 11 月起担任神州控股副总裁。
	张陶 副总裁	曾任海航集团科技集团首席财务官、文思海辉首席财务、神州数码数码集团股份有限公司副总裁，现任神州数码控股有限公司副总裁。
	邢景峰 副总裁	1999 年加入公司，后多年领导神州数码财务核算工作，拥有丰富的财务及审计管理经验，曾任公司财务部副总、审计部总经理、助理总裁，现任神州数码控股有限公司副总裁，分管审计及科捷财经工作。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

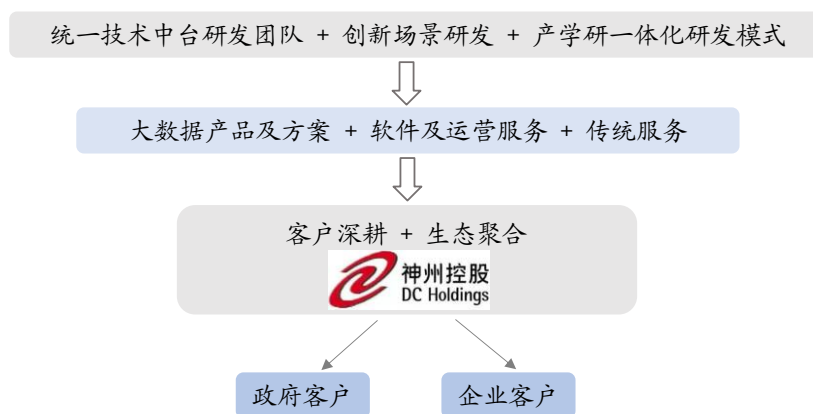
自 2018 年聚焦大数据服务以来，神州控股加速产品研发标准化进程，商业模式逐步转向软件产品订阅及授权，目前公司主营业务分为三大板块：大数据产品及方案、软件及运营服务和传统服务。从营收结构来看，目前，传统服务贡献了营收的主体部分，2021 年传统服务营收占比为 57.4%，同比下降 4.0pcts，这是由于公司对该业务板块中的低毛利业务进行战略性收缩；大数据产品及方案业务是公司业务核心增长点，收入占比快速提升，2021 年同比提升 2.3pcts 至 12.1%；软件及运营服务业务 2021 年营收占比为 32.3%（YoY+2.5pcts）。

图 2、公司各业务营收占比



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司商业模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

大数据产品及方案业务：营收快速增长，产品维持高毛利水平。

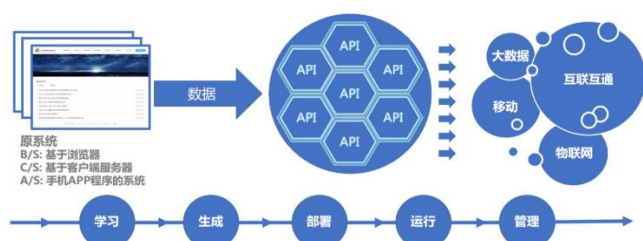
大数据产品：该业务板块主要聚焦智数中枢、智数平台、智数孪生，这三大产品族聚合形成时空全域数据底座：

1) **智数中枢产品族**包括燕云 DaaS 和 Sysnet（数据服务管理）两大产品包。燕云 DaaS 能跨系统提取、整合、共享数据，并通过高效 API 提供大数据分析、业务移动、互联互通等功能，所有数据均可溯源，且无需开发商配合即可根据用户需求自助生成 API 接口，与同类产品相比拥有低风险、低成本、开发周期短等显著优势。在北京延庆区智慧环保项目中，公司以燕云 DaaS 为核心构建天空地一体的智慧环保系统，立体监测生态环境、综合分析环境信息并提供大数据预测预警，助力 2022 年北京冬奥会环保工作并获得生态环境保护组表彰。燕云 DaaS 目前应用于 12 个中央部委、27 个省市自治区，已连接了上万个信息孤岛系统，并于 2022 年 4 月携手长春市政数局，在仅 4 小时内完成需求接口开发和相关部署，整合长春市及吉林省的核酸检测数据，助力地区抗疫保供。而 Sysnet 的主要功

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

能为连接应用、设备与数据，通过集成 API 和微应用，在数据分析、互联网+等多种应用场景中满足互联互通需求，助力政企数字化转型。随着智数中枢产品不断向多行业业务拓展并获得用户认可，2021 年智数中枢产品进一步成熟，毛利率达到 92%。

图 4、燕云 DaaS 运行模式



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、燕云 DaaS 与同类产品技术对比



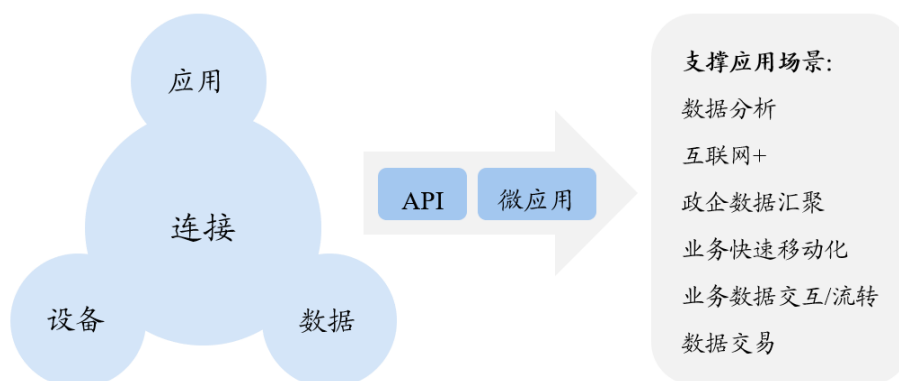
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、燕云 DaaS 与同类产品特点对比

	ETL	ESB	自定义协议	燕云 DaaS
前置条件	1.数据库权限 2.数据字典	1.开发接口 2.原厂支持	1.开发接口 2.原厂支持	1.账号与密码
前期沟通	时间不可控 周期长，成本高	时间不可控 周期长，成本高	时间不可控 周期长，成本高	简单沟通
技术准备	确定数据字典 编写数据脚本	技术开发定义服务， 开发服务，上线服务	技术双方确定数据发 布方式，自定义格式	业务需要确认
人力投入	需高级 DBA 对数 据库进行理解	需高级专业技术人员	需高级开发人员开发 交互接口	API 实施人员(初级 开发工程师)
实时性	非实时	准实时	实时	实时
端到端数据追溯	不可追溯	粗颗粒度可追溯	粗颗粒度可追溯	每条数据均可追溯
数据交互	不可交互	可交互	可交互	可交互
局限性	加密数据失效 开发商不配合失效	开发商不配合失效	开发商不配合失效	普遍适用

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、Sysnet 运行模式



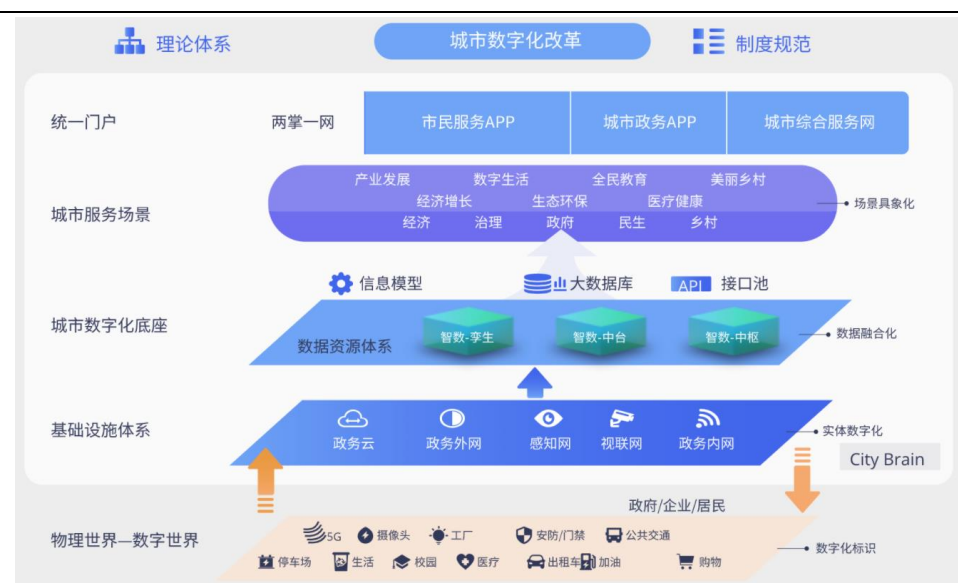
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2) **智数中台产品族**集中了数据管理、数据治理、数据智能、数据流通和数据安全五大产品包，为客户提供全域数据管理，涵盖政企数据、物联网数据及时空数据等。例如，数据治理适用于帮助管理人员追踪数据动向、核检数据质量、发现问题数据并溯源、管理数据资产，核心特色在于强大的元数据分析和多维度质量分析能力，数据安全则基于创新技术针对敏感数据提供全生命周期保护。2021 年公司继续推进智数中台产品标准化、规模化，销售收入同比快速增长 115%至 2.7 亿港元，新增客户 168 家，毛利率达 81%。

3) **智数孪生产品族**依托 CIM（城市信息模型）基础平台助力新一代信息基础设施建设，公司在打造长春城市数字大脑的基础上，又于 2021 年中标净月高新区数字孪生项目，将结合 CIM 基础平台及 CIM+应用，汇聚时空全域数据，以“城市 CTO”角色赋能信息化、智能化城市规划建设管理，提供智慧工地、智慧管网等服务。伴随政策助推各城对孪生城市和智慧环保建设的需求上升，公司的智数孪生产品将有望逐步释放收入增长潜力。

大数据解决方案：公司提供的大数据解决方案主要适用于数字原生城市、数字原生供应链、金融科技等场景：1) 在数字原生城市场景中，“数字大脑”解决方案基于城市数字化底座构建城市数据湖、API 和 CIM，形成城市大脑，针对数字政府、数字经济等领域的多种应用场景，通过城市政务 APP、“两掌一网”等门户服务于市政府和市民，推进智慧城市建设；2) 在数字原生供应链场景中向企业客户提供智能算法、数据应用服务等，2021 年此项收入超 2 亿，例如，“神州金库”（KingKoo Data）可结合全链条业务数据管理、智能算法库来生成智能分仓、路径优化等解决方案，提高智能分析决策和执行能力，推进企业降本增效及精细化管理，现已应用于十余家世界 500 强企业；3) 在金融科技应用场景中，公司新一代核心系统、企业级微服务平台、ESB 及相关解决方案市场份额位居前列，例如，“银农直连”解决方案通过“平台+数据+服务”助力三农金融发展。

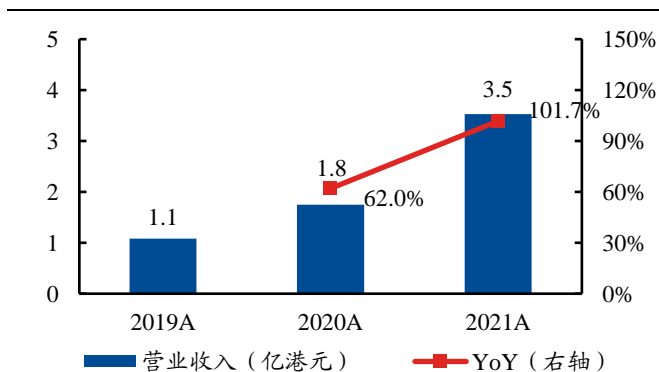
图 7、城市大脑建设架构



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

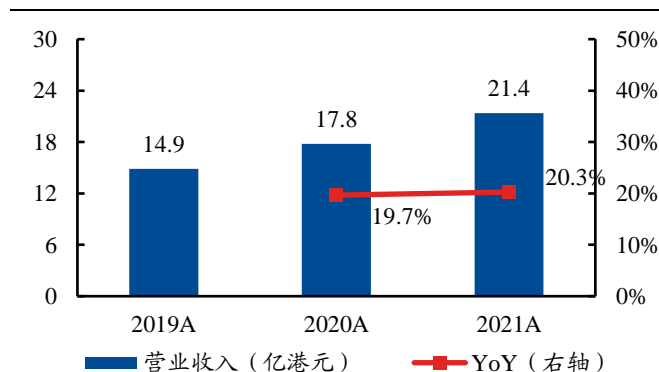
大数据产品及方案业务是公司主要增长引擎，2021 年公司高度聚焦并加速推进大数据服务战略，在综合运用时空大数据以及结合大数据技术与人工智能技术等领域取得技术创新，大数据产品及方案渐趋成熟，认可度逐渐提高。得益于此，2021 年该业务实现营收 24.9 亿港元，同比增速达 27.6%，收入占比快速提升至 12.1% (YoY+2.3pcts)。其中，大数据产品销售收入同比高增 101.7%至 3.5 亿港元，大数据解决方案收入为 21.4 亿港元 (YoY+20.3%)。该业务 2021 年整体毛利润为 8.3 亿港元 (YoY+37.7%)，毛利率为 33.5% (同比+2.5pcts)。其中大数据产品毛利率高达 83%，大数据解决方案毛利润 5.4 亿港元 (YoY+17%)，毛利率为 25%。由于公司加大研发投入支撑大数据战略及业务发展，2021 年该业务板块研发费用为 5.0 亿港元 (YoY+20%)，研发费用率 20.0%。此外，截至 2021 年末，公司共拥有软著及专利等知识产权 2249 项 (YoY+22%)，年内获得 403 项。未来公司对技术研发的持续投入有望成为该项业务收入维持高增的重要支撑。

图 8、大数据产品收入营收及增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、大数据方案与服务收入及增速

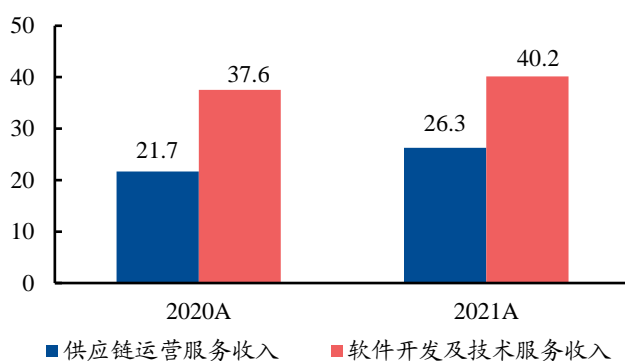


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

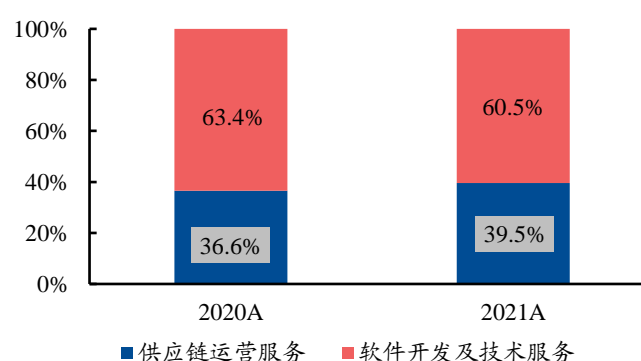
软件及运营服务业务：收入稳健增长，盈利能力渐升。公司为客户提供一站式、端到端的供应链运营服务，以及基于云技术、自动化及 AI 技术的软件开发、测试、运维等服务。2021 年软件及运营服务收入为 66.4 亿港元，同比增长 12.2%，营收占比为 32.3% (YoY+2.5pcts)，毛利润为 13.4 亿港元，毛利率 20.1%。其中，得益于深耕核心客户，供应链运营服务收入同比增长 21%至 26.3 亿港元，前五十家客户共贡献了 75%的收入，助力 62%的客户实现了份额扩张、75%的项目实现净利润提升，在数据驱动的精细化管理下，该细分业务毛利率达到 21%，显著高于业内普遍水平；软件开发及技术服务收入同比增长 7%至 40.2 亿港元，毛利率为 20%，针对疫情复发对项目交付的暂时性影响，公司及时调整策略、深入挖掘客户数字化需求，为促进交叉销售、发展大数据业务创造条件。

图 10、软件及运营服务细分业务收入 (亿港元)



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

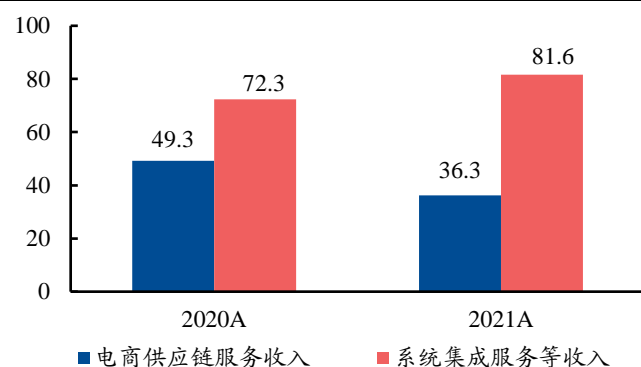
图 11、软件及运营服务细分业务收入占比



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

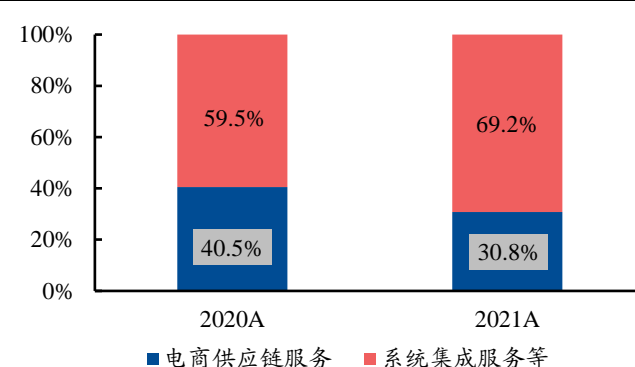
传统服务业务：业务结构优化，经营质量改善。该细分业务主要为客户提供以一体化解决方案为核心的电商供应链服务和以信创全栈能力落地为方向的系统集成服务。2021 年传统服务收入为 117.8 亿港元 (YoY-3.1%)，营收占比 57.4% (同比-4.0pcts)，毛利润为 15.9 亿港元，毛利率 13.5%。由于电商供应链服务毛利较低，受战略性收缩、减少低附加值业务影响，该业务收入同比下降 26.4%至 36.3 亿港元，但毛利率提升 2 个百分点，且有 25%的客户转而发展为公司大数据产品及方案、软件及运营服务业务客户；由于 2021 年发力信创领域，金融信创行业签约金额超 10 亿港元，新增监管机构、政策性银行等标杆案例 20 多个，位居行业前列，带动系统集成等业务收入同比增长 12.8%至 81.6 亿港元，该细分业务也将成为大数据业务的潜在增长点。

图 12、传统服务细分业务收入(亿港元)



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、传统服务细分业务收入占比



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

积淀核心客户资源构筑护城河，行业地位保持领先。公司自成立以来长期致力于为政企客户提供大数据产品及方案服务，在客户资源及服务经验方面均拥有深厚积淀：1) 在政府客户积累方面，公司持续二十余年深耕，为十余个中央部委及 300 多个城市提供高效数据服务，所覆盖人口超过 5 亿，已成功落地 2000+项目。公司首创城市 CTO 深耕模式，努力在更多城市复制，以加快城市智能化建设治理，并积极促成省市内部合作与协同。此外，公司参与制定了 20 多项国家标准，助力行业发展，业内地位卓然；2) 在企业客户积累方面，公司拥有超过 30 年的服务经验，目前已有超 100 万行业客户，并在金融、IT 等重点行业占据领先地位，现有金融业客户 1000 多家，市占率达 60%以上，公司为银行业客户打造的系统及渠道解决方案已连续 9 年位列第一。2021 年公司依托于日趋完善的大数据产品与方案矩阵以及全方位的技术服务能力，深耕存量客户挖潜同时大力发展增量客户，优化客户结构，并努力促进交叉销售，以有效提升客户粘性同时扩大客户与公司合作的业务范围，进而推进公司整体营收可持续增长。

积极聚合生态伙伴，强强联手赋能行业。在打造先进数据技术产品的基础上，神州控股致力于不断拓展优质生态伙伴，协同优势共建云端生态，与生态伙伴合作共赢，进而赋能数据产业加快发展：2021 年 11 月神州控股与腾讯云达成战略合作关系，结合自身数据治理技术经验与腾讯云的 WeCity 行业底座等资源，携手打造智慧城市解决方案及智慧供应链全链条解决方案，助力客户加速数字化升级，促进产业融合；12 月神州数码与京东科技签约，协同布局优势领域、整合主线数字产品，为城市和重点行业客户提供高水平产品与解决方案。

数字经济大势所趋，技术+客户沉淀助力公司乘风破浪。自 2014 年以来，国家陆续出台多项政策方针倡导加快发展大数据产业，以促进数字经济繁荣及各行业

数字化转型。根据 2021 年 11 月工信部《“十四五”大数据产业发展规划》，“十三五”时期我国大数据产业规模 CAGR 超过 30%，预计 2021 至 2025 年 CAGR 将维持在 25%左右，到 2025 年大数据产业规模将突破 3 万亿元。近年来我国大数据产业快速发展，大数据在社会经济发展中的作用持续凸显。2022 年 1 月，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，提出 2025 年软件和信息技术服务业规模达到 14 万亿元的发展目标（2020 年为 8.16 万亿元），指出要充分发挥数据要素价值，并对优化数字基础设施、培育数据要素市场、深入推进产业数字化转型等重要领域作出整体部署，包括加快企业、产业园区和产业集群数字化转型升级、增强政府数字化治理能力、提升数据安全保障水平等一系列重点任务。2022 年第 2 期《求是》杂志刊发习近平总书记的文章《不断做强做优做大我国数字经济》，文中阐明发展数字经济意义重大，是把握新一轮科技革命和产业变革新机遇的战略选择——积极的政策导向使神州控股的发展迎来重大机遇。作为以“数字中国”为使命的大数据科技公司，神州控股将加速推进大数据服务战略，强化“时空全域数据底座”，完善产品及方案矩阵，应用智数中枢实现数据互联互通，依托智数中台高效整合处理多源异构数据，通过智数孪生赋能城市数字化进程；并在此基础上大力发展基于时空知识图谱和时空分析算法的人工智能技术，提升综合分析处理能力。

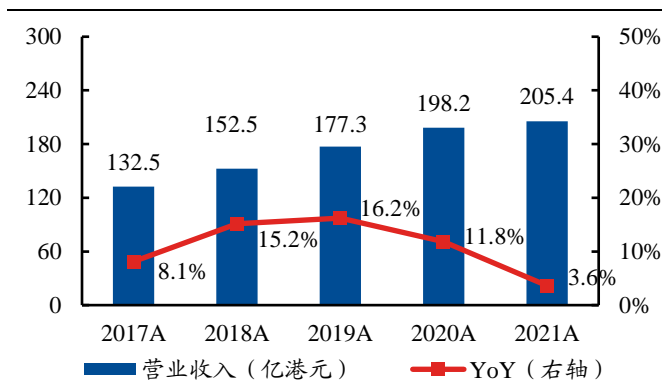
表 3、2020-2021 年大数据产业相关政策

时间	政策方针	主要内容
2021.11	《“十四五”大数据产业发展规划》	明确大数据产业发展发展目标：产业保持高速增长。到 2025 年大数据产业测算规模突破 3 万亿元；价值体系初步形成；产业链稳定高效；产业生态良性发展。
2021.7	《新型数据中心发展三年行动规划》	指出加快建设国家枢纽节点、提升新型数据中心网络支撑能力及可靠性、强化产业数字化转型支撑能力、加强核心技术研发等重点任务。
2021.5	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	明确国家算力枢纽建设方案，部署布局全国算力网络国家枢纽节点、启动实施“东数西算”工程、构建国家算力网络体系，推动数据中心合理布局等重点任务。
2020.12	《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》	提出创新大数据中心体系构建、优化数据中心布局、推动算力资源服务化、加速数据流通融合、深化大数据应用创新、强化大数据安全防护等战略要求。
2020.5	《关于工业大数据发展的指导意见》	提出推动工业数据全面采集及高质量汇聚，统筹建设国家工业大数据平台，推动工业数据开放共享等意见。
2020.4	《关于公布支撑疫情防控和复工复产复课大数据产品和解决方案》	宣布“一网畅行”疫情防控和复工复产大数据系统等 94 个疫情防控和复工复产复课大数据产品和解决方案已入选。
2020.2	《关于做好个人信息保护利用大数据支撑联防联控工作的通知》	鼓励有能力的企业在有关部门指导下积极利用大数据分析预测重点人群流动情况，为联防联控工作提供支持。

资料来源：中国政府网，国家发展和改革委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

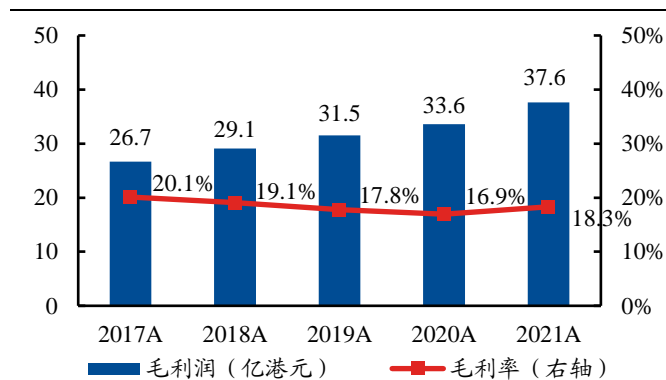
财务稳健，大数据业务成重要驱动。得益于聚焦大数据战略及深耕重点行业客户，2021年公司实现营业收入205.4亿港元，同比增长3.6%，毛利润为37.6亿港元（YoY+12.1%），毛利率稳步提升至18.3%（同比+1.4pcts）。费用率方面，2021年总营运费用为28.9亿港元（YoY-3.0%），总营运费用率为14.1%（同比-1.0pct）：1）销售及分销费用12.7亿港元（YoY-5.7%），销售及分销费用率6.2%（同比-0.6pct），系营销投入加大所致；2）行政费用为5.8亿港元（YoY+1.8%），行政费用率2.8%，同比基本持平；3）其他费用净额10.3亿港元（YoY-2.2%），其他费用率为5.0%（同比-0.3pct）。受益于精细化管理策略，2021年公司实现净利润9.74亿港元（YoY+0.9%），净利率4.7%（YoY-0.1pct）；归母净利润为7.12亿港元（YoY+16.1%），归母净利率为3.5%，同比+0.4pct。

图 14、公司营业收入及增速



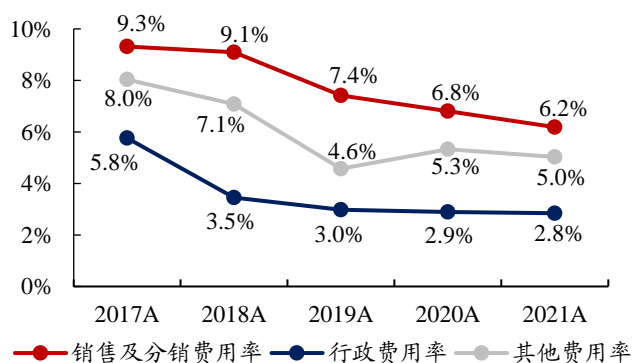
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、公司毛利润及毛利率



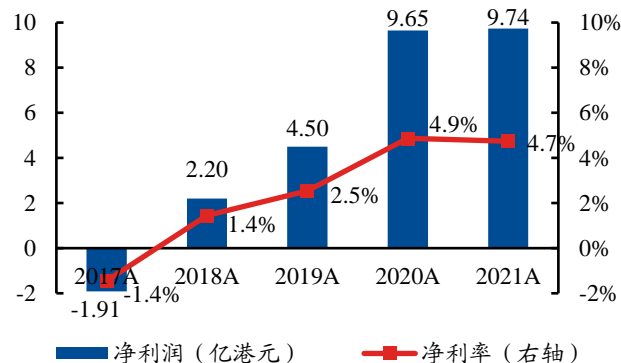
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、公司三费率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、公司净利润及净利率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：在数字经济发展浪潮下，公司有望在数字政府（尤其是下沉市场，一网通管、一网通办、智慧园区等方向）、数字化新基建（智慧管网、智慧水务等）及第三方物流政策积极影响下迎来收入增长机遇。预计公司2022-2024年营收分别为233.8亿/268.3亿/309.0亿港元，营收增速分别为13.8%/14.8%/15.2%，归母净利润分别为12.1亿/14.4亿/17.2亿港元，现价对

应 PE 分别为 4.7x/3.9x/3.3x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1) 宏观政策变化；2) 客户拓展不及预期；3) 行业竞争加剧。

附表

资产负债表				
单位: 百万港元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,920	17,192	19,326	21,265
现金及现金等价物	2,779	3,113	4,412	4,236
存货	2,571	3,485	3,694	4,842
应收账款及应收票据	3,860	4,342	4,754	5,213
预付款项、按金及其它应收款项	1,330	1,496	1,690	1,916
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	1,074	930	900	850
合约资产	3,479	3,156	3,300	3,708
其他流动资产	827	670	575	500
非流动资产	13,681	14,149	14,976	15,714
物业、厂房及设备	915	934	943	960
商誉	1,922	1,943	1,971	2,004
其他无形资产	231	264	308	364
投资物业	5,840	6,283	6,786	7,275
应收账款、融资租赁款项及其他应收款项	1,164	1,293	1,506	1,746
以公允价值计量且计入其他全面收益的金融资产	1,167	1,200	1,250	1,280
于合营、联营公司之权益	1,905	1,660	1,520	1,250
其他非流动资产	538	570	693	836
资产总计	29,601	31,341	34,302	36,979
流动负债	10,902	11,862	13,853	15,312
应付帐款及应付票据	4,361	4,806	5,927	6,432
其他应付款项及预提费用	2,176	2,525	2,952	3,461
合约负债	2,329	2,595	3,005	3,461
付息银行及其他贷款	1,823	1,750	1,700	1,650
其他流动负债	213	187	268	309
非流动负债	3,831	3,806	3,859	3,984
付息银行及其他贷款	2,151	2,050	1,950	1,900
递延税项负债	651	655	751	865
租赁负债	106	94	107	124
其他金融负债	901	984	1,023	1,064
递延收入	23	23	27	31
负债总计	14,734	15,668	17,711	19,296
母公司股东应占权益之股本	167	167	167	167
母公司股东应占权益之储备	9,992	10,492	11,058	11,722
非控股权益	4,708	5,014	5,365	5,794
权益总额	14,867	15,673	16,590	17,683
负债及权益合计	29,601	31,341	34,302	36,979
现金流量表				
单位: 百万港元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	1,142	1,918	2,289	2,727
折旧和摊销	315	334	370	439
以股份支付之酬金	113	130	140	150
投资物业之公允价值收益	-268	-289	-312	-335
其他现金调整项	308	-332	-409	-455
营运资本变动	-987	27	1,154	-626
经营活动所得现金流量净额	541	1,746	3,146	1,765
投资活动所用现金流量净额	20	-257	-342	-396
融资活动所得现金流量净额	-926	-1,225	-1,558	-1,605
汇兑变动之影响净额	68	70	53	60
现金及现金等价物净增加额	-365	264	1,246	-236
现金及现金等价物期初余额	3,077	2,779	3,113	4,412
现金及现金等价物期末余额	2,779	3,113	4,412	4,236

利润表				
单位: 百万港元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20,539	23,376	26,833	30,898
销售及服务成本	-16,775	-19,075	-21,896	-25,182
毛利	3,765	4,301	4,937	5,716
销售及分销费用	-1,271	-1,426	-1,610	-1,829
行政费用	-584	-631	-724	-806
其他费用净额	-1,033	-1,225	-1,368	-1,554
营业利润	877	1,019	1,234	1,526
其他收入及收益总计	486	529	580	624
融资成本	-144	-136	-133	-129
其他损益项目	-77	506	608	706
除税前溢利	1,142	1,918	2,289	2,727
所得税费用	-168	-284	-339	-404
净利润	974	1,634	1,951	2,323
母公司股东应占溢利	712	1,209	1,443	1,719
基本每股盈利(港元)	0.46	0.79	0.94	1.12
稀释每股盈利(港元)	0.46	0.79	0.94	1.12

主要财务与估值指标				
单位: 百万港元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标(港元)				
基本每股盈利	0.46	0.79	0.94	1.12
每股净资产	9.7	10.2	10.8	11.5
每股经营性现金流	0.4	1.1	2.1	1.2
成长性指标				
营业收入增长率	3.6%	13.8%	14.8%	15.2%
毛利润增长率	12%	14%	15%	16%
归母净利润增长率	16%	70%	19%	19%
盈利能力指标				
毛利率	18.3%	18.4%	18.4%	18.5%
营业利润率	4.3%	4.4%	4.6%	4.9%
净利率	4.7%	7.0%	7.3%	7.5%
归母净利率	3.5%	5.2%	5.4%	5.6%
归母ROA	2.5%	4.0%	4.4%	4.8%
归母ROE	5.0%	7.9%	8.9%	10.0%
净资产收益率	6.8%	10.7%	12.1%	13.6%
偿债能力指标				
资产负债率	50%	50%	52%	52%
流动比率	146%	145%	140%	139%
速动比率	62%	64%	67%	63%
运营效率指标				
资产周转率	71%	77%	82%	87%
存货周转率	6.5	6.3	6.1	5.9
应收账款及应收票据周转率	5.5	5.7	5.9	6.2
应付账款及应付票据周转率	5.1	5.1	5.0	5.0
估值指标				
PE	8.0	4.7	3.9	3.3
PB	0.5	0.5	0.4	0.4

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与华立大学集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、朗诗绿色生活服务有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司(前称:中国科大教育集团有限公司)、云南省交通投资建设集团有限公司、东航海外(香港)有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团、长兴城市建设投资集团有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、华夏幸福基业股份有限公司、河南投资集团有限公司、环球新材国际控股有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、潍坊滨海投资发展有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司、德信服务集团有限公司、珠海华发集团有限公司、山东黄金集团有限公司、农银国际控股有限公司、许昌市投资总公司、广发控股(香港)有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、成都市羊安新城开发建设集团有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、**堃博医疗**控股有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、无锡惠山高科有限公司、成都高新投资集团有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、华鲁控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、远东宏信有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、河南铁路投资有限责任公司、信银(香港)投资有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、交银国际控股有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、临沂城市建设投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、周口市城建投资发展集团有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、南洋商业银行股份有限公司、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited、中国长城资产(国际)控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited、岳阳市城市建设投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk