

航天信息深度报告

传统税控&智慧网信双向拉动业绩增长 底部向上动力强劲

华西通信团队

2019年9月4日

分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系人：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

Tel: 17778187080

公司推荐主要逻辑

1. 收入结构变化显著：会员制模式创新及电子发票快速发展，有效抵消税控调价影响；金融科技与物联网业务飞速发展，非税业务占比降低，收入结构明显优化。
2. 千万企业用户为锚，税控服务模式变革、电子发票、云税智能终端增量多路径有效平滑未来公司税控业务：大力发展会员制收费模式，由政策性收费转变为市场化收费，降低政策降价风险；快速发展的电子发票、云税智能业务为税控业务增长提供多重保障。
3. 整合业务资源，智慧业务实现新的发展：在酒店、物流、安全等领域的多个重大项目取得成效，发展显著。
4. 多维数据完善风控模型，板块协同拉动用户增长：税控业务的千万级用户基础以及积累的海量用户数据是金融征信业务快速发展的基础与推动力，电子发票、云税智能业务积累海量数据，大数据不断完善金融征信业务风控模型；而征信业务中的银税合作模式面对小微企业更有吸引，反向拉动企业用户增长，形成良性循环。
5. 研发团队不断增强，研发投入有效转化比例提升，资本结构不断优化，资产效率不断提高，保障公司战略落地。
6. 以港澳为中心，服务“一带一路”，国际市场开拓突破，国际业务增长明显。
7. 盈利预测：

上次预计2019-2021年对应营收分别为286亿元、318亿元和342亿元，归母净利润分别为19亿元、22亿元和24亿元。此次基于近期公司代销代购业务增加，营收增长，实际毛利空间无较大变动的情况，预计未来三年营收分别为343.06亿元、412.84亿元和491.46亿元。预计2019-2021年对应归母净利润19亿元、22亿元和24亿元。

航天信息依托自身渠道优势、客户规模优势，未来用户增长带动的边际成本递减，对毛利等财务指标的影响属于“类SaaS模式”；根据对标财捷给予航天信息税控业务6.5倍PS估值，预计未来三年税控业务市值分别为453亿元、566亿元和680亿元；预计公司系统集成业务净利率为5%，根据行业水平给予集成业务15倍PE估值，预计未来三年集成业务市值分别为63亿元、72亿元和83亿元。

根据分部估值法，预计2019-2021年航天信息对应市值分别为516亿元、638亿元和763亿元。根据当前最新股本18.63亿股计算，对应2019年目标价位27.68元，现价22.21元，上涨空间24.63%。估值体系调整，上涨空间变化，因此评级由“增持”上调为“买入”评级。

8. 风险提示：税控业务受政策影响，价格持续下滑，会员制拓展不及预期；金融助贷业务落地不及预期；智慧、网信业务全国推广不及预期、系统性风险。



01 公司业绩分析

组织架构优化，调整四大产业板块

为深入推进转型升级，加速二次创业，构建适应新形势、新业态的业务支撑架构，打造权责明确、协同高效、精干健全的组织管理体系，2019年上半年公司完成了组织架构的进一步优化调整。将金税及企业市场产业、金融科技及服务产业、物联网技术及应用产业三大产业板块调整变更为金税产业、金融科技服务产业、智慧产业、网信产业四大产业板块。

金税业务

- 作为国家“金税工程”的主要承担者之一，承担了“金税工程”增值税防伪税控系统 & 增值税系统升级版的建设工作
- 开发了防伪税控核心业务及增值产品、普通发票综合管理系统、电子发票系统等约百种税务领域解决方案及软硬件产品



金融科技服务业务

- 拥有中国银联收单外包机构资质认证等多项行业资质以及数十项金融支付产品认证和专利
- 为银行等提供POS终端、IC卡互联网支付终端等产品，和商户拓展与POS专业化服务、企业财税及金融服务等多项服务。

智慧业务

- 承担了国家“金卡工程”“金盾工程”业务及其他相关业务，包括公安、交通、电子政务、粮食信息化、物流防伪追溯和身份识别等服务
- 主要开展智慧政务、智慧公检法、智慧监管与服务、智能交通等业务。



网信业务

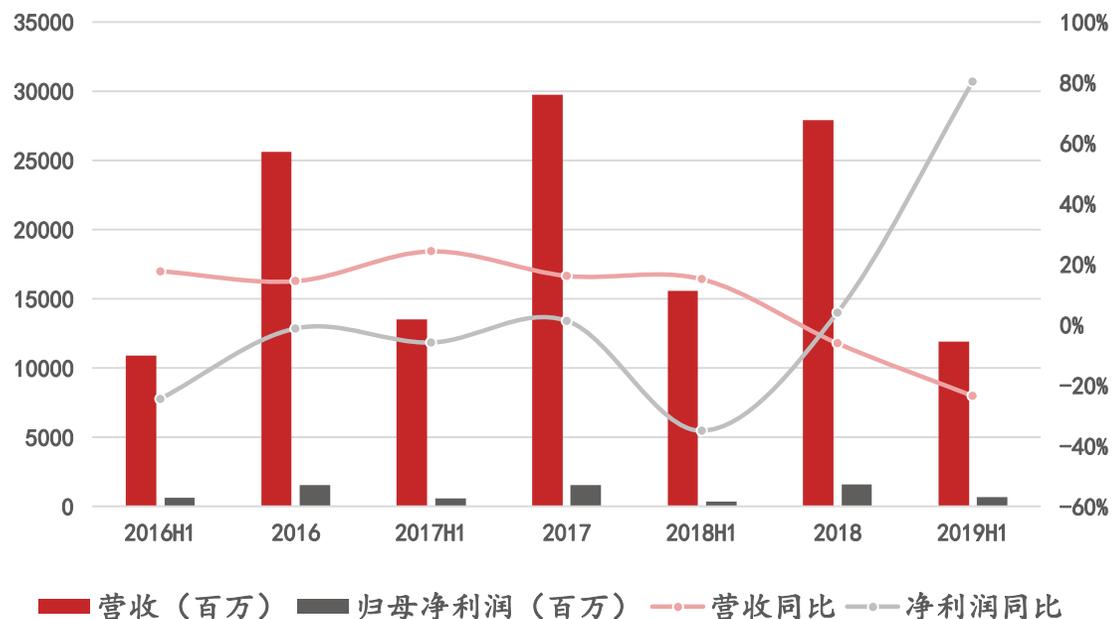
- 公司是国家安全可靠计算机信息系统集成重点企业、信息系统集成与服务大型一级企业
- 业务涵盖自主安全可靠的计算机网络信息系统咨询、设计、系统集成及核心软硬件、运维服务等业务
- 拥有多项资质，是国家网信产业安全可靠建设领域的重要参与者，拥有众多部委及省级安全可靠网信项目成功案例

收入端：收入结构优化，防伪税控业务依旧保持增长

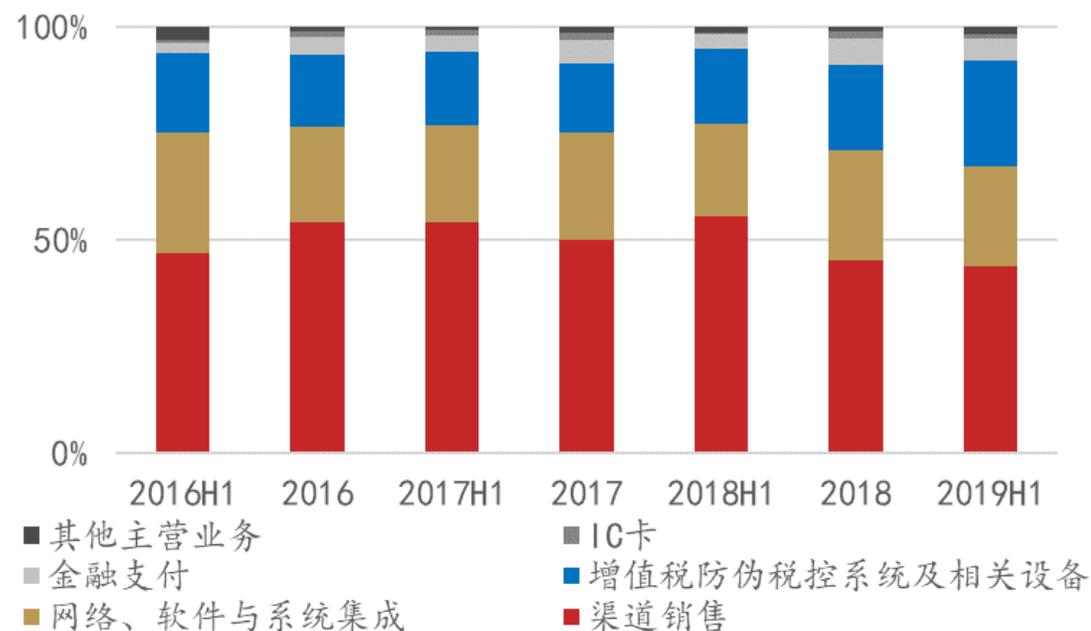
2019H1公司优化组织架构，将金税及企业市场、金融科技及服务、物联网及应用三大产业板块调整为金税产业、金融科技服务产业、智慧产业和网信产业四大产业板块。

2019 H1公司共实现**营业收入 119.14 亿元**，YoY -23.50%，与2018H115.07亿元的收入相比，整体收入放缓。产品结构来看，渠道销售及集成占比减少。分业务来看：1) **防伪税控及相关业务收入29.7亿元**，YoY 9.41%，公司在涉税领域已累计超过1300万用户，2019H1新增用户超过160万户。整体收入放缓主要系政策影响导致；2) **网络软件与系统集成业务28.0亿元**，YoY -18.32%，公司主动减少低毛利系统集成业务，优化业务结构，在核心产业聚焦，虽然整体收入减少，但毛利率 YoY +2.32pct；3) **渠道销售收入52.1亿元**，YoY -39.6%，同样是业务结构调整，减少低毛利业务所致。

公司营收变化（百万元）



公司分业务营收占比情况 (%)



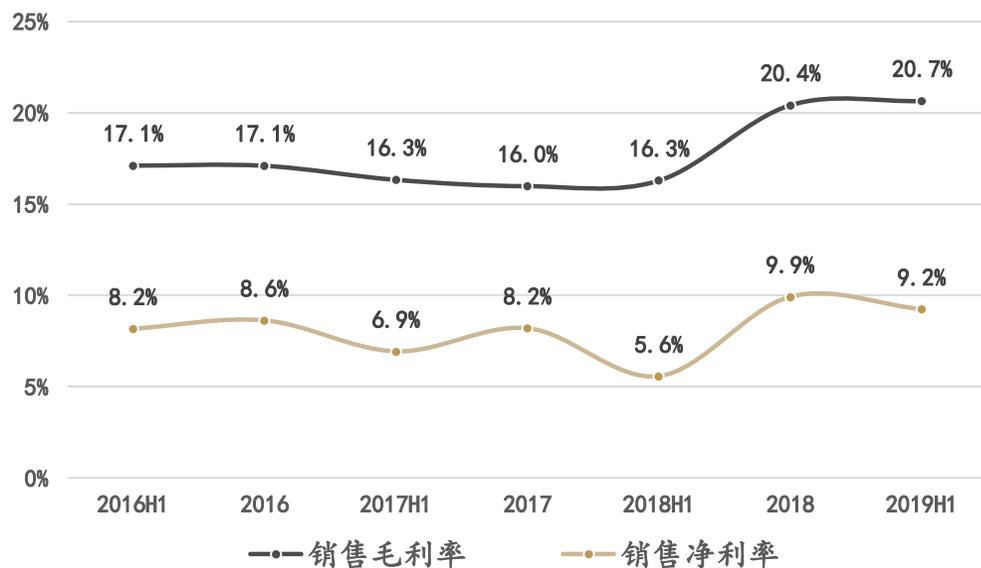
扣非后归母净利润受业务架构优化影响较大，毛利率稳中有升

2019H1公司实现归母净利润6.81亿元，YoY 80.25%，扣非后归母净利润4.18亿元，YoY -39.02%。非经常性损益主要包括中油资本限售股公允价值变动损益2.72亿元及计入当期损益的政府补助0.45亿元。

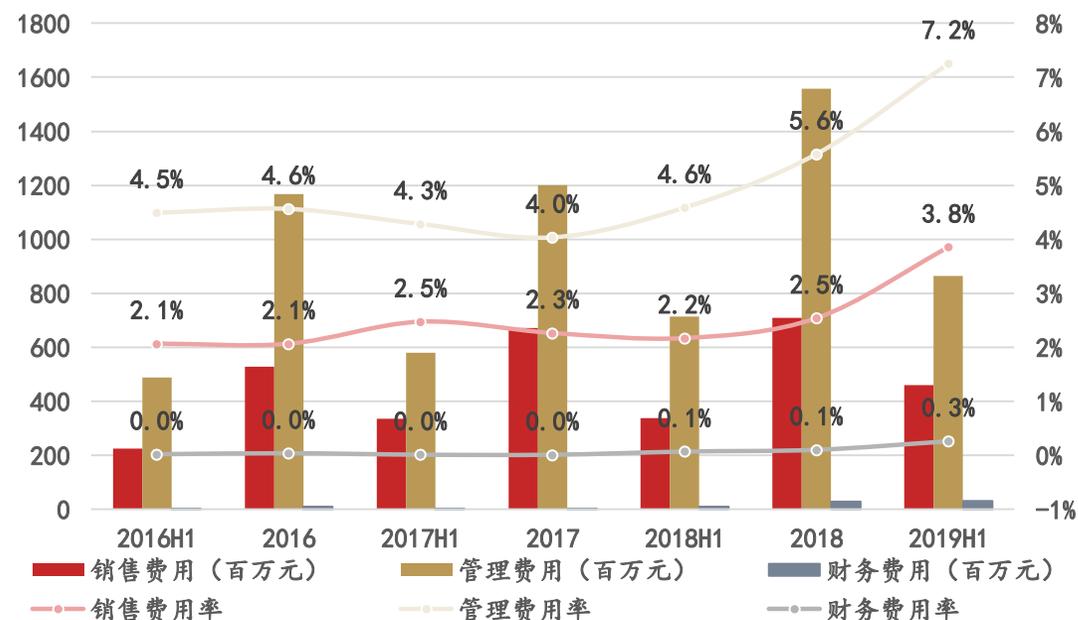
2019H1公司整体毛利率20.7%，YoY +4.4pct，较去年全年20.4%提升0.3pct，整体毛利率水平稳步上升；

费用端，公司销售费用率3.8%，YoY +1.6pct，主要系人员工资（+0.75亿元）以及资产折旧摊销（+0.11亿元）增加导致。新会计口径下管理费用率（剔除研发费用）5.0%，YoY +0.4pct，主要系人工费用影响。财务费用受可转债利息支出增加影响同比增加约2100万元。

公司毛利率和净利率情况

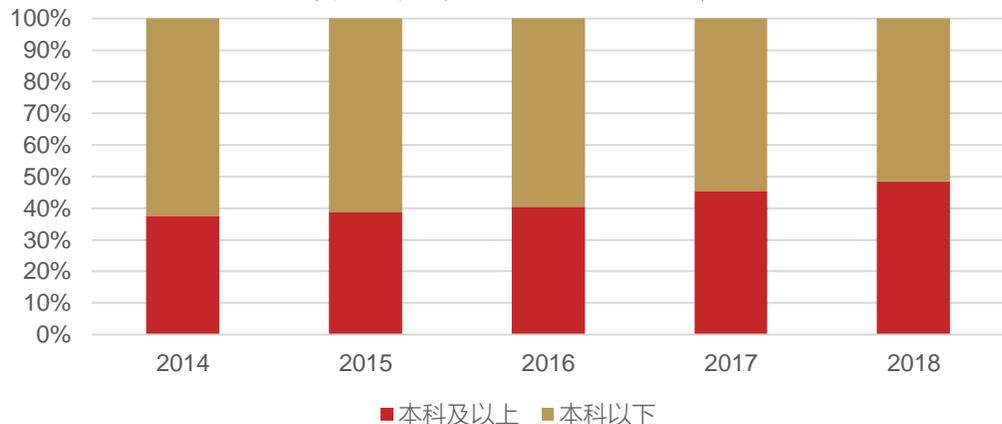


公司三费及三费率情况



研发投入持续增长，加速智慧网信新产业布局

员工本科及以上占比提升



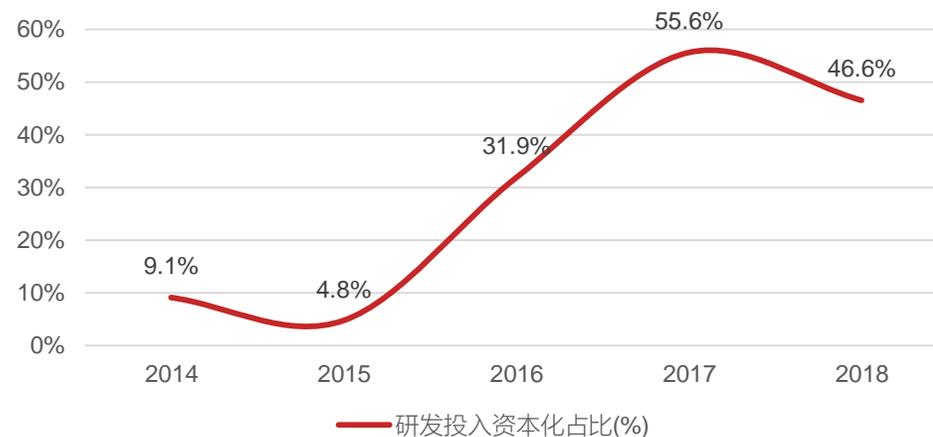
研发费用及占营收比情况



公司研发及销售人员占比和创收



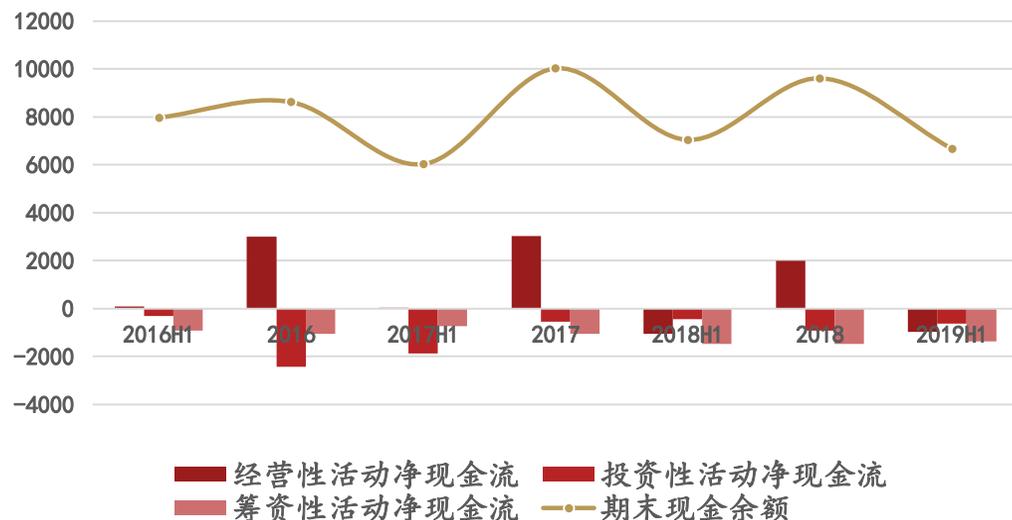
研发投入资本化率



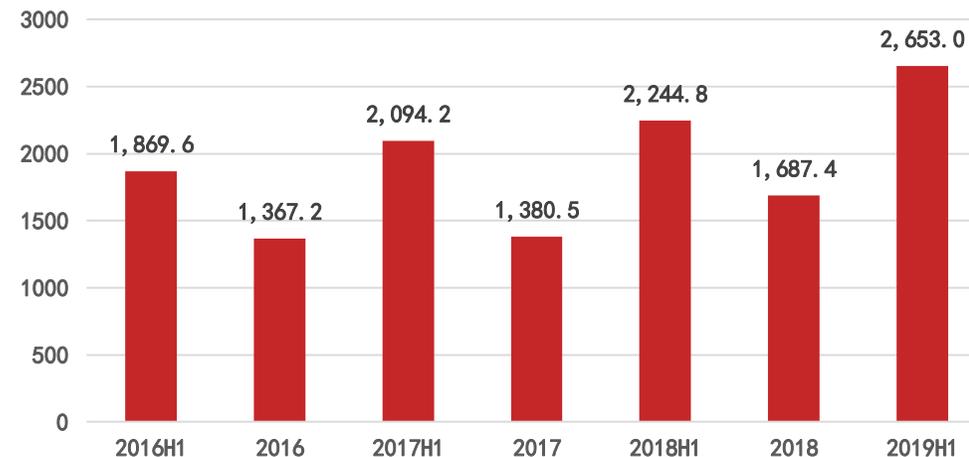
公司2019年上半年研发投入共2.73亿元，其中费用化支出2.64亿元，YoY +34%，主要是人工费及外协费增加。公司确立了“1+4+2+N”的研发布局，主要包括防伪税控、云税智能、智慧粮农、智慧交通、智慧办公和网信产业等等方面加大研发投入，并完成5项国拨课题申请。

积极优化资金资源配置，应收、预付情况预示下半年业绩有望改善

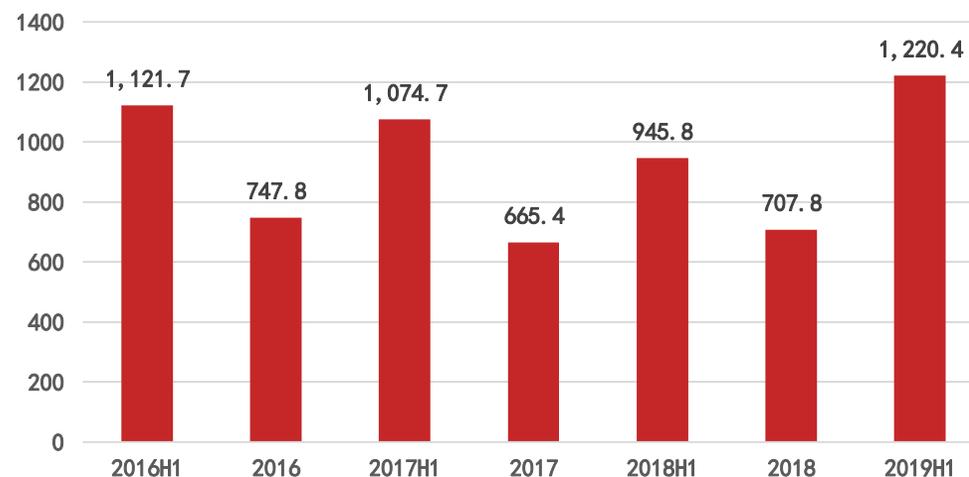
公司净现金流情况 (百万元)



公司应收账款情况 (百万元)



公司预付账款情况 (百万元)



现金流方面，公司应收、预付账款均快速提升，主要受电商及零售业务备货及预付采购款。存货也有相应增长。**经营性净现金流YoY +9.14%**。报告期内销售回款及收现力度加强，降低购货付现比例。

投资性净现金流YoY -41.31%，主要系针对子公司航天网安股权投资4.65亿元。

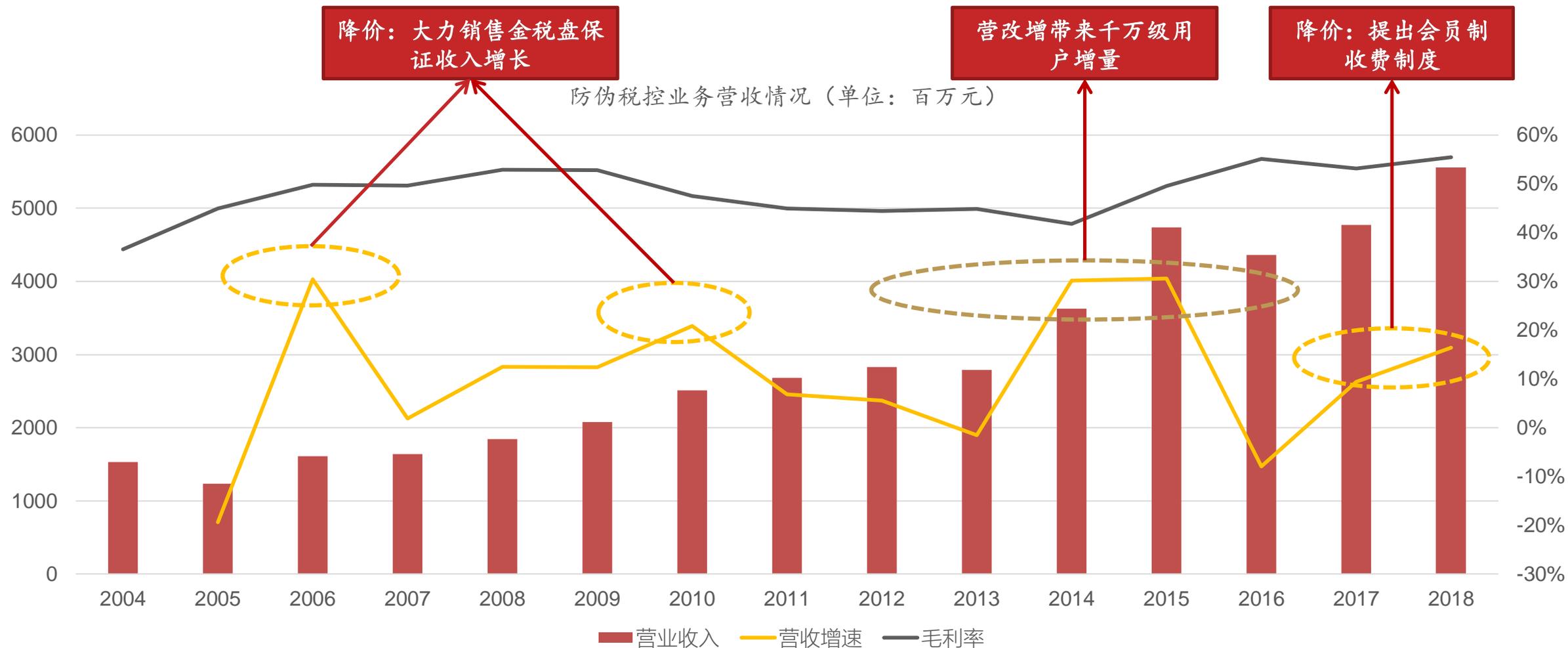
筹资性净现金流YoY +8.03%，主要系本期新取得短期借款3.2亿元及分配股利YoY +2.09亿元。



02 税控模式变革、电子发票、云税智能
多路径平滑降价影响

历次税控业务降价都带来公司收入激增

面对2006年与2009年的降价，公司大力推广金税盘，保证收入稳定增长。营改增结束后，公司用户数量大幅提升，面对2017年发改委的降价，公司创新推出会员制收费制度，促使公司商业模式由“产品+服务”向“平台+产品+服务”转型。



超大用户体量+配套服务价值组合优势下，政策降价影响下业绩优于竞争对手

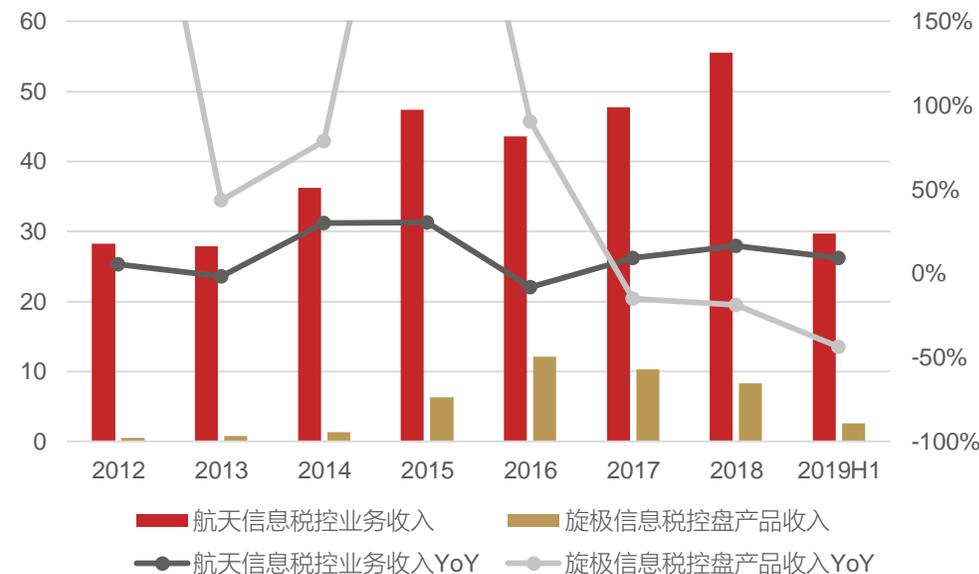
航天信息销售的金税盘



百望销售的报税盘和税控盘



航天信息税控业务营收和旋极信息税控盘营收对比

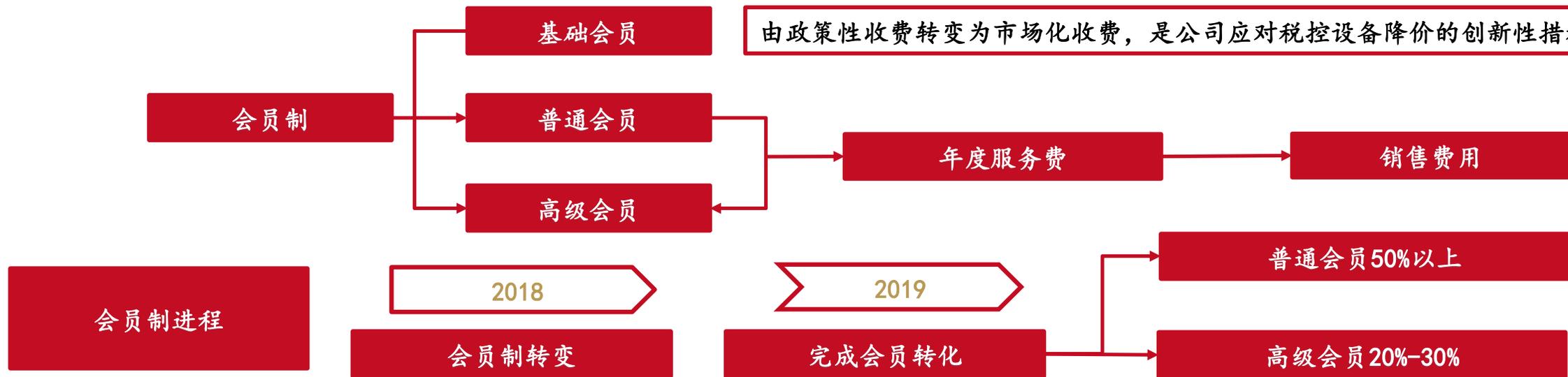


在税控领域，目前全国仅有航天信息和百望股份两家企业被国家税务总局授权生产和销售增值税防伪和税控系统，旋极信息只参与税控盘市场。增值税防伪、发票、后端服务为双寡头竞争格局，**市场份额占比约为航天信息和百望股份7：3。**

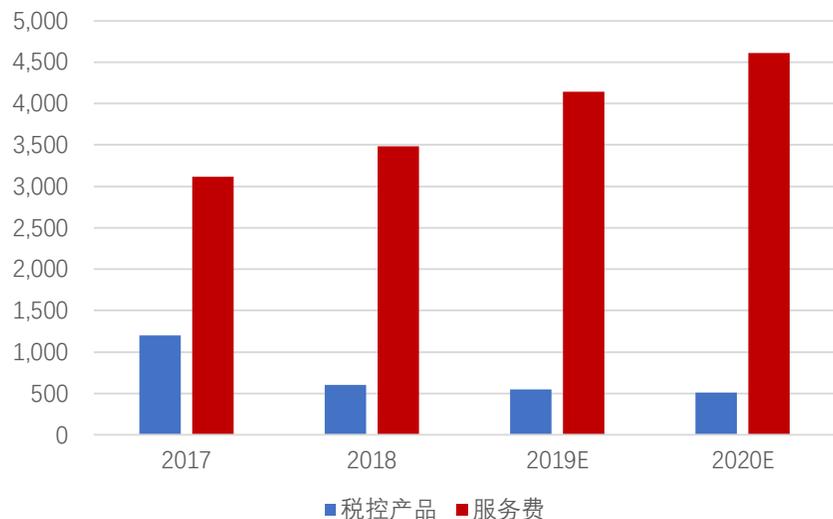
公司2018年销售金税盘超过三百万套，累计企业用户超过1330万户，2019H1新增用户160万。通过持续努力，整体市场占比开始企稳回升，新增用户市场占比稳步提高。**在公司超大用户体量支撑下，新增用户的边际成本逐渐减少，稳定的新增用户人群为公司带来的边际利润空间呈逐渐扩大趋势。因此，在政策降价之后公司持续强化新增用户群体的增长，为公司收入的不降反升提供充足动能。**

同时，金税设施及平台是客户的刚性需求，政府在税控领域引入竞争机制后，客户不仅对其价格敏感，对服务优劣更加敏感。**从旋极信息单纯的税控盘产品业务收入增速来看，近三年持续负增长态势，而公司业务不降反升，说明公司配套服务价值逐步体现。公司在未来只有更加注重消费者的客户体验，才能更好的在市场中获得竞争优势。**

由传统的政策性收费向会员制创新转变，抵消政策降价风险



服务费收入预测



资料来源：公司年报，华西证券研究所

航天信息山东会员平台2018年3月1日上线，包含基础服务（云端开票、自助缴费）和增值服务（财税培训、发票贷款等）。此外，会员还可通过积分兑换商品。

航天信息会员服务平台

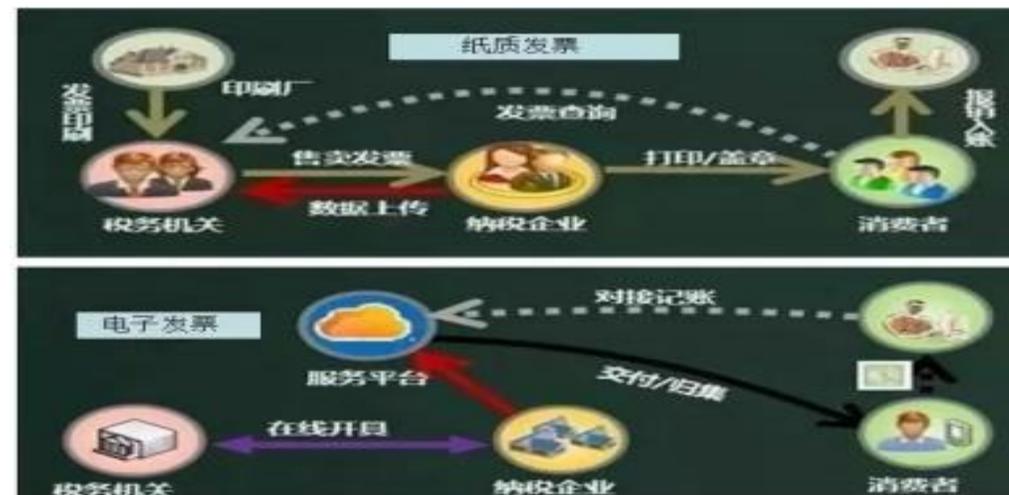


电子发票和传统发票对比优势明显

电子发票样本



纸质发票样本



电子发票与传统发票对比

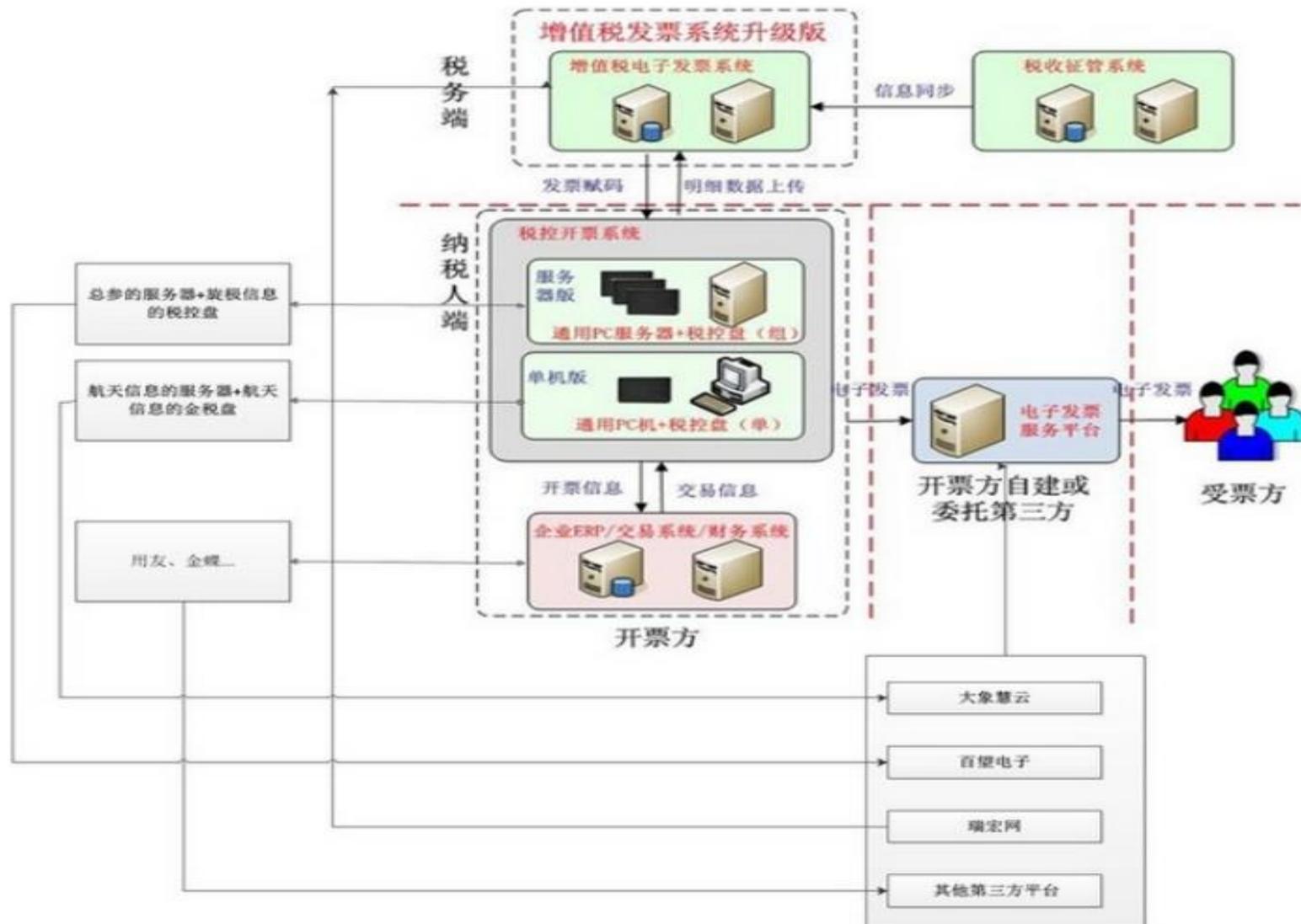
| | 发票成本 | 发票交付成本 | 打印耗材 | 人力/管理成本 | 开票效率 | 消费者体验 | 发票可信度 | 能否货票同行 |
|------|------|-------------|------|-------------------------|--------------------|-----------|--------------|--------|
| 纸质发票 | 2毛/张 | 5-20元/张(快递) | 高 | 往返税局领用/保管/发货需与货物匹配/包装快递 | 最多2000张/天/人 | 纸质版/需小心保管 | 存在作假风险 | 极难满足 |
| 电子发票 | 0成本 | 0.1元 | 0成本 | 0成本 | 最高每分钟开具3000-10000张 | 电子版/随时下载 | 国税局指定网站可直接查验 | 完全实现 |

电子发票是指在购销商品、提供或者接受服务以及从事其他经营活动中，开具、收取的以电子方式存储的收付款凭证。电子发票突破了传统纸质发票的概念；采取电子签章实现发票签名、电子盖章，实现电子发票唯一性、不可抵赖性、防篡改；通过数字媒体形式传送与保存发票内容，可通过网络、移动通信等方式传送给接收方。

电子发票的推出是国家规范电子商务纳税的必然方式，这有利于国家对网络交易的监管，也有利于维护消费者的合法权益。

升级版电子发票总体框架

总局升级版电子发票总体框架



在国税总局升级版的电子发票总体框架中：企业业务系统与电子发票系统对接，企业业务系统将交易信息传输给税控开票系统，税控开票系统根据交易信息，调用金税盘加密算法生成电子发票元数据，并实时上传发票明细到税务端。

税控开票系统将开票信息传输给电子发票服务平台，由服务平台生成电子发票版式文件，交付给企业业务系统。在整个互联网税务、财务生态圈中，电子发票服务环节主要由“税控盘+第三方平台”实现。

电子发票从试点到推广流程

电子发票从试点到推广流程

发改委、财政部、税务总局、国家档案局联合发布《关于组织开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的通知》，开展**电子发票及电子会计档案的入账凭证试点工作**

《中华人民共和国电子签名法》正式实施，与其配套的《电子认证服务管理办法》同时实施。从法律的角度解决了推广电子发票存在根本问题，为电子发票在全国推广使用打下了坚实基础。

国税总局发布《关于开展增值税发票系统升级版电子发票试运行有关问题的通知》，决定在北京、上海、浙江和深圳开展增值税发票**系统升级版电子发票**试运行工作。7月31日，**第一张升级版电子发票在京东北京分公司诞生**

财政部、国家档案局联合发布《会计档案管理办法》，明确了通过计算机等电子设备形成、传输和存储的电子会计档案可作为合法的会计档案，肯定了**电子凭证的法律效力**



发改委、财政部、税务总局等八部委联合发文，《关于促进电子商务快速发展有关工作的通知》，**提出开展网络（电子）发票应用试点**

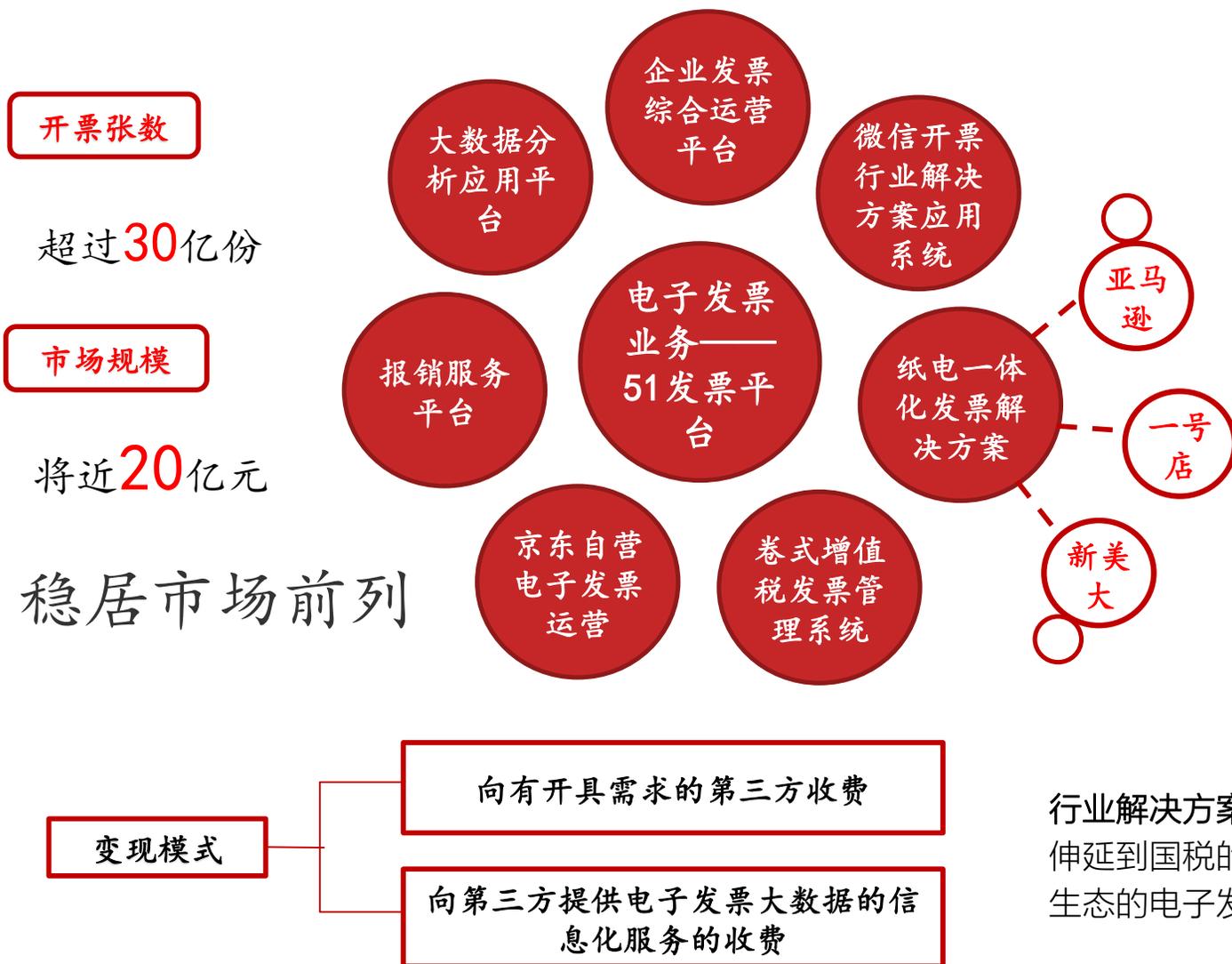
《国务院办公厅关于促进内贸流通健康发展的若干意见》，加开推进电子发票应用，完善**电子会计凭证报销、登记入账及归档保管**等配套措施

国家税务总局、财政部、档案局、国家标准委《国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，逐步**推行电子发票和电子会计档案**，完善相关技术标准和规章制度

国税总局发布《关于推行通过增值税电子发票系统开具的增值税电子普通发票有关问题的公告》，**全面推行增值税电子普通发票**，同时明确其法律效力、基本用途、基本使用规定等与税务机关监制的增值税普通发票相同

自 2016 年起，电子发票进入广泛推广期，行业从电商、电信逐步扩展到保险、零售、餐饮、交通、公共事业等行业；地域上也从个别试点区域推广到全国；开具方式上也从手动开具转变成系统自动开具等多种方式。

电子发票是发票业务发展方向，已经进入上升期



微信想要电子发票开具——网上订票、财富通支付等业务数据腾讯都能获得，但是没有电子发票，就无法打通自动入账报销的环节。

未来电子发票可能是发票的主要发展方向。

行业解决方案：针对企业的纸质发票和电子发票、原来地税保留的一些伸延到国税的减税发票方案；商超的综合定制化的电子发票方案；微信生态的电子发票的应用拓展等。**电子发票进入到一个广泛应用的推广期。**

电子发票收费模式和参与者

电子发票第三方开具收费模式

| 类型 | 服务及收费标准 |
|-------|--|
| 基础包 | 每个基础包4500元/年，包含4万张发票/单元的免服务费票量资源 |
| 新增基础包 | <p>使用航天信息金税盘 在服务有效期内，若新增单元订购日期至服务有效期到期日超过180天，则按4500元/个收费，所包含免服务费票量额度为4万张发票/单元；若少于180天（含），则按2250元/个收费，所包含免服务费额度为2万张发票/单元。</p> <p>使用百望核心板卡 企业同时订购两个单元即可满足超大开票量要求，建议初始订购时确定单元个数（1或2）。在服务有效期内，若新增单元订购按4500元/个收费，所包含免服务费票量额度为4万张发票/单元。</p> |
| 套餐包 | <p>普通套餐包 100元/1000张；1000元/10000张</p> <p>优惠套餐包 2.7万元/30万张；4万元/50万张；7万元/100万张</p> |

注1：基础包指企业订购一个基础包即拥有一个税控服务单元，一个纳税人识别号可同时订购多个基础包。

注2：新增基础包指每个纳税人识别号可在服务有效期内新增订购多个基础包。

注3：套餐包指税控服务商为企业提供的超出基础包免服务费票量额度部分的服务费套餐。套餐包按N元送M张发票量的方式提供。

电子发票参与者梳理

| 类型 | 代表玩家 | 说明 |
|-----------|-------------------|---|
| 税控设备提供商 | 航天信息、百旺金赋 | 来自税局官方制定，生产和销售电子发票，所有“玩法”最终都要连接到的税控设备，以保证财税体系的合规 |
| 老ERP玩家 | 金耀、用友等 | 在ERP时代就专注财务系统，随着云计算时代的到来开始转型云ERP或纯SaaS，涉足电子发票进水楼台，自然而然 |
| 支付巨头 | 微信、支付宝、银联商务 | 支付与发票有着天然的联系，支付+发票一体化，从业务上直接整合有天然优势，也有利于市场份额的争夺 |
| 独立第三方服务平台 | 高等科技、51发票、发票通、瑞宏网 | 一些是官方下属服务平台，一些是新晋创业平台，主要为有需求的企业客户提供整体开发服务，一些时候还需要和支付托其他类型玩家合作，例如高灯科技和微信 |

资料来源：公司年报，公司官网，华西证券研究所

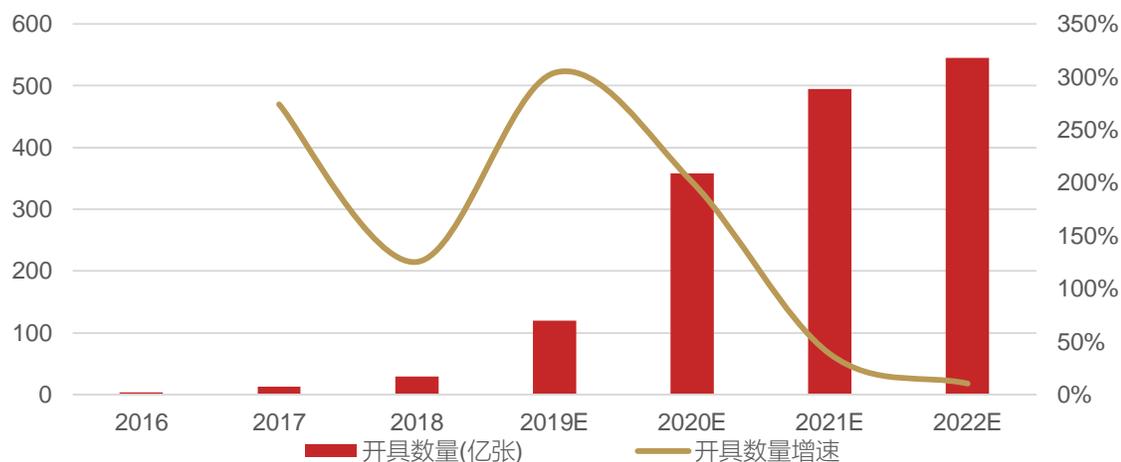
第三方电子发票平台的盈利模式以“收取年服务费”为主。根据阿里服务市场电子发票产品套餐费用说明，航天信息和百望电子发票平台服务商均采用“基础包+套餐包”的形式对开票人进行收费。电子发票服务平台的投入主要由两部分构成，一部分是硬件投入（包括机房的建设和服务器的购置），另一部分是系统的升级。

从行业竞争态势来看，税控设备提供商已经固定，作为行业“基础设施”存在。对于用友和金蝶，主要业务是企业ERP软件开发和系统改造，赚的是系统开发和改造的收入，没有核心垄断地位，他们提供的电子平台最后要和航天信息、百望的电子平台对接。而ERP、支付巨头也基本无法成为潜在的进入者，独立第三方服务平台成为蓝海所在。

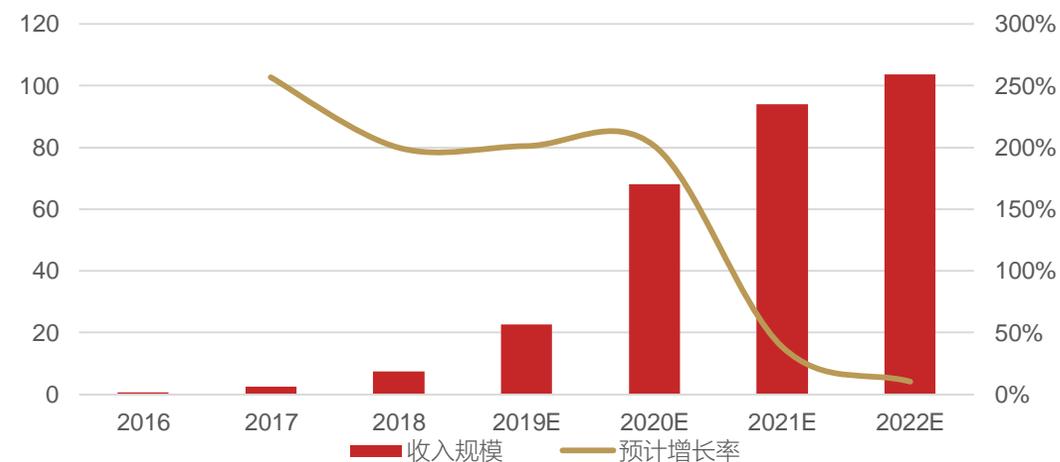
电子发票市场未来空间广阔

电子发票的使用群体主要是在线网购平台（京东、淘宝等），且按照每笔交易进行开票。按照中国互联网信息中心《第39次中国互联网络发展状况统计报告》中测算。目前我国网购用户规模已经达到4.67亿，同比增长12.9%，按每月人均购物1次计算，网络购物电子发票年开票次数在56亿次以上；综合通讯运营商、银联等大型票据商家规模，电子发票年均开票次数可达到百亿次以上。

中国电子发票开具数量预测（亿张）



中国电子发票收入预测（亿元）



对于电子发票这一具有巨大市场空间的领域，各大产业链参与者如微信等开始深入布局。包括电子发票平台、企业财务管理系统、财税SaaS云服务等核心业务领域合作方也开始深入参与，促进电子发票的入账、存管、查询，和财务系统的对接。

市场参与者：

电子发票服务平台——大象慧云（航天信息、京东合资）、百旺发票通、东港瑞宏；

财税云服务厂商——大账房、易快报

电子发票业务走向社会流通环节，形成电子发票生态

为拓展领域，公司涉足起征点以下的客户，电子发票慢慢走向社会流通环节。社会使用者在现场可以通过一些自助设备或者云端服务来取得电子发票的纸质版或者是电子发票信息。在社会层面，电子发票的应用推广上已经具备了大规模实施和应用的能力。

航天信息电子发票解决方案覆盖全国，应用广泛



51发票产品框架



电子发票更多的体现为一种**生态**

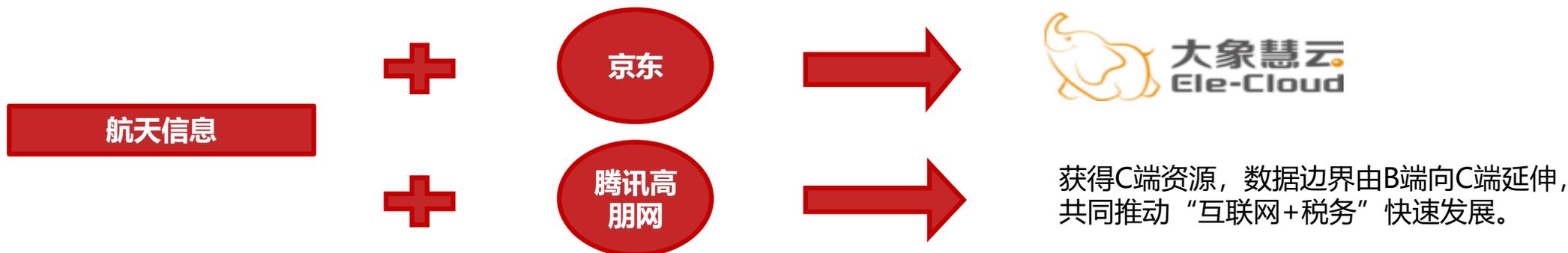
公司与企业：公司向其他企业提供发票的生态能力，使更多的企业进入公司生态，公司可以帮助企业在生态里进行更多的信息化的完善和生态的构建。

企业与用户：公司给企业提供电子发票的开具通道，用户只要需求电子发票，企业可以在线上完成或在线下的业务流隔断，加强用户体验。

51发票服务平台是公司面向企业和社会公众搭建的全国性发票服务平台，为企业提供一体化的电子发票管理、进销项发票管理、非税票据电子化等方面的解决方案。

51 发票平台电子发票用户规模和开票数量均处于行业领先地位。将人工智能技术与自助终端结合，云税终端推广覆盖全部省级行政区，从单一设备发展为“云办税+自助终端”的整体解决方案，并拓展到行业应用领域，全年依托云税系统销售云税自助终端超过一万台。

多维合作，获取平台、客户资源；云税智能体现数字经济



公司具备丰富的行业大数据资源，随着与腾讯等互联网公司战略合作，公司在大数据方面变现模式逐渐清晰，有望成为**数字经济时代“大数据运营商”**。

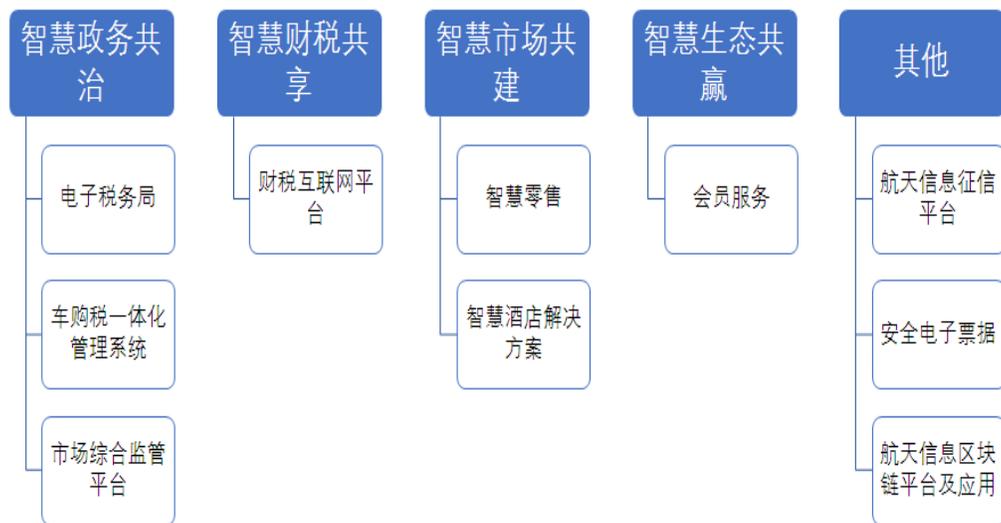
国地税联合办税云平台

- 纳税人登录一个系统，即可办理国税地税两家业务，涵盖了8大类业务，6项延伸服务，135个服务事项，772个具体业务事项，目前在国内办税的90%以上业务都可以在网上办理。
- 同时拓展办税渠道，实现了APP办税、微信办税、自助终端办税等多种办税方式。
- 航天信息建设的24小时实体自助办税厅在全国得到了广泛应用。



建设生态共赢体系，成为企业SaaS服务的生力军

在2018年7月的发布会上，航天信息发布一系列新产品，利用自身软件能力与税务业务基础打造财税互联网平台、企业征信服务平台和智慧市场监管平台。此外，在千万企业用户中积极开拓会员制服务，开拓新的商业模式，深度挖掘海量客户资源，进而与航天信息的特色税务、电子票据等一系列服务体系结合。



企业增值服务产品

Aisino在线服务平台

- 在线咨询
- 远程协助
- 集成Web
- 分级管理
- 服务监控

IT增值服务

- IT设备延保
- 桌面外包服务
- 微博微信建设
- 企业网站建设

新财力会员服务

- 会员产品
- 涉税服务
- 专家咨询
- 会员俱乐部

通过提供一系列的企业客户增值服务和产品，增强客户粘性，稳定扩展客户规模。

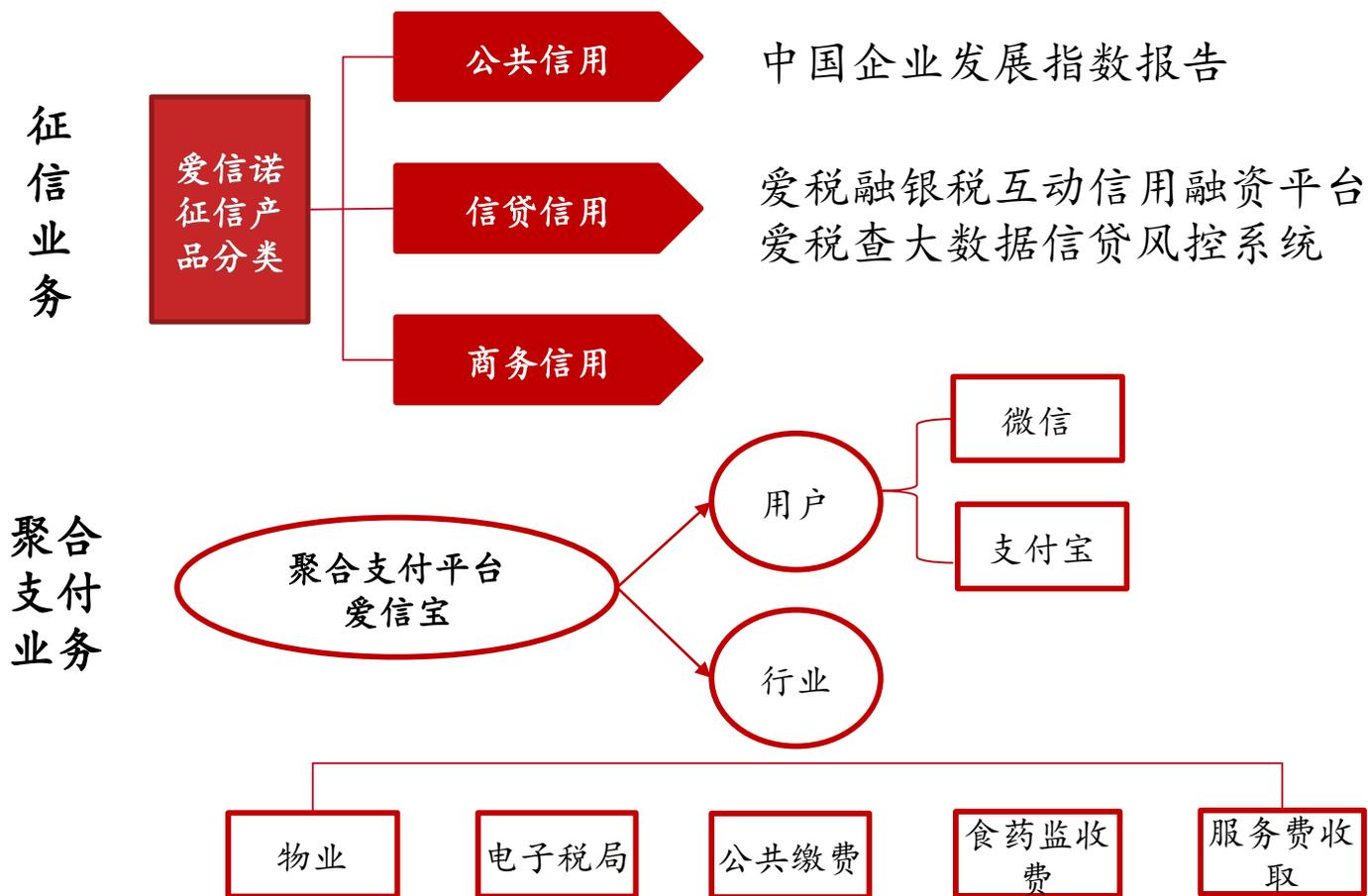
通过建立通用平台，借由金融与物联网做突破口，以千万企业用户为基础，共建生态共赢体系，有望实现转型成为企业SaaS服务的生力军。



03 优质企业数据变现，金融科技成新突破点

爱信诺征信——小微企业信贷新突破，利用税务数据为企业增信

在互联网金融领域，航天信息旗下的爱信宝平台将便捷的聚合支付与电子发票、极速开票完美结合，辅之智能店铺管理、多终端管理平台、万能收银台等功能，全面满足客户对支付、电子发票或纸质发票、店铺管理一体化解决方案等的多样化需求；爱税融银税互动信用融资平台则在银税互动框架协议下，利用税务数据为企业增信，辅助企业高效快捷申办融资。



智能终端业务

银行智能终端

腾讯将开放财付通收单通道和微信小程序，双方将在聚合支付和智能POS收单服务等领域进行全面合作；未来，双方还将持续探索，不断满足航天信息拥有的纳税人用户在贷款、理财、征信等相关金融领域的全方位需求。

诺诺金服——对接优质银行，持续服务中小微企业贷款



诺诺金服是**互联网金融平台**，按照互联网运营模式运转，挖掘利用财税和供应链等大数据，通过与银行等金融机构的紧密合作，向中小微企业提供融资理财服务，实现银企互利共赢。



诺诺金服产品

浦发银行-
银税贷

专为爱信诺航天信息—诺诺金服用户提供，以经营性信息为主要授信依据。

瀚华金控-金税
贷（成长贷）

为诺诺金服用户提供，该产品以企业法定代表人为借款主体。

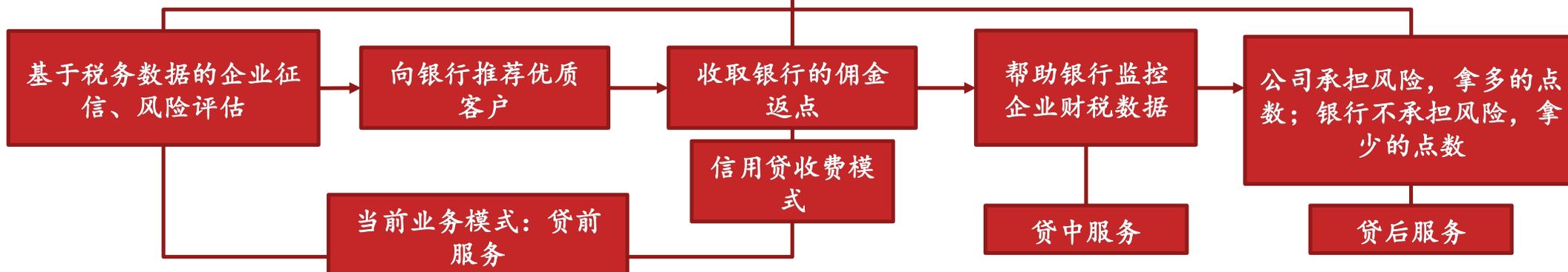
中国邮政储蓄银
行-税贷通

面向稳定纳税的中小企业，依据近两年销售情况发放的短期流动资金贷款业务。

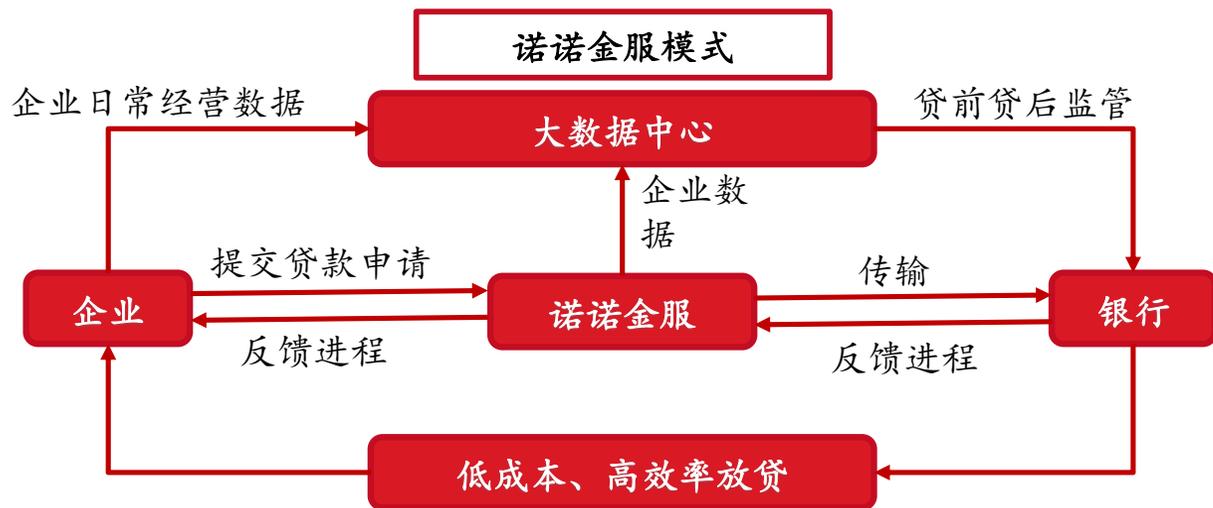
南京银行-
生意兴

面向企业主个人发放的急速贷款产品。

信用贷未来可能的业务模式



诺诺金服——依托大数据中心支持体现渠道优势



合作机构



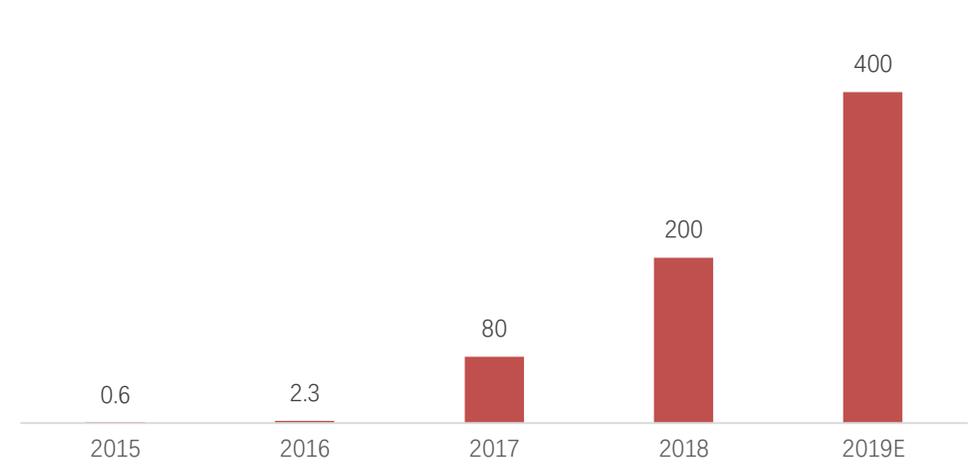
贷款规模

在**小微金融、普惠金融政策**下，市场总体贷款规模巨大，2018年3月28日国务院常务会议决定设立**国家融资担保基金**，首期募资**不低于600亿元**，推动缓解小微企业和“三农”等融资难题。

用户规模

诺诺公司加强财税互联网服务平台建设，平台中极速开票用户规模已**超过1000万**，诺言用户规模接近**700万**，诺诺云记账用户规模已**超过5万户**，构建了金融及财税产品的协同发展模式，为全体系开展财税金融服务业务提供有力支撑。

诺诺金服助贷规模收入预测（亿元）





税e贷
(爱税融平台产品)

贷款额度高

利率低

审批快

期限长

最高200万元的纯信用贷款

爱信诺征信基于航天信息电子政务、电子商务方面的业务资源、数据资源、渠道服务资源，综合运用大数据统计分析、关联分析和趋势分析的方法，向全社会提供公共领域、商务领域和信贷领域的信用服务，并开展**垂直电商和普惠金融**等信用关联业务。

爱信诺征信拥有3000万余户企业信用数据，覆盖了大多数在册企业，包含一般纳税人及小规模纳税人。

生成信用报
告

提供应用软
件

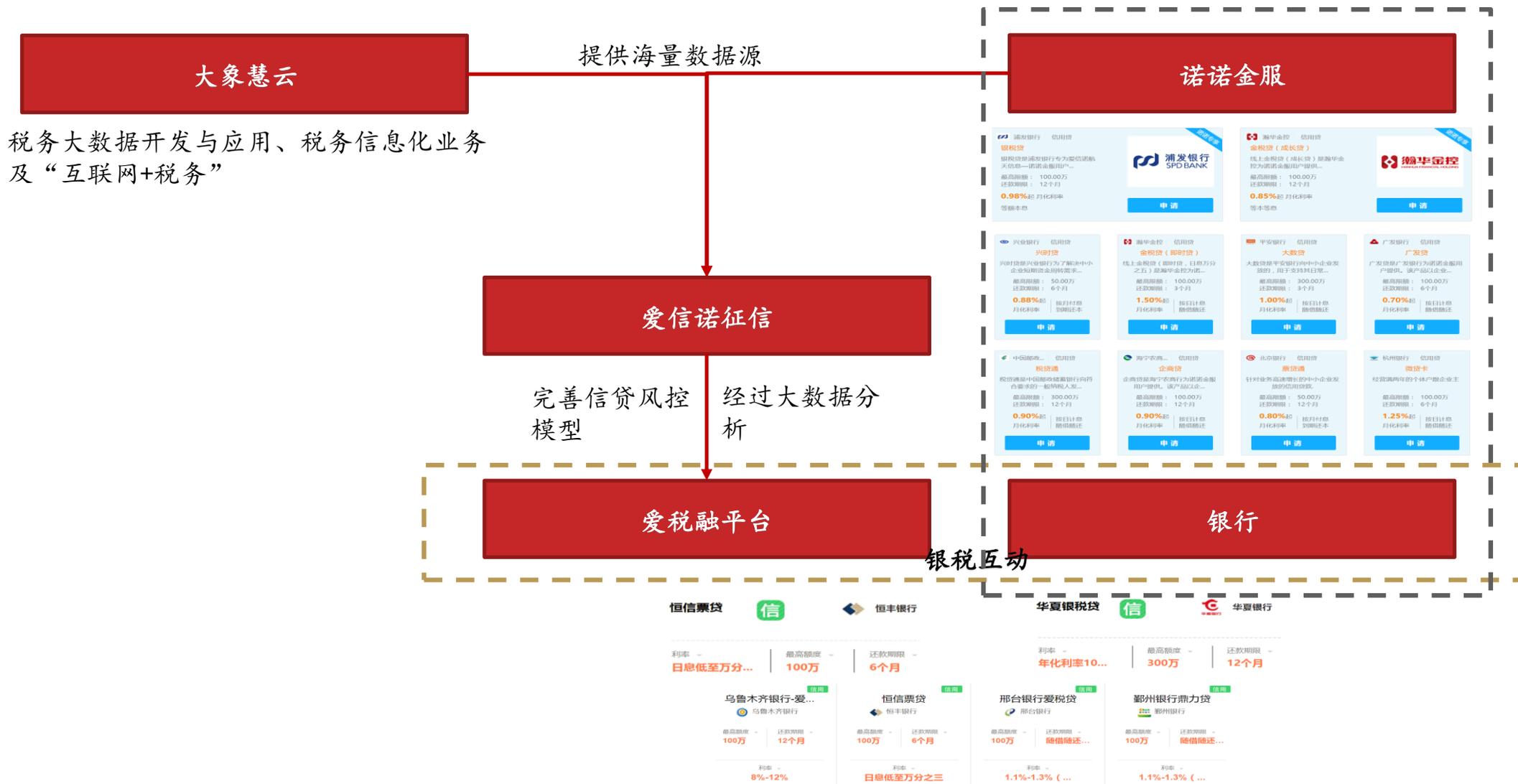
供应链信用管理
系统

企业线上强实名认
证系统

企业信用融
资服务

经济分析产品-经
济指数等

三大平台支撑完善信贷风控模型，信贷业务基石稳健

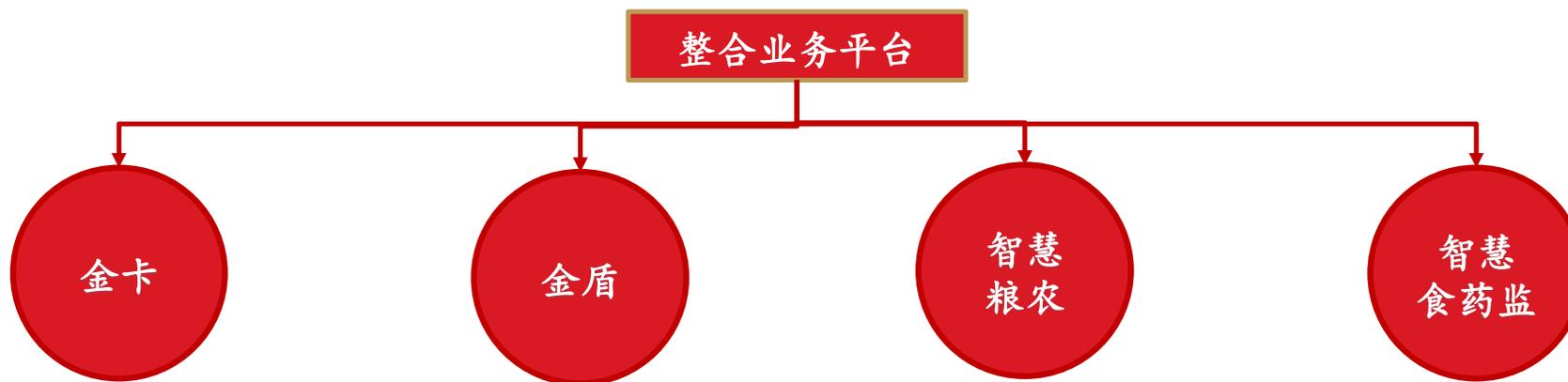


多样化产品

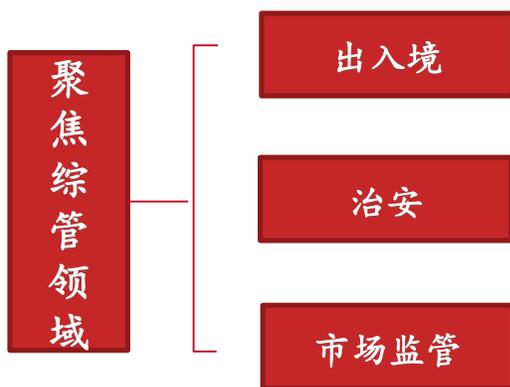


04 整合业务资源，智慧业务实现新的发展

整合业务平台，物联网产业发展迈上新台阶



- 公司把握政策发展机遇和行业发展趋势，及时整合金卡和金盾、智慧粮农和智慧食药监等业务单位，完成产业方向的梳理和聚焦。
- 立足新一代信息通讯技术，积极推进安全可靠产业取得社会效益和经济效益双丰收。相关城市安全可靠项目当年建设、当年使用、当年验收，成为自主安全可靠领域又一示范工程。2018年底，公司安全可靠领域累计中标近四十个实施项目，还承担建设了国家有关部门的两个应用示范项目，项目中标率及市场占有率位于市场领先地位。



聚焦出入境、治安、市场监管等领域，大力推广物联网行业应用平台系统，相关业务终端自助设备销售也取得显著成效，**全年销售行业应用自助设备近5300台，同比增长近3倍。**

重点行业、重点领域、重点市场开拓取得新进展

互联网+政务服务

- 积极参与“互联网+政务服务”新领域系统建设。互联网+政务服务示范项目——地市行政服务中心平台项目成功在地方政府部门试点运行，为全面推广夯实基础；牵头国家重点项目“重点领域公益诉讼案件动态监督关键技术研究”，以课题带动产品研发、产业发展，积极关注公益诉讼领域的信息化服务；加快布局智慧检务信息化建设，成功中标最高检智慧检务平台、天津市检察院人工智能与云安全平台、司法部重新犯罪大数据监测分析平台等信息化项目；协助公安部，牵头开展智能治安综管平台服务总线26个省的试点工作，开启政法服务新业务领域。

民生领域

- 大力拓展民生领域。智慧监管业务先后中标福建厦门、河南许昌、四川泸州等地监管项目，还结合国家“放管服”要求，推出全国首个全程电子化的工商注册系统；智慧粮食业务2018年新实施了甘肃和四川省粮食局、福建粮食质量追溯平台等多个项目；完成全国出入境信息管理系统终验，独家承建了港珠澳大桥香港段、珠海段自助通道；参与香港出入境管制系统、深圳边检总站自助通道建设等多个重大项目；完成全国居住证系统、港澳台居住证系统的上线及终验。



大数据广泛应用，制造数字产业地图

在物联网应用领域，公司利用自主研发的大数据平台，为决策者提供精准可靠的分析、预警和决策依据，目前已在公安、食药监、粮储等多个行业开展了广泛应用。

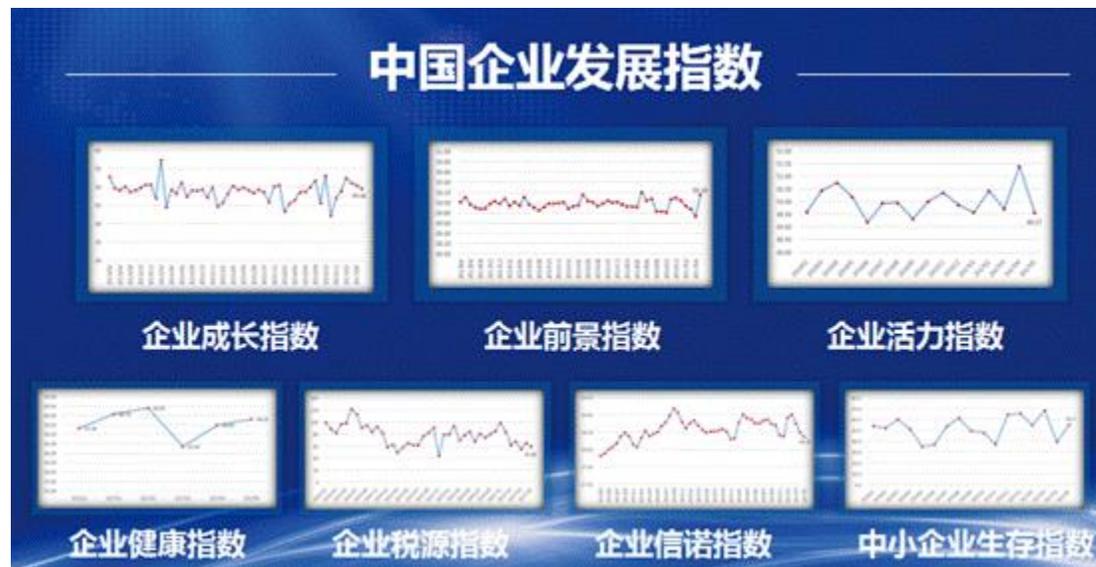
智慧食药监大数据平台，能够实现从国家到乡镇五级食药监机构以及食药监部门、企业、消费者之间的三维数据联通，彻底解决数据孤岛问题；数字产业地图。围绕食品分类、预警等级、食品安全隐患和评估等，建立智能化食品安全预警系统；

公安与电子政务领域，开发适用于政府服务与决策的通用人工智能平台，研制面向开放环境的决策引擎，应用于复杂社会问题研判、政策评估、风险预警、应急处置等重大战略决策，同时加强政务信息资源整合和公共需求精准预测，让政府与公众的交互渠道更畅通。

航天信息发布七大企业指数

涉及多维度的广泛数据以及应用能够帮助企业形成数据与变现的优质循环。

比如航天信息汇聚近百万家企业客观数据，生成的中国企业发展指数，涵盖企业成长指数、前景指数、活力指数、健康指数、税源指数、信诺指数及中小企业生存指数等七大领域，可服务于企业信用评估、投融资指引、经济政策制定参考等范畴。

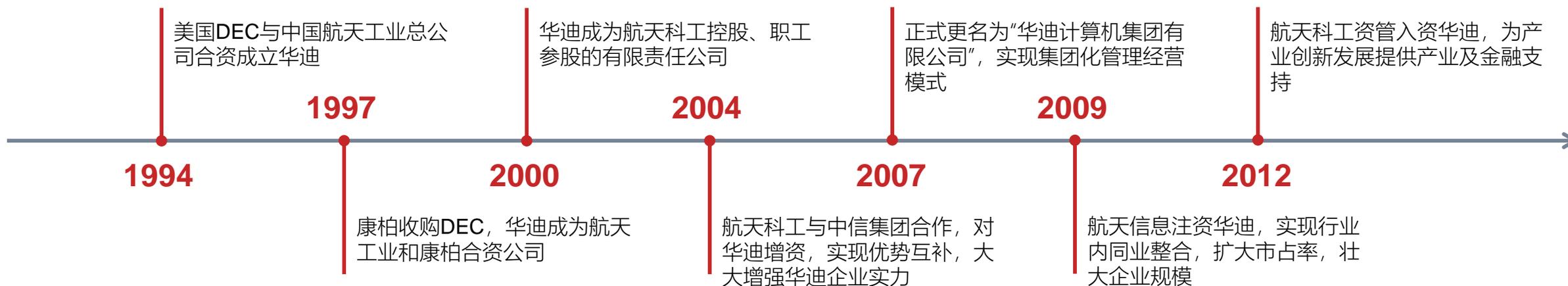
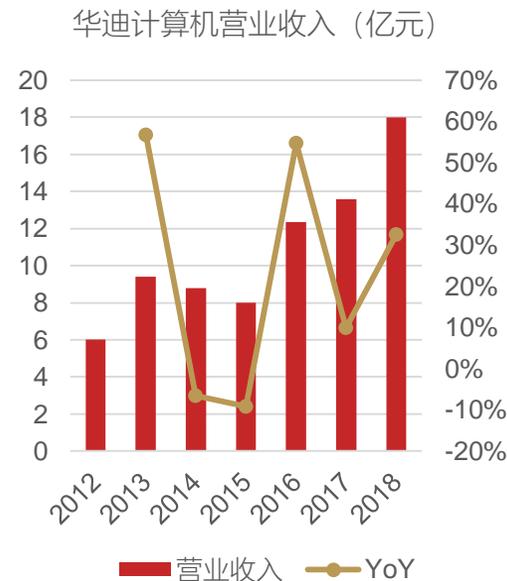
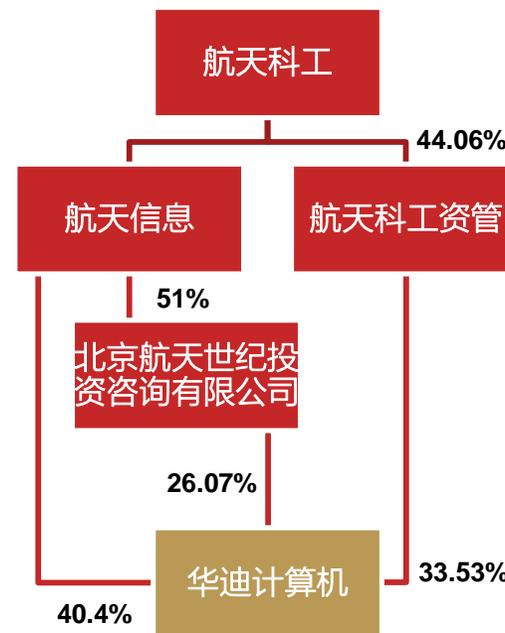




05 网信业务深耕，子公司华迪计算机营收快速增长

华迪计算机——多项国家资质，深耕国家信息安全领域，营收高速增长

- 华迪计算机集团有限公司（以下简称“华迪”）成立于1994年，隶属于中国航天科工集团公司，由航天信息控股，员工持股以应用解决方案为核心的信息技术服务企业。
- 华迪在国内信息产业始终处于领先地位，先后参与并成功经受住国家电子政务信息化中多个国家级重点工程的考验，取得了非凡的成绩，拥有中央部委、省、市级大量成功案例，具有工业和信息化部计算机信息系统集成一级资质、国家保密局计算机信息系统集成涉密甲级资质、国家保密局涉密软件开发单项资质、国家人防办人防信息系统建设保密项目（施工）甲级资质及高新技术企业、软件企业等多项国家级资质。
- 公司作为中国航天科工集团公司旗下企业，科工集团强大的技术优势、人才优势和组织大型工程的丰富经验，为华迪发展提供了坚实的支撑平台。随着航天信息控股华迪，其雄厚的信息安全技术实力、强大的资本市场金融支持和覆盖全国的服务网络，为华迪壮大企业规模，扩大市场占有率，进一步做大做强打下了坚实基础。





06 多维数据完善风控模型板块协同拉动
用户增长

依托税控、物联网大数据，小额信贷业务新突破可期

税控业务海量数据

通过数十年的积累，公司拥有**超过9000万户**的工商注册企业信息，**近1100万户**企业的纳税服务信息，同时也是全国电子发票数据的主要生产商，生产的电子发票底账数据占全国所有增值税发票底账数据的**80%以上**，汇集了**两千余万**企业基础信息，**20亿**份电子发票信息。

税控业务

广阔应用领域

公司在**公安、国防、物流、粮食**等行业广泛应用，多领域推出系列大数据应用解决方案，通过大数据采集、处理、分析和运用，公司的产业数字地图有机融合产业大数据，为产业规划布局、社会资源导流、创新创业指引提供巨大帮助。

智慧业务

积累多维度数据

- 企业工商信息
- 企业纳税信息
- 企业司法信息
- 企业交易信息
- 企业知识产权

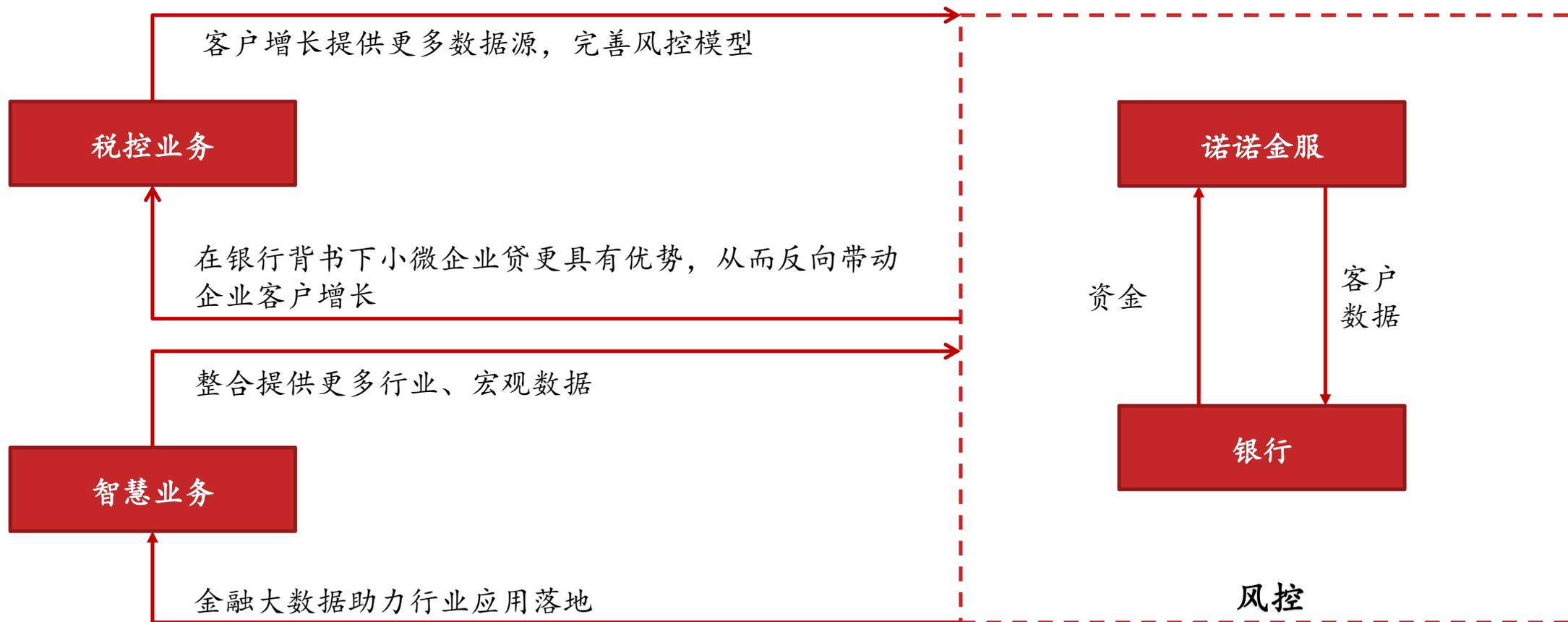
完善风控模型

基于大数据分析完善自有风控模型，助贷的业务体系和产品模式，帮助企业做大数据的信用贷款

金融业务 突破动力十足

板块驱动，反向拉动用户量提升

航天信息服务的对象是政府、行业和企业。数据来源于企业，服务于政府和社会，助力政府转型和社会运行模式转变的同时，又能帮助企业降低经营风险、缓解融资困境、简化办事流程，推动企业发展，形成了数据的良性循环。





07 服务“一带一路”，开拓突破国际市场

以港澳为中心，服务“一带一路”，开拓国际市场

中标莲塘口岸自助通关项目

中标香港新一代企业注册信息
息系统项目

参与香港、澳门地区多个新业务、
新市场项目投标

中标乌干达税务项目

推进埃及、赞比亚等国家信
息化建设项目

加大在非洲等“一带一路”国家
的市场拓展力度

公司国际化业务情况（万元）

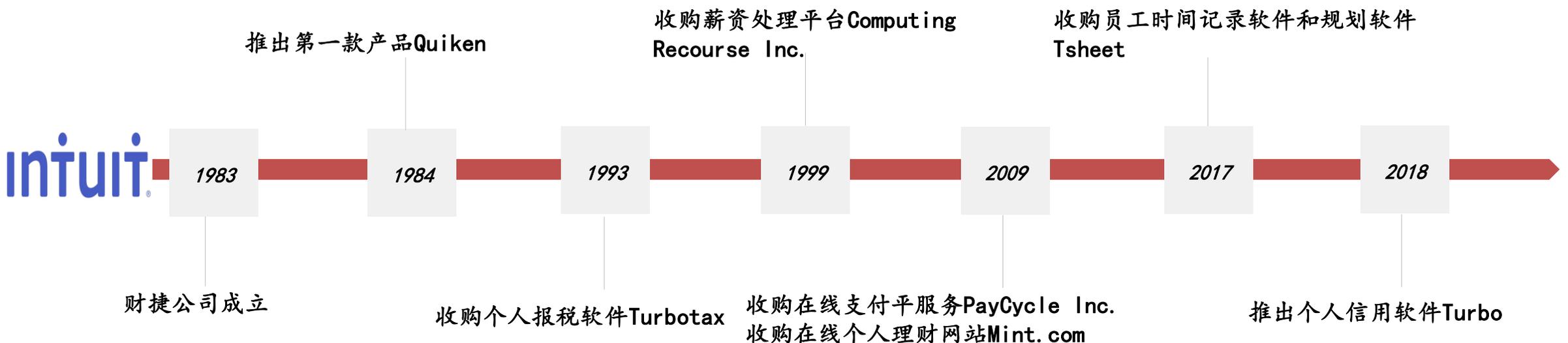
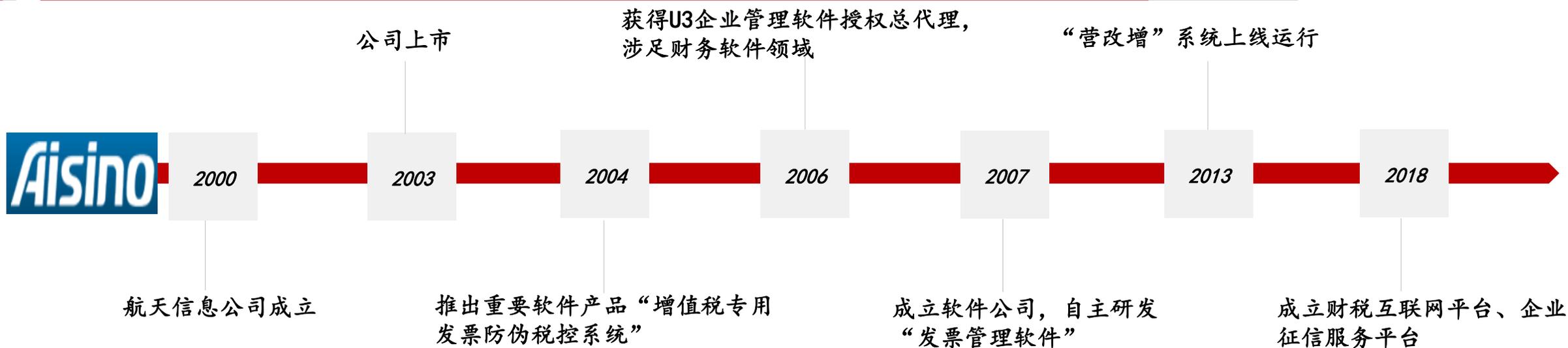


公司立足港澳，大力开拓国际市场，并取得重大突破，输出中国智慧和方案，逐步完成从一国到多国、从一点到一线、从一业到多业的国际市场拓展。**2018年海外收入6.17亿元，增速83%，计划到2020年国际化经营收入75亿元，占比达15%。**



08 对标国际龙头财捷公司，虽有差距但
正迎头追赶

航天信息成立虽晚，但已成为国内电子财务龙头



财捷公司专注电子财务，航天信息扩展信息服务

航天信息业务结构

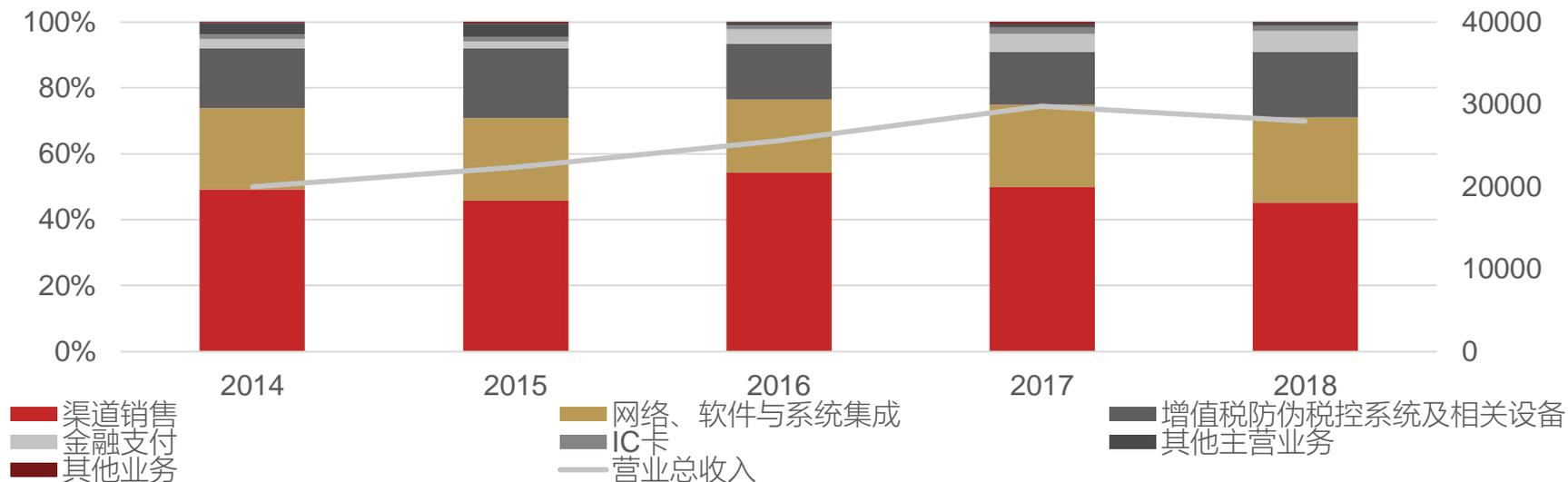
| 主要业务 | 细分类型 | 代表产品 |
|-------------|---|--|
| 金税及企业市场产业 | 增值税发票系统、网络发票、电子发票、大企业税务管理信息化、终端产品、财税能力提升服务、企业增值服务 | 金税盘、报税盘、Aisino打印机、Aisino在线服务平台 |
| 物联网技术及应用产业 | 智能交通、电子政务、智能管理、物流追溯、身份识别、公共安全、云计算大数据、教育行业 | 高速公路MTC人工收费管理系统、高速公路ETC不停车收费管理系统、督查管理系统、食品药品安全监管系统 |
| 金融电子支付及服务产业 | 金融支付类解决方案、金融支付服务、金融支付产品、非金融支付类解决方案 | MIS-POS系统、移动MIS系统、POS专业化服务、POS支付终端机具 |

财捷公司业务结构

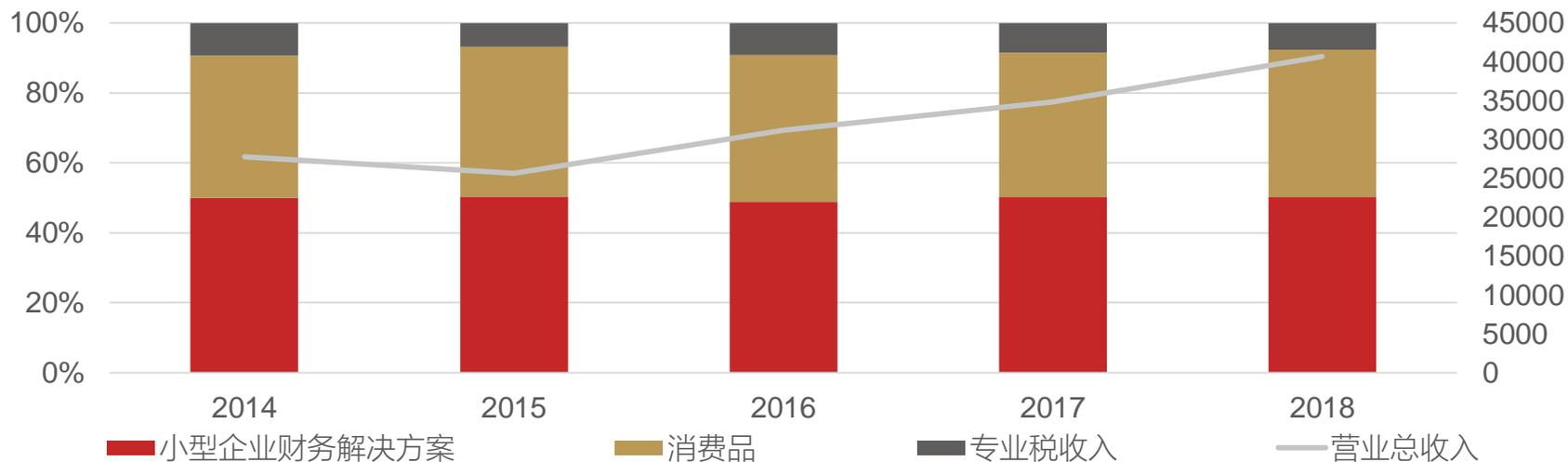
| 业务分部 | 目标客群 | 代表产品 |
|--------|-----------------------|--|
| 小型企业分部 | 中小企业、个体工商户、自由职业者、会计师等 | QuickBooks、QuickBooks Self-Employed、Online Accountant、Payroll Services |
| 消费者分部 | 个人消费者 | TurboTax、Turbo、Mint |
| 专业税务分部 | 专业会计师 | ProConnect Tax、Lacerte、ProSeries |

航天信息业务丰富，财捷公司稳定增长

航天信息营收情况（百万元）



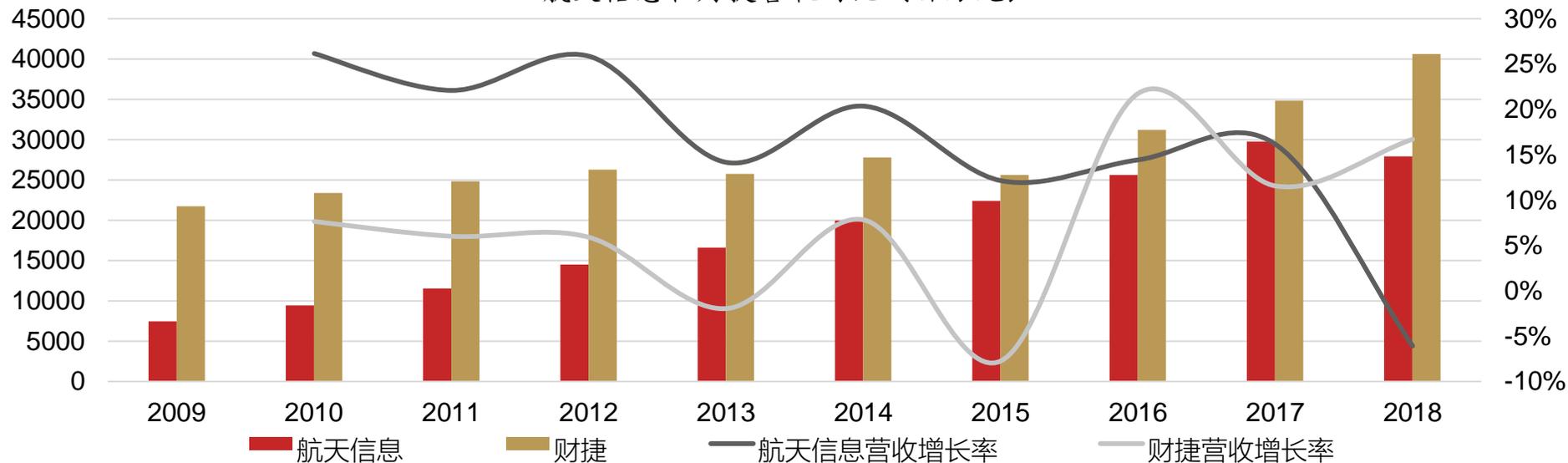
财捷公司营收情况（万元）



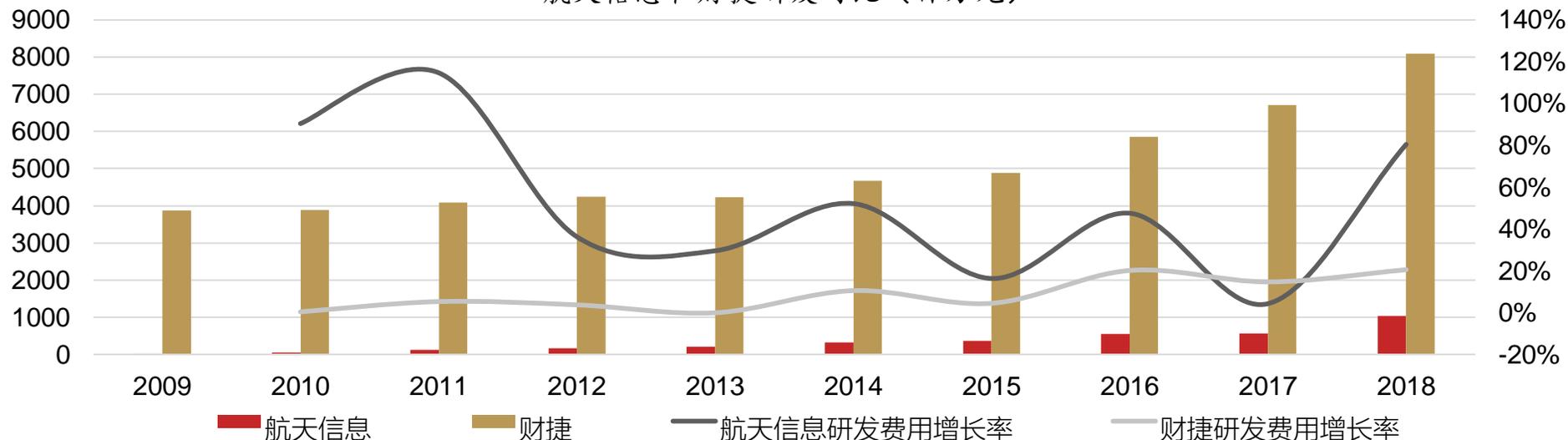
航天信息2018年营业总收入279.4亿元，同比减少10.9%，其中渠道销售占比最高，达到45%。而财捷公司2018年营业总收入406.5亿，同比增长16.7%，企业、消费者和专业税收结构基本稳定。可以看出，在业务结构上，航天信息更加丰富，除了电子财务，还有金融服务；而财捷公司一直专注于电子财务领域，稳定增长。

营收同步增长，研发投入差距明显

航天信息和财捷营收对比（百万元）



航天信息和财捷研发对比（百万元）



航天信息在服务覆盖面积、产品销量、经营业绩等多个方面居于行业内的领先地位。

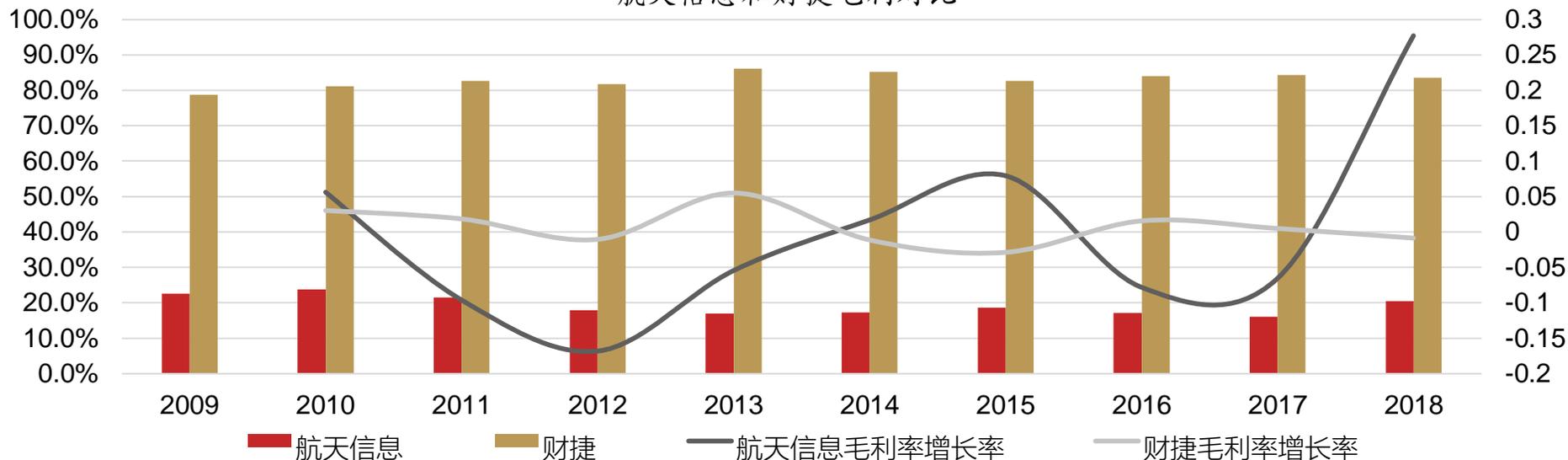
而财捷则一直是美国电子财务领域的龙头。

两公司作为各自国家细分行业的龙头公司，营业收入基本上稳定增长，航天信息自从2008年后业务增长迅速。

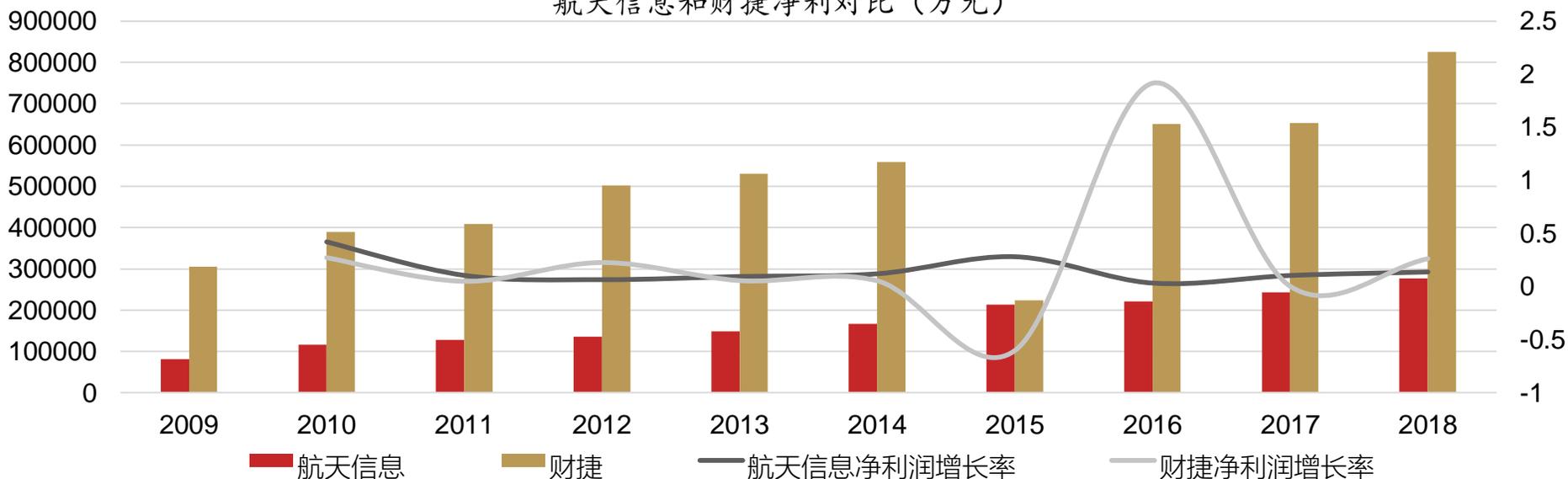
研发投入方面，虽然航天信息逐渐增加研发投入，但和财捷公司差距较大，2018年财捷公司研发投入将近80亿元，占营收的20%，而航天信息2018年研发投入10亿元，占营收的4%。

盈利能力差距明显，但正迎头追赶

航天信息和财捷毛利对比



航天信息和财捷净利对比 (万元)



因强大的研发投入和研发实力，财捷公司在产品毛利率上明显领先于航天信息，财捷公司平均毛利率超过80%，并保持长年稳定；而航天信息只有将近20%。

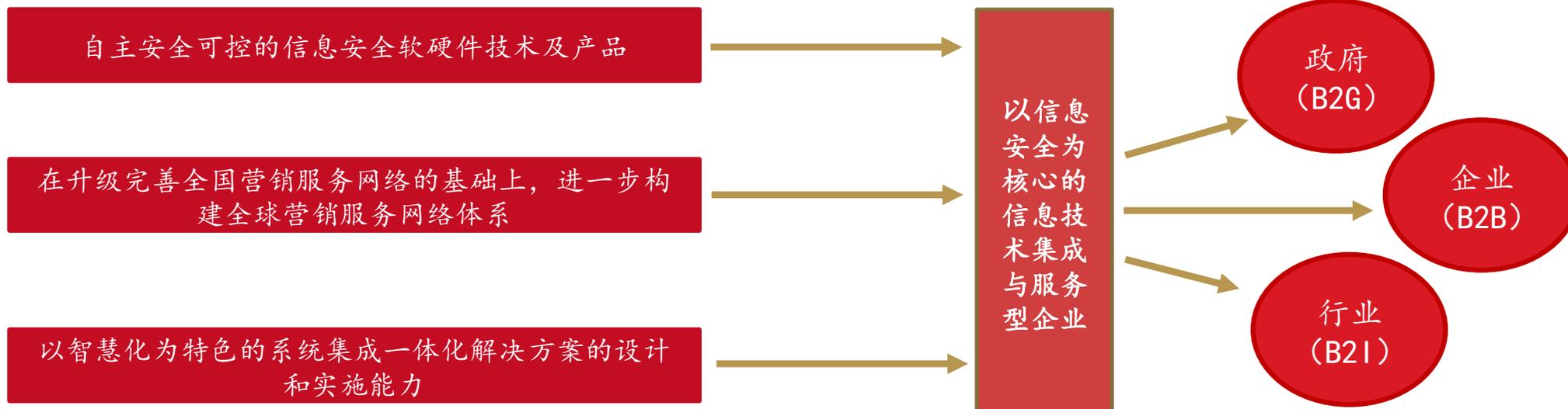
净利润方面，航天信息和财捷公司差距同样比较明显。

财捷公司逐渐增长，2018年更是达到82.5亿元。

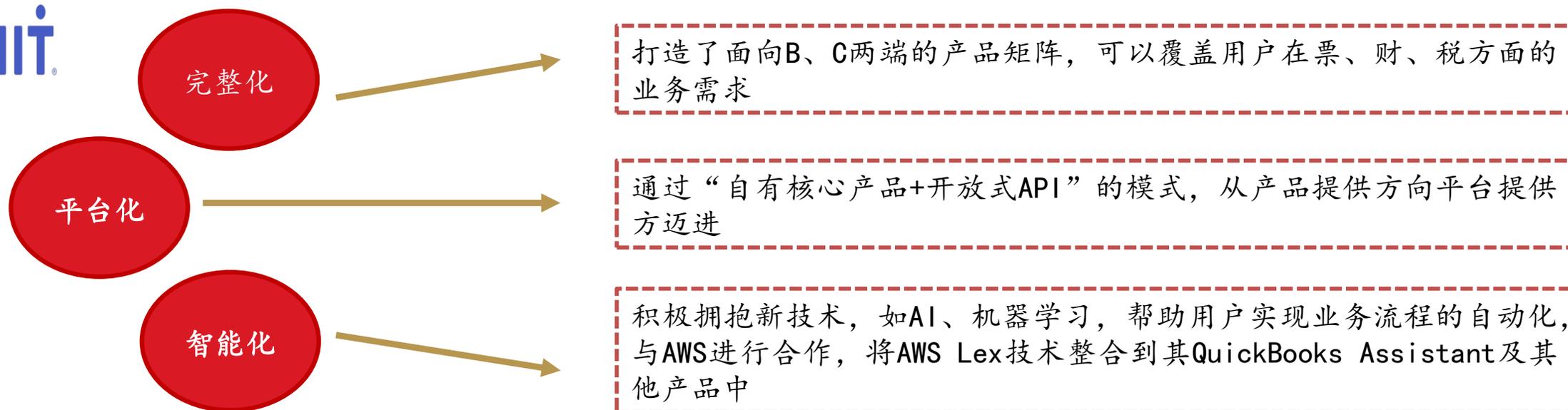
航天信息净利润稳定增长，显示出迎头追赶的趋势，特别是在2018年营业收入同比减少的情况下，净利润还能实现3.95%的增长。

B端客户是必争之地，智能技术是必然趋势

Aisino

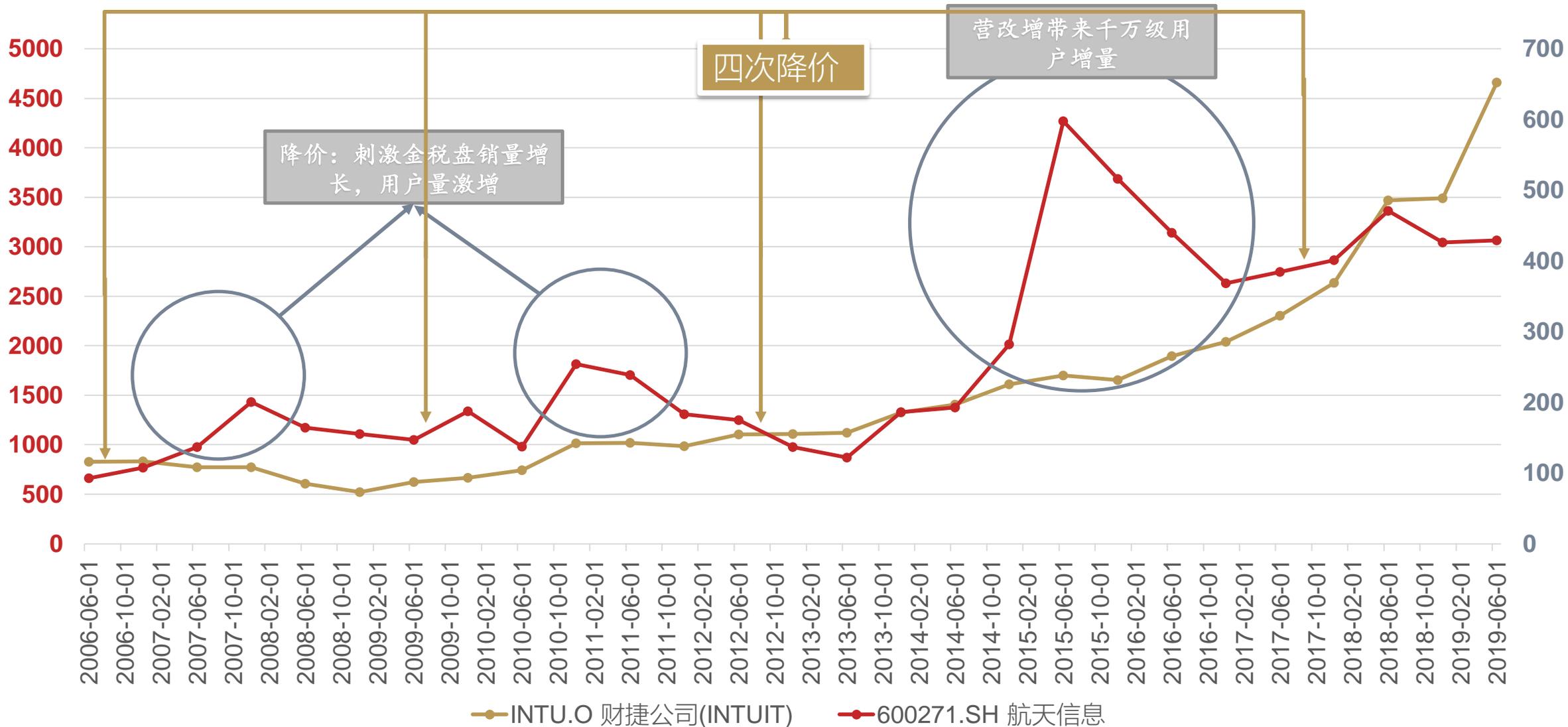


Intuit



历史市值表现均涵盖公司税控业务降价后带来的用户高增长

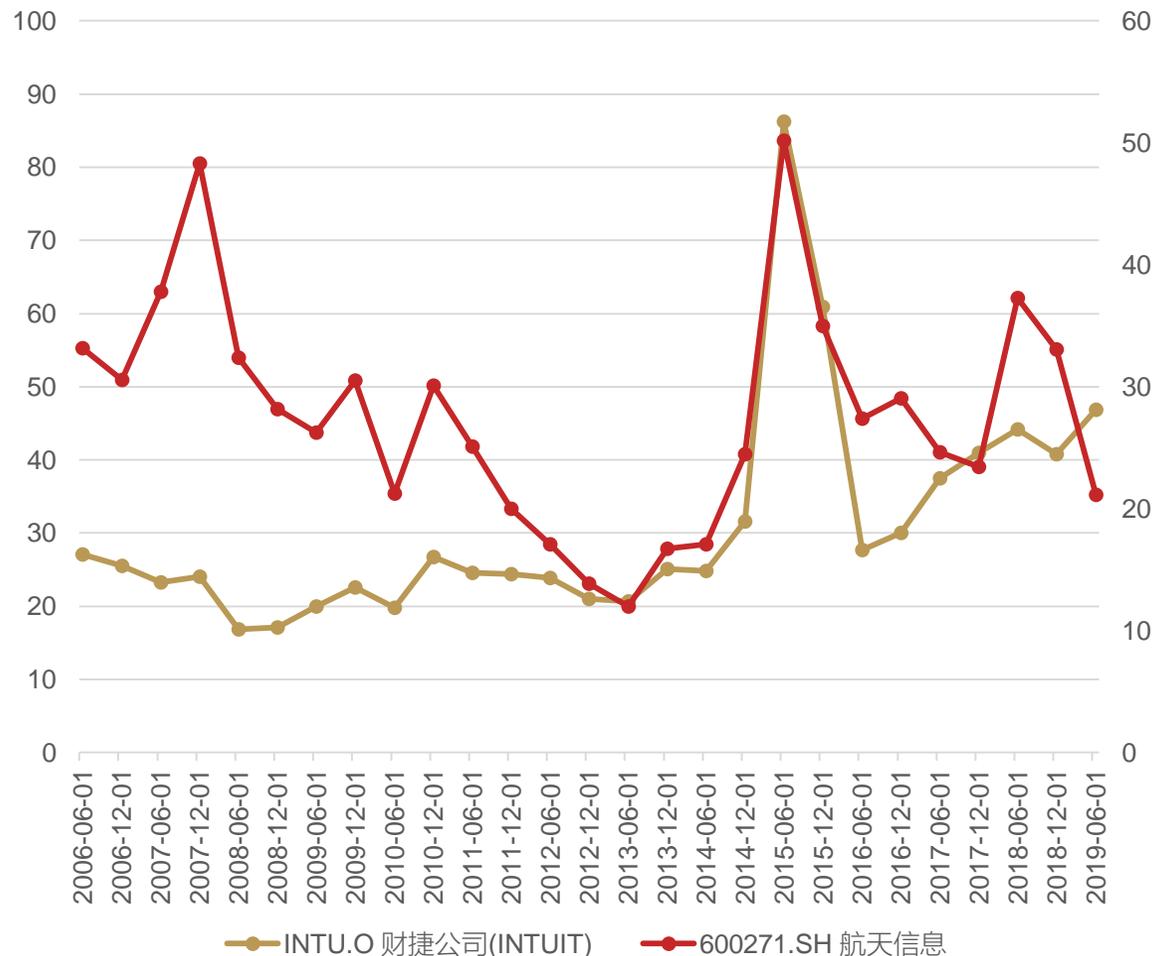
两公司总市值对比（亿元人民币）及航天信息四次产品降价时间点与市值变化情况



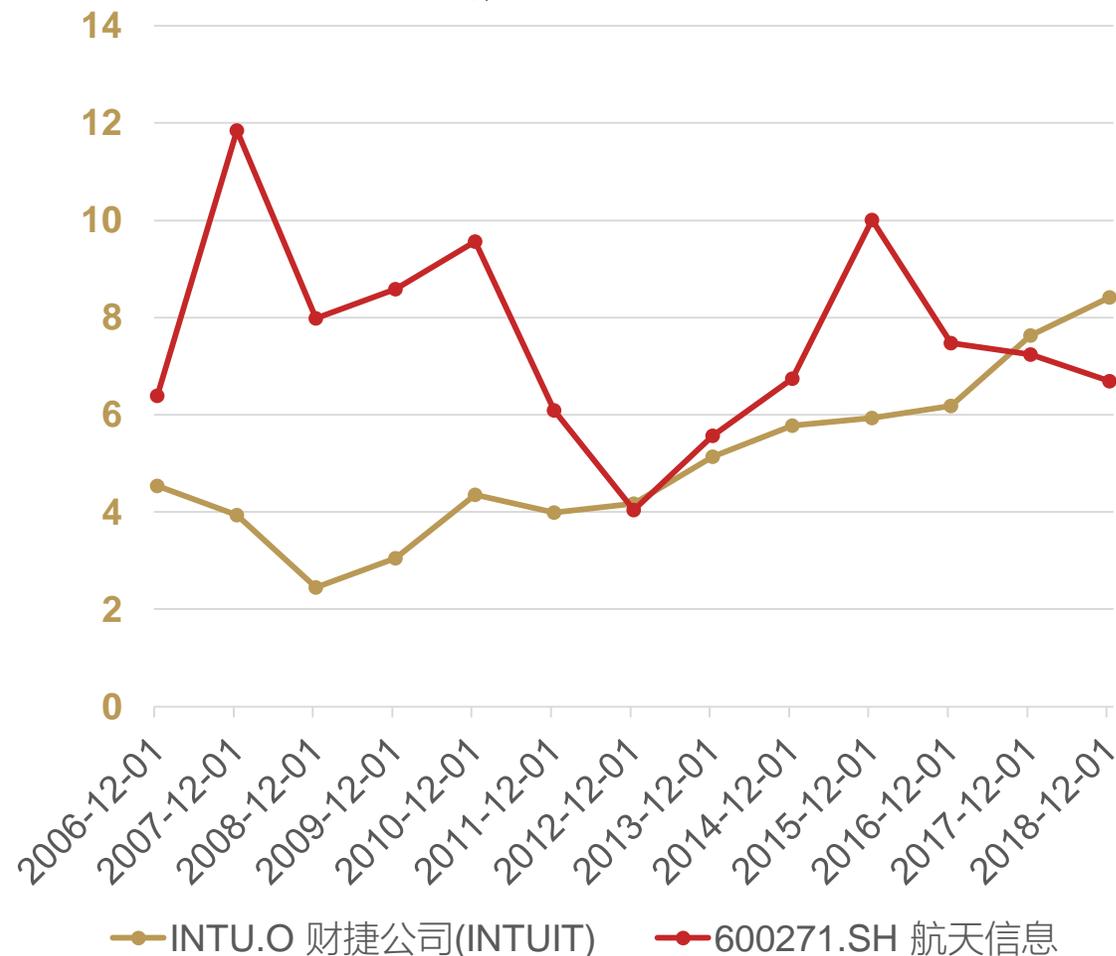
资料来源: wind, 华西证券研究所

两公司估值对比：从财捷股价走势来看，PS更加符合税控SaaS企业估值体系

航天信息和财捷PE估值 (TTM) 对比



航天信息 (税控业务) 和财捷PS估值 (TTM) 对比



根据航天信息税控业务PS历史估算估值与财捷PS估值 (TTM) 来看，PS更加符合税控企业估值体系，因此，给予航天信息税控业务2019年6.5倍PS估值水平。



09 公司盈利预测及风险提示

公司营收预测

| 单位：亿元 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年E | 2020年E | 2021年E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 255.76 | 295.80 | 278.98 | 343.06 | 412.84 | 491.46 |
| 渠道销售 | 138.87 | 148.25 | 125.98 | 144.88 | 166.61 | 191.60 |
| 增速% | | 7% | -15% | 15% | 15% | 15% |
| 网络、软件与系统集成 | 56.95 | 74.79 | 72.57 | 83.46 | 95.97 | 110.37 |
| 增速% | | 31% | -3% | 15% | 15% | 15% |
| 增值税防伪税控系统及相关设备 | 43.61 | 47.73 | 55.56 | 69.69 | 87.12 | 104.68 |
| 其中 会员费 | | | 7.18 | 23.41 | 36.21 | 48.68 |
| 会员费增速% | | | | 225.93% | 54.69% | 34.44% |
| 会员人数(万) | | 1,200 | 1,330 | 1,463 | 1,609 | 1,770 |
| 会员人数增速% | | | | 10% | 10% | 10% |
| 付费会员转化率% | | | 20% | 40% | 50% | 55% |
| 付费会员人数(万) | | | 266 | 585 | 805 | 974 |
| ARPU(元) | | | 270 | 400 | 450 | 500 |
| 税控盘(亿元) | | | 6.00 | 5.32 | 5.85 | 6.44 |
| 服务费(亿元) | | | 34.87 | 40.96 | 45.06 | 49.57 |
| 增速% | | 9% | 16% | 25% | 25% | 20% |
| 金融支付 | 10.89 | 15.99 | 17.62 | 35.24 | 52.86 | 74.00 |
| 增速% | | 47% | 10% | 100% | 50% | 40% |
| IC卡 | 3.31 | 5.74 | 4.36 | 4.80 | 5.28 | 5.80 |
| 增速% | | 74% | -24% | 10% | 10% | 10% |
| 其他主营业务收入 | 2.14 | 3.3 | 2.9 | 5 | 5 | 5 |
| 营业成本 | 208.40 | 248.70 | 222.05 | 266.02 | 317.33 | 375.81 |
| 渠道销售 | 134.60 | 145.22 | 121.84 | 140.53 | 161.61 | 185.85 |
| 网络、软件与系统集成 | 46.79 | 63.32 | 58.82 | 70.52 | 81.10 | 93.26 |
| 增值税防伪税控系统及相关设备 | 19.72 | 22.36 | 24.74 | 31.36 | 39.20 | 47.11 |
| 金融支付 | 7.29 | 10.52 | 11.17 | 23.61 | 35.42 | 49.58 |
| IC卡 | 2.16 | 4.87 | 3.49 | 3.12 | 3.43 | 3.77 |
| 毛利率% | 17.0% | 15.9% | 20.4% | 22.5% | 23.1% | 23.5% |
| 渠道销售 | 3.1% | 2.0% | 3.3% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 网络、软件与系统集成 | 17.8% | 15.3% | 19.0% | 15.5% | 15.5% | 15.5% |
| 增值税防伪税控系统及相关设备 | 54.8% | 53.2% | 55.5% | 55.0% | 55.0% | 55.0% |
| 金融支付 | 33.1% | 27.1% | 36.6% | 33.0% | 33.0% | 33.0% |
| IC卡 | 35% | 15% | 20% | 35% | 35% | 35% |

关键假设:

(1) 渠道销售预计未来三年稳定增长, 给予15%稳定增长率;

(2) 网络语系统集成业务也预计未来三年稳定增长, 给予15%稳定增长率;

(3) 针对税控业务, 为抵消防伪税控降价带来的政策影响, 公司转变会员制收费模式, 我们预计公司整体用户数(即左表中会员人数)未来将保持10%的持续稳定增长。

考虑存量用户转换率较高, 分别给予未来三年付费会员转化率40%, 50%和55%。

根据以上两项假设, 预计未来三年付费会员人数将分别有585万人、805万人和974万人。

(4) 根据2018年ARPU预测值, 预计未来三年会员ARPU仍将持续上涨, 分别给予400元/人、450元/人和500元/人。

(5) 预计未来三年在税控盘价格稳定情况下, 按照现有税控盘200元和服务费280元计算未来三年税控盘及服务收入。

(6) 针对金融支付业务给予未来三年100%、50%、40%增速水平;

(7) 整体毛利率情况均根据公司历史毛利率情况决定。

综上, 我们预计公司未来三年整体营收分别为343.06亿元、412.84亿元和491.46亿元。

基于近期公司代销代购业务增加，营收增长，实际毛利空间无较大变动的情况，我们预计公司渠道业务收入下半年预期转好，调升营收增速，净利润水平与上次评级基本持平，预计公司2019-2021年净利润为19.3亿元、22.2亿元、24.6亿元，对应现价PE分别约为21.2/18.4/16.6倍。

| 财务摘要 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 29754.49 | 27940.08 | 34306.05 | 41283.96 | 49146.19 |
| YoY (%) | 16.17 | -6.10 | 22.78 | 20.34 | 19.04 |
| 归母净利润(百万元) | 1556.57 | 1618.00 | 1925.91 | 2223.64 | 2461.15 |
| YoY (%) | 1.34 | 3.95 | 19.03 | 15.46 | 10.68 |
| 毛利率 (%) | 15.99 | 20.42 | 22.46 | 23.14 | 23.53 |
| 每股收益 (元) | 0.84 | 0.87 | 1.03 | 1.19 | 1.32 |
| ROE | 15.18 | 14.56 | 14.81 | 14.56 | 13.88 |
| 市盈率 | 26.26 | 25.27 | 21.23 | 18.39 | 16.61 |

| 预计值 | 2019年E | 2020年E | 2021年E |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|
| 税控业务收入（亿元） | 69.69 | 87.12 | 104.68 |
| × PS估值水平（倍） | 6.5 | 6.5 | 6.5 |
| = 税控业务总市值（亿元） | 453.00 | 566.29 | 680.45 |
| 网络、软件与系统集成预估净利润（亿元） | 4.17 | 4.80 | 5.52 |
| × PE估值水平（倍） | 15 | 15 | 15 |
| = 集成业务市值（亿元） | 62.59 | 71.98 | 82.78 |
| 预计总市值（亿元） | 515.59 | 638.27 | 763.23 |

(8) 航天信息会员费及服务模式类似于财捷SaaS模式，航天信息依托自身渠道优势、客户规模优势，未来用户增长带动的边际成本递减，对毛利等财务指标的影响属于类SaaS模式，对标财捷给予航天信息税控业务6.5倍PS估值，预计未来三年税控业务市值分别为453亿元、566亿元和680亿元；

(9) 预计公司系统集成业务净利率为5%，根据行业水平给予集成业务15倍PE估值，预计未来三年集成业务市值分别为63亿元、72亿元和83亿元；根据分部估值法，预计2019-2021年航天信息对应市值分别为516亿元、638亿元和763亿元。

根据当前最新股本18.63亿股计算，对应2019年目标价位27.68元，目标价位提升，现价22.21元，上涨空间24.63%。估值体系调整，上涨空间变化，因此评级由“增持”上调为“买入”评级。

风险提示

- 税控业务受政策调控影响，价格持续下滑，会员制推广不及预期

公司传统税控业务受政策调控影响明显。为抵消这类不可避免且预期的政策性风险，公司积极实行税控会员制转型，将传统政策性收费向市场性收费转型，抵消政策风险，同时增长的会员制收入能够稳定价格下降对税控盘收入的影响。

但传统税控业务仍存在持续下降风险，同时会员制推广也具有一定不确定性，对公司业绩预测直接关联，需要持续关注。

- 金融助贷业务落地不及预期

目前公司金融助贷业务随国家小微贷服务政策大力推广，但受宏观经济环境下行及合作银行的不确定性风险，存在助贷业务推广不及预期风险。

- 智慧、网信业务全国推广不及预期

公司将过去物联网业务分拆为智慧业务及网信业务两大板块。对于智慧业务承接物联网民用部分（酒店等）和部分海关、公安等行业场景业务，整体业务推广受项目订单影响，存在推广不及预期风险；

网信业务公司具有较强资质，且深耕行业多年，收入快速增长，但盈利能力仍有待改善，存在业绩持续性风险。

- 系统性风险

公司盈利预测

| 单位：亿元 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年E | 2020年E | 2021年E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 255.76 | 295.80 | 278.98 | 343.06 | 412.84 | 491.46 |
| 渠道销售 | 138.87 | 148.25 | 125.98 | 144.88 | 166.61 | 191.60 |
| 增速% | | 7% | -15% | 15% | 15% | 15% |
| 网络、软件与系统集成 | 56.95 | 74.79 | 72.57 | 83.46 | 95.97 | 110.37 |
| 增速% | | 31% | -3% | 15% | 15% | 15% |
| 增值税防伪税控系统及相关设备 | 43.61 | 47.73 | 55.56 | 69.69 | 87.12 | 104.68 |
| 其中 会员费 | | | 7.18 | 23.41 | 36.21 | 48.68 |
| 会员费增速% | | | | 225.93% | 54.69% | 34.44% |
| 会员人数（万） | | 1,200 | 1,330 | 1,463 | 1,609 | 1,770 |
| 会员人数增速% | | | | 10% | 10% | 10% |
| 付费会员转化率% | | | 20% | 40% | 50% | 55% |
| 付费会员人数（万） | | | 266 | 585 | 805 | 974 |
| ARPU（元） | | | 270 | 400 | 450 | 500 |
| 税控盘（亿元） | | | 6.00 | 5.32 | 5.85 | 6.44 |
| 服务费（亿元） | | | 34.87 | 40.96 | 45.06 | 49.57 |
| 增速% | | 9% | 16% | 25% | 25% | 20% |
| 金融支付 | 10.89 | 15.99 | 17.62 | 35.24 | 52.86 | 74.00 |
| 增速% | | 47% | 10% | 100% | 50% | 40% |
| IC卡 | 3.31 | 5.74 | 4.36 | 4.80 | 5.28 | 5.80 |
| 增速% | | 74% | -24% | 10% | 10% | 10% |
| 其他主营业务收入 | 2.14 | 3.3 | 2.9 | 5 | 5 | 5 |
| 营业成本 | 208.40 | 248.70 | 222.05 | 266.02 | 317.33 | 375.81 |
| 渠道销售 | 134.60 | 145.22 | 121.84 | 140.53 | 161.61 | 185.85 |
| 网络、软件与系统集成 | 46.79 | 63.32 | 58.82 | 70.52 | 81.10 | 93.26 |
| 增值税防伪税控系统及相关设备 | 19.72 | 22.36 | 24.74 | 31.36 | 39.20 | 47.11 |
| 金融支付 | 7.29 | 10.52 | 11.17 | 23.61 | 35.42 | 49.58 |
| IC卡 | 2.16 | 4.87 | 3.49 | 3.12 | 3.43 | 3.77 |
| 毛利率% | 17.0% | 15.9% | 20.4% | 22.5% | 23.1% | 23.5% |
| 渠道销售 | 3.1% | 2.0% | 3.3% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 网络、软件与系统集成 | 17.8% | 15.3% | 19.0% | 15.5% | 15.5% | 15.5% |
| 增值税防伪税控系统及相关设备 | 54.8% | 53.2% | 55.5% | 55.0% | 55.0% | 55.0% |
| 金融支付 | 33.1% | 27.1% | 36.6% | 33.0% | 33.0% | 33.0% |
| IC卡 | 35% | 15% | 20% | 35% | 35% | 35% |

附公司财务预测表 (单位: 百万元)

| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 27940.08 | 34306.05 | 41283.96 | 49146.19 | 净利润 | 2772.37 | 3103.87 | 3638.30 | 4036.74 |
| YoY (%) | -6.10% | 22.78% | 20.34% | 19.04% | 折旧和摊销 | 266.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业成本 | 22235.50 | 26602.28 | 31732.91 | 37580.53 | 营运资金变动 | -1170.97 | 766.75 | 243.70 | 363.05 |
| 营业税金及附加 | 105.77 | 122.39 | 150.29 | 177.72 | 经营活动现金流 | 1990.01 | 3929.72 | 3839.60 | 4354.80 |
| 销售费用 | 708.08 | 1355.09 | 1775.21 | 2304.96 | 资本开支 | -940.91 | 16.25 | -1.92 | -0.08 |
| 管理费用 | 1008.10 | 1732.46 | 2270.62 | 2788.55 | 投资 | -47.15 | 30.00 | -10.00 | -10.00 |
| 财务费用 | 26.80 | -183.49 | -233.70 | -306.91 | 投资活动现金流 | -929.28 | 126.25 | 68.08 | 69.92 |
| 资产减值损失 | 71.09 | 138.27 | 36.77 | 34.19 | 股权募资 | 95.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 309.14 | 80.00 | 80.00 | 80.00 | 债务募资 | -19.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 3399.50 | 3830.02 | 4475.91 | 4956.52 | 筹资活动现金流 | -1481.56 | -2264.14 | 38.17 | -1.83 |
| 营业外收支 | -47.89 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 现金净流量 | -420.82 | 1791.83 | 3945.85 | 4422.89 |
| 利润总额 | 3351.61 | 3831.02 | 4476.91 | 4957.52 | 主要财务指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税 | 579.25 | 727.15 | 838.61 | 920.77 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 2772.37 | 3103.87 | 3638.30 | 4036.74 | 营业收入增长率 | -6.10% | 22.78% | 20.34% | 19.04% |
| 归属于母公司净利润 | 1618.00 | 1925.91 | 2223.64 | 2461.15 | 净利润增长率 | 3.95% | 19.03% | 15.46% | 10.68% |
| YoY (%) | 3.95% | 19.03% | 15.46% | 10.68% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.87 | 1.03 | 1.19 | 1.32 | 毛利率 | 20.42% | 22.46% | 23.14% | 23.53% |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 净利率 | 9.92% | 9.05% | 8.81% | 8.21% |
| 货币资金 | 9693.90 | 11485.73 | 15431.58 | 19854.48 | 总资产收益率ROA | 7.54% | 8.44% | 7.99% | 7.39% |
| 预付款项 | 707.82 | 815.59 | 963.93 | 1154.22 | 净资产收益率ROE | 14.56% | 14.81% | 14.56% | 13.88% |
| 存货 | 1093.32 | 1075.59 | 1344.23 | 1594.61 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 4649.37 | 4160.85 | 4812.40 | 5417.53 | 流动比率 | 2.92 | 2.91 | 3.06 | 3.18 |
| 流动资产合计 | 16144.41 | 17537.76 | 22552.15 | 28020.84 | 速动比率 | 2.60 | 2.59 | 2.74 | 2.86 |
| 长期股权投资 | 187.70 | 187.70 | 187.70 | 187.70 | 现金比率 | 1.75 | 1.90 | 2.09 | 2.25 |
| 固定资产 | 1219.00 | 1219.00 | 1219.00 | 1219.00 | 资产负债率 | 36.58% | 26.87% | 26.87% | 26.78% |
| 无形资产 | 1192.49 | 1192.49 | 1192.49 | 1192.49 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 5318.69 | 5273.44 | 5286.36 | 5297.44 | 总资产周转率 | 1.36 | 1.55 | 1.63 | 1.61 |
| 资产合计 | 21463.10 | 22811.20 | 27838.51 | 33318.28 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.87 | 1.03 | 1.19 | 1.32 |
| 应付账款及票据 | 1595.06 | 1712.22 | 2127.77 | 2516.06 | 每股净资产 | 5.97 | 6.98 | 8.20 | 9.52 |
| 其他流动负债 | 3930.11 | 4319.50 | 5252.95 | 6307.69 | 每股经营现金流 | 1.07 | 2.11 | 2.06 | 2.34 |
| 流动负债合计 | 5525.17 | 6031.71 | 7380.72 | 8823.75 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 42.00 | 42.00 | 42.00 | 42.00 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 2284.26 | 56.14 | 56.14 | 56.14 | PE | 25.27 | 21.23 | 18.39 | 16.61 |
| 非流动负债合计 | 2326.26 | 98.14 | 98.14 | 98.14 | PB | 3.84 | 3.14 | 2.68 | 2.31 |
| 负债合计 | 7851.43 | 6129.85 | 7478.86 | 8921.89 | | | | | |
| 股本 | 1862.51 | 1862.51 | 1862.51 | 1862.51 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2496.52 | 3674.49 | 5089.14 | 6664.74 | | | | | |
| 股东权益合计 | 13611.67 | 16681.35 | 20359.65 | 24396.39 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 21463.10 | 22811.20 | 27838.51 | 33318.28 | | | | | |

分析师与研究助理简介

宋 辉 3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域；

柳珏廷 理学硕士，2年券商研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

