本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn



研究所
证券分析师：孔令峰 S0350512090003
010-88576833-813 konglf@ghzq.com.cn
联系人：刘智
021-68591576 liuz02@ghzq.com.cn

# 非典型软件外包公司，技术延伸空间巨大

## ——润和软件（300339）调研

## 点评：

**1、专注核心技术研发，奠定长期成长动力。**区别于传统广泛接包的外包服务商，公司专注在供应链管理和智能终端嵌入式软件两大领域内深入、前瞻性研发，在两大领域的关键技术方面积累了领先的技术优势，我们积极看好这类公司的成长价值。目前这类公司最典型的代表是东软集团，其在2004 年的国际软件外包收入为 1600 万美元，而到 2012 年公司的国际软件收入达到了 34669 万美元，在 8 年间翻了 20 多倍，并在目前高基数和国际软件外包环境不利的情况下仍保持 10%以上的增速，究其主要原因就包括其在汽车电子、信息家电、智能移动终端三大业务领域的专注性技术积累，公司也直言专注技术的积累是他们成功的最重要基因。伴随着信息技术的快速发展，我们认为技术专注型外包公司将不断迎来发展新机遇，公司有望成为为数不多的重要受益者，稳定成长为行业龙头。

**2、智能终端业务创新空间大，高速增长仍将持续。**智能终端嵌入式软件业务上半年实现营收 7055 万元，同比增长 23.59%，低于上年同期 114.44%的高增长。主要原因是：首先，公司大客户华为上半年进行了研发调整，使得公司对其业务受到一定的影响；其次，印尼项目上半年的重点是相关研发，报告期内项目无确认；另外，其他国内外在谈项目也正在积极推进，上半年无实质性业务贡献。

全年高增长有保障，未来仍是公司重要看点：（1）华为研发调整已经完成，下半年公司对其业务将有较大的提升；（2）公司印尼项目研发进展顺利，下半年有望进行确认；（3）公司也借助印尼项目的技术积累开始和海信一起，联合国内运营商进行国内市场的开拓，期待实现国内此项业务的突破；（4）基于公司上年与海信一起拿下印尼平板项目的经验，公司正积极与国外客户进行沟通，希望在智能终端创新业务领域取得合作，突破性进展有望落地；（5）公司“飞影”产品市场认可度很高，目前已经与 OEM 厂商和部分品牌厂商取得合作，进行基于机顶盒等的面向数字家庭的平台化产品研发，第一版目前已经投放，今年有望开始贡献收入；（6）年初公司开发了南京市政府的智慧旅游手游项目，效果受到市场高度评价，验证了公司在游戏方面已经具备了技术积累，公司期望在此领域进行更大力度的开拓。

**3、收购开拓仅是开始，外延式发展值得期待。**公司13年7月以收购加增资的方式，使用公司超募资金5646.46万元获得江苏开拓66.85%的股权，公司将借此进一步整合公司软件服务和系统集成服务能力，将业务领域拓展至“智慧城市”领域，公司此次业务开拓仍将专注已有的核心技术，并将其应用到智慧城市领域。看好公司此次外延式发展：（1）江苏开拓在江苏区域市场具有良好的客户资源和项目积累，目前发展的主要瓶颈是资金问题，公司将通过管理支撑和资金支持，来辅助江苏开拓实现快速增长，公司和江苏开拓有对赌协议，未来净利润增速有望超出预测；（2）公司通过和IBM的深度合作，将有望助力其首先在江苏、安徽等周边省市获得智慧城市订单；（3）公司在技术积累方面已有一定的积累，和无锡公安、南京智能交通、环保厅均有一定的合作，目前智慧城

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn


市发展正加速渗透，公司前期的项目合作有望帮助获得更大的订单。同时，我们持续看好公司相关积累技术的延伸性，基于公司自身特点和外包公司的发展方式，我们认为公司在外延式扩张方面具有巨大的潜力，未来或有诸多外延式拓展落地。

**4、技术水准再上新台阶，供应链业务全年增速有保障。**供应链管理软件是公司最悠久的业务、也是最具竞争力的业务，在国内市场占有较高的技术、客户和项目优势，公司申报的“基于 RFID 的供应链管理软件研发及产业化项目”被列入“国家高技术产业发展项目计划及国家资金补助计划”，近期已收到国家补助资金为 800 万元，显现公司在此领域内的技术优势。上半年，公司仍然保持稳定的新增客户量，比如服装的达芙妮等等。伴随着各类企业对运营效率提升的迫切需求和新技术的层出不穷，供应链管理软件的市场规模正在每年以 20%以上的速度增长，保守市场规模也接近百亿。公司管理层认为今年供应链业务仍将保持上年的增速水平，我们预计全年增速在 30%左右，同时公司在汽车、餐饮服务、医疗精密设备、服装领域均具有典型客户项目积累，这几个领域均为供应链管理软件需求规模最大的几大领域，目前公司已经在与多家项目企业进行业务商谈，未来有望继续保持较快增速。

**5、全年增长预期不变，超预期点有望陆续释放。**公司上半年营收增速稍低于预期，47.22%的净利润增速符合我们的预期，基于对公司业务的了解和目前业务情况的分析，我们认为公司全年营收和净利润增长仍将达到我们的预期，实现持续快速增长。同时，我们持续看好公司在专注性上积累的技术优势，看好公司技术积累的延伸空间，未来公司超预期点较多，有望陆续落地。保守预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.60 元、0.84 元和 1.07 元，对应当前 32.42 倍、23.15 倍和 18.18 倍 PE。给予保守目标价 26 元，对应 14 年 31 倍 PE，目前仍具有较大空间，持续强烈买入评级。

**6、风险提示：**大客户风险、人力成本上升、汇率波动或是主要风险。

**7、系列报告：**

**请参见我们的深度研究报告和调研、事件点评报告，可以在 WIND 里查到或者直接与我们联系。**

（1）《单季无碍全年高增长，期待智能终端再超预期》，2013.04.18
（2）《营收增速超预期，三大业务均迎黄金发展期》，2013.03.21
（3）《拟10转10派2元，期待智能终端业务再超预期》，2013.01.11
（4）《营收快速增长，期待全年超预期》，2012.10.23
（5）《智能终端业务再下一城，持续高成长值得期待》，2012.10.18
（6）《旺盛需求撬动快速成长》，2012.09.04
（7）《智能终端领域需求旺盛，拉动业绩超预期》，2012.08.10

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn



**表 1、润和软件盈利预测**

| 证券代码: | 300339.sz | | 股票价格: | 19.45 | 投资评级: | 买入 | | 日期: | 2013-09-09 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **财务指标** | **2012** | **2013E** | **2014E** | **2015E** | **每股指标与估值** | **2012** | **2013E** | **2014E** | **2015E** |
| **盈利能力** | | | | | **每股指标** | | | | |
| ROE | 9.9% | 8.5% | 11.1% | 12.8% | 摊薄 EPS | 0.43 | 0.60 | 0.84 | 1.07 |
| 毛利率 | 39.6% | 39.2% | 39.5% | 39.3% | BVPS（最新股本） | 4.28 | 7.00 | 7.60 | 8.35 |
| 期间费率 | 24.9% | 24.7% | 24.0% | 24.4% | **估值** | | | | |
| 销售净利率 | 17.3% | 15.6% | 15.6% | 14.9% | P/E | 45.4 | 32.4 | 23.0 | 18.1 |
| **成长能力** | | | | | P/B | 4.5 | 2.8 | 2.6 | 2.3 |
| 收入增长率 | 62.0% | 54.8% | 40.7% | 33.2% | P/S | 3.9 | 5.1 | 3.6 | 2.7 |
| 利润增长率 | 41.3% | 40.2% | 40.7% | 27.2% | | | | | |
| **营运能力** | | | | | **利润表（百万元）** | **2012** | **2013E** | **2014E** | **2015E** |
| 总资产周转率 | 0.45 | 0.43 | 0.53 | 0.63 | **营业收入** | **380** | **587** | **826** | **1101** |
| 应收账款周转率 | 2.77 | 1.90 | 2.12 | 2.25 | 营业成本 | 229 | 357 | 500 | 668 |
| 存货周转率 | n/a | n/a | n/a | n/a | 营业税金及附加 | 3 | 4 | 6 | 7 |
| **偿债能力** | | | | | 销售费用 | 27 | 46 | 60 | 83 |
| 资产负债率 | 22.2% | 19.1% | 22.4% | 24.6% | 管理费用 | 61 | 93 | 130 | 175 |
| 流动比 | 3.93 | 4.17 | 3.66 | 3.48 | 财务费用 | 4 | 2 | 3 | 3 |
| 速动比 | 3.80 | 3.72 | 3.14 | 2.88 | 其他费用/（-收入） | (2) | (1) | (1) | (1) |
| | | | | | **营业利润** | **54** | **85** | **127** | **164** |
| **资产负债表(百万元)** | **2012** | **2013E** | **2014E** | **2015E** | 营业外净收支 | 17 | 16 | 14 | 15 |
| 现金及现金等价物 | 514 | 594 | 631 | 674 | **利润总额** | **71** | **100** | **141** | **179** |
| 应收款项 | 137 | 309 | 389 | 489 | 所得税费用 | 6 | 8 | 11 | 14 |
| 存货净额 | 21 | 112 | 171 | 247 | **净利润** | 66 | 92 | 130 | 165 |
| 其他流动资产 | 7 | 16 | 24 | 33 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| **流动资产合计** | **679** | **1030** | **1215** | **1442** | **归属于母公司净利润** | **66** | **92** | **129** | **164** |
| 固定资产 | 122 | 138 | 183 | 209 | | | | | |
| 在建工程 | 6 | 136 | 66 | 6 | **现金流量表（百万元）** | **2012** | **2013E** | **2014E** | **2015E** |
| 无形资产及其他 | 40 | 70 | 86 | 89 | **经营活动现金流** | **57** | **(77)** | **102** | **110** |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 66 | 92 | 130 | 165 |
| **资产总计** | **849** | **1376** | **1552** | **1749** | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 短期借款 | 85 | 85 | 85 | 85 | 折旧摊销 | 8 | 28 | 35 | 45 |
| 应付款项 | 62 | 128 | 207 | 282 | 公允价值变动 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 1 | 9 | 15 | 23 | 营运资金变动 | (18) | (346) | (233) | (267) |
| 其他流动负债 | 25 | 25 | 25 | 25 | **投资活动现金流** | **(15)** | **(146)** | **25** | **34** |
| **流动负债合计** | **173** | **247** | **332** | **415** | 资本支出 | (9) | (146) | 25 | 34 |
| 长期借款及应付债券 | 3 | 3 | 3 | 3 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 13 | 13 | 13 | 13 | 其他 | (6) | 0 | 0 | 0 |
| **长期负债合计** | **15** | **15** | **15** | **15** | **筹资活动现金流** | **38** | **325** | **(39)** | **(49)** |
| **负债合计** | **188** | **262** | **347** | **430** | 债务融资 | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 77 | 153 | 153 | 153 | 权益融资 | 356 | 353 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 661 | 1079 | 1169 | 1285 | 其它 | (306) | (28) | (39) | (49) |
| **负债和股东权益总计** | **849** | **1341** | **1517** | **1715** | **现金净增加额** | **80** | **102** | **87** | **94** |

资料来源：WIND、国海证券研究所

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn


## 【分析师承诺】

孔令峰，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。

## 【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn


# 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1008 室

| 姓　名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 梁　铮 | 010-88576936-817 | 18600165656 | liangz02@ghzq.com.cn |
| 白　丹 | 010-88576933-803 | 18801090832 | baid@ghzq.com.cn |

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

| 姓　名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 郭　强 | 021-20281098 | 13381965719 | guoq01@ghzq.com.cn |
| 陈　蓉 | 021-20281099 | 13801605631 | chenr@ghzq.com.cn |
| 胡　超 | 021-20281096 | 13761102952 | huc@ghzq.com.cn |
| 梁柳欣 | 021-20281099 | 13524364843 | lianglx@ghzq.com.cn |
| 颜　彦 | 0771- 5536202 | 15978141626 | yany@ghzq.com.cn |

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

| 姓　名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 徐伟平 | 0755-83705955 | 15012898363 | xuwp@ghzq.com.cn |
| 张亦潇 | 0755-83702462 | 13725559855 | zhangyx01@ghzq.com.cn |
| 王　帆 | 0755-83025049 | 13509639899 | wangf01@ghzq.com.cn |
| 李　慧 | 0755-83707040 | 13823570518 | lih03@ghzq.com.cn |
| 张宇松 | 0755-83716857 | 13530666614 | zhangys01@ghzq.com.cn |
| 周振宁 | 0755-82835810 | 15220268966 | zhouzn@ghzq.com.cn |
| 马　鑫 | 0755-83702072 | 18630119510 | max01@ghzq.com.cn |