

投资评级：增持（首次评级）

收盘价（元）	19.99
目标价（元）	23.00
上次目标价（元）	不适用

# 前期研发步入收获期，超融合一体机销售放量增长

——天玑科技（300245 SZ，增持）首次覆盖

## 核心观点

### ◆ 超融合浪潮袭来，天玑科技是 A 股最纯正受益标的

传统小型机+存储的 IT 架构遭遇瓶颈，超融合一体机横空出世，有望取代传统 IT 架构。EMC、华为等传统巨头和 Nutanix 这样的创业公司纷纷拥抱超融合。天玑科技 2014 年启动超融合一体机研发，一体机 2014 年度实现收入约 1,062 万元、2015 年实现收入约 2,090 万元，至 2016 年上半年已实现收入突破 3,000 万元，销售量高速增长。目前公司是 A 股超融合一体机出货量最大的公司。

### ◆ 公司大力投入研发云平台新产品，有望孵化出新的增长点

公司传统主业是 IT 机房维保业务，由于门槛较低，竞争激烈，且人工费用逐年增长，因而增长空间不大。公司利用已有的大客户渠道优势，积极研发云平台相关产品：1. 基于 Docker 的轻量级虚拟机产品 PCloud-DCOS，已部署支持运营商客户的秒杀活动和金融客户的微信摇一摇活动，支撑单日 10 亿级别的访问。2. 智慧云通讯项目，解决了传统呼叫中心成本高、可扩展性较差的用户痛点。目前该系统已经在 2015 年底部署替代了某大型金融客户的部分客服系统，客户反响良好。另外，截止 2016 年一季度，其公有客服云已收获了超过 3,000 座席的用户，大客户的示范效应有望带动长尾用户向通讯云平台迁移。

### ◆ 投资建议

公司近期已推出股权激励计划，其中股票解锁的业绩条件为以 2015 年净利润为固定基数，2016 年、2017 年、2018 年净利润增长率分别不低于 30%、69%、111.25%。我们预估 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 5.1 亿元、7.2 亿元和 10.1 亿元，同比增速分别为 30%、40%和 40%。对应归属母公司股东净利润 6100 万元、8500 万元、1.2 亿元。我们预计公司 2015-17 年每股收益分别为 0.22、0.31、0.44。按 9 月 30 日收盘价 19.99 元计，公司 16 年、17 年、18 年对应 P/E 分别为 90.1 倍、64.7 倍和 45.5 倍，首次覆盖建议给予增持评级。

王传晓 执业证书编号：S1100113050008  
研究员 8621-68416988  
wangchuanxiao@cczq.com

潘宁河 执业证书编号：S1100116050001  
联系人 8621-68416988  
panninghe@cczq.com

川财证券研究所

成都：  
交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，  
610041  
总机：(028) 86583000  
传真：(028) 86583002

## 目 录

1.超融合 IT 架构浪潮袭来，天玑科技是 A 股最纯正受益标的 .....	4
1.1 传统小型机+存储的 IT 架构遭遇瓶颈 .....	4
1.2 超融合一体机横空出世，有望取代传统 IT 架构 .....	5
1.3 风口已起，从创业公司到传统巨头纷纷拥抱超融合 .....	6
1.4 天玑科技：A 股布局最早，出货量最大超融合一体机公司 .....	8
2.大力投入研发云计算新产品，有望孵化出新的增长点.....	9
2.1 传统维保业务竞争激烈，增长受限.....	9
2.2 推出基于 Docker 容器技术的轻量级虚拟机，助力大客户互联网业务.....	10
2.3 云通信业务已收获大型客户，未来有望深耕长尾市场 .....	11
3.投资建议 .....	13
4.风险提示 .....	14

## 图表目录

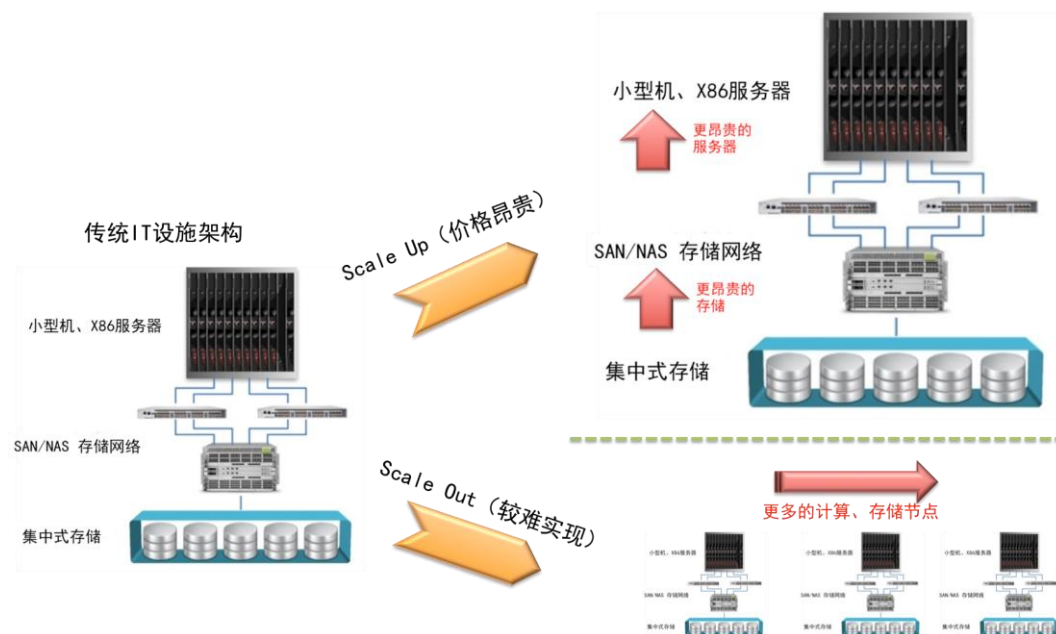
图 1: 传统 IT 架构面临的可扩展问题.....	4
图 2: 超融合一体机架构图.....	5
图 3: 超融合架构和传统 IT 架构对比.....	5
图 4: 华为超融合一体机的线性扩展.....	7
图 5: 全球超融合厂商魔力象限.....	8
图 6: IT 支持与维护业务增速趋缓.....	9
图 7: 传统虚拟机和 Docker 容器的区别.....	10
图 8: 传统企业通讯平台（左）与智慧云通讯平台（右）应用场景对比.....	12
图 9: 传统企业通讯平台与智慧云通讯平台多维度对比.....	12

# 1.超融合 IT 架构浪潮袭来，天玑科技是 A 股最纯正受益标的

## 1.1 传统小型机+存储的 IT 架构遭遇瓶颈

传统的数据中心 IT 架构中, 计算资源和存储资源处于分离的体系架构下。虚拟机在计算服务器上被创建, 其后端存储通常采用单独的 SAN/NAS 存储产品。这种架构已经不能满足企业 IT 数据中心高速发展和变化的需求, 主要体现在:

图 1: 传统 IT 架构面临的可扩展问题



资料来源: 川财证券研究所

- ◆ **扩展困难。**传统存储 SAN/NAS 通过添加新的存储柜扩容升级 (Scale Up), 但是这种方法并不能带来同倍的性能提升。存储访问性能并不能随着虚拟机数量增加而线性增加, 致使存储访问性能最终成为数据中心性能和容量的瓶颈。
- ◆ **管理复杂。**IT 管理员不仅需要同时管理计算和存储两套系统, 还往往需要面对专有化设备的配置, 非常繁琐。传统网络存储架构 SAN/NAS 期初就是为静态负载场景设计, 对于动态变化的负载, 其管理运维就会变得相对复杂。

- ◆ **性能问题。** 存储如果独立于虚拟化应用，则很难为其做性能优化并确保虚拟磁盘 QoS。虚拟化数据中心中运行着大量不同的应用，这些应用通常对应不同的服务等级，利用现有存储很难适应不同的应用负载。
- ◆ **硬件专有化，成本高。** 主流存储厂商使用自行设计的专有芯片去优化 I/O 路径，如利用专有芯片做数据压缩，去冗等。这些专有化硬件带来的高额研发和生产成本必然会提升存储系统的总体拥有成本。

## 1.2 超融合一体机横空出世，有望取代传统 IT 架构

超融合基础架构（Hyper-Converged Infrastructure，或简称“HCI”）是指在同一套单元设备中不仅仅具备计算、网络、存储和服务器虚拟化等资源和技术，而且还包括备份软件、快照技术、重复数据删除、在线数据压缩等元素，而多套单元设备可以通过网络聚合起来，实现模块化的无缝横向扩展（scale-out），形成统一的资源池。HCI 是实现“软件定义数据中心”的终极技术途径。HCI 类似 Google、Facebook 等互联网数据中心的大规模基础架构模式，可以为数据中心带来最优的效率、灵活性、规模、成本和数据保护。使用计算存储超融合的一体化平台，替代了传统的服务器加集中存储的架构，使得整个架构更清晰简单。

图 2：超融合一体机产品架构图



资料来源：华为官网，川财证券研究所

下表列举了使用超融合架构（计算+存储）和传统数据中心三层架构（服务器+光纤交换机+存储）的对比：

图 3：超融合架构和传统 IT 架构对比

对比内容	超融合架构	传统数据中心基础架构
性能	尽可能提供本地吞吐, 并使用 SSD 保证应用 IO 需求。不存在性能瓶颈	随着访问集中存储的服务器越来越多, 性能瓶颈将日益凸显
横向扩展	可以简单的在集群中增加节点以扩展集群规模和性能	由于架构限制, 无法实现横向扩展
高可用性	可以通过三副本的方式容忍最多两个节点同时故障, 并且硬件故障时数据重建速度快, 性能几乎不受影响	通过 raid 技术实现高可用性, 但面对硬件故障时, 性能下降严重。
整合比	虚拟机密度高, 是传统 2 倍以上	虚拟机密度低
安装配置	开箱即用的部署方式, 只需 30 分钟即可完成安装配置	需要准备大量安装实施前的信息收集和整理工作, 并且由专人进行安装部署, 最少需要 2 天时间
管理维护	统一 WEB 界面管理, 维护方便 无需配置 LUN、卷、Raid 组	需要专门存储管理软件, 配置复杂。需要厂商支持。
空间占用	使用超融合架构: 2 台 4U 高, 总共包含 8 个节点 (包含服务器和存储) 总共占用空间 4U	使用传统架构: 8 台 2 路服务器至少占用 8U, 存储至少需要 3U 总共占用空间 11U

资料来源: 互联网, 川财证券研究所

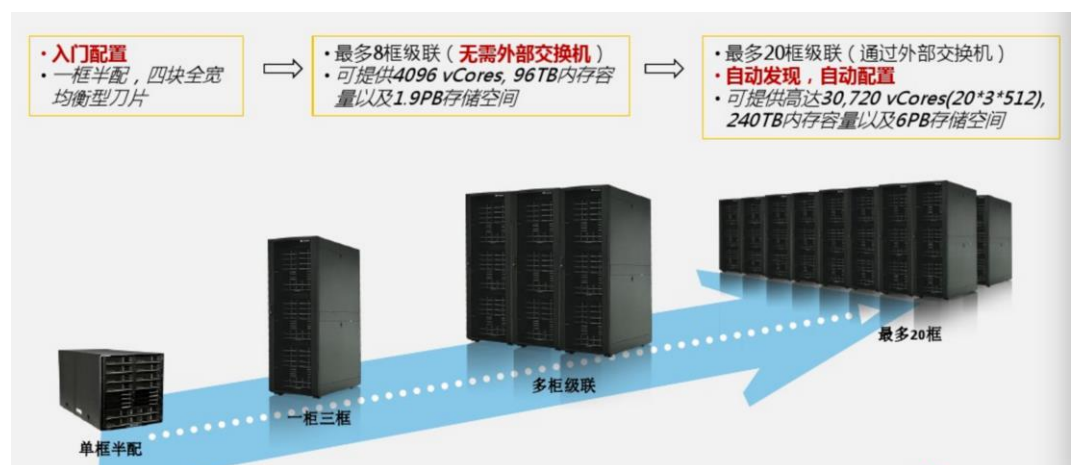
### 1.3 风口已起, 从创业公司到传统巨头纷纷拥抱超融合

- 存储巨头 EMC。**超融合一体机的普及, 对于 EMC 的高端 SAN 存储的销售有可能带来较大冲击, 因而 EMC 已成立超融合研发部门, 并推出了相关产品。2016 年 2 月 16 日, EMC & VMware 联合推出超融合基础设施设备(HCIA)——VCE VxRail 设备系列。。VxRail 汇集了 EMC 丰富的数据服务和领先的系统管理功能并将其与 VMware 主要的超融合软件包括 VMware vSphere, vCenter Server 和 VMware Virtual SAN 结合起来, 号称“唯一集成并共同设计, 适用于 VMware 环境的超融合基础设施设备”。
- 新兴创业公司 Nutanix。**Nutanix 成立于 2009 年, 专注于超融合一体机产品, 为近年来成长最为迅速的 IT 基础架构公司。2015 年年底, Nutanix 已向美国证券交易委员会 (SEC) 提交 S-1 表格, 筹备 IPO, 该公司可能获得超过 25 亿美元的 IPO 估值。招股书显示, Nutanix 最近一个财年的营收为 2.414 亿美元, 同比增长 90%。现今 Nutanix 拥有 1,368 名员工, 2100 位客户, 其用户包括 Best Buy, Kellogg, Nasdaq, Nintendo, Nordstrom, NTT SmartConnect, 丰田汽车, 美国国防部和雅虎日本公司。
- 国内服务器厂商联想。**联想推出 ThinkCloud AIO 超融合一体机。该系列具备轻架构、易部署、简运维、高稳定和易扩展等特征。实现了对云管理平台、计算、网络和存储系统的无缝集成, 构建了云计算基础设施即服务的一站式解决方案, 为用户提供了一个高度简化的一站式基础设施云平台。这不仅使得用户业务部署

上线从周缩短到天，而且与应用软件、中间件及数据库软件完全解耦，能够有效提升 IT 基础设施运维管理的效率和关键应用的性能。

◆ **国内电信巨头华为。**作为超融合基础设施市场中的先行者和创新引导者，华为推出了 FusionCube 超融合基础设施。其通过同一硬件平台，针对不同应用负载做深度优化，主要针对数据库/仓库加速、混合负载、虚拟化三大业务场景，开发了 FusionCube 9000 和 FusionCube 6000 两款产品。其中 FusionCube 6000 是新推出的一款产品，相比于 FusionCube 9000，更适合于小规模、可扩展的企业业务虚拟化场景。在实际应用中，基于华为 FusionCube 的 SAP HANA 一体机解决方案，为中石化企业运营提供高效的 IT 平台，提升了数据库加载性能 60%，数据上载时间由 4 小时缩短到 30 分钟，处理速度提升 4~6 倍，大幅提升了中石化在销售报告、财务分析报表、企业运营决策等业务领域的效率。

图 4： 华为超融合一体机的线性扩展



资料来源：华为官网，川财证券研究所

未来市场空间广阔。2016 年 3 月底，IDC 公布的 2015 年第四季度及全年的全球融合系统追踪报告显示：2015 年第四季度，通过融合系统出货的存储容量新增 1547PB，同比增幅达 26.9%。然而，存储不一定非要以相对独立的“存储”（系统）的形式存在，超融合系统的快速崛起正代表了这种需求转移。IDC 认为：一些倾向于低平均售价的市场需求，驱动从传统融合系统转向超融合系统；大部分增长来自中端市场，主要流向了超融合系统。其结果是，该季度在整个融合系统市场收入同比增长 8.5% 的大背景下，超融合系统的增长率高达 170.5%。目前，超融合系统在整个融合系统市场中所占的比例还不够大，但正如上面所显示的，高速增长的趋势有望迅速抹平差距。Gartner 预计，超融合系统今年的增长率为 79%，市场规模将从（2016 年的）近 20 亿美元增长到 2019 年的约 50 亿美元，在融合系统市场占比达四分之一（24%），并在 2020 年成为数据中心的主流。

图 5： 全球超融合厂商魔力象限



资料来源：Forrester, 川财证券研究所

## 1.4 天玑科技：A 股布局最早，出货量最大的超融合一体机公司

天玑科技对超融合一体机的研发始于 2014 年。2014 年天玑科技上海天玑投资管理中心和自然人许文共同出资设立“上海天玑数据系统有限公司”。其中公司拟使用超募资金 1,300 万元，占出资比例的 65%。天玑数据立足于数据库一体机等云计算产品的研发。

公司超融合一体机的销售额呈高速增长态势。自 2014 年数据库云平台一体机 PBDATA 产品面世以来，经过积极开拓，市场反应从刚开始的不了解到现在的越来越多的用户上线，其应用取得了良好的结果。PBDATA 一体机产品收入及市场占有率每年都以倍数提升，市场已经稳定的形成了数据库一体机产品的竞争形态，PBDATA 一体机在这个细分领域内可以保持优势竞争地位，随着市场认可度提升，越来越多的客户都在新系统建设和老系统升级中规划和采用数据库云平台一体机产品。数据库云平台一体机 2014 年度实现收入约 1,062 万元、2015 年实现收入约 2,090 万元，至 2016 年上半年已实现收入突破 3,000 万元，目前公司已与电信等行业的大中型企业签订多个订单。2014 年最早采购一体机产品的用户逐步开始针对设备续签维护和扩容采购。



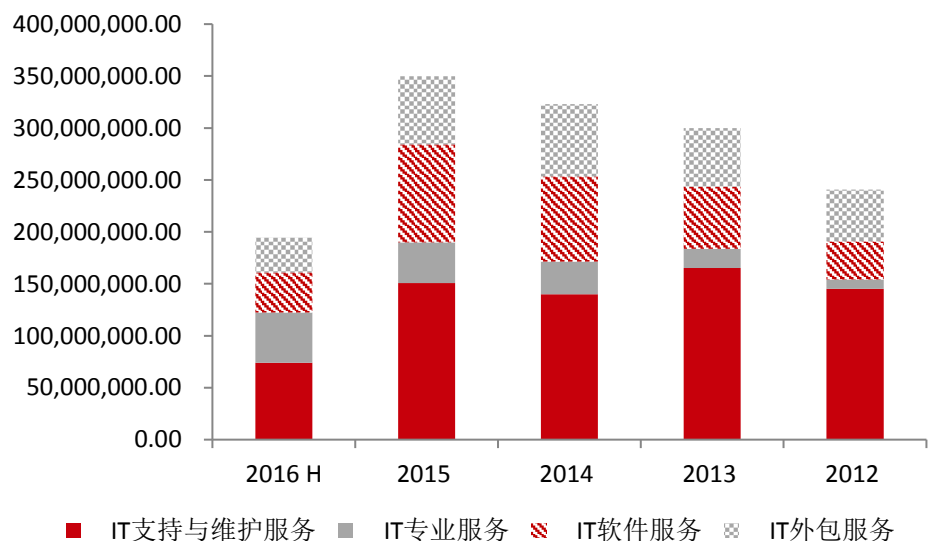
市场空间广阔，毛利率可观。数据库一体机的技术关键在于分布式软件技术，是典型的知识密集型产品，毛利率较普通的 X86 服务器更高，大约在 30% 以上。公司前期在研发上的费用投入已经获得了丰硕的成果，未来研发成本可控。在行业竞争上，天玑科技在一体机领域主要面对的是华为、联想等老牌服务器厂商和沃趣科技等新兴创业公司，考虑到市场在刚刚起步，渗透率还处于较低的阶段，我们认为超融合一体机市场仍是一个“蓝海”。公司的超融合一体机销售在 16、17、18 年有望达到 6000 万、1.5 亿、2.8 亿。

## 2. 大力投入研发云计算新产品，有望孵化出新的增长点

### 2.1 传统维保业务竞争激烈，增长受限

IT 维保业务（即 IT 支持与维护业务）是天玑科技的传统主业。公司以年度维护合约方式为主，对用户的 IT 设备提供原厂保修到期后的技术支持服务。服务内容主要包括预防性巡检、技术支持、故障解决、部件更换等标准支持服务，以及根据用户需求灵活定制的各类支持服务。天玑科技服务的对象为：市场主流品牌的 UNIX 主机、PC 服务器，存储设备、网络设备等数据中心 IT 基础设施产品。

图 6：IT 支持与维护业务增速趋缓



资料来源：公司年报，川财证券研究所

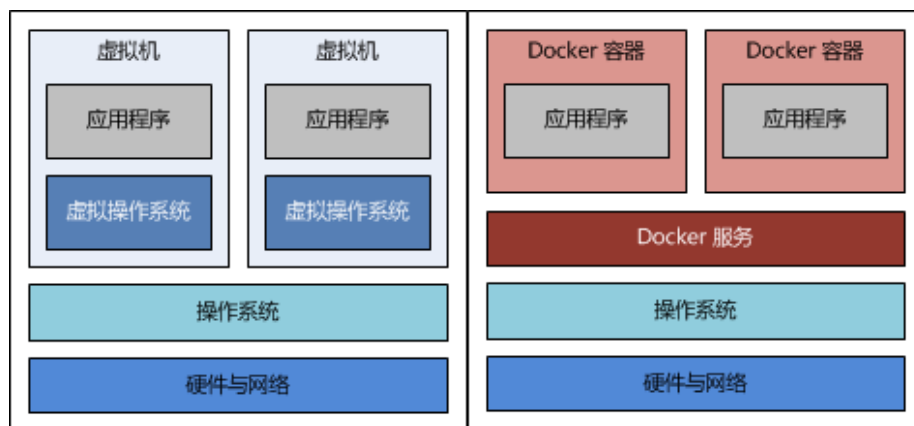
由于 IT 维保业务技术门槛较低，导致竞争逐年激烈，营收增长放缓。同时相关人员

费用逐年递增，进一步压缩了利润空间。因而公司在维持传统业务的基础上，利用和传统电信、银行等大客户的渠道优势，积极研发云计算相关的新产品。

## 2.2 推出基于 Docker 容器技术的轻量级虚拟机，助力大客户互联网业务

Docker 容器是一种适应轻量级场景的虚拟化技术。Docker 是一个由 GO 语言写的程序运行的“容器”（Linux containers, LXC）。目前云服务的基石是操作系统级别的隔离，在同一台物理服务器上虚拟出多个主机。Docker 则实现了一种应用程序级别的隔离；它改变我们基本的开发、操作单元，由直接操作虚拟主机（VM），转换到操作程序运行的“容器”上来。

图 7：传统虚拟机和 Docker 容器的区别



资料来源：World Nuclear Association，川财证券研究所

Docker 相对于 VM 虚拟机的优势十分明显，那就是轻量和高性能和便捷性，

- ◆ **快。**运行时的性能可以获取极大提升（经典的案例是提升 97%）管理操作（启动，停止，开始，重启等等）都是以秒或毫秒为单位的。
- ◆ **敏捷。**像虚拟机一样敏捷，而且会更便宜，在 bare metal（裸机）上布署像点个按钮一样简单。
- ◆ **灵活。**将应用和系统“容器化”，不添加额外的操作系统。
- ◆ **轻量。**你会拥有足够的“操作系统”，仅需添加或减小镜像即可。在一台服务器上可以布署 100~1000 个 Containers 容器。

Docker 在 2014 年 6 月召开 DockerConf 2014 技术大会吸引了 IBM、Google、RedHat 等业界知名公司的关注和技术支持，无论是从 GitHub 上的代码活跃度，

还是 Redhat 宣布在 RHEL7 中正式支持 Docker, 都给业界一个信号, 这是一项创新的技术解决方案。就连 Google 公司的 Compute Engine 也支持 docker 在其之上运行, 国内“BAT”先锋企业百度 Baidu App Engine(BAE)平台也是以 Docker 作为其 PaaS 云基础。

**公司成功推出了 Pcloud-DCOS 是基于 Docker 容器技术的数据中心操作系统产品。**通过天玑科技自主研发的大规模集群多级调度和编排技术, 混合调度和软件定义网络技术, 可以统一管理数据中心所有计算资源, 按需分配给需要资源的上层应用, 支持 SOA 及微服务架构基于 DCOS 产品平台落地实践, 并支持跨机房跨地域的混合云环境多活数据中心。目前国内已经使用天玑 DCOS 产品上线生产的用户包含多家运营商和保险, 金融等大型行业标杆企业, 同时基于天玑 DCOS 产品和各行业标杆企业一起联合开发符合行业应用特征的 DCOS 产品正在高速有序的推行中。

**成功解决客户痛点。**以某运营商客户为例, 其计划进行一次充值秒杀的业务活动, 在传统数据中心的架构下, 支撑百万级用户访问量已经非常困难, 并发访问只能做到百万级/秒, 而在采用天玑科技 PCloud 和 DCOS 技术方案进行智慧数据中心改造后, 使用近似规模的硬件环境下, 系统突破性地承载了上千万用户的同时访问, 并发数从传统架构的不足 2 千/秒达到 10 万/秒的量级, 并且全天达成 10 亿级别的页面访问。天玑科技智慧数据中心方案成功帮助用户进行业务互联化的探索。以一金融客户为例, 其 2016 年初计划开展微信红包摇一摇的活动, 其在评估原有数据中心的处理能力后发现, 传统数据中心无法支撑海量的用户访问, 因此选择采用天玑科技方案进行智慧数据中心的改造。该数据中心在改造完成后, 已成功承载了数千万级用户的访问, 微信红包摇一摇活动成功实现了客户既定的营销宣传效果。该用户在使用智慧数据中心的过程中体验到了天玑科技方案的便利性和可靠性, 故逐步将多套业务系统纷纷迁移至该平台, 并计划将该平台作为其数据中心基础架构的主要发展方向。

我们预计公司 2016 年 DCOS 的营收约为 2000 万, 总体占比较小, 对公司业绩影响有限。但考虑到未来大型企业互联网业务的普及和对轻量级虚拟机技术的接受, 以及 DCOS 作为一款软件产品的高毛利, 我们看好 DCOS 产品成为未来公司业务的一个重要增长点。

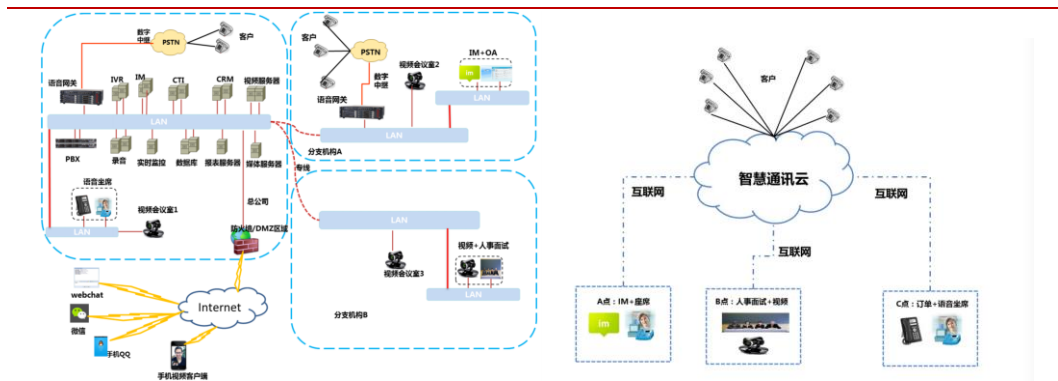
## 2.3 云通信业务已收获大型客户, 未来有望深耕长尾市场

云通信业务, 是公司在通讯云平台上实现的一类 SaaS 服务, 其作用是替代传统的呼叫中心。中国呼叫中心产业起步于上世纪 90 年代中期, 经过 20 多年的发展已经相对成熟。根据《中国呼叫中心产业白皮书(2014 年)》, 截至 2014 年底中国呼叫中心产业累计投资规模超过人民币 1,150 亿元, 到 2015 年的累计投资规模预计将超过人民币 1,300 亿元。经历多年发展后, 一方面呼叫中心在功能层面开始

承载多渠道接入、主动客户服务乃至二次营销等新业务，另一方面呼叫中心传统技术与建设模式陷入了发展瓶颈，出现了诸如成本高启、运维复杂、难以支撑新业务等大量问题。该产业亟需技术升级换代，而天玑科技积累的云计算和大数据技术，能够帮助企业解决上述问题。

天玑科技实施的“智慧通讯云项目”，利用大数据分析、人工智能、生物识别、全渠道互动、移动互联网等前沿科技，兼顾公有云和私有云部署模式，打造智慧通讯云平台并叠加客服营销应用。该项目成功实施后，能够帮助企业客户实现主动服务、精准营销、全渠道沟通等需求，同时可为企业提供更灵活并贴近业务场景的通信服务，降低客户的成本。

图 8： 传统企业通讯平台（左）与智慧云通讯平台（右）应用场景对比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

天玑科技的客户群覆盖了金融、电信运营商等行业。传统通讯平台的缺陷给这类企业的运营带来了一定困扰，智慧通讯云则能够帮助这类企业提高运行效率，并从云服务中获取更多的价值。例如，在功能实现上，智慧通讯云的语音识别和大数据分析技术能够帮助客户把海量录音数据转化为文字，更高效地将客户通过录音留存的诉求、建议、投诉等信息进行抽取及分析，进而优化公司业务流程、精确定位客户需求、实现精准营销。此外，通过集成人工智能技术，智慧通讯云平台可以帮助客户建立智能机器人体系，将部分需要通过人工座席与客户简单交互的机械化工作交由机器人完成，降低人力资源的投入。

图 9： 传统企业通讯平台与智慧云通讯平台多维度对比

对比内容	传统企业通讯平台	智慧通讯云平台
建设方式	企业用户自行建设，需要在设备选型、方案建设、建设运维团队等方面投入大量人力物力	企业用户无需关注建设过程，无需开展建设投入，只需向云服务商申请资源并支付资费
交付方式	以产品和功能交付给最终用户，用户使用既有产品的功能	以能力和开发接口的形式交付给最终用户，用户将通讯能力集成到现有的业务流程中
成本	一次性投入成本高，后续每年需要支付系	按月按需支付，资金压力轻

统维保费用		
弹性	扩容升级与建设过程无异，周期长，系统一旦扩展，无法收缩，导致投资浪费	企业用户只需提前 1-2 周向服务商 申请增加或减少资源，扩容方式便捷
可靠性	小型系统普遍存在单点故障，实现本地冗余成本巨大，而实现异地灾备的成本极其高昂	以运营高级稳定性要求进行设计，并有多地机房实现冗余灾备
运维方式	企业必须组建自己的系统运维团队，一般无法做到 7*24 待命	由智慧通讯云平台服务商负责不间断的专业运维，企业客户无需投入
智慧化程度	缺乏足够的技术厚度和动力推进此类创新	可以融合大量新技术、新渠道、新应用

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2015 年下半年起，天玑科技就开始向市场试点推广智慧通讯云平台项目，截至 2016 年一季度，天玑科技在客服云上已收获了超过 3,000 座席的用户，并在技术上成功实现了语音、视频、互联网通讯渠道（微信、微博、网页在线客服等）的融合。通过本项目的实施，天玑科技能够保持公司技术领先地位，使公司适应不断变革演化中的产业环境。

目前，天玑科技已在金融、媒体、IT 服务、政府、交通等多个行业与客户达成智慧通讯云平台意向及合作。例如，某大型金融行业客户在 2015 年与天玑科技建立合作关系，由天玑科技为其建设私有通讯云平台并共同运营。该平台于 2015 年年底初步上线，供集团内各业务部门使用，支撑客户服务与营销职能。该金融客户的各业务部门向私有云平台的运营中心（天玑科技团队）提出申请后，可迅速获得所需资源，相比以往明显加速了业务部署，加速了对最终用户的响应能力。在应用创新方面，该客户部分业务部门已开始试用基于人工智能的外呼功能，由天玑科技提供的语音机器人在一定程度上代替人工进行客户回访。此外，天玑科技还助力该客户开发了移动 App 应用，其员工和最终用户可通过移动终端接入部署在公有云上的多方会议服务，初步体验了混合云部署所提供的业务灵活度。

我们认为，大客户的成功部署和使用经验，对长尾客户有示范效应。未来公司的云客服的共有云平台有望接入更多的小型企业，将现有的呼叫中心搬至“云端”，想象空间巨大。

### 3. 投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级

根据以上分析，我们认为天玑科技的营收主要分为三个部分，增速缓慢、较为稳定

的 IT 维保业务；有确定性高速增长超融合一体机业务；以及未来想象空间较大但同时存在不确定性的云计算新兴业务。在前文中我们分别对三部分业务做了业绩预测。

公司近期已推出股权激励计划，首次授予涉及的激励对象共计 170 人包括大部分中高级管理人员和核心业务（技术）人员。其中股票解锁的业绩条件为以 2015 年净利润为固定基数，2016 年、2017 年、2018 年净利润增长率分别不低于 30%、69%、111.25%。

我们预估 2016 年、2017 年和 2018 年营业收入分别为 5.1 亿元、7.2 亿元和 10.1 亿元，同比增速分别为 30%、40%和 40%。对应归属母公司股东净利润 6100 万元、8500 万元、1.2 亿元。我们预计公司 2015-17 年每股收益分别为 0.22、0.31、0.44。按 9 月 30 日收盘价 19.99 元计，公司 16 年、17 年、18 年对应 P/E 分别为 90.1 倍、64.7 倍和 45.5 倍，首次覆盖建议给予增持评级。

## 4. 风险提示

- 1、IT 维保竞争激烈，收入和毛利率下滑；
- 2、超融合一体机客户接受程度不如预期，未能实现高速增长；
- 3、云通讯项目平台用户增速未达预期；

报表预测						现金流量表					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>利润表</b>						经营性现金净流量	54.03	34.18	53.93	-55.95	55.76
营业收入	409.04	395.00	513.49	718.89	1006.45	投资性现金净流量	-0.30	-95.95	10.75	10.75	10.75
减: 营业成本	225.51	237.01	308.11	431.35	603.90	筹资性现金净流量	1.66	-15.68	-13.44	-14.91	-24.86
营业税金及附加	1.42	2.23	2.89	4.05	5.67	<b>现金流量净额</b>	<b>55.40</b>	<b>-77.31</b>	<b>51.24</b>	<b>-60.11</b>	<b>41.65</b>
营业费用	24.27	27.48	35.73	50.02	70.03						
管理费用	87.21	101.01	118.10	158.16	211.35						
财务费用	-11.01	-7.35	-8.14	-8.17	-7.96						
资产减值损失	1.48	1.38	1.38	1.38	1.38						
加: 投资收益	0.00	-0.16	0.00	0.00	0.00						
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>营业利润</b>	<b>80.16</b>	<b>33.07</b>	<b>55.41</b>	<b>82.09</b>	<b>122.07</b>						
加: 其他非经营损益	6.53	12.64	12.64	12.64	12.64						
<b>利润总额</b>	<b>86.69</b>	<b>45.71</b>	<b>68.05</b>	<b>94.74</b>	<b>134.72</b>						
减: 所得税	11.56	2.82	10.21	14.21	20.21						
<b>净利润</b>	<b>75.13</b>	<b>42.90</b>	<b>57.85</b>	<b>80.53</b>	<b>114.51</b>						
减: 少数股东损益	2.78	-2.40	-3.24	-4.51	-6.42						
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>72.35</b>	<b>45.30</b>	<b>61.09</b>	<b>85.04</b>	<b>120.93</b>						
<b>资产负债表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>						
货币资金	428.30	341.97	393.21	333.10	374.74						
应收和预付款项	155.30	178.32	208.57	333.08	425.22						
存货	31.26	32.19	43.54	62.49	85.95						
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	0.00	10.00	10.00	10.00	10.00						
投资性房地产	0.00	13.02	11.18	9.33	7.48						
固定资产和在建工程	92.56	78.11	66.22	54.34	42.45						
无形资产和开发支出	24.33	24.32	24.31	24.31	24.31						
其他非流动资产	4.30	81.25	79.59	77.93	77.93						
<b>资产总计</b>	<b>736.03</b>	<b>759.19</b>	<b>836.62</b>	<b>904.57</b>	<b>1048.09</b>						
短期借款	2.05	5.00	0.00	0.00	0.00						
应付和预收款项	43.04	58.43	99.60	110.10	171.93						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他负债	0.00	0.16	0.16	0.16	0.16						
<b>负债合计</b>	<b>45.09</b>	<b>63.59</b>	<b>99.76</b>	<b>110.26</b>	<b>172.09</b>						
股本	181.97	272.68	272.68	272.68	272.68						
资本公积	229.49	123.98	123.98	123.98	123.98						
留存收益	258.71	285.98	330.49	392.45	480.55						
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>670.16</b>	<b>682.64</b>	<b>727.15</b>	<b>789.11</b>	<b>877.21</b>						
少数股东权益	20.78	12.96	9.72	5.20	-1.21						
<b>股东权益合计</b>	<b>690.95</b>	<b>695.60</b>	<b>736.86</b>	<b>794.31</b>	<b>876.00</b>						
负债和股东权益合计	736.03	759.19	836.62	904.57	1048.09						
						<b>财务分析和估值指标</b>					
						<b>盈利能力</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
						毛利率	45.27%	44.87%	40.00%	40.00%	40.00%
						净利率	18.30%	18.37%	10.86%	11.27%	11.20%
						ROE	10.20%	10.80%	6.64%	8.40%	10.78%
						ROA	10.02%	10.27%	5.03%	7.16%	9.57%
						ROIC	25.76%	26.21%	9.57%	11.40%	18.55%
						<b>增长率</b>					
						销售收入增长率	18.58%	-3.43%	30.00%	40.00%	40.00%
						净利润增长率	19.04%	-42.90%	34.85%	39.21%	42.20%
						<b>资本结构</b>					
						资产负债率	6.13%	8.38%	11.92%	12.19%	16.42%
						流动比率	13.64	8.71	6.48	6.62	5.15
						速动比率	12.94	8.20	6.04	6.05	4.65
						<b>资产管理效率</b>					
						总资产周转率	0.56	0.52	0.61	0.79	0.96
						存货周转率	7.21	7.36	7.08	6.90	7.03
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS	0.263	0.165	0.222	0.309	0.439
						BPS	2.435	2.480	2.642	2.867	3.187
						PE	76.06	121.46	90.07	64.70	45.50
						PB	8.21	8.06	7.57	6.97	6.27
						EV/EBITDA	38.56	109.93	68.48	50.91	36.48

## 分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。



## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000