

天源迪科（300047.SZ）

化“云”为雨，大数据驱动多业务成长

首次覆盖，给予买入评级，目标价 16.5 元。随着运营商 IT 业务系统逐步上“云”、大数据平台建设加速、警务云大数据向各地市逐级渗透，同时与阿里、华为的战略合作加速助力公司拓展各行业业务，公司业务多点开花，业绩持续高增长。预计 2018-2020 净利润 2.2 亿/3.1 亿/4.3 亿，EPS 为 0.55 元/0.78 元/1.08 元。给予 2018 年 30 倍 PE，对应目标价 16.5 元，给予买入评级。

运营商加速数字化转型，传统 BSS 龙头最受益。市场过多关注运营商资本开支，容易忽略在业务总量和收入增长的剪刀差扩大情况下，运营商作为一个盈利机构也有自身数字化转型的强烈诉求，将 IT 业务支撑系统搬迁上“云”以及大数据平台建设，有助于开发新业务、降低网络成本。化“云”为雨，让云和大数据为运营商业务创造价值。运营商 IT 系统供应商长期合作稳定，门槛壁垒高，同时华为、中兴逐步收缩 BSS 业务，公司作为传统 BSS 龙头最受益。

警务云大数据始发力，天源迪科+华为结成最强组合。市场普遍关注公有云市场，而容易忽视警务云这一私有云细分领域。警务云大数据的投资建设是刚需且急迫的，到 2022 年，我国公安信息化投资金额预计达到 244 亿元，年复合增速在 10%。天源迪科和华为在公共安全领域结成战略合作，实现最强软硬件组合，同时扩展各自客户销售渠道，进一步下沉到地市。

金融云刚起步，外延并购完善大金融战略。金融行业对于信息化系统的稳定性和安全性要求极高，去 IOE 的进程长，对于系统上云也相对谨慎，市场容易忽视金融云的发展潜力。公司收购维恩贝特后，2017 年中标中信银行信用卡核心系统云计算项目，全国首例。未来可期银行系统上云可逐步加速增长。收购维恩贝特后，天源迪科补齐了在银行端的缺口，实现了银行、保险、证券三大块的业务版图，多点开花，业绩增长可期。

催化剂：运营商系统加速上云；警务云大数据渗透加速。

风险提示：运营商在系统云化进度不达预期；并购协同效应不达预期；大数据行业竞争加剧。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2448.22	2963.06	3788.24	4847.81	6243.60
增长率 yoy%	46.02	21.03	27.85	27.97	28.79
净利润（百万元）	114.90	155.93	221.58	311.72	432.87
增长率 yoy%	82.24	35.71	42.10	40.68	38.86
EPS（摊薄/元）	0.29	0.39	0.55	0.78	1.08
净资产收益率（%）	6.61	6.16	8.22	10.35	12.58
P/E（倍）	53.0	39.0	27.5	19.5	14.1
P/B（倍）	3.1	2.2	2.0	1.8	1.6

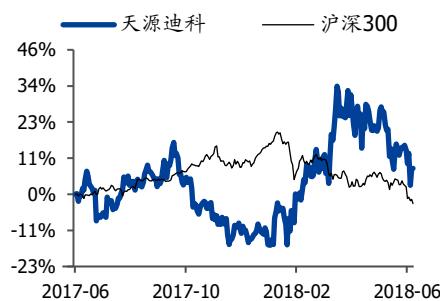
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	通信
最新收盘价	13.67
总市值(百万)	5,455.48
总股本(百万)	399.08
其中自由流通股(%)	70.17
30 日日均成交量(百万股)	3.59

股价走势



作者

分析师 丁琼

执业证书编号：S0680513050001

邮箱：dingqiong@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2239	2465	3149	3597	3731	营业收入	2448	2963	3788	4848	6244
现金	185	345	568	727	823	营业成本	2012	2383	3012	3820	4885
应收账款	959	1260	1546	1633	1742	营业税金及附加	7	9	11	14	18
其他应收款	27	41	49	60	83	营业费用	79	113	139	173	230
预付账款	136	146	188	250	318	管理费用	215	285	349	457	582
存货	592	536	666	803	592	财务费用	28	34	22	21	13
其他流动资产	342	137	132	124	172	资产减值损失	14	11	14	18	23
非流动资产	944	1630	1637	1685	1684	公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
长期投资	66	70	73	75	78	投资净收益	19	7	10	12	10
固定投资	202	244	295	339	378	营业利润	113	178	252	357	503
无形资产	308	315	310	304	293	营业外收入	22	4	13	13	10
其他非流动资产	368	1001	960	967	936	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	3183	4095	4786	5282	5415	利润总额	134	182	265	370	513
流动负债	922	923	1418	1603	1295	所得税	-0	3	5	7	10
短期借款	645	681	809	856	668	净利润	135	179	259	363	503
应付账款	38	29	80	138	158	少数股东收益	20	23	38	51	70
其他流动负债	239	213	528	609	470	归属母公司净利润	115	156	222	312	433
非流动负债	224	258	211	172	125	EBITDA	265	321	333	443	585
长期借款	199	229	185	145	97	EPS(元)	0.29	0.39	0.55	0.78	1.08
其他非流动负债	25	29	26	27	27						
负债合计	1146	1182	1629	1775	1420						
少数股东权益	60	84	122	173	243						
股本	358	400	400	400	400						
资本公积	1055	1725	1725	1725	1725						
留存收益	564	707	940	1264	1714						
归属母公司股东收益	1977	2829	3035	3334	3752						
负债和股东权益	3183	4095	4786	5282	5415						
现金流表(百万元)											
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营活动现金流	-213	77	179	260	396						
净利润	135	179	259	363	503						
折旧摊销	96	105	38	44	49						
财务费用	28	34	22	21	13						
投资损失	-19	-7	-10	-12	-10						
营运资金变动	-453	-218	-142	-151	-158						
其他经营现金流	2	-15	11	-4	-1						
投资活动现金流	-473	2	-46	-75	-38						
资本支出	244	156	34	19	11						
长期投资	31	-4	-2	-2	-3						
其他投资现金流	-197	154	-14	-59	-30						
筹资活动现金流	553	104	-56	-63	-79						
短期借款	-102	36	-18	9	-5						
长期借款	194	31	-44	-41	-48						
普通股增加	34	42	0	0	0						
资本公积增加	525	670	0	0	0						
其他筹资现金流	-98	-674	6	-32	-27						
现金净增加额	-132	184	77	121	280						
主要财务比率											
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
成长能力											
营业收入(%)	46.0	21.0	27.8	28.0	28.8						
营业利润(%)	95.8	58.1	41.4	41.9	40.8						
归属母公司净利润(%)	82.2	35.7	42.1	40.7	38.9						
获利能力											
毛利率(%)	17.8	19.6	20.5	21.2	21.8						
净利率(%)	4.7	5.3	5.8	6.4	6.9						
ROE(%)	6.6	6.2	8.2	10.3	12.6						
ROIC	5.9	5.7	7.0	8.9	11.4						
偿债能力											
资产负债率(%)	36.0	28.9	34.0	33.6	26.2						
净负债比率(%)	32.8	19.4	15.0	9.2	-0.3						
流动比率	2.4	2.7	2.2	2.2	2.9						
速动比率	1.8	2.1	1.8	1.7	2.4						
营运能力											
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.2						
应收账款周转率	3.0	2.7	2.7	3.1	3.7						
应付账款周转率	43.5	70.5	55.0	35.0	33.0						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.39	0.55	0.78	1.08						
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.53	0.54	0.45	0.65	0.99						
每股净资产(最新摊薄)	4.95	7.08	7.59	8.34	9.39						
估值比率											
P/E	53.0	39.0	27.5	19.5	14.1						
P/B	3.08	2.15	2.01	1.83	1.62						
EV/EBITDA	25.83	21.0	20.2	14.9	10.9						

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1. 结论	5
2. 化云为雨，运营商加速数字化转型	5
2.1. 网络重构转向“云”，是运营商业务转型的基石	5
2.2. 抽丝剥茧，大数据是运营商待挖的金矿	8
2.3. 运营商传统 BOSS 业务发展平稳，供应商进一步收敛	10
2.4. 多行业延伸，深耕云计算大数据，是传统电信软件龙头发展方向	11
3. 向科技要警力，警务云大数据发力正当时	14
3.1. 硬件资源走向融合，警务云连接数据孤岛	14
3.2. 大数据构建智能分析，智慧警务保安平	15
3.3. 天源迪科+华为深耕警务大数据，各取所长，实现竞合	16
3.4. “警务云”系统供应商类别	17
4. 收购维恩贝特，完善布局大金融板块	19
4.1. 维恩贝特：专业级银行 IT 信息化服务提供商	19
4.2. 银行“云计算”市场刚刚起步	20
4.3. 并购协同效应明显，完善银行、保险、证券大金融板块	20
5. 携手阿里，加速各行业云化渗透	22
6. 控股金华威，华为企业网核心总经销商	23
7. 天源迪科经营情况介绍	23
7.1. 历史沿革	23
7.2. 公司股权结构	24
7.3. 公司经营财务分析	25
8. 盈利预测	27
8.1. 盈利预测	27
8.2. 估值分析	28
风险提示	28

图表目录

图表 1：运营商收入结构（话音和非话音）占比变化	6
图表 2：2010-2017年电信业务总量与业务收入增长呈现剪刀差	6
图表 3：2017年互联网行业营收增速加快	6
图表 4：全球主要运营商的网络云化策略	7
图表 5：中联通“卡号云”项目架构	8
图表 6：全球数据量规模预测	8
图表 7：中国大数据行业市场规模	8
图表 8：天源迪科运营商行业大数据解决方案	9
图表 9：天源迪科在中国电信集团主要大数据业务	9
图表 10：运营商 BOSS 系统框架，业务支撑系统最为核心	10
图表 11：集中化 BSS 系统总体架构	11
图表 12：东方国信大数据业务范围	12
图表 13：2014-2017年东方国信细分行业营业收入(单位：亿元)	12
图表 14：东方国信自主云化架构的大数据主要产品	13
图表 15：亚信云产品	13
图表 16：亚信云应用场景	13

图表 17: “警务云”计算构架.....	14
图表 18: 2017~2022 年公安信息化投资规模预测（单位：亿元）.....	14
图表 19: 云平台相对于传统 IT 系统的优势	15
图表 20: 近年来公安部推进信息化的主要文件	16
图表 21: 中国政府大数据应用市场规模	16
图表 22: 政府大数据产业需求排名	16
图表 23: 天源迪科公安大数据警务云解决方案	17
图表 24: “警务云”供应商分类	18
图表 25: 天源迪科 SWOT 分析	19
图表 26: 维恩贝特主要收入来源	19
图表 27: “金融智能催收解决方案”图示.....	21
图表 28: “信贷风控云解决方案”图示.....	21
图表 29: 天源迪科公司战略架构.....	22
图表 30: 全球 IT 基础设施、云市场占比预测	22
图表 31: 中国公有云规模与增速及预期	22
图表 32: 金华威产品服务	23
图表 33: 金华威 2015-2017 年营业收入与毛利率情况	23
图表 34: 公司发展历程	24
图表 35: 公司股权结构	24
图表 36: 2011-2017 年营业收入情况	25
图表 37: 2011-2017 年净利润情况	25
图表 38: 2011-2017 年毛利率与净利率情况	25
图表 39: 主营业务营收占比情况	26
图表 40: 主营业务毛利率情况	26
图表 41: 分行业营收和毛利率情况	26
图表 42: 分行业营收占比变化	26
图表 43: 2011-2017 年三费占比情况	27
图表 44: 2011-2017 年研发费用与研发占比	27
图表 45: 盈利预测	27
图表 46: 毛利率（按行业细分）	28
图表 47: 估值分析	28

1. 结论

1.1. 运营商加速数字化转型，传统 BSS 龙头最受益

相较于运营商在 5G、物联网、光通信的资本投入，市场容易忽略运营商作为一个盈利机构也有自身数字化转型的强烈诉求，即将自身 IT 系统搬迁上“云”以及大数据平台建设。2017 年运营商业务总量增长 76%，而实现收入仅增长 6%，与此同时，互联网行业的营收增长达到 30%。剪刀差逐步扩大，人口流量红利已经逐步消退，运营商不能只能通过增速降费来获取市场，也不能总是牺牲自己成全互联网行业的春天。因此，如何实现新业务敏捷上线、灵活调配网络资源提升用户体验、利用大数据提供定制化服务、支撑万物互联以及未来 5G 所需的网络资源…这些都需要利用云计算重构自身网络系统。化“云”为雨，要让云和大数据为业务创造价值。

我们认为，作为运营商业务支撑系统的老牌供应商，天源迪科多年来持续耕耘运营商市场，在华为、中兴逐步收缩 BSS 业务的背景下，天源迪科有最好的客户资源、稳定的市场份额、高效的服务团队以及阿里的战略合作，在运营商系统云化和大数据平台建设中有不可替代的价值，将持续受益。

1.2. 警务云大数据始发力，天源迪科+华为结成软硬件最强组合

市场普遍关注公有云市场，而容易忽视私有云的发展，更难注意到警务云这一细分领域。事实上，警务云大数据的建设是刚需且急迫的，投资是稳定上升的，因为公共安全是所有社会活动的基础和保障。根据前瞻网预测，到 2022 年，我国公安信息化投资金额达到 244 亿元，平均每年复合增速在 10%。随着互联网的快速发展，传统警务采集和记录数据呈指数级增长，各个警种独立的数据孤岛已经无法满足及时的事态预警和处理要求，向科技要警力已经迫在眉睫。

天源迪科服务公安行业 20 年，为公安系统提供各类基础业务软件和综合应用软件，在警务云和大数据项目中拥有极大的业务和服务优势。同时，华为与公司在公共安全业务上达成战略合作协议，各取双方软、硬件优势，在研发和销售端充分合作，强强联合，业绩快速增长可期。

1.3. 金融行业云化刚起步，外延并购完善大金融战略

金融行业对于信息化系统的稳定性和安全性要求极高、IT 建设投资大，因此去 IOE 的进程相对较长，对于系统上云也相对谨慎，因此市场容易忽视金融私有云市场的发展潜力。公司收购维恩贝特后，2017 年中标中信银行信用卡核心系统规模达 5000 万的云计算项目，是国内银行业信用卡系统“云化”的首个项目。因此未来可期银行业务系统上云可逐步加速增长。同时，收购维恩贝特后，天源迪科补齐了在银行端的缺口，实现了银行、保险、证券三大块的业务版图，为金融行业提供云计算平台、移动端应用以及核心系统软件的开发和服务。

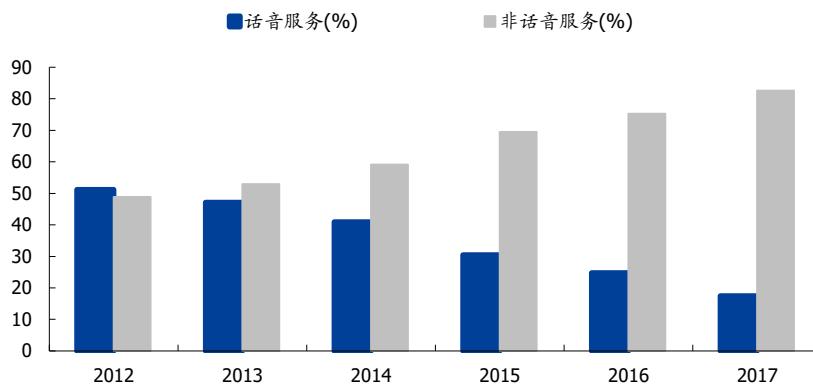
2. 化云为雨，运营商加速数字化转型

2.1. 网络重构转向“云”，是运营业务转型的基石

为应对业务应用多元化，网络系统云化成为运营商网络转型的方向，解决增量不增收的问题。在全球数字化进程加速、信息流量爆炸的时代，丰富的接入终端以及多样化的互联网应用场景，使用户和企业对个性化的通信服务要求不断提高。互联网厂商通过持续

创新，逐渐扩大了其市场规模，加速渗透运营商传统市场，给运营商带来巨大的生存挑战。传统通信服务如移动通话、短信息等服务收入占比显著下降，非话音服务如宽带、游戏、视频等业务在2017年已占到运营商收入80%，并保持持续增长趋势。但总体上，2017年运营商业务总量增长76%，而实现收入仅增长6%，与此同时，互联网行业的营收增长达到30%。剪刀差逐步扩大，人口流量红利已经逐步消退，运营商不能只能通过增速降费来获取市场，也不能总是牺牲自己成全互联网行业的春天。因此，如何实现新业务敏捷上线、灵活调配网络资源提升用户体验、利用大数据提供定制化服务、支撑万物互联以及未来5G所需的网络资源等等，这些都需要利用云计算重构自身网络系统，化“云”为雨，要让云为业务创造价值。

图表1：运营商收入结构（话音和非话音）占比变化



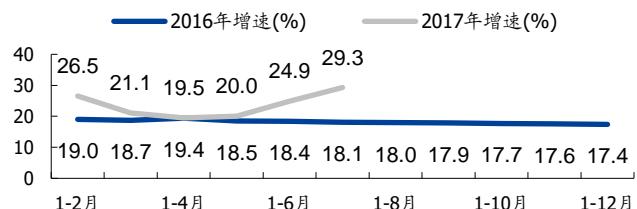
资料来源：中国信息产业网，国盛证券研究所

图表2：2010-2017年电信业务总量与业务收入增长呈现剪刀差



资料来源：工信部，国盛证券研究所

图表3：2017年互联网行业营收增速加快



资料来源：工信部，国盛证券研究所

运营商积极推动IT系统云化，有助于开拓多样化数字化业务，市场空间巨大。系统云化是指运营商将IT系统迁移到云计算平台承载运营，以充分利用云计算平台的能力。通过系统云化，能够优化管理、提高资源利用率，同时处理更多的系统业务。而TM Forum数据显示，直到2017年年中，还有3/4通信运营商的BSS业务支撑系统使用云计算不足10%，目前还处在云化起步阶段。通过IT业务支撑系统上云，有助于运营商开发数字化消费服务（例如付费电视、在线视频和在线音乐等），以及数字化企业服务（例如物联网业务、公有云服务和数据中心等），埃森哲预计，到2020年，中国运营商的数字化服务市场规模将达到1760亿美元，约等于2015年传统电信服务的整体市场规模，年复合增速在5.4%。运营商业务系统上云可以为运营商再造一个电信服务市场。

根据 IDC 的数据预测, 到 2020 年, 全球 IT 支出将达到 2.7 万亿美元, 年复合增速约 5%, 其中电信业约到占其中的 11%。同时 IDC 预计在云环境中的 IT 基础设施开支 5 年复合年增长率为 12.5%, 到 2020 年在整个 IT 支出中占 47.9% 的份额。综上所述, 预计全球电信业到 2020 年在云化 IT 系统的投入约达到 1423 亿美元, 中国约占到其中的 15%, 预计到 2020 年, 中国运营商在云化 IT 系统的投资可达 1408 亿人民币。

中国移动 2015 年启动核心云化试点, 在云计算资源池中部署 NFV (网络功能虚拟化), 实现软硬件分离, 硬件资源共享化、业务功能软件化, 从而实现网络功能的快速部署、业务容量按需灵活分配。

中国联通 2015 年提出网络转型战略 CUBE-Net 2.0, 建设面向用户的超宽带网络、面向内容服务的开放商业生态系统、面向云服务的极简极智弹性网络。通过引入 SDN、NFV、云计算, 加快推动自身服务转型, 开放应对网络运营的全新挑战。

中国电信于 2016 年发布《中国电信 CTNet2025 网络构架白皮书》, 正式进入转型云化网络架构的实施阶段, 以简洁、敏捷、开放、集约为特征进行全面的网络云化重构, 快速部署新兴业务, 为用户提供可视、随选、自服务的全新网络体验。

图表 4: 全球主要运营商的网络云化策略

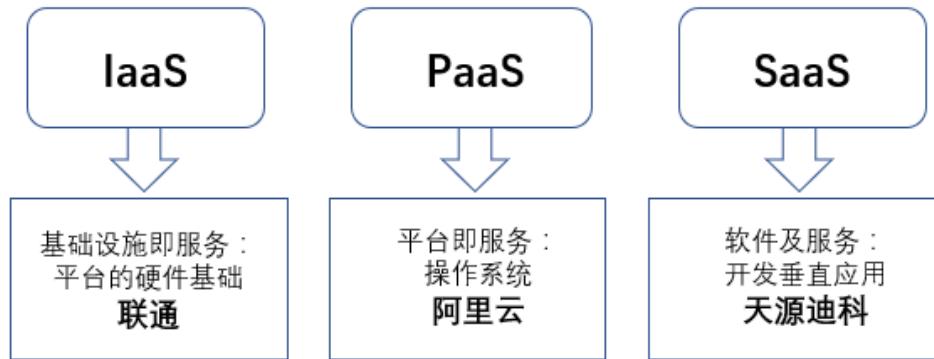
运营商	转型战略
西班牙电信	Onlife Telco 战略 (2015 年)
沃达丰	Ocean 网络转型项目 (2016 年)
德国电信	PAN-EU (2017 年)
卡塔尔 Ooredoo	UNIFY 战略 (2014 年)
中国联通	CUBE-Net (2013 年)
中国电信	CTNet2025 (2016 年)
中国移动	NovoNet (2015 年)

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

天源迪科+阿里云, 拿下中国联通首个卡号集中云服务。

运营商号卡集中业务属于系统云化项目之一。2016 年, 阿里云与天源迪科合作中标中国联通“卡号云”项目, 经过三方联手, 中国联通完成了首个完全服务化、分布式、全面采用互联网云化企业架构的 cBSS2.0 集中号卡资源管理系统, 并在广西、内蒙古、黑龙江三省上线。该项目拥有强大的资源能力、自主可控的安全性和“云网一体”的优势, 能够实现全国移网号卡资源的集中管理, 用户能够快速精准的选择号码。未来, 该系统完成后会将全国 IT 系统联系起来, 实现内部系统的连结和转型。公司在联通集中系统上具备先发优势, 在总部集中系统项目方面的市场份额持续增加。此外, 公司 BSS 云化核心技术组件落地, 在计费、CRM 核心应用得到验证, 支撑安徽电信 BSS3.0 云化、陕西电信 CRM 云化、上海电信 OCS 云化等重大工程的顺利商用。

图表5：中联通“卡号云”项目架构



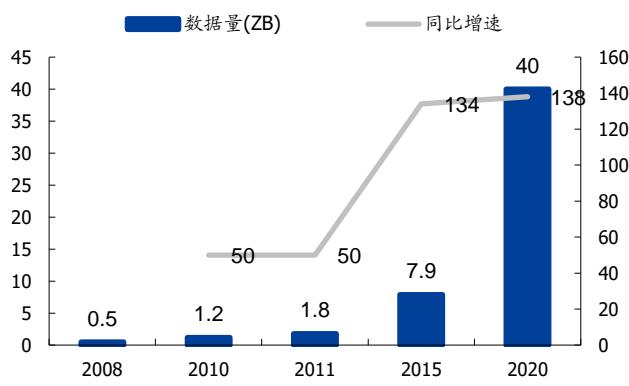
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.2. 抽丝剥茧，大数据是运营商待挖的金矿

坐拥大数据，运营商如何创造新价值。作为所有通信和流量的管道，运营商天然拥有海量数据资源。拥有大规模用户、广覆盖的网络通信、强大的信息流处理能力，相较于互联网厂商来说，运营商掌握的数据实时性更好、真实性更高、样本更大。但另一面，庞大的数据流带来的运营成本日益增长；同时，缺乏有效的数据提取和分析能力，大量的数据并没有为运营商创造新增价值。因此，在流量剧增的环境下，运营商并没有享受到流量红利，反而与互联网厂商的剪刀差越来越大。如何降低数据成本、通过数据提取和分析开拓新业务、创造新价值成为运营商急需解决的问题。

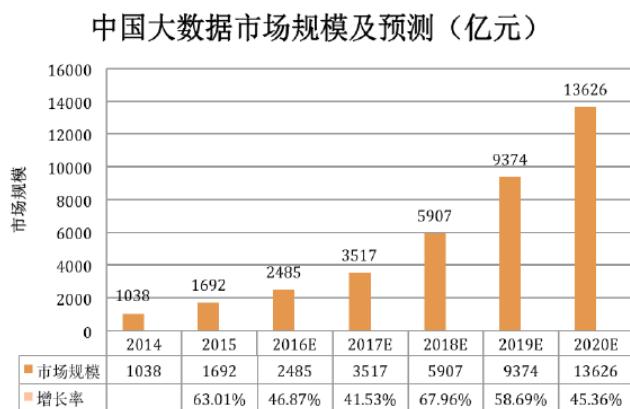
IDC 研究表明，预计到 2020 年一个普通家庭一年产生的数据相当于半个国家图书馆的信息储量，世界数据总量将是 2009 年的 49 倍，达到 35.2ZB，年均增速达 50%。根据前瞻研究院估算，**2020 年中国大数据市场规模约为 13626 亿元，未来三年复合增速在 57%。**

图表6：全球数据量规模预测



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表7：中国大数据行业市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

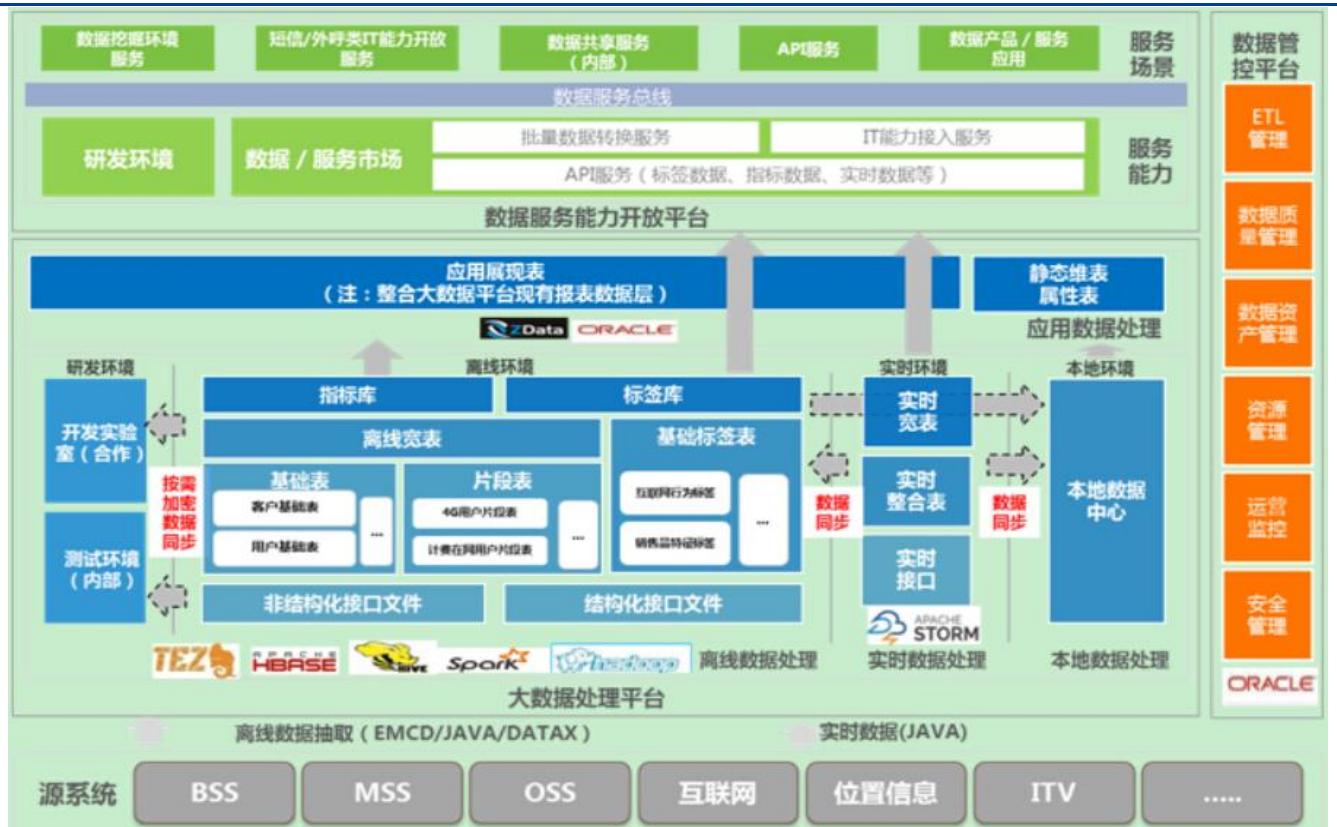
天源迪科是国内领先的大数据解决方案提供商，在应用层领域占据核心竞争力。公司是深圳市政府重点支持的四家大数据企业之一、广东省大数据骨干企业。公司大数据业务在电信、公安两行业树立了行业领先地位，承建的中国电信集团大数据平台树立了公司在电信行业的领先地位，承建的深圳公安大数据平台成为全国公安领域的大数据应用的

标杆。

在中国电信，公司承建了中国电信集团大数据基础能力平台等核心项目。新承接四川电信智慧营销试点，切入重庆电信市场承接VC充值项目，创新安徽电信iTV教育运营新模式，承建陕西电信BSS3.0智慧营销子系统和iTV多媒体支撑系统，江西电信无线大数据系统，广西电信大数据核心平台。

在中国移动，公司成功开发了在线大数据精准营销应用项目、江西移动大数据报等项目软件，通过公司在大数据市场的领先优势成功突破中国移动业务。

图表 8：天源迪科运营商行业大数据解决方案



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 9：天源迪科在中国电信集团主要大数据业务

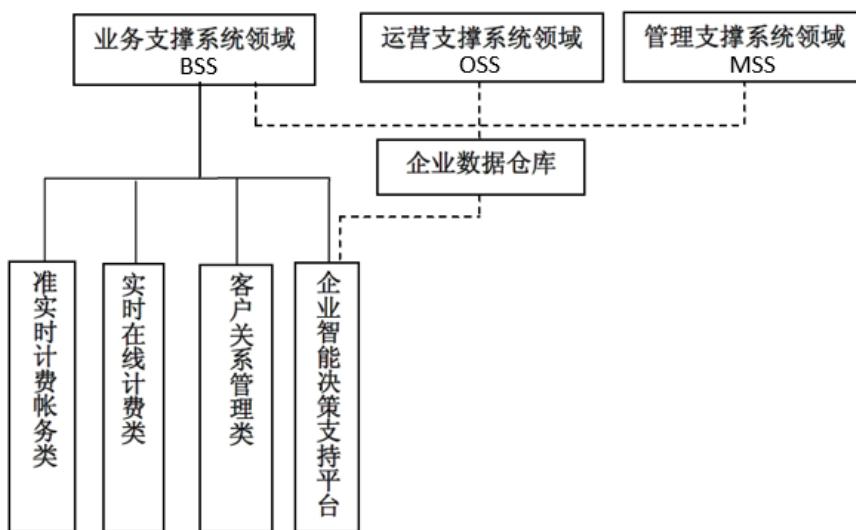
业务名称	成功案例
DPI全业务信息挖掘解决方案	中国电信云计算公司、广东电信、广西电信、云南电信、陕西电信、四川电信
异网识别及策反解决方案	中国电信集团云计算公司、中国电信集团云南分公司等
电信行业大数据解决方案	四川电信、安徽电信、云南电信、陕西电信、江西电信、青海电信
数据魔方解决方案	江西电信大数据平台
无线网络大数据分析平台软件	中国电信（六省）
互联网行为分析平台解决方案	安徽电信、四川电信、云南电信、广西电信、江西电信、甘肃电信、深圳电信等

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2.3.运营商传统 BOSS 业务发展平稳，供应商进一步收敛

运营商 **BOSS** 系统包括业务支撑系统（**BSS**）与运营支撑系统（**OSS**），是一个综合的业务运营和管理平台业务支撑系统。具体包括客户关系管理、数据采集系统、计费账务、综合结算、营销支撑这些功能模块。传统的 **BOSS** 系统，以网络建设为中心，呈现孤岛特征，在进行超大规模的数据增删过程中会浪费大量的系统资源，因此目前运营商 **BOSS** 业务的发展趋势就是加强集中化和云化。

图表 10：运营商 **BOSS** 系统框架，业务支撑系统最为核心



资料来源：天源迪科招股书，国盛证券研究所

传统 **BOSS** 业务系统复杂，定制化高，安全性要求高。从最早的电信“九七”系统开始，三大运营商的 **BOSS** 系统发展已逾 20 年，由于运营商内部 IT 系统结构与业务流程十分复杂，在未云化以前，传统 **BOSS** 需要大量的定制开发，为海量用户提供不间断的通讯服务，因为对系统的稳定性和安全性都有非常高的要求。**Ovum** 的报告显示，**2017** 年全球通信行业 **BOSS** 市场将达到 **170** 亿美元的规模，仍将以 **5.75%** 的速度稳步扩展，最终在 **2022** 年达到 **225** 亿美元。其中要求最高、最为核心的为业务支撑系统 **BSS**，占电信应用软件系统市场份额 **50%** 以上。

传统 **BOSS** 业务供应商稳定，门槛高，并逐步收敛。运营商对业务支撑系统核心应用软件产品实行准入管理和集中采购制度。在长期运营过程中，无论系统新建还是旧系统改造，三大运营商和供应商一直都是长期合作关系。只有长期合作的厂商，才能在熟悉系统流程和业务的情况下，保证系统稳定运营升级，而业务系统一旦在交割或者升级中出现问题，严重可能导致区域内客户信息全丢失。近几年，合作厂商不断收敛，目前主流厂商已只剩下华为、中兴软创、天源迪科、亚信联创、思特奇等几家，天源迪科在中国联通的传统 **BOSS** 业务市场分额排名第二，在中国电信有 20 多个省的市场份额。而华为和中兴在此块业务处于收缩过程中，对于大通信设备厂商来说，定制需求过强的运营商传统软件业务投入的人力成本过高，与合作伙伴合作共赢模式更适合大设备厂商。

公司是中国电信和中国联通的核心支撑厂商之一，在运营商应用软件业务上主要专注于业务支撑系统 **BSS** 以及企业数据仓库类应用软件产品的研发、销售和服务。系统覆盖运营商的全套运营支撑系统，主要产品包括电信数据仓库类软件、实时在线计费类软件、客户关系管理类软件、准时实时计费帐务类软件等。

图表 11：集中化 BSS 系统总体架构



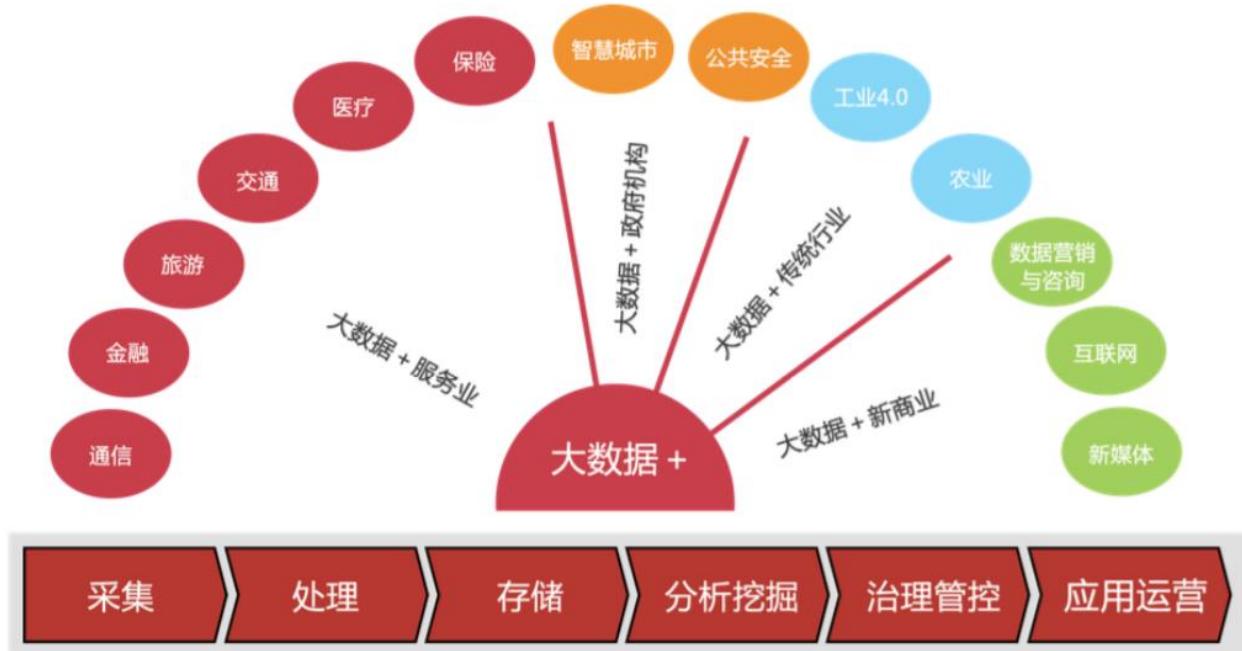
资料来源：中兴软创官网，国盛证券研究所

华为收缩运营商 BOSS 业务，双方由竞争转为合作。华为在 BOSS 业务方面与公司原为竞争关系，2017 年开始，华为战略性逐步缩减相应人员，退出运营商业务软件市场。2018 年，阿里收购中兴软创，中兴同样选择逐步退出运营商业务软件市场。两大巨头的退出，在国内市场，行业集中度进一步提升。2017 年后，公司与华为再次开始合作，从竞争关系转为合作，在海外 BSS 业务和移动应用等领域有近 2000 万的合作业务，已经切入东南亚，非洲等地区，例如与华为合作实施巴西电信等海外运营商 BOSS 项目。2017 年海外业务营收为 2759 万元，同比增长 62.93%，公司的海外业务增长迅速，与华为合作共同推动了海外业务发展。

2.4 多行业延伸，深耕云计算大数据，是传统电信软件龙头发展方向

东方国信在电信行业中实践多年，是国内通信行业大数据解决方案的龙头企业。1997 年成立以来，从最初的为运营商提供 BI 服务，到之后逐渐外延进入金融、工业、智慧城市等 10 余个行业和领域。公司主营业务是为客户提供企业级大数据及云平台整体解决方案，基于大数据、云计算、人工智能和机器学习等技术提供数据采集、数据分析挖掘、云基础服务与应用开发平台等相关产品。2017 年，公司与中国联通联系紧密，参与中国联通互联网化运营、全触点全场景精准营销等改革的 IT 支撑建设，同时中标多个大数据平台项目，例如新疆电信大数据平台和智慧审计项目，天津电信决策专家支持系统和智慧人力系统。

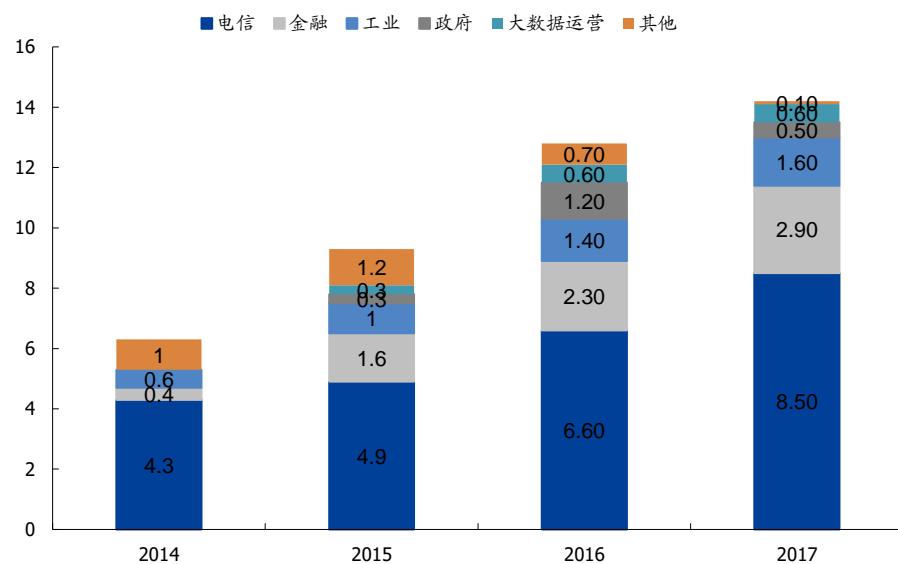
图表 12: 东方国信大数据业务范围



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

盈利能力方面，东方国信的电信行业营业收入占比 56.35%，同比增长 29.07%，与 2014 年之前占比 90%以上相比，电信行业占比明显下降，主要由于公司在保持电信行业发展下，侧重于发展金融和工业等领域，收入结构发生变化。毛利率为 54.54%，同比增加 2.05%。

图表 13: 2014-2017 年东方国信细分行业营业收入(单位: 亿元)



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 14: 东方国信自主云化架构的大数据主要产品

产品	作用
大数据采集设备	大数据采集设备从网络接口采集数据，可以为运营商的智能管道应用、政府的网络安全监管等领域实现海量数据的实时采集。
大数据处理专用设备	大数据处理专用设备面向计算密集、计算存储均衡、存储密集的不同大数据应用场景提供了不同的软硬件结合的大数据专用一体机
Hadoop 发行版 (BEH)	东方国信的基于 Hadoop 的核心专利技术成果已经成功应用于国内的大型互联网企业，并被 Hadoop 开源组织采纳为标准。
分布式并行数据库 (XCloud)	融合 Hadoop 分布式平台的优点和 MPP 架构的优势，以独特的列存储，压缩和智能索引技术为基础，实现动态计算资源调配。
大数据展现平台	覆盖报表、即席查询、联机分析处理、自助式分析页面构建、分析应用共享等大数据展现场景的工具。业务用户可以全面可视化和所见即所得的直观方式进行数据探索，获取有价值的目标数据，在分析的过程中记录分析思维节点、共享分析思维节点、最终形成思维脑图，发现数据商业价值的探索式的分析过程的可视化及共享。
大数据分析服务平台	融合大数据与云计算技术，在 IaaS、PaaS 以及 SaaS 三个层面解决了企业传统的垂直 IT 系统进化成大数据基础上的云计算平台过程中遇到的各类技术问题，包括数据中心资源及服务的统一管理与运维、异构大数据存储及计算、云化应用的敏捷与持续开发以及基于大数据的行业云应用等。
私有云平台	

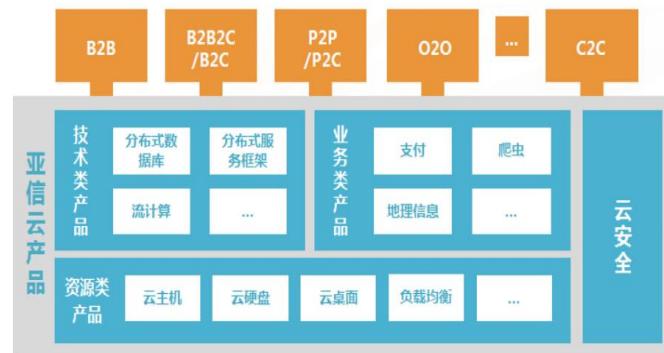
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

亚信联创深耕中国电信基础网络运营支撑系统，是产业互联网领航者。亚信自 1993 年创立，为大型企业自主创新、转型升级提供大型软件产品与定制化服务。2014 年开启互联网战略转型，目前，亚信的业务领域已经由运营商市场拓展到金融、政府、医疗等各行业，形成了大数据、网络安全、电信软件、运营服务等领域的核心竞争力。

在电信行业，亚信与三大运营商都有多个合作，例如中国移动的 CRM 核心系统、中国联通的 BSS 系统、中国电信的计费产品等多产品合作。

亚信在云计算方面也有种类繁多的业务服务。亚信云提供大规模分布式存储和计算、中间件产品等服务，基于亚信云，为各产业提供全面云服务业务。

图表 15: 亚信云产品



资料来源：亚信官网，国盛证券研究所

图表 16: 亚信云应用场景



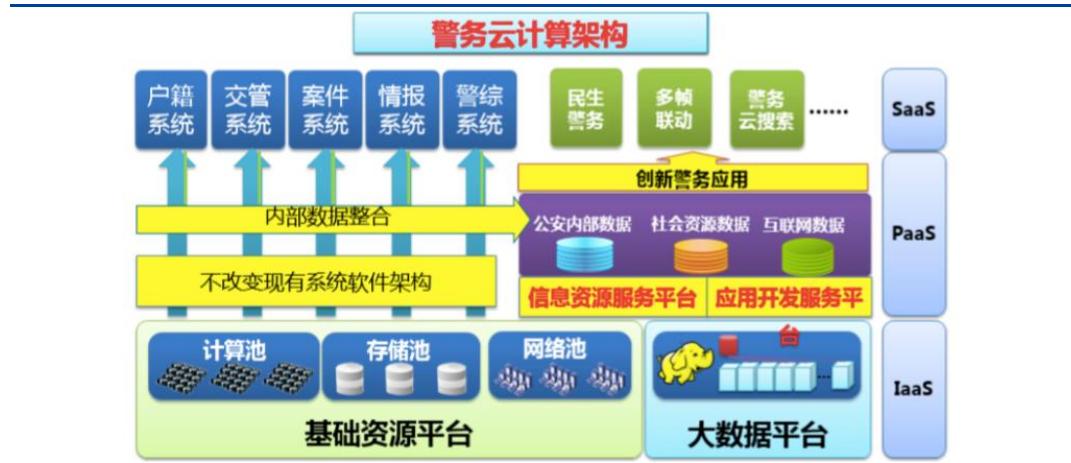
资料来源：亚信官网，国盛证券研究所

3. 向科技要警力，警务云大数据发力正当时

3.1. 硬件资源走向融合，警务云连接数据孤岛

警务云的构建过程，是将一个或多个数据中心的多厂家计算、存储、网络设备，以及不同的中间件、数据库都整合到统一的公安云计算平台，再将云计算资源按照业务需求动态按需供给给多个部门，实现资源分配的灵活和高效。新型业务开发也直接基于融合平台开发，实现网络敏捷性，节省运维资源。

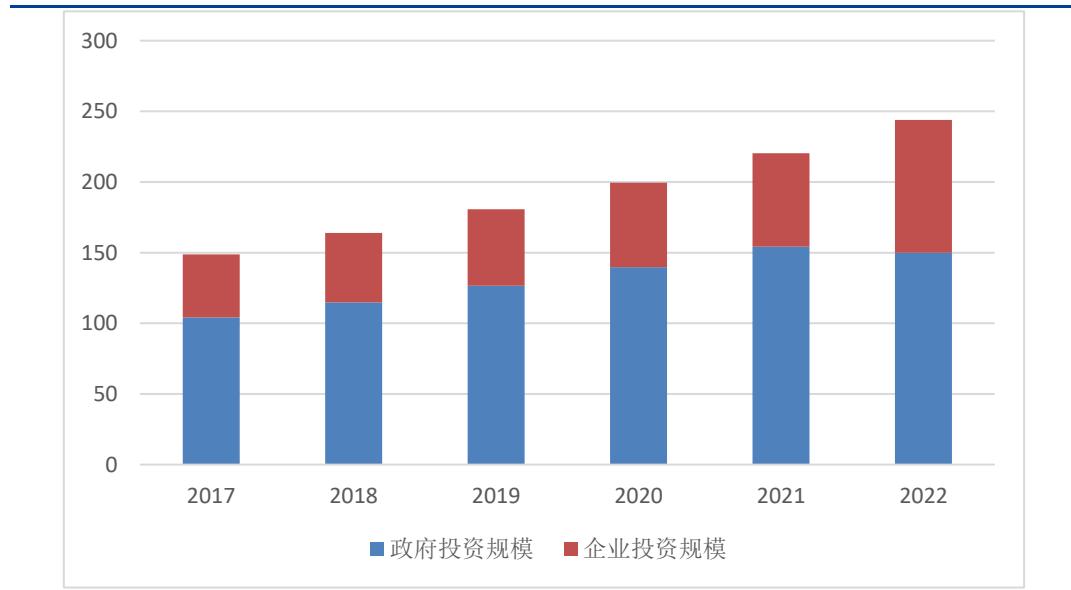
图表 17：“警务云”计算架构



资料来源：新三板府研究院，国盛证券研究所

警务云可以连接公共安全各个部门的信息孤岛。随着传统警务采集和记录数据呈指数级增长，需要基于云计算平台将传统的视频监控、集群指挥调度、计算机辅助调度、地理位置信息等融合在一起，用于事态感知以及预警，从事态发生到结束，进行全联接的管控和调度，提升全警战斗力。根据 HIS Market 研究数据，全球平安城市市场规模由 2015 年的 130 亿美金扩大至 2020 年的 200 亿美金，复合增速 9%。根据前瞻网预测，到 2022 年，我国公安信息化投资额达到 244 亿元，平均每年复合增速在 10%。

图表 18：2017~2022 年公安信息化投资规模预测（单位：亿元）



资料来源：前瞻网，国盛证券研究所

相对传统 IT 系统，云平台在操作灵活性、容灾备份能力、安全性、灵活拓展性以及投资

成本来说，都有明显优势。2012年公安部发布《关于贯彻落实〈全国公安装备建设“十二五”规划〉指挥信通装备建设项目的工作意见》，明确将警务云计算中心建设工作纳入信息化建设整体规划。

图表 19：云平台相对于传统IT系统的优势

	云平台	传统IT系统
操作易用	内置主流的操作系统	需用户自备操作系统，自行安装
	可在线更换操作系统	无法在线更换操作系统，需要用户自行安装
容灾备份	每份数据多份副本，单份损坏可以在短时间内快速恢复	用户自行搭建，使用传统储存设备，价格高昂
	快速自动故障恢复	没用提供快照功能，无法做到自动故障恢复
安全可靠	有效阻止MAC欺骗和ARP攻击	很难阻止MAC欺骗和ARP攻击
	有效防止DDoS攻击，可进行流量清洗和黑洞	清洗和黑洞设备需要另外购买，价格昂贵
灵活拓展	开通云服务器非常灵活，可以在线升级配置	服务器交付周期长
	带宽升降自由	带宽一次性购买，无法自由升降
节约成本	在线使用负载均衡，轻松拓展应用	硬件负载均衡，价格昂贵，设置麻烦
	使用成本门槛低	使用成本门槛高
	无需一次性大投入	一次性投入巨大，闲置浪费情况严重
	按需购买，弹性付费，灵活应对业务变化	无法按需购买，必须为业务峰值满配

资料来源：阿里研究院，国盛证券研究所

3.2. 大数据构建智能分析，智慧警务保安平

互联网、信息技术的发展以前所未有的广度和深度改变着生活，公安信息化转型也迫在眉睫。**公安大数据的需求主要在于：**实现跨部门、跨警种数据集中存储；整合零散、孤立的数据，转化为有机关联、可信度高的信息资源。同时，通过警务云大数据系统改造，利用分布式计算技术，突破服务器的能力瓶颈，实现数据随用即得、战法随想即成、应用随需而变、警务效能倍增。

近年来，公安部下发了一系列文件，对公安行业的信息化进行了安排，提供了未来发展的大方向。从上而下、以点带面，全国各地的公安信息化发展规划、总体框架和实施方案也纷纷落地。

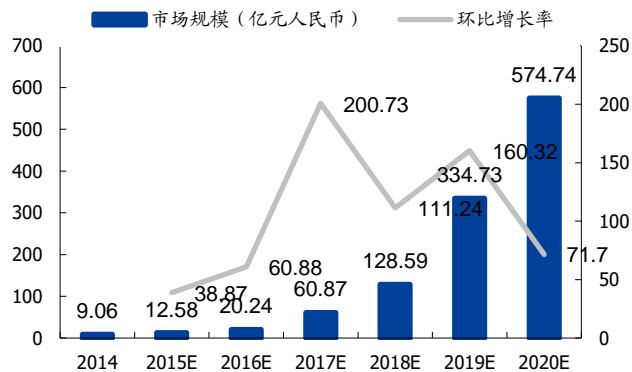
图表 20: 近年来公安部推进信息化的主要文件

时间	文件名称	主要内容及作用
2010 年	《关于进一步加强公安机关信息化发展若干问题的意见》	为全国推进基础信息化建设提供了政策依据。
2015 年	《关于建设完善警务信息综合应用平台促进资源联通共享的意见》	确定了警综平台为各级公安机关和民警一站登录、一站采集、一站应用的工作平台，促进了各级公安机关和各警种各部门的系统对接和条块融合。
2015 年	《关于进一步加强公安机关视频图像信息应用工作的意见》	确定了“十三五”期间公安科技创新工作的总体思路、发展目标和主要任务。
2017 年	《关于推进公安信息化发展若干问题的意见》	明确了以公安大数据应用为核心的公安信息化发展方向，进而确立了“三横三纵”的“十三五”信息化总体技术架构，即以优化基础设施、支撑平台、综合应用三个横向层次为支撑，以完善标准、安全、运维三个纵向体系为保障开展信息化建设，为实现全国警务大数据建设的系统性、整体性、协同性提供了技术解决方案。

资料来源：中国警察网，国盛证券研究所

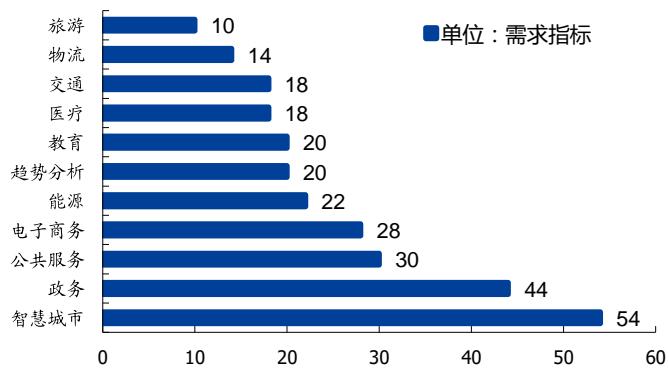
大数据将会从各个方面来帮助政府实施高效和精细化管理，据中国产业信息网信息资料，预计 2020 年政务大数据市场规模将达到 574.74 亿元，从 2014 年~2020 年，年均复合增速 99.7%。同时其细分领域众多，按照需求的紧迫性不同，可以实现层次性发展，在不同阶段释放不同细分领域的发展空间，发展潜力巨大。

图表 21：中国政府大数据应用市场规模



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表 22：政府大数据产业需求排名



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

3.3. 天源迪科+华为深耕警务大数据，各取所长，实现竞合

公安信息化建设正向云计算和大数据迈进，同时也向业务和平台相结合的顶层设计架构深入，实现数据随用即得、战法随想即成、应用随需而变、警务效能倍增。警务信息化新模式——平台+服务模式：1. 平台：大数据平台+SaaS服务平台+开放式应用平台；2. 服务：数据组织服务+模型开发服务+应用订制服务。

天源迪科携手华为于 2017 年共同发布面向公共安全的大数据解决方案，前者擅长业务，

后者擅长平台。双方在城市立体预警防控体系、“情”“指”“勤”一体化、新一代情报综合信息管理体系以及移动云平台等领域进行战略合作。目前已在公安综合指挥、情报分析研判等核心业务系统中落地。

双方警务大数据联合解决方案：基于华为的分布式数据中心架构，在基础设施层采用华为的云操作系统 FusionSphere 和大数据平台 FusionInsight 等。天源迪科一方面进行数据采集，另一方面对应用层数据和跨行业数据进行全面融合与对接，帮助各个警种进行分析。

图表 23：天源迪科公安大数据警务云解决方案



资料来源：天源迪科官网，国盛证券研究所

天源迪科在警务大数据的独特优势：有大数据和云计算的研发中心以及独立的 PaaS 平台的开发，在大数据上还有数据安全及相关产品的开发。研发团队呈现双层结构，分别是公司层面和各个细分行业层面。公司拥有 4 个研发基地(深圳、合肥、北京、武汉)，3 个研发中心(上海、成都、西安)，此外，在全国大部分省会城市设立技术支持中心。2017 年，公司研发投入 2.37 亿元，相比上年增长 10.75%，软件开发人员数量 3279 人。公司致力于结构优化，尽量控制人力资源成本、提高效率，同时保持研发投入，对新的技术如人工智能和区块链也在持续研究，以更好的帮助客户实现目标效果。

在警务大数据方面，天源迪科的深圳警务云项目已成为全国示范标杆。之后将在珠海、新疆、中山、泰州、大冶、贵州等八个地市落地。也已经与广州、上海、郴州等地签订了战略性合作协议。

在交通大数据方面，天源迪科在全国排名第一。目前国内一线城市和重点二线城市的交通大数据平台皆为公司承接项目。交通大数据业务的下游客户主要是交警系统，也是公安系统的一个分支。未来市场拓展会逐步向地市渗透。

3.4. “警务云”系统供应商类别

总体来说，整个公安体系对平台建设的要求越来越高，行业资源越来越集中，小型公司的业务空间将越来越小。“警务云”的建设是一个系统化的过程，参与公安系统“警务云”建设的供应商可以分为三类：

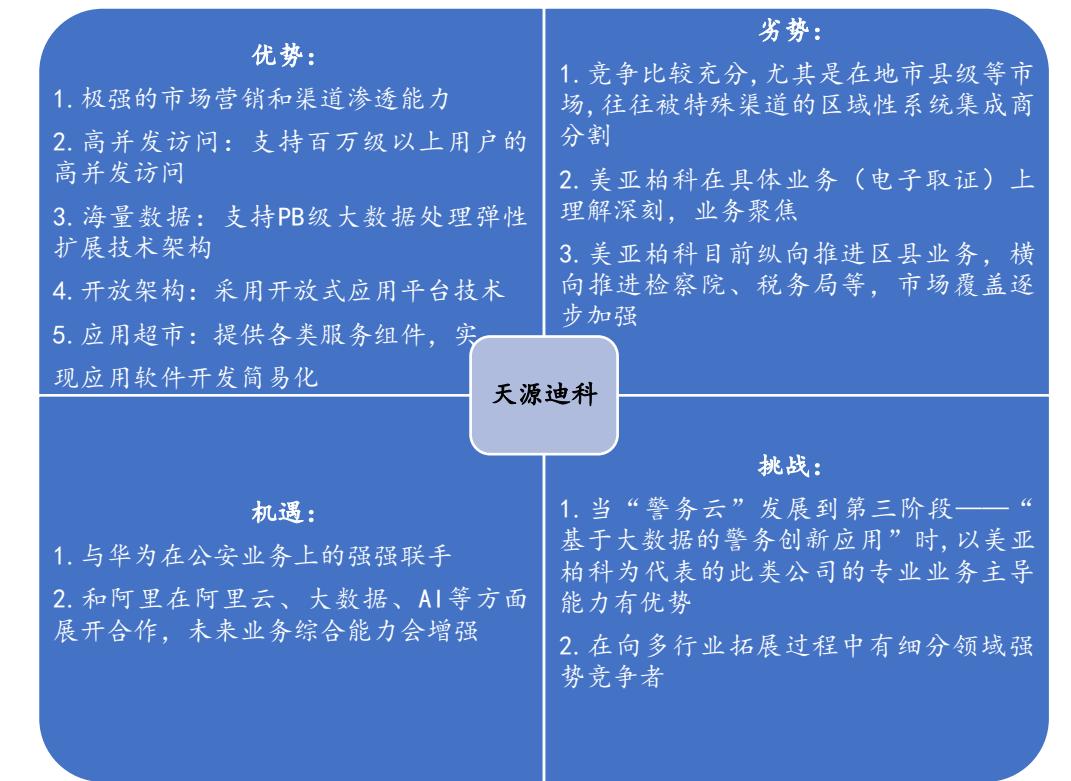
图表 24: “警务云”供应商分类

种类	描述	典型代表
传统的服务器生产商	“警务云”建设的第一步是基础设施建设,而服务器是构建云数据中心的核心设备,所占成本最高,同时具备服务器生产能力的厂家,一般也能自身生产或整合其它CT或IT终端设备,所以在“警务云”建设的第一阶段,服务器厂商容易占据主导地位。	浪潮信息(000977) 紫光股份(000938)旗下新华三 联想集团(00992.HK) 中科曙光(603019) 华为
信息系统集成商	该类供应商多由服务器等硬件和系统平台等软件产品的代理商和经销商发展而来。 优势在于极强的市场营销和渠道渗透能力。	天源迪科(300047) 太极股份(002368) 烽火通信(600498)
聚焦于公安具体业务信息化建设的专业供应商	弱点是竞争比较充分,尤其是在地市县级等市场,往往被特殊渠道的区域性系统集成商分割。 公司创建伊始便专注于公安系统具体业务的信息化。因为公安内部部门众多,很多公司专注于公安系统某一领域,营收并不大但是对具体业务内容的理解却颇深。	华胜天成(600410) 电子取证领域的美亚柏科(300188) 专注于刑侦物证处理的海鑫科金 专注于VMS业务的东方网力(300367) 专注于智能交通领域的易华录(300212) 专注于公安刑侦及情报信息系统开发的华南资讯

资料来源：新三板研究院，国盛证券研究所

相对于以美亚柏科为代表的具体业务信息化建设专业供应商，天源迪科既有优势也有劣势，具体分析如下：

图表 25: 天源迪科 SWOT 分析



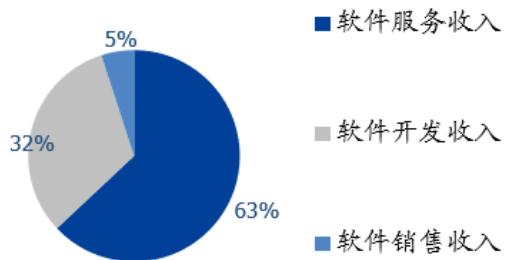
资料来源：国盛证券研究所

4. 收购维恩贝特，完善布局大金融板块

4.1. 维恩贝特：专业级银行IT信息化服务提供商

维恩贝特成立于2009年，主要面向金融机构提供IT解决方案及相关服务。业务内容包括业务咨询，软件设计，软件开发，软件测试和软件维护服务。国有四大行，交通银行，平安银行等均为公司的主要客户。公司主要业务见下表：

图表 26: 维恩贝特主要收入来源



资料来源：维恩贝特 2015 年公告，国盛证券研究所

维恩贝特的销售模式主要是直销及分销渠道两种模式，形成了“顾问咨询+解决方案+开发及维护服务收费”的成熟模式，除了基本业务，维恩贝特也会从国内外软件承包商通过项目分包的方式获取最终用户的部分软件外包业务。

金融领域是维恩贝特最主要的业务领域，公司为金融客户提供的核心业务系统、分行特色系统及移动支付账务系统的软件总集成服务，商业模式为通过“解决方案+升级改造+系统维护”的方式来获取相应收入，通过客户指定资源和公开投标等直接销售的方式获取业务合同。公司提供的IT外包服务的商业模式为：按照长期合作的服务模式，向客户提供专业技术服务人员，并根据实际服务的工时定期向客户收取费用。

2017年，维恩贝特的重点项目为交通银行531工程、平安香港分行业务咨询、澳门中行蓝图项目、微众银行、山东重汽资管系统、四川长虹资管系统等。所承担的支付运营平台日交易峰值超过37亿，与平安银行合作开发风险预警大数据系统，与招商银行合作开发人工智能内控平台。

4.2. 银行“云计算”市场刚刚起步

大型银行的特点是，核心系统内部开发完成，通过服务外包引入外部资源。银行在云化上，对系统稳定性要求高、投入大，因此去IOE进程相对缓慢。2017年，维恩贝特子公司中标了中信银行信用卡核心系统规模达5000万的云计算项目，是国内银行业信用卡系统“云化”的首个项目。同时，国家政策对进入国产化的支持，在去IOE的背景推动下，为银行业“云化”提供了良好的大环境。

2014年，银监会、发改委等机构联合发布银行业IT自主安全可控的指导意见，意见提出要在2019年，实现安全可控信息技术在银行业总体达到75%左右的使用率，从政策上支持银行IT领域的国产化替代。根据IDC的预测，中国银行业IT解决方案市场2015年到2019年的年均复合增长率为24.4%，到2019年该市场的规模将会达到539亿元。

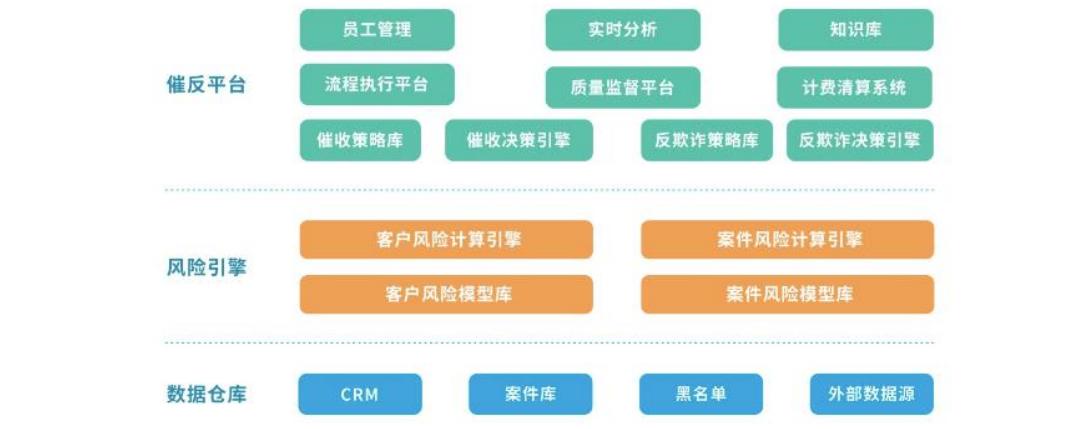
4.3. 并购协同效应明显，完善银行、保险、证券大金融板块

天源迪科于2017年9月14日并购维恩贝特，以现金方式取得99.45%的股权。并购后双方有较好的协同效应，对双方业务拓展均有促进作用。维恩贝特2017年营业收入为7298.07万元，营业利润为3225.06万元。并表后2017年天源迪科年金融行业营业收入1.73亿元，同比增速为117.30%，毛利率39.29%，金融板块已成为公司三大战略业务之一。

天源迪科金融业务主要为证券行业提供云计算平台、保险核心系统的移动端应用以及银行的部分信息化系统。针对保险业的有“移动查勘定损系统”和“手机自助理赔系统”，致力于提高理赔效率，降低案件理赔费用和各种辅助费用，主要客户群体是平安保险、永诚保险、天平保险等知名保险机构。

针对商业银行的“金融智能催收解决方案”，是在经济形势的下行、国内不良资产规模不断攀升的大背景下的一个实用应用。商业银行从2013年12月至2016年12月，不良贷款从5921亿元一路飙升至1.5万亿，增幅155%，加上互联网金融的急速发展，使得信贷资产的规模迅速扩大，相应的不良资产处置的需求也在急速增加。

图表 27：“金融智能催收解决方案”图示



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

针对金融业风险控制的“信贷风控云解决方案”，将大数据引入风险控制。天源迪科深度整合运营商、政府、公安、保险等行业客户的数据资源，在保障用户信息安全的同时，为金融机构提供高效、安全的风险控制方案。

图表 28：“信贷风控云解决方案”图示

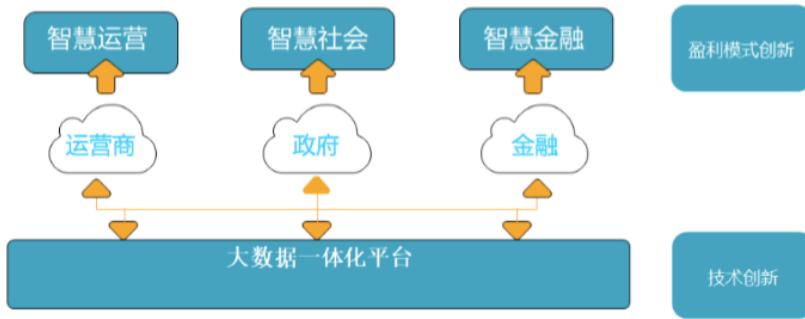


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2017年，公司正式并购维恩贝特，将业务拓宽至银行核心系统的开发和服务，并中标中信银行信用卡核心系统云化项目。公司未来将加大在金融行业方面的投入，主要是银行核心系统云化、大数据和人工智能方向，同时也包括泛金融IT解决方案和合作运营。天源迪科在云计算、大数据、互联网应用方面的优势，可以帮助维恩贝特获得更好的技术支撑。维恩贝特在海外银行移动端较为落后，并购后可以获得天源迪科方面较多的海外业务支持。

“智慧金融”是公司大数据一体化的一个重要环节，相较于公司常年耕耘的运营商和政府业务，并购维恩贝特后金融行业也成为公司三大战略业务之一。

图表 29: 天源迪科公司战略架构

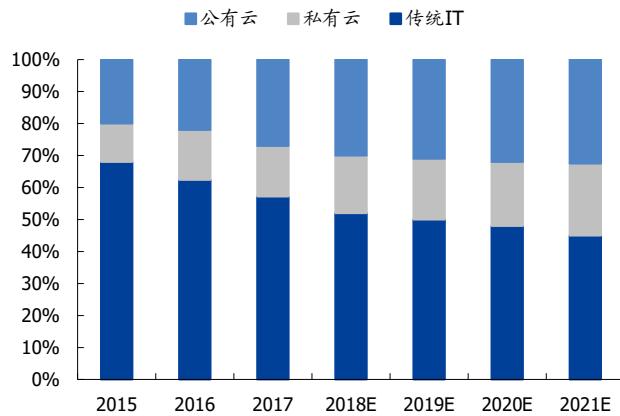


资料来源：公司年报，国盛证券研究所

5. 携手阿里，加速各行业云化渗透

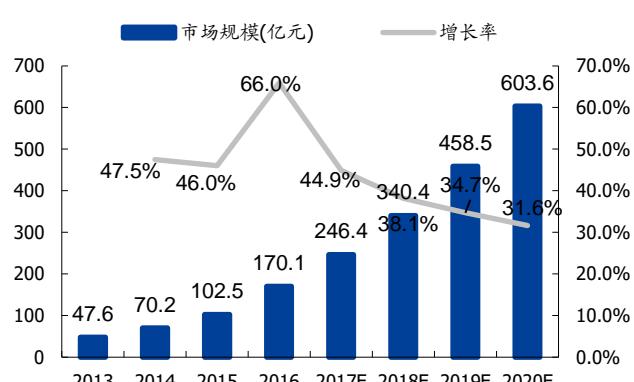
IT 产业云化加速。根据 IDC 全球云 IT 基础设施追踪报告显示，未来五年，传统 IT 支出的占比持续下降，与此同时，云计算市场规模持续增长，占整体 IT 支出比例进一步扩大。信息技术 IT 演变为数据技术 DT，引领驱动产业转型升级。中国公有云市场规模预测到 2020 年可达 604 亿。

图表 30: 全球 IT 基础设施、云市场占比预测



资料来源：IDC，国盛证券研究所

图表 31: 中国公有云规模与增速及预期



资料来源：中国信通院，国盛证券研究所

公司与阿里深度合作，除了运营商云化服务外，在企业云也进行合作。企业云化是指大中型企业后台 IT 系统以及服务向云计算方向迁移。2017 年，公司与阿里云合作承接了多家大型国企的采购和电商平台云化，例如交付了中石油的采购云平台，同时也启动了中石油电商云平台的开发，中标国家电网的电商云平台等。阿里云提供 PaaS 的应用，而公司主要负责 SaaS 的技术支持。

企业级 B2B 采购电商平台就是公司与阿里云合作建构的新一代企业级采购交易平台。它主要采用了阿里云的分布式技术架构，主要用于管理企业采购供应链，可以处理上千笔用户业务。目前已用于中国航空工业集团公司、中国国电集团公司等大型央企、集团级企业。

阿里与公司合作有助于提升公司在企业云化服务方面的市场份额，提高公司整体业绩，也为公司未来的企业云化服务产生很大的推进作用。未来，公司与阿里的合作有望继续发展，共同面对客户，强强联合使企业云化服务的持续拓展，实现双赢。2017年3月，在阿里云举行的“2017云栖大会—深圳峰会”上，阿里授予天源迪科“金牌合作伙伴”称号。

6. 控股金华威，华为企业网核心总经销商

金华威于2011年成为天源迪科的控股子公司，截至2017年，天源迪科持有金华威55%的股权。公司为集ICT产品增值分销与专业服务为一体的国家级高新技术企业，是华为的企业网业务总经销商、五钻认证服务商。ICT业务是运营商针对大客户提供的重要转型业务，主要包括系统集成、视频监控、VPN等应用业务。

图表 32：金华威产品服务



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

金华威近几年营业收入和净利润都保持稳定增长，主要因为公司持续加强对销售的过程控制、质量控制及汇款控制，同时华为在企业网业务方面的市场占有一直提升，金华威作为华为企业网业务的总经销商，业绩也有很大的增长。

图表 33：金华威 2015-2017 年营业收入与毛利率情况

年份	营业收入（万元）	同比增长率	毛利率	同比增减
2017	184270	17.30%	8.24%	0.86%
2016	157096	62.13%	7.38%	-0.30%
2015	96893	54.37%-	7.68%	-1.61%

资料来源：wind,国盛证券研究所

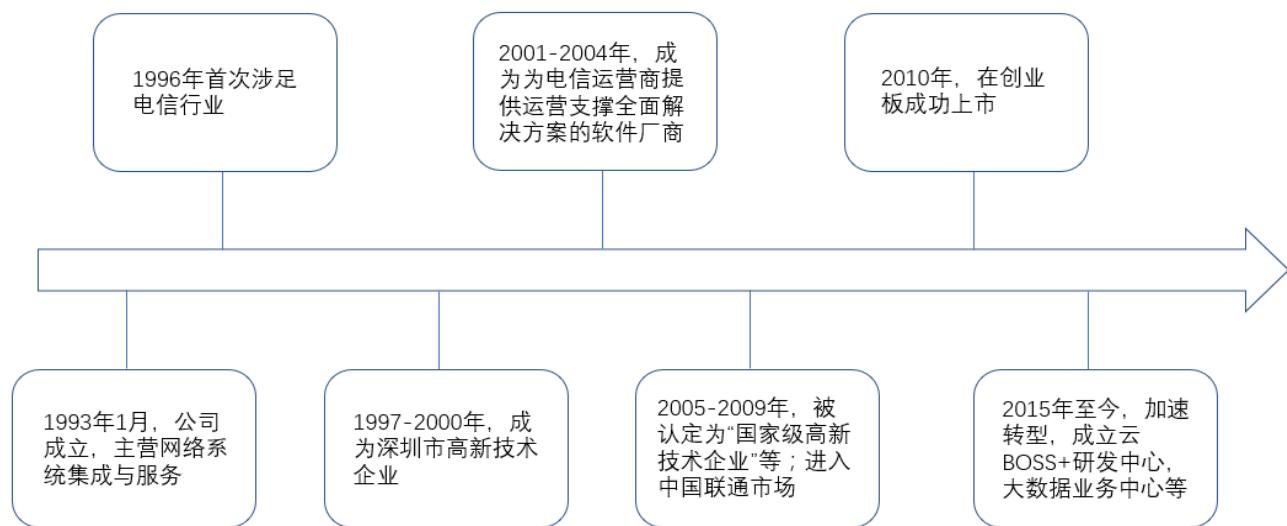
7. 天源迪科经营情况介绍

7.1. 历史沿革

深圳天源迪科信息技术股份有限公司于1993年1月18日成立，并开始涉足公安行业，1996年为珠海市邮电局开发“计费销账核算系统”，首次涉足电信行业，1996年确立了“以应用软件开发为龙头，系统集成为主题”的业务模式和主营方向。经过20多年的发展，公司的业务领域已经拓宽到运营商、公安、政府、金融、新能源等十多个行业，形成跨行业、多盈利模式的业务布局。公司于2010年1月20日在创业板上市，是首批国

国家级高新技术企业。

图表 34：公司发展历程



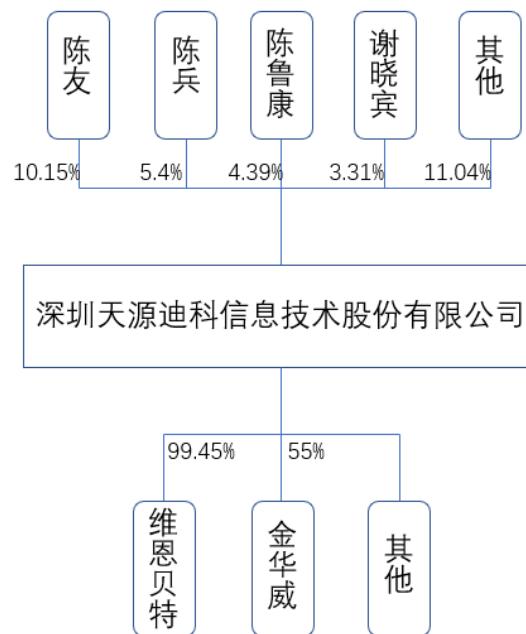
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

7.2. 公司股权结构

公司实际控制人兼董事长为陈友，持股比例 10.15%。公司股权结构较分散，其中持股股东多为公司管理层，公司董事陈兵、陈鲁康、谢晓宾分别持股 5.4%，4.39% 和 3.31%。由于股东多为公司管理层成员，利益一致。

公司持有子公司维恩贝特 99.45% 股份，金华威 55% 股份，有助于公司进行多领域的涉足和转型，符合公司当下需求。

图表 35：公司股权结构

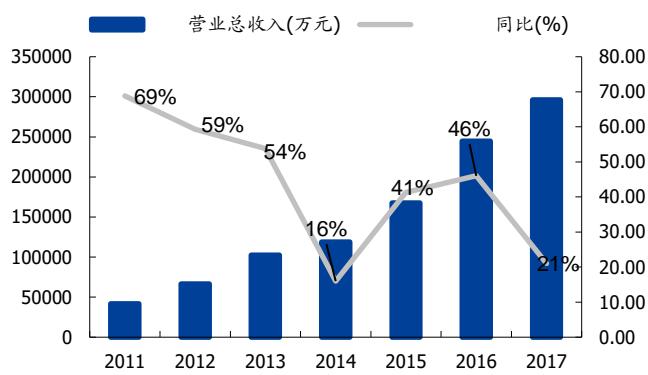


资料来源：wind，国盛证券研究所

7.3. 公司经营财务分析

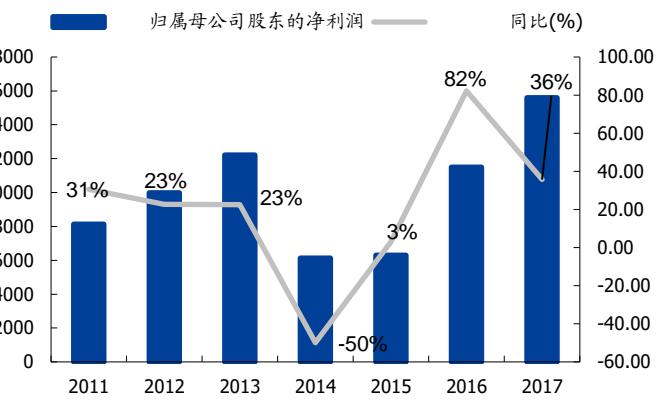
公司近几年聚焦大数据、云计算等方面的研究开发，积极向其他领域拓展业务规模，使营业总收入保持增长趋势，同时净利润也在2015年后与营业收入保持同步增长趋势，主要是因为公司在通信行业业务方面保持稳定的同时，公司的公安行业大数据业务发展迅速，此外，金融行业银行核心系统业务发展稳健，2017年并购了维恩贝特，并在第四季度并表。

图表 36: 2011-2017年营业收入情况



资料来源：wind, 国盛证券研究所

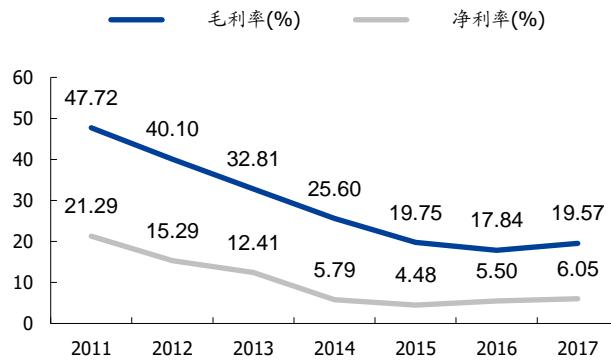
图表 37: 2011-2017年净利润情况



资料来源：wind, 国盛证券研究所

从公司整体毛利率和净利率来看，大体上呈下降趋势，主要由于公司在传统电信业务上承担了一定压力，网络产品分销、系统集成装备等业务毛利率只在10%左右，这部分业务影响了公司整体的毛利率状况。但从2016年开始有所回升，传统电信业务的需求下降，但是由于云化、集中化以及大数据方面需求抬升，电信业务的毛利率未来会有所提升。同时随着警务云大数据的产品模块化提升，会进一步提升毛利率。

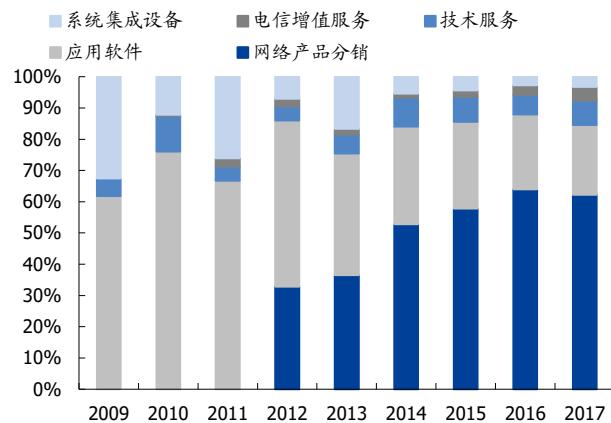
图表 38: 2011-2017年毛利率与净利率情况



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

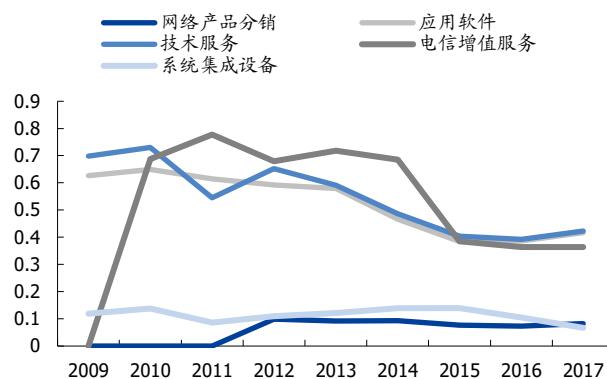
公司主营业务按产品划分主要有网络产品分销、应用软件、技术服务、电信增值服务、系统集成设备。2012年收购金华威后，网络产品分销收入占比逐年提升，到2017年收入占比达到62.19%。在收购金华威以前，公司的应用软件业务占比都在60%以上，收购金华威以后，应用软件营收占比逐年下降，到2017年占比22.34%。2017年年报显示，技术服务的毛利率最高达到42.33%，应用软件的毛利率为41.70%，电信增值服务的毛利率为36.45%，网络产品分销和系统集成的毛利较低，分别为8.2%、6.7%。

图表 39: 主营业务营收占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

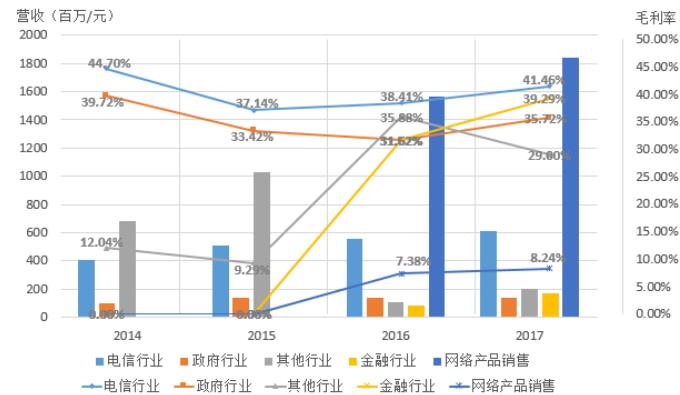
图表 40: 主营业务毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

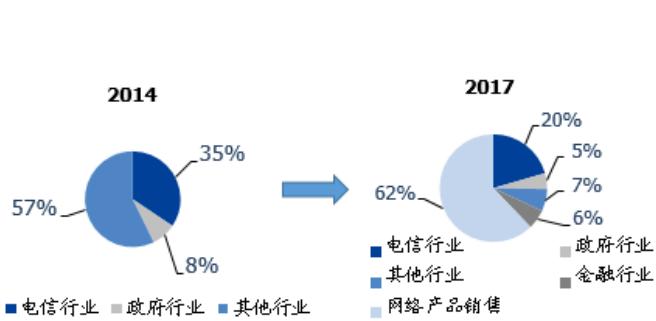
公司主营业务按行业划分为电信行业、政府行业、金融行业、网络产品销售和其他行业。2017年年报显示，网络产品销售占比达到62.19%，是收入最大组成部分。电信行业占20.50%，政府行业占4.78%，金融行业占5.84%。细分行业的毛利率，电信行业的毛利率最高41%，金融行业39%，政府行业35%，其他行业（包括大型央企、能源行业等）毛利29%，网络产品分销毛利最低，8%。公安业务的毛利较高，随着产品逐步模块化，毛利率有望进一步提升。随着金融业务的逐渐发展，毛利率上升空间较大。其他行业由于刚刚起步，市场规模较小，因此毛利率较低，未来会呈上升趋势。

图表 41: 分行业营收和毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

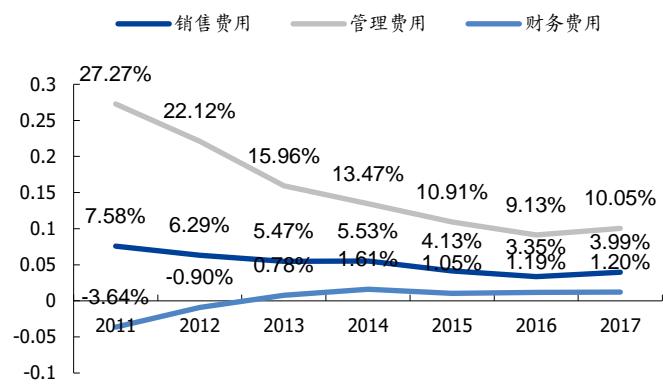
图表 42: 分行业营收占比变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

近几年公司对各个费用占比的控制比较优秀，将三费控制在较平稳的区间内。2017年，由于公司加大了销售力度和研究力度，同时对维恩贝特进行并购，导致销售费用、管理费用和财务费用占比上涨，在长远角度看，由于业务结构持续完善，公司会进一步控制费用的支出。公司在研发费用方面投入较多，整体来看虽然研发占比呈下降趋势，主要是由于网络分销这块收入占比过大。但研发费用逐渐增加，公司始终坚持自主创新，持续加大研发投入，拥有3200多名研究人员，大数据垂直行业应用落地、产业云BOSS推广、移动互联网应用和物联网前沿技术研发，为公司业务的发展提供坚实支撑。

图表 43: 2011-2017年三费占比情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 2011-2017年研发费用(万元)与研发占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

8. 盈利预测

8.1. 盈利预测

基于以上分析，我们对公司未来业绩预测基本假设如下：

公司完善战略布局、增强技术实力和市场拓展能力，有较好的盈利预期，预计 2018 到 2020 年营业收入将同比增长 28%/28%/29%，净利润同比增长 42%/41%/39%。

图表 45: 盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2963.06	3788.24	4847.81	6243.60
YOY	21.03%	27.85%	27.97%	28.79%
按行业拆分				
电信行业	607.52	729.02	874.82	1093.53
YOY	8.78%	20.00%	20.00%	25.00%
政府行业	141.58	212.37	307.93	431.10
YOY	-35.42%	50.00%	45.00%	40.00%
金融行业	172.98	226.22	294.09	382.31
YOY	0.00%	30.78%	30.00%	30.00%
其他行业	198.29	317.26	491.75	737.63
YOY	-88.13%	60.00%	55.00%	50.00%
网络产品销售	1842.70	2303.38	2879.22	3599.03
YOY	0.00%	25.00%	25.00%	25.00%
归属于母公司净利润	156	222	312	433
YOY	35.71%	42.10%	40.68%	38.86%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率

(1) 电信行业：预计随着电信的 IT 云化以及大数据业务需求提升，毛利率稳中有升，预计

2018~2020年的毛利率分别为42.5%，43%，43.5%。

- (2) 政府行业:** 预计随着公安的警务云和大数据业务需求提升，同时随着成熟产品逐步模块化，毛利会有较快提升，并逐步保持稳定。预计2018~2020年的毛利率分别为43%，46%，47%。
- (3) 金融行业:** 预计金融行业IT系统上云稳步推进，毛利稳定在40%左右。预计2018~2020年的毛利率为40%，40%，40%。
- (4) 其他行业:** 其他行业包括能源行业、大型企业等，和阿里、腾讯的合作将会逐步推进业务增长，行业平均毛利率稳定在30%左右。预计2018~2020年的毛利率为30%，30%，30%。
- (5) 网络产品销售:** 公司与华为企业业务BG长期稳定合作，分销业务稳定，预计2018~2020年的毛利率为8.24%，8.5%，8.5%。

图表46: 毛利率(按行业细分)

毛利率	2017A	2018E	2019E	2020E
电信行业	41.46%	42.50%	43.00%	43.50%
政府行业	35.72%	43.00%	46.00%	47.00%
金融行业	39.29%	40.00%	40.00%	40.00%
其他行业	29.00%	30.00%	30.00%	30.00%
网络产品销售	8.24%	8.24%	8.50%	8.50%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

8.2. 估值分析

参考行业可比公司估值(对比公司都采用wind一致预期):

(1) PE法估值: 我们选择A股上市的4家同行业公司美亚柏科(300188.SZ)、东方国信(300166.SZ)、拓尔思(300229.SZ)、四方精创(300468.SZ)，作为天源迪科的可比公司。2018-2020年行业平均PE估值为29/22/18，考虑公司业务拓展进入高增长期、前景广阔，我们给予2018年30倍PE，对应合理估值为16.5元。

(2) PEG法估值: 我们以2018年的PE除以未来三年净利润的复合增长率，得出行业平均值为0.86，考虑到公司17年并购维恩贝特拓展业务版图、与华为合作拓展市场、政策支持等机遇，公司将有广阔发展前景，我们给予公司2018年0.74倍PEG，对应合理估值为16.5元。

综上所述，我们给予目标价16.5元。

图表47: 估值分析

证券代码	证券简称	收盘价 (2018.06.22)	EPS(稀释后)			PE			PEG 2018E		
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E			
300188	美亚柏科	16.51	0.55	0.46	0.63	0.85	37	33	24	18	0.92
300166	东方国信	13.13	0.41	0.54	0.68	0.86	31	26	21	16	0.60
300229	拓尔思	-	0.34	0.48	0.63	0.69	43	33	25	23	1.23
300468	四方精创	31.19	0.82	1.27	1.62	2.06	49	25	19	15	0.69
-	可比公司平均	15.21	0.53	0.69	0.89	1.12	40	29	22	18	0.86
300047	天源迪科	13.64	0.39	0.55	0.78	1.08	28	25	17	13	0.61

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

- (1)运营商在系统云化进度不达预期，同时由于客户资源集中，容易受投资季节性和政策环境影响；
- (2)并购协同效应不达预期，在收购维恩贝特后并没有与公司原金融业务产生很好的协同效应，业绩增长不达预期；
- (3)大数据行业竞争加剧，可能演变为同质化竞争和价格战，甚至可能导致零和博弈，对公司的经营业绩造成冲击。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市西湖区北京西路88号江信国际金融大厦
邮编：330046
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One569层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com