

彩讯股份 (300634)

证券研究报告

2019年11月01日

运营商软件龙头，产业互联网时代再出发

公司深耕运营商应用软件市场，电子渠道触点用户数众多，中国移动手机营业厅月活跃用户数 1.2 亿，开发和运营中国移动 139 邮箱月活跃用户数达到 1.6 亿，与运营商多个系统对接，积累了深厚的应用软件平台开发、实施、运营和运维能力。

公司深耕运营商应用软件市场，电子渠道 MOA 产品技术实力突出，开发和运营的中国移动手机营业厅月活跃用户数 1.2 亿。邮箱产品基于运营商，向行业客户进一步拓展，目前公司开发和运营的中国移动 139 邮箱月活跃用户数达到 1.6 亿人，进一步在国家电网、南方航空等行业客户持续落地。同时，公司积极配合客户新需求，明确产业互联网战略方向，向能源、物流、金融以及政府等行业和政府客户拓展，产品线也针对客户需求和自身技术资源禀赋，立足企业信息化（邮件、OA、网盘、协同办公平台等），布局大数据、智能渠道、数据营销等产品线。公司目前已和国家知识产权局、南方电网、香港政府等超过众多大型客户有着紧密的合作关系。

定位于产业互联网服务提供商，将多年积累的软件平台研发、设计和实施经验产品化，着力打造包含 IT 中台和运营中台能力的“双中台”模式，从而优化业务流程、提升产品迭代和研发投入效率。

公司产品聚焦政府和各行业客户的应用侧，在企业管理、数据、渠道、安全等领域积累了大量应用软件系统产品。公司将业务层面的系统（OA 系统、邮件系统、数据可视化平台等）产品化搭建 IT 中台；将营销管理运营等层面的系统（用户标签、渠道引流、积分管理等）进行产品化，搭建起运营中台。双中台模式将公司核心竞争优势产品进行系统梳理，优化业务流程、提升产品迭代和研发投入效率、保证技术投入和产品落地紧密衔接。目前公司已经拥有 230+ 开发模块、200+ 用户标签、120+ 开发组件。公司产业互联网和“双中台”战略持续推进，客户结构持续丰富、人均创收人均创利过去三年复合增长 21.0%、18.7%，经营效率和竞争力持续提升，海外业务重点突破，承接香港政府 CMMP 项目。

展望未来，公司明确产业互联网定位，运营商是企业信息化领域发展最快的客户，公司基于运营商市场的龙头地位，产业互联网升级的大趋势下，公司有望进一步拓展行业客户，有望迎来更大发展机遇。

随着 IT 和互联网技术的持续发展，以及企业管理和营销需求的持续发展，IT 和互联网技术在传统企业经营管理中的应用持续落地。产业互联网应用蓬勃发展，在电信、金融、电力、交通等领域有广泛应用。公司持续巩固运营商市场龙头地位，品牌形象和技术积累深厚，积累了完善的匹配企业经营、管理等需求的产品矩阵，有望在产业互联网大趋势下，行业客户持续拓展，迎来发展新机遇。

盈利预测和投资建议

预计公司 19-21 年归母净利润分别为 1.62、1.87、2.21 亿元，对应 19 年 50 倍市盈率、20 年 43 倍市盈率，参考可比公司 20 年平均 50 倍市盈率，对应目标价 23.56 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：产品研发风险，行业竞争超预期，项目落地进度慢于预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	616.32	765.32	809.54	959.19	1,166.28
增长率(%)	33.46	24.18	5.78	18.49	21.59
EBITDA(百万元)	231.73	268.26	179.62	210.85	248.99
净利润(百万元)	131.67	158.55	162.04	187.42	220.81
增长率(%)	44.54	20.42	2.20	15.66	17.82
EPS(元/股)	0.33	0.40	0.41	0.47	0.55
市盈率(P/E)	61.43	51.01	49.92	43.16	36.63
市净率(P/B)	9.58	6.50	5.88	5.31	4.76
市销率(P/S)	13.12	10.57	9.99	8.43	6.94
EV/EBITDA	0.00	33.69	41.94	35.78	29.52

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	18.15 元
目标价格	23.56 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	200.89
A 股总市值(百万元)	7,260.18
流通 A 股市值(百万元)	3,646.06
每股净资产(元)	3.23
资产负债率(%)	18.78
一年内最高/最低(元)	34.15/17.75

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

姜佳讯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 老牌运营商软件龙头，产业互联网新时代再出发.....	3
1.1. 立足运营商业业务，布局产业互联网，行业客户多点开花.....	3
1.2. 股权结构稳定，核心团队技术和渠道积累深厚.....	4
1.3. 产业互联网转型升级稳扎稳打，双中台模式持续提升产品竞争力.....	4
1.4. 立足电信市场，产业互联网客户拓展顺利.....	7
2. 企业信息化加速推进，产业互联网行业空间巨大.....	8
3. 盈利预测与估值分析.....	11
3.1. 盈利预测.....	11
3.2. 估值分析.....	11
3.3. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：公司股权结构.....	4
图 2：公司主要产品和行业布局.....	4
图 3：公司双中台体系布局.....	5
图 4：公司多元化业务布局持续推进.....	5
图 5：公司历年人均创收和人均净利润持续增长（单位：万元）.....	6
图 6：公司人均创收比较（单位：万元）.....	6
图 7：公司规模以上运营商客户数量持续增长.....	7
图 8：公司新兴行业收入增速.....	7
图 9：企业应用软件市场规模.....	8
图 10：中国企业 IT 支持和 GDP 比重比较.....	9
图 11：通信网络三层架构.....	9
图 12：产业互联网发展两条路径.....	10
表 1：公司发展大事记.....	3
表 2：企业办公形式和 IT 互联网技术的发展推动企业信息化.....	8
表 3：业务测算拆分.....	11
表 4：可比公司估值比较.....	12

1. 老牌运营商软件龙头，产业互联网新时代再出发

彩讯股份成立于 2004 年，是国内运营商应用软件龙头厂商。立足运营商行业，面向产业互联网，专注于互联网领域软件开发和业务运营，多年来公司在电信、金融、政府、能源、交通等行业积累沉淀，已拥有中国移动、中国电信、国家电网、南方电网、国家知识产权局、中国平安、兴业银行、南方航空、顺丰速运等众多优质客户，企业客户近千家，消费者用户超过 8 亿，确立了公司的竞争地位。2012 年跻身广东省软件业务收入前百强企业，立足电信运营商应用，在产业互联网大趋势下，重点拓展行业客户，开发并运营互联网应用平台、企业协作和营销平台、企业级大数据应用平台，产业互联网信息化新时代再出发。

1.1. 立足运营商业务，布局产业互联网，行业客户多点开花

公司成立初期，为中国移动提供 139 邮箱产品开发和运营支撑等服务，同时积极在大中型企业和政府部门进行业务拓展，邮箱产品拓展至国家电网、南方电网等行业客户，同时通过内生和外延的产品技术研发，拓展运营商手机营业厅、客户运营等业务，针对电网、航空等行业客户拓展数据中心系统、大数据平台等产业互联网项目开发、建设和运营。目前公司开发和运营的中国移动手机营业厅月活跃用户数 1.2 亿，中国移动 139 邮箱月活跃用户数达到 1.6 亿，公司立足运营商，在企业、政府等领域实现业务的持续突破。

表 1：公司发展大事记

时间	重要事件
2004 年	公司成立
2005 年	手机邮箱业务上线运营，国内率先实现短信、彩信、手机上网、互联网全渠道邮件体验
2009 年	手机邮箱产品全面升级为中国移动“139 邮箱”，用户规模达 1.5 亿
2011 年	投资数字营销行业创新企业“有米科技股份有限公司”；开发移动互联智能汽车服务平台，并通过合资公司布局车联网市场
2013 年	承建国家电网邮件系统改造及网站系统项目，大型企业级邮件系统在中国移动、国家电网获得推广应用，成为大型企业集中化邮件系统主要民族品牌
2014 年	承建南方电网邮件系统项目
2015 年	承建南方电网数据中心架构升级工程
2016 年	投资移动互联网技术服务提供商“西安绿点信息科技有限公司”
2017 年	承建“国家知识产权运营公共服务平台项目”，进入智慧政务市场；承建南方航空营销信息系统合作项目与南方航空大数据基础研发平台咨询项目，进入航空信息技术服务领域；
2018 年	中标香港政府 CMMP（Centrally Managed Messaging Platform 中央信息管理平台）项目；公司成功上市
2019 年	获得 CMMI5（Capability Maturity Model Integration For Software 软件能力成熟度模型集成）

资料来源：公司官网，天风证券研究所

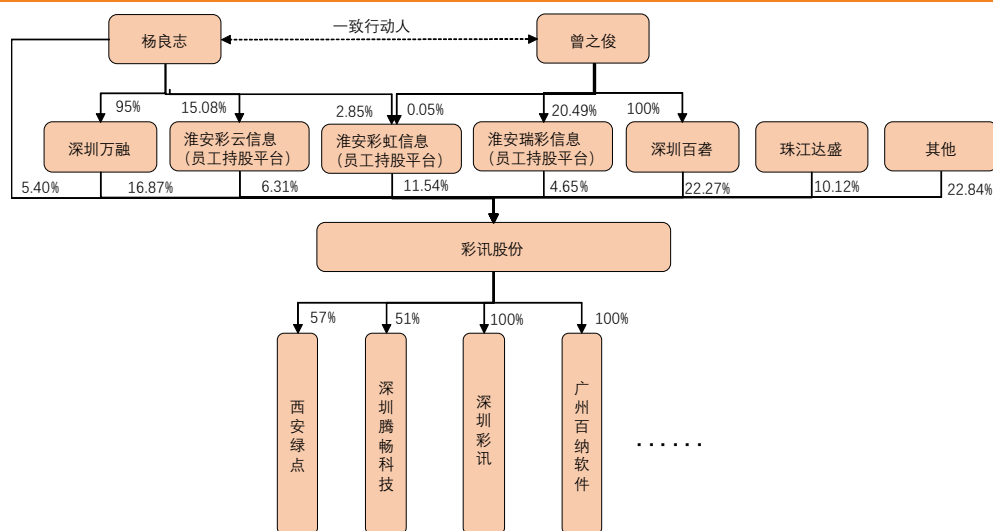
公司通过技术能力平台化、平台能力产品化、产品能力市场化，形成了包括企业信息化、大数据、信息安全、数字营销、智能渠道五个核心产品线，面向大中型企业、政府、教育机构等客户提供全面、个性化的互联网系统建设和运营支撑服务。同时，公司将核心产品和服务标准化、模块化，并可根据客户需求进行定制化开发，提升产品的研发效率、客户需求响应速度，进一步增强公司盈利能力和产品竞争力。

1.2. 股权结构稳定，核心团队技术和渠道积累深厚

公司核心管理团队技术和渠道资源深厚，董事长杨良志先生曾在北京电信规划设计院、朗讯等单位任职，总经理白琳先生曾在广东省邮电科学院、中国移动集团广东有限公司等单位任职，有多年的技术研发经验以及市场渠道资源。

公司股权结构稳定，实际控制人杨良志先生和曾之俊先生自 2016 年 6 月签署一致行动协议，双方直接和间接合计持有上市公司 44.54% 股权，控股结构稳定。同时，公司上市前设立多个员工持股平台，员工持股覆盖范围较广，保证核心团队和业务骨干的长期利益绑定。

图 1：公司股权结构



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

1.3. 产业互联网转型升级稳扎稳打，双中台模式持续提升产品竞争力

公司创立初期以 139 邮箱和大中型企业邮箱起家，139 邮箱用户数过亿，月活跃数达到 1.6 亿，同时与中国移动深入合作对接，全面接入中国移动 BOSS、短信彩信网关等网元，积累了丰富的平台研发、部署和运营运维能力。之后公司明确产业互联网战略方向，向能源、物流、金融以及政府等行业和政府客户拓展，产品线也针对客户需求和自身技术资源禀赋，立足企业信息化（邮件、OA、网盘、协同办公平台等），布局大数据、智能渠道、数据营销、信息安全等产品线。公司产品聚焦政府和各行业客户的应用侧，在企业管理、数据、渠道、安全等领域积累了大量应用软件系统产品。

图 2：公司主要产品和行业布局



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

随着互联网技术的发展，在当前电信、金融、零售、能源、交通等行业加速互联网转型升级（流量-内容-渠道-精准营销）的大趋势下，公司基于产业互联网技术服务提供商的核心定位，将多年来积累的产品研发和设计实施经验整合为 IT 中台和运营中台两大体系，向产业互联网客户提供全面、快速、贴合需求的产业互联网解决方案。公司将业务层面的系统（OA 系统、邮件系统、数据可视化平台、身份认证、网络安全产品等）进行产品化，搭建起 IT 中台；将营销管理运营等层面的系统（用户标签、渠道引流、精准营销、用户画像、积分管理等）进行产品化，搭建起运营中台。目前公司已经拥有 230+开发模块、200+用户标签、120+开发组件。

双中台模式将公司核心竞争优势产品进行系统梳理，优化业务流程、提升产品迭代和研发投入效率、保证技术投入和产品落地紧密衔接，是公司未来业务拓展和扩大市场份额的重要战略举措。

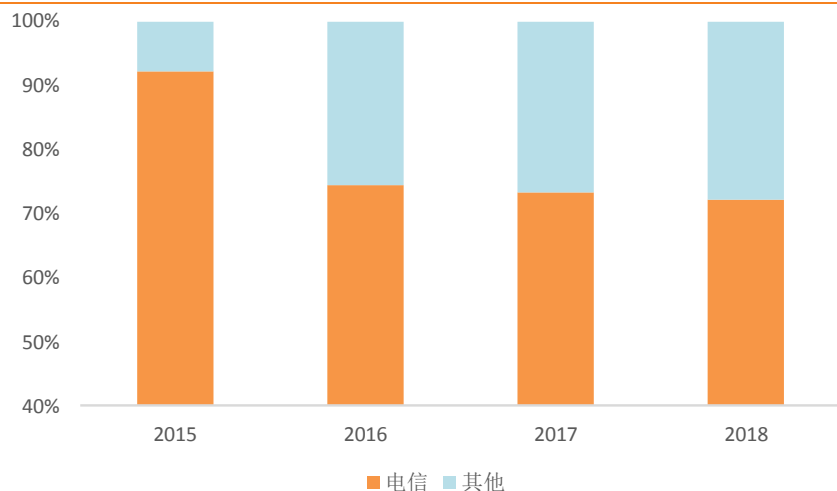
图 3：公司双中台体系布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着公司产业互联网战略以及双中台模式的坚定推进，公司客户多元化成效显著。在公司收入持续增长的大趋势下，公司对电信客户的依赖度持续下降，产业互联网以及政府客户收入贡献持续增加。从客户 IT 投入角度看，单一客户的资本开支可能出现周期性波动，公司积极拓展客户范围，降低单一行业客户周期性波动对公司短期业绩的影响，增强抗风险能力，同时显著提升公司在互联网时代抓住行业性新机遇的能力。未来随着公司双中台战略的持续推进，以及内生、外延拓展产品类型提升技术实力，公司业务多元化程度有望进一步提升，公司核心竞争力有望持续增长。

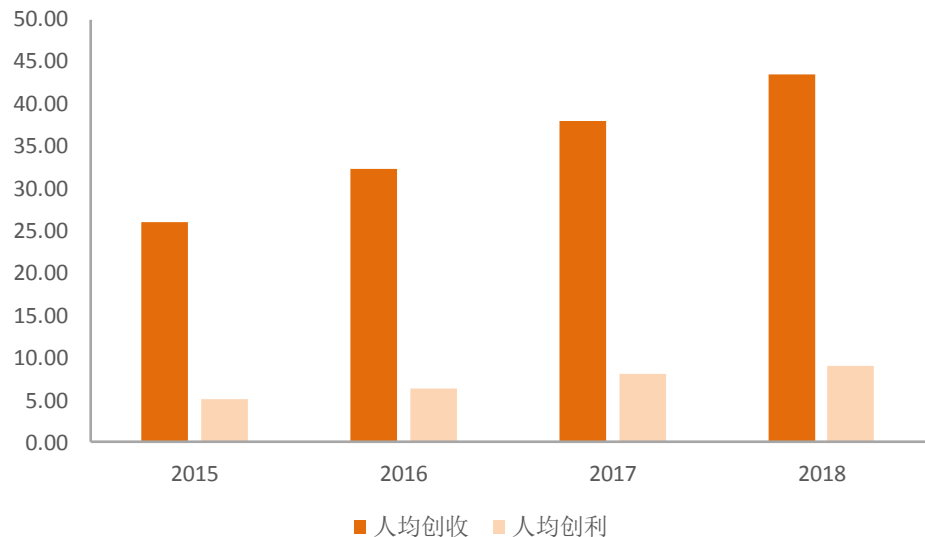
图 4：公司客户结构中非电信收入占比持续提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着公司运营模式向双中台模式持续升级，公司经营效率持续改善，人均创收和人均创利均实现持续稳步增长，过去三年复合增长 21.0%、18.7%。公司重视研发投入，更加注重研发端和产品端的对接，保证技术端和产品端不脱节，研发效率持续提升。同时，公司重点打造的双中台模式，能够将技术沉淀和经验快速复制到新项目，快速响应客户需求，推动新项目加速落地，抢占新的市场机遇。公司业务以 2B 为主，在追求人均创收指标的同时，也注重研发的持续稳定投入，公司 2018 年研发投入占收入比例约 12.68%，新业务新行业机遇持续拓展，双中台组件和模块不断丰富，保证公司长期稳健成长。

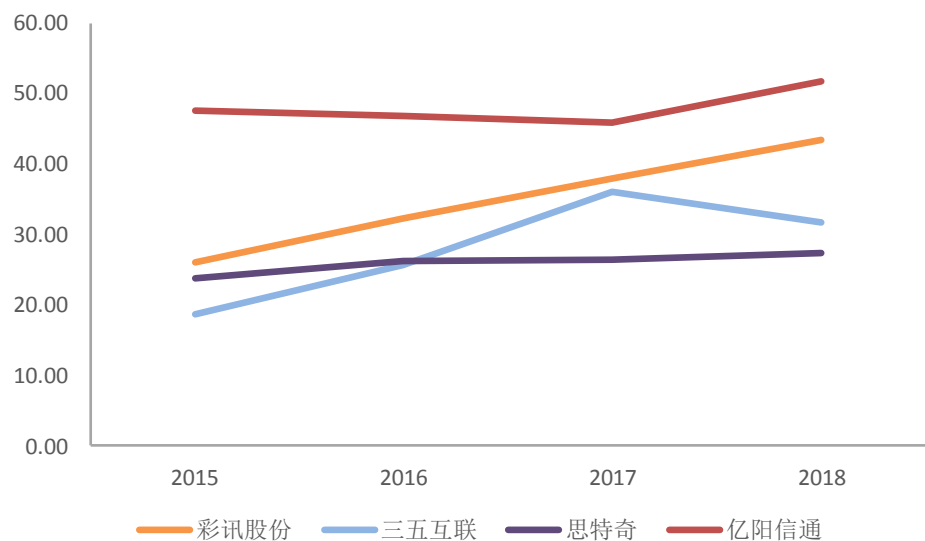
图 5：公司历年人均创收和人均净利润持续增长（单位：万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

横向对比来看，我们选取与公司业务相对接近的三五互联（企业邮箱、OA 等）、思特奇（电信行业软件，支撑系统、大数据平台、营销系统等）、亿阳信通（电信和广电支撑系统、企业 IT 运维、信息安全、行业应用软件等），公司人均创收稳健增长，未来仍有进一步提升的空间。与业务相类似的公司比较，公司的多元化以及高效化经营战略成果显著，实现了人均创收的稳定增长。同时，从同行业公司看，随着公司业务类型的持续拓展，以及经营效率的进一步提升，公司人均创收仍有进一步提升空间。

图 6：公司人均创收比较（单位：万元）

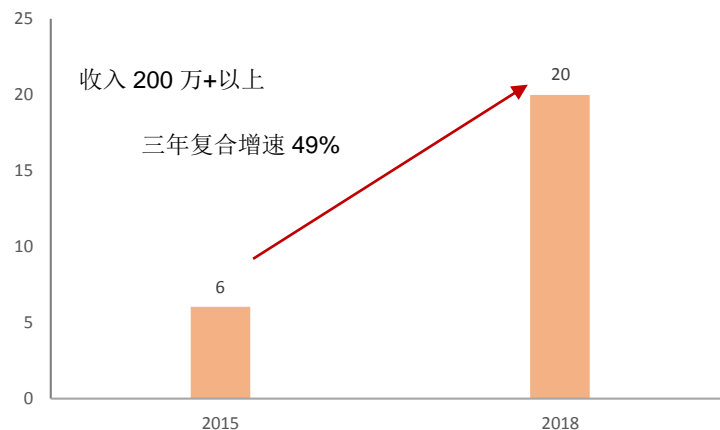


资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 立足电信市场，产业互联网客户拓展顺利

公司是运营商应用软件龙头企业，深耕运营商市场，产品覆盖邮箱、电子渠道、移动办公、数字认证等，客户数量持续快速增长。由于运营商的业务流程特点，不同业务往往由集团或旗下不同子公司（如中国移动旗下，中移互联网负责 139 邮箱等业务、咪咕音乐负责内容资源运营、省公司负责各省系统搭建、集团公司负责全国性的平台系统建设等），公司运营商客户数量持续增加，2018 年收入规模达到 200 万以上的运营商客户数达到 20 家，三年复合增速 49%，业务覆盖范围和产品种类持续丰富，运营商应用软件市场龙头地位持续巩固。

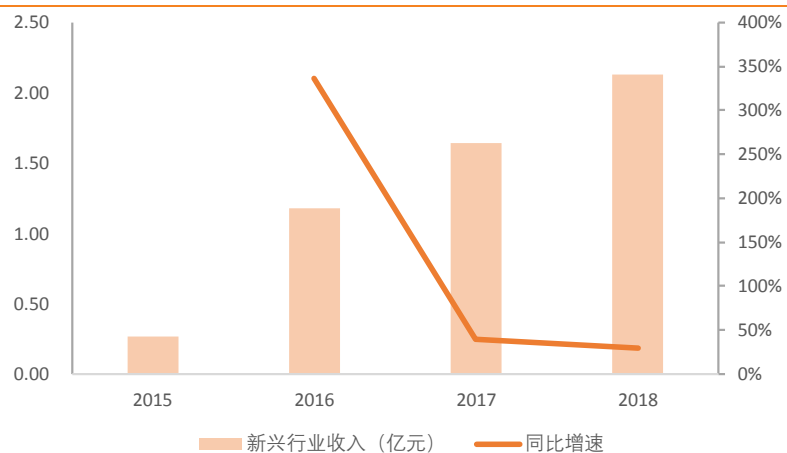
图 7：公司规模以上运营商客户数量持续增长



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

立足运营商市场，公司定位为产业互联网解决方案提供商，重点拓展新兴行业客户，新兴行业收入近三年来复合增速高达 98.5%。公司基于“双中台模式”积累了 200 余个产品模块，功能覆盖 OA、数据可视化、身份认证、电子渠道、精准营销、用户标签等等，为交通、能源、金融、航空、汽车、新零售行业提供各类解决方案服务、运营服务，自 2016 年以来，公司客户结构、收入结构都发生了显著的变化。凭借领先的产品研发实力，公司在新兴行业客户领域持续突破，产业互联网布局推进顺利。

图 8：公司新兴行业收入增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司的产品实力也受到海外重点客户高度认可，2018 年 2 月 28 日，公司与香港政府政府资讯科技总监办公室签署 CMMP 项目合同，签署合同金额 2.37 亿港币。公司将为香港特别行政区政府提供由香港政府资讯科技总监办公室主导的中央信息管理平台（the Centrally Managed Messaging Platform，简写 CMMP）的解决方案、集成实施、数据迁移及维护工作，合同周期包括 3 年建设期和 7 年维护期，用户黏度很高。随着公司重点标杆项目持续落地，公司产品的安全性、可靠性、技术实力等获得重点客户持续背书，品牌形象突出，有助于未来进一步的客户和业务拓展。

2. 企业信息化加速推进，产业互联网行业空间巨大

随着 IT 技术和互联网技术的发展，以及企业管理和营销需求的不断进化，企业信息化建设持续加速推进，针对不同行业的企业信息化需求持续显现，逐渐形成产业互联网行业，产业互联网应用涉及到经济社会的各个方面，行业空间巨大。

从 90 年代开始，随着计算机的逐步普及，个人电子文档和邮件是最早期的企业信息化萌芽应用。随着局域网以及企业管理需求的提升，逐步发展出 OA 系统，极大提升了办公效率和企业管理水平。随着网络技术以及 IT 技术的持续进步，协同管理软件帮助企业内部流程改造升级，管理和经营的规章制度和运作程序可以通过信息化系统落实到实际操作中。而随着大数据技术的发展，IT 技术向 DT(data technology)技术持续升级，在数据支持下，精准管理、精细化生产、精准获客、精准营销等应用是当前企业信息化发展最快速的重点领域之一，企业信息化服务商逐步向产业互联网服务商升级。

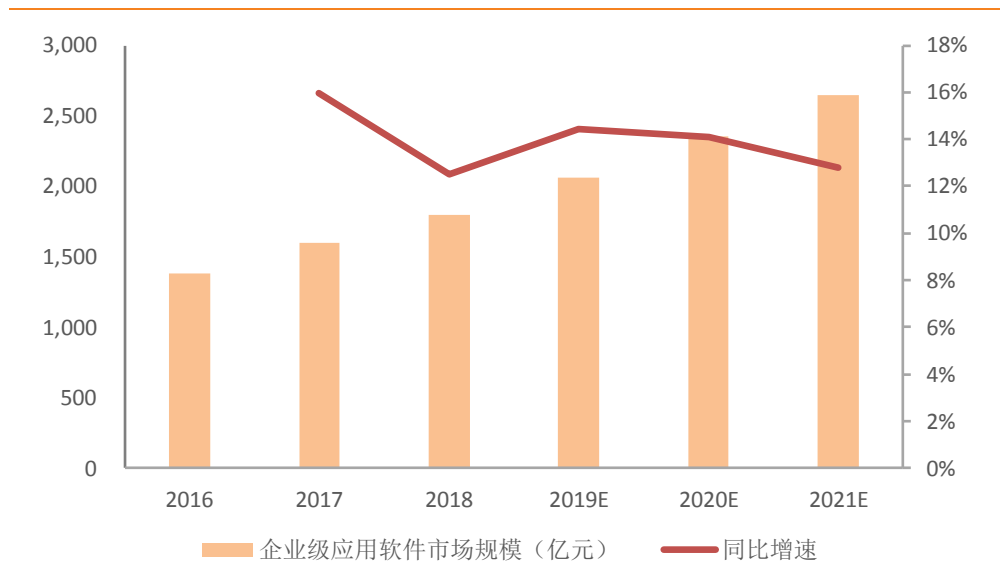
表 2：企业办公形式和 IT 互联网技术的发展推动企业信息化

IT 技术以及企业管理发展	企业信息化需求
PC 逐步普及，网络能力仍然较弱	个人办公软件、邮箱系统
局域网快速发展	OA 系统(公文管理、信息发布、行政办公等)
企业管理注重流程管理	协同管理系统(跨部门、跨事务的内部协同)
大数据技术	AI 和大数据分析系统(大数据支持的客户管理、客户分析、客户挖掘、数据仓库、大数据决策等)

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

根据中国产业信息网测算，中国企业级应用软件市场规模接近 2000 亿元人民币，未来仍将保持每年 10-15% 稳定增长。企业信息化建设是长期持续投入的过程，随着 IT/DT 技术的不断进步，以及企业管理理念和管理需求的持续升级，企业信息化软件的需求也将逐步落地、持续升级，因此行业有望保持稳定的长期增长。

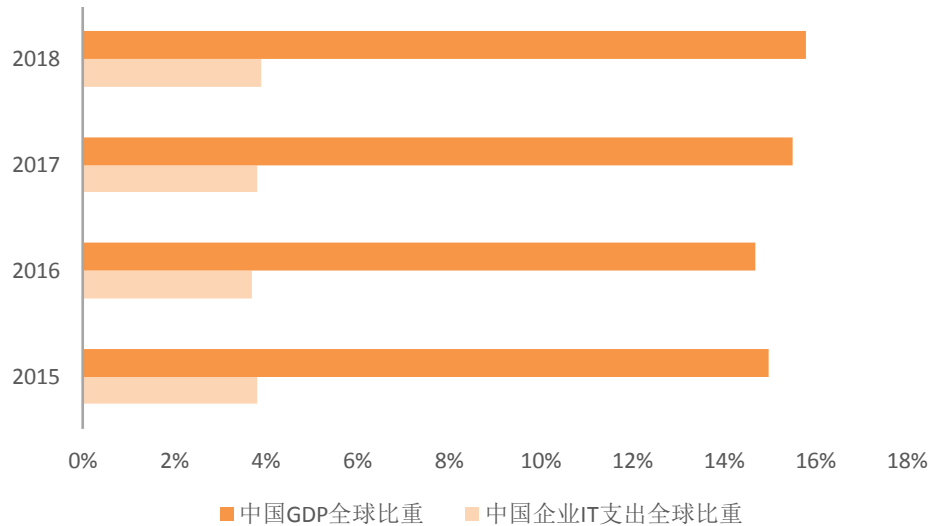
图 9：企业应用软件市场规模



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

然而企业级 IT 系统的投入有较大的不确定性，企业自身盈利能力的波动以及对未来经营状况的预期对企业信息化建设投入有较大影响。(1) 在信息化程度较高的领域(如互联网、金融、保险、电信等)天然对 IT 更为重视；(2) 一些传统领域(如零售)因为对营销的依赖，也存在对大数据分析等新兴信息化系统的需求，整体投入可能不会大幅提升，但侧重方面会加大比重；(3) 另外一些传统领域则相对不那么敏感。从国内企业整体信息化投入比例看，相比全球平均水平，国内企业在 IT 系统的投入仍有较大提升空间。

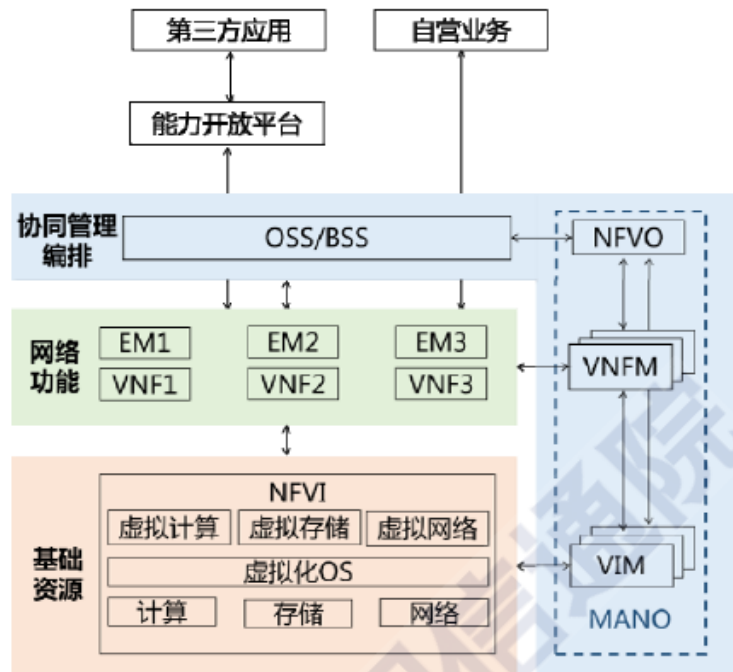
图 10：中国企业 IT 支持和 GDP 比重比较



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

电信行业由于自身业务模式与信息化网络紧密相连，在信息化数字化转型进度最为领先。运营业务基于通信网络资源，在业务运营、客户管理、计费以及功能拓展上，天然的有引入信息化和数字化技术的便捷性。当前运营商三层通信网络架构下，底层的网络资源，通过各种网关和节点，引入功能控制面，通过业务接口和能力开放平台，接入自营业务应用以及第三方应用。电信运营商目前已经基本形成业务中台（业务流程管理、精准营销、精准服务送达等）、对外应用（内容资源、数据挖掘可视化、云化资源应用等）等一系列丰富的信息化应用软件接口和平台。

图 11：通信网络三层架构



资料来源：信通院《电信业数字化转型白皮书》，天风证券研究所

运营商之外，随着网络技术和企业管理需求的快速发展，目前大数据、物联网、云计算等 IT 互联网技术已经与各个细分行业深度融合，对不同的产业客户，产业互联网提供商能够为客户提供解决客户痛点需求的针对化产品，产业互联网进入逐步成熟的发展阶段，从行业整体看，有望进入长期稳定成长期。具体来看：

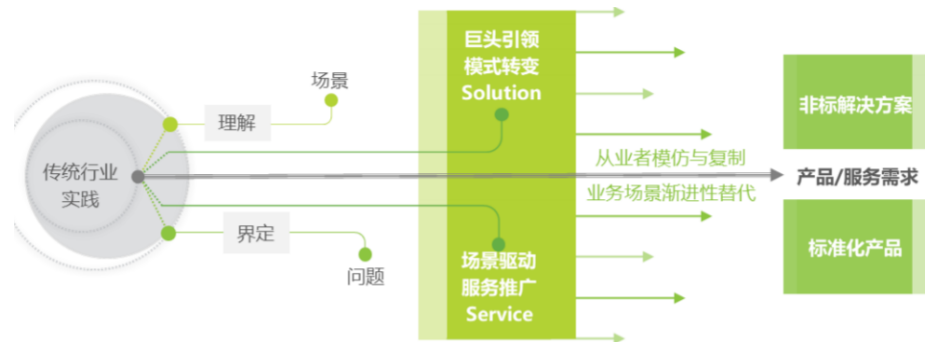
1) **电信行业**：电信行业是对产业互联网技术感知度最高的行业之一，从早期的语音、短信业务，向“流量经营”业务的转型升级已经成为运营商最重要的工作重点。在这样的背景下，运营商围绕流量，在营销管理和流量变现领域有大量产业互联网需求，比如：以大数据技术支持的套餐优化、客户留存；基于用户画像的精准营销、积分活动策略等。

2) **电力行业**：电力行业是信息化需求较高的行业之一，电力网络在发电和输配电环节有较多调度需求。随着智能电网、泛在电力物联网等重点工程的持续推进，配套使用的大数据、云计算等产业互联网应用是电力系统精细化、集约化管理趋势下重要的部署领域。

3) **金融行业**：金融机构已经基本完成了信息化经营、管理和流程改造。近年来随着大数据等技术的发展，大数据风控、互联网金融平台、精准营销、数据挖掘等技术是金融行业用户重要布局的方向，传统金融企业互联网化，将带动金融行业产业互联网需求持续落地。

当前 IT 互联网技术与行业应用相结合已经得到广泛的行业客户的认可，企业信息化和产业互联网需求持续落地，新应用不断推出。行业早期由巨头引领（阿里新零售、富士康工业互联网等），随着巨头示范效应，行业客户对专业公司提供的产品化应用功能服务认可度大幅提升，理解客户需求、有技术积累和项目实施经验的产业互联网领先提供商也已成为产业互联网市场的主力玩家，推动行业整体快速成长。

图 12：产业互联网发展两条路径



资料来源：艾瑞研究院，天风证券研究所

随着 5G、区块链等新技术逐步成熟，万物互联时代，网络用户连接规模以及数据量将极大丰富，带动未来产业信息化、产业互联网应用有望持续成长。5G 引入三大应用场景，涵盖高速移动通信、物联网广覆盖、车联网等超低时延高可靠应用，接入节点数量有望大幅增加，同时网络内积累的数据规模也将显著提升。基于 5G 的数据挖掘和变现将催生一系列新商业模式。2019 年，彩讯股份中标“内蒙古移动 2019 年积分运营支撑服务项目”，在运营商 2B 发展的新趋势下，有望通过对产业的深入理解、平台建设的技术积累以及亿级别客户运营的经验，在 5G 时代业务进一步拓展。2019 年公司还中标基于区块链技术的“中移信息技术有限公司 2019 年基于区块链的国际漫游协议管理平台的应用研究及产品开发采购”项目，通过区块链技术解决全球电信运营商漫游协议、对账结算难题。

在产业互联网发展的大趋势下，公司立足运营商龙头地位，已经推出众多贴合未来产业互联网应用需求的标杆产品，有望在新兴行业应用中持续落地，在产业互联网时代掌握先机，打开公司长期成长空间。

3. 盈利预测与估值分析

3.1. 盈利预测

公司按业务类型将主营业务分为技术服务（定制化、运维等）、软件产品开发与销售（产品化）、系统集成（含硬件的系统集成）、其他业务（我们将公司新总部大楼的租金放到这部分进行核算）。具体业务收入和毛利率测算如下：

表 3：业务测算拆分

年份		2018	2019E	2020E	2021E	2022E
技术服务	业务收入(百万元)	591.32	561.75	662.87	808.70	1002.79
	同比增长率 %	13.81%	-5.00%	18.00%	22.00%	24.00%
	毛利率 %	45.43%	44.50%	44.20%	44.00%	44.00%
软件产品开发与销售	业务收入(百万元)	123.42	135.76	169.70	213.83	271.56
	同比增长率 %	27.72%	10.00%	25.00%	26.00%	27.00%
	毛利率 %	54.93%	51.00%	50.00%	48.00%	46.00%
系统集成	业务收入(百万元)	50.51	52.03	54.63	57.36	60.23
	同比增长率 %	45818.18%	3.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 %	6.37%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	主营收入(百万元)	0.08	60.00	72.00	86.40	103.68
	同比增长率 %			20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 %	0.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	主营收入(百万元)	765.33	809.54	959.20	1166.28	1438.25
	同比增长率 %	24.18%	5.78%	18.49%	21.59%	23.32%
	毛利率 %	44.38%	43.83%	43.80%	43.63%	43.54%

资料来源：wind，天风证券研究所

展望未来，公司明确产业互联网定位，在企业信息化、产业互联网升级的大趋势下，公司研发实力突出、管理经验丰富，有望在产业互联网新时代，迎来更大发展机遇。随着 IT 和互联网技术的持续发展，以及企业管理和营销需求的持续发展，IT 和互联网技术在传统企业经营管理中的应用持续落地。从业务层面的 OA、协同管理等，到经营层面的精准营销、用户画像等，产业互联网应用蓬勃发展，在电信、金融、电力、交通等领域有广泛应用。公司经过多年内生和外延研发布局，积累了完善的匹配企业经营、管理等需求的产品矩阵，有望在产业互联网大趋势下，迎来发展新机遇。

3.2. 估值分析

我们选取业务与公司相近的可比公司进行估值比较，其中中国软件主要业务是网络安全和企业信息化、东方国信主要业务为企业大数据和云平台、思特奇主要业务为电信运营商核心软件、用友网络主要业务为企业信息化服务提供商、深信服主要业务为 IT 信息化和云安全解决方案、石基信息主要业务为酒店等信息管理软件、泛微网络主要业务为 OA 等协同管理软件。

根据 Wind 一致预期计算，可比公司 2019 年平均市盈率 71 倍，2020 年平均市盈率 50 倍。我们预计公司 19-21 年归母净利润分别为 1.62、1.87、2.21 亿元，对应 19 年 50 倍市盈率、20 年 43 倍市盈率，按照 2020 年可比公司平均 50 倍市盈率计算，对应目标价 23.56 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值比较

	Wind 一致预期净利润 (亿元)			市盈率		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
中国软件	2.26	4.54	6.87	155	77	51
东方国信	6.36	7.95	9.93	21	17	13
思特奇	1.05	1.29	1.60	25	20	16
用友网络	8.61	11.17	14.70	85	66	50
深信服	6.65	8.58	11.64	75	58	43
石基信息	5.32	6.40	7.86	74	62	50
泛微网络	1.49	1.90	2.40	64	50	40
平均值				71	50	38
彩讯股份				50	43	37

资料来源：天风证券研究所

3.3. 风险提示

- 1、产品研发风险：**公司业务模式以定制化开发和产品化销售为主，企业信息化需求快速变化，新产品研发和市场推广进度存在低预期风险；
- 2、行业竞争超预期：**企业信息化市场规模巨大，行业内玩家众多，行业竞争加剧或导致公司份额和盈利能力低于预期；
- 3、项目落地进度慢于预期：**公司积极推动新型行业业务落地，但落地进度存在一定不确定性，存在项目落地进度慢于预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	377.85	624.76	660.36	767.35	933.02
应收票据及应收账款	227.00	355.72	273.92	445.47	422.76
预付账款	21.07	7.06	22.75	11.99	29.65
存货	11.47	24.86	15.56	35.35	30.40
其他	13.25	14.88	17.08	18.85	22.92
流动资产合计	650.63	1,027.27	989.68	1,279.01	1,438.74
长期股权投资	42.73	57.16	57.16	57.16	57.16
固定资产	13.21	476.27	475.61	474.95	474.29
在建工程	166.55	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	41.04	38.99	36.88	34.76	32.65
其他	92.05	85.62	85.46	85.30	85.14
非流动资产合计	355.58	658.04	655.10	652.17	649.24
资产总计	1,006.22	1,685.31	1,644.78	1,931.18	2,087.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	94.65	67.06
应付票据及应付账款	19.19	176.75	18.95	25.97	28.81
其他	104.47	123.04	104.98	116.24	122.07
流动负债合计	123.65	299.80	123.92	236.85	217.95
长期借款	0.00	94.17	90.00	103.05	90.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.09	4.67	4.67	4.67	4.67
非流动负债合计	7.09	98.84	94.67	107.72	94.67
负债合计	130.75	398.64	218.60	344.58	312.62
少数股东权益	31.12	42.34	51.77	62.26	74.38
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	267.53	469.40	469.40	469.40	469.40
留存收益	484.35	844.77	974.40	1,124.33	1,300.98
其他	(267.53)	(469.85)	(469.40)	(469.40)	(469.40)
股东权益合计	875.47	1,286.67	1,426.18	1,586.60	1,775.36
负债和股东权益总	1,006.22	1,685.31	1,644.78	1,931.18	2,087.98

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	139.68	167.77	162.04	187.42	220.81
折旧摊销	4.37	4.28	2.77	2.77	2.77
财务费用	0.03	4.03	1.28	4.97	6.43
投资损失	(2.64)	(16.24)	(17.86)	(19.65)	(21.61)
营运资金变动	(8.22)	(130.25)	(88.11)	(163.86)	14.82
其它	(33.49)	26.20	9.21	10.53	12.16
经营活动现金流	99.73	55.79	69.33	22.18	235.39
资本支出	131.12	308.18	(0.00)	(0.00)	(0.00)
长期投资	2.60	14.43	0.00	0.00	0.00
其他	(250.44)	(490.88)	18.31	19.57	21.51
投资活动现金流	(116.72)	(168.27)	18.31	19.57	21.51
债权融资	2.09	108.79	90.00	197.70	157.06
股权融资	2.71	242.28	(0.83)	(4.97)	(6.43)
其他	(7.09)	(4.48)	(141.20)	(127.48)	(241.86)
筹资活动现金流	(2.30)	346.60	(52.03)	65.25	(91.23)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(19.29)	234.12	35.61	106.99	165.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	616.32	765.32	809.54	959.19	1,166.28
营业成本	320.41	425.68	454.72	539.02	657.43
营业税金及附加	3.67	4.01	4.13	4.80	5.71
营业费用	21.72	24.60	25.91	31.65	39.65
管理费用	41.45	46.50	48.57	57.55	69.98
研发费用	84.98	97.02	102.00	122.78	153.95
财务费用	(2.71)	(0.85)	1.28	4.97	6.43
资产减值损失	4.26	17.06	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.34	(0.22)	0.04	0.05
投资净收益	2.64	16.24	17.86	19.65	21.61
其他	(6.70)	(37.80)	(35.27)	(39.37)	(43.32)
营业利润	146.59	172.56	175.57	203.11	239.78
营业外收入	6.67	8.05	8.86	9.74	10.72
营业外支出	0.04	0.02	0.05	0.05	0.05
利润总额	153.22	180.60	184.38	212.80	250.45
所得税	13.55	12.82	12.91	14.90	17.53
净利润	139.68	167.77	171.47	197.91	232.92
少数股东损益	8.01	9.22	9.43	10.49	12.11
归属于母公司净利润	131.67	158.55	162.04	187.42	220.81
每股收益(元)	0.33	0.40	0.41	0.47	0.55

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	33.46%	24.18%	5.78%	18.49%	21.59%
营业利润	58.22%	17.72%	1.74%	15.69%	18.06%
归属于母公司净利润	44.54%	20.42%	2.20%	15.66%	17.82%
获利能力					
毛利率	48.01%	44.38%	43.83%	43.80%	43.63%
净利率	21.36%	20.72%	20.02%	19.54%	18.93%
ROE	15.59%	12.74%	11.79%	12.29%	12.98%
ROIC	43.56%	34.36%	22.41%	23.61%	23.35%
偿债能力					
资产负债率	12.99%	23.65%	13.29%	17.84%	14.97%
净负债率	-42.92%	-40.10%	-39.99%	-35.90%	-43.71%
流动比率	5.26	3.43	7.99	5.40	6.60
速动比率	5.17	3.34	7.86	5.25	6.46
营运能力					
应收账款周转率	3.15	2.63	2.57	2.67	2.69
存货周转率	49.84	42.14	40.06	37.68	35.48
总资产周转率	0.67	0.57	0.49	0.54	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.40	0.41	0.47	0.55
每股经营现金流	0.25	0.14	0.17	0.06	0.59
每股净资产	2.11	3.11	3.44	3.81	4.25
估值比率					
市盈率	61.43	51.01	49.92	43.16	36.63
市净率	9.58	6.50	5.88	5.31	4.76
EV/EBITDA	0.00	33.69	41.94	35.78	29.52
EV/EBIT	0.00	34.23	42.60	36.26	29.85

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com