

日期: 2019年12月10日  
行业: 软件和信息技术服务业



分析师: 滕文飞  
Tel: 021-53686151  
E-mail: tengwenfei@shzq.com  
执业证书编号: S0870510120025

IPO 发行价 RMB26.49 元

### 基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 21.73  
发行后总股本 (百万股) 86.96  
发行方式 战略配售  
网下询价  
上网定价  
保荐机构 中信建投

### 主要股东 (2019-12-09)

谢乾 43.05%  
宜兴中恒企业管理有限公司 6.98%  
华软创业投资宜兴合伙企业 5.52%

### 收入结构 (2019Q3)

云服务 69.07%  
云计算设备核心固件业务 28.90%

报告编号: TWF19-NSP01

首次报告日期:

## 掌握核心技术的云服务提供商

### ■ 投资摘要

#### 公司是少数掌握 X86 架构 BIOS 技术的厂商

公司是国内少数掌握 X86、ARM、MIPS 等多架构 BIOS 技术及 BMC 固件开发技术的厂商,是中国大陆唯一、全球四家之一的 X86 架构 BIOS 独立供应商,同时作为国内少数能够为国产芯片龙芯(MIPS 架构)、华为(ARM 架构)等提供 BIOS 固件技术服务的厂商,公司拥有自主知识产权的云计算设备核心固件(BIOS、BMC)技术与云平台技术。公司前三季度营业收入 1.33 亿元,同比增长 56.58%,实现归母净利润 0.19 亿元,同比下降 22.00%。实现扣非归母净利润 0.25 亿元,同比增长 51.64%。

#### 云服务行业空间广阔

根据中国信息通信研究院《云计算发展白皮书(2018 年)》,我国云计算市场规模在未来几年将快速增长。预计到 2021 年,我国云计算市场规模更将高达 1,858.3 亿元。云计算领域将在未来几年呈现确定性增长。其中,政企应用是现阶段我国云服务市场的重要细分领域。根据 IDC 预测,到 2021 年,市场规模将达到 48.9 亿美元,未来年复合增长率将超过 40%。公司业务所涉及的云服务业务具有良好的市场前景。

#### 募集资金净额 5.12 亿主要用于国产固件和云服务研发等项目

公司发行价 26.49 元,发行市盈率 54.25 倍,募集资金净额 512,84.03 万元。募集资金将主要用于国产 BIOS 固件和 BMC 固件产品系列开发项目和基于大数据的卓易政企云服务产品系列建设项目。

#### 风险提示

包括但不限于客户集中风险,英特尔授权合作,存在无法续约风险,应收账款发生坏账风险,募投项目实施风险等。

#### 盈利预测

我们预计 2019-2021 年实现收入 2.20 亿元、2.69 亿元、3.28 亿元,分别增长 25.17%、22.46%、21.87%,归母净利润分别为 0.60 亿元、0.80 亿元、1.02 亿元,同比增长 15.38%、33.38%、27.33%,相应的稀释后每股收益为 0.69 元、0.92 元和 1.17 元。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	175.69	219.92	269.32	328.22
年增长率	15.32%	25.17%	22.46%	21.87%
归属于母公司的净利润	51.58	59.79	79.74	101.54
年增长率	55.95%	15.38%	33.38%	27.33%
每股收益 (元)	0.600	0.688	0.917	1.168
PER (X)	92.00	80.28	60.19	47.27

注: 有关指标按当年股本摊薄

## 一、掌握核心技术的云服务提供商

### 1.1 公司是少数掌握 X86 架构 BIOS 技术的厂商

公司是国内少数掌握 X86、ARM、MIPS 等多架构 BIOS 技术及 BMC 固件开发技术的厂商，是中国大陆唯一、全球四家之一的 X86 架构 BIOS 独立供应商，同时作为国内少数能够为国产芯片龙芯（MIPS 架构）、华为（ARM 架构）等提供 BIOS 固件技术服务的厂商，公司拥有自主知识产权的云计算设备核心固件（BIOS、BMC）技术与云平台技术。其中固件技术，主要面向 CPU 厂商、计算设备厂商等客户，为其提供 BIOS、BMC 固件定制开发及固件产品销售；云平台技术主要面向政府、企业等客户，为其提供定制化软件开发或标准化应用软件产品、软硬件整体解决方案，并提供配套计算资源租赁、运维等服务，能够满足采用自主、可控国产芯片的云计算设备的 BIOS、BMC 固件配套需求。

2019 年三季报显示，公司营业收入 1.33 亿元，同比增长 56.58%，实现归母净利润 0.19 亿元，同比下降 22.00%。实现扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 51.64%。

图 1 公司近年收入、利润及增长概况

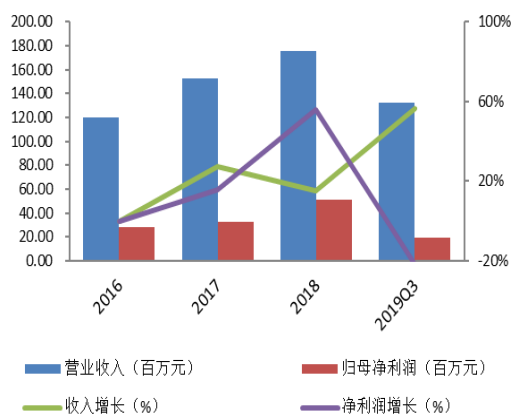
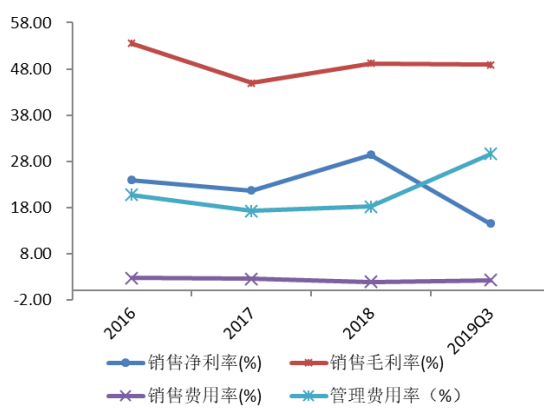


图 2 公司近年净利润率、毛利率及费用率概况



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

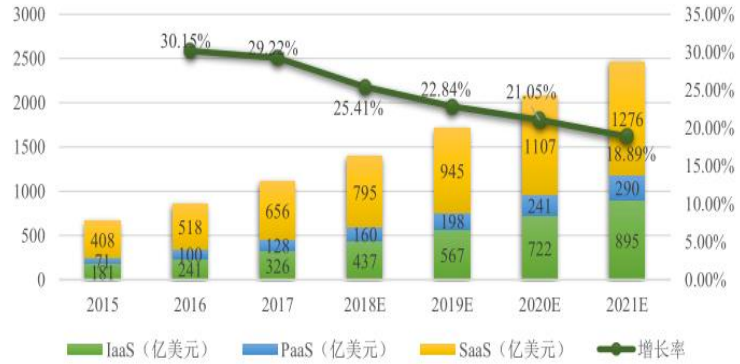
数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

### 1.2 云计算行业发展情况

云计算已经成为全球信息产业界公认的发展重点，各国政府积极通过政策引导、资金投入等方式加快本国云计算的战略布局和产业发展，全球信息产业企业不断加快技术研发、企业转型以抢占云计算市场空间。根据中国信息通信研究院发布的《云计算白皮书

(2018 年)》，2017 年全球以 IaaS、PaaS、SaaS 为代表的全球公有云服务市场规模达到 1,110 亿美元，同比增长 29.22%。预计到 2021 年，全球云服务市场规模将达到 2,461 亿美元，年复合增长率达 22%。

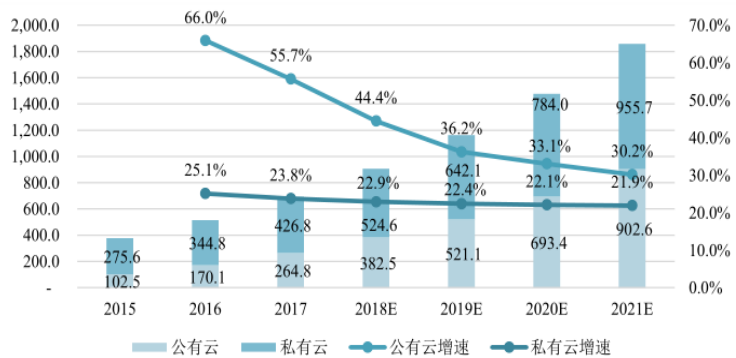
图 3 2015-2021 年全球云计算市场规模及增速 (单位: 亿美元)



数据来源: 招股书 中国信息通信研究院 上海证券研究所

在政府积极引导和企业战略布局等推动下，目前我国云计算产业保持了较好的发展态势，创新能力显著增强、服务能力大幅提升、应用范畴不断拓展，已成为提升信息化发展水平、打造数字经济新动能的重要支撑。根据中国信息通信研究院发布的《云计算白皮书(2018 年)》，2016 年我国公有云平台建设市场规模达到 170.1 亿元，同比增长 66.0%，我国私有云平台建设市场规模达到 344.8 亿元，同比增长 25.1%；到 2021 年，我国公有云、私有云建设市场规模将达到 902.6 亿元、955.7 亿元，年复合增长率将分别达到 43.7%、23.0%。

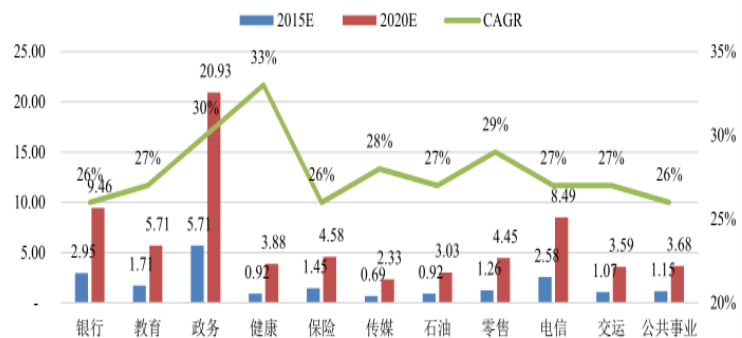
图 4 2015-2021 年中国公有云、私有云市场规模及增速 (亿元)



数据来源: 招股书 中国信息通信研究院 上海证券研究所

IDC 预计中国市场，政务、教育、银行、电信等行业的云计算规模在 2015-2020 年间保持双位数增长。其中，在政策驱动下，中国的政务云近年来实现高速增长，政务云规模目前占据了私有云市场的 53%，是私有云增长最快的子行业。而随着 5G 和物联网技术的发展，大量 IoT 设备所产生的庞大数据量也将推动包括金融、教育、电信、公共事业、安全在内的传统行业采纳物联网云计算，提升数据采集、存储、分析的能力，以提升经营效率。

图 5 2015 年及 2020 年国内各行业行业云市场规模（亿美元）



数据来源：公司招股书 IDC 上海证券研究所

根据中国信息通信研究院《云计算发展白皮书(2018 年)》，我国云计算市场规模在未来几年将快速增长。预计到 2021 年，我国云计算市场规模更将高达 1,858.3 亿元。云计算领域将在未来几年呈现确定性增长。其中，政企应用是现阶段我国云服务市场的重要细分领域。根据 IDC 预测，到 2021 年，市场规模将达到 48.9 亿美元，未来年复合增长率将超过 40%。公司业务所涉及的云服务业务具有良好的市场前景。

### 1.3 行业竞争结构及公司的地位

BIOS 固件和 BMC 固件受 CPU 架构影响，可分为主流 X86 架构和非 X86 架构。在 X86 架构的 BIOS 固件市场上，目前全球有四家厂商，分别是美国 AMI。和 Phoenix、台湾 Insyde，以及卓易信息；BMC 固件主要有美国 AMI 和台湾 Insyde 以及卓易信息。三家境外厂商均为从事 X86 架构 BIOS 和 BMC 固件业务的老牌厂商，资金、技术和经验积累丰厚，是卓易信息在 X86 架构固件领域追赶的对象。在国内非 X86 架构的 BIOS 固件和 BMC 固件市场上，卓易信息是少数具备多架构开发能力的厂商。国内的多架构的 BIOS 固件开发商主要为中电科技。中电科技是中国电科集团下

属公司。由于云计算设备固件技术长期被境外厂商垄断，在目前阶段公司与中电科技的整体市场占有率均不高。中电科技主要以国产 CPU BIOS 业务为主，卓易科技与中电科技在业务份额上难以进行比较。

目前，国内云计算产业尚处于起步阶段，市场上存在大量的云计算厂商。其中，IaaS 领域的公有云业务已基本形成以阿里云为代表的“一超多强”格局，而公司重点开拓的政企云和物联网云应用及平台建设领域，市场份额较为分散，不同区域的厂商之间竞争仍相对较少。公司目前的云服务专注于江苏省内的政企云和物联网云的构建和运营。国内与公司从事类似业务的上市公司有万达信息、南威软件、华宇软件、银信科技。受制于卓易信息公司在现阶段资产规模及资金实力有限，与同行业上市公司相比，公司的业务规模及市场占有率均不及上述上市公司。

#### 1.4 公司的竞争优势

政企云方面：公司云平台采用 PaaS+SaaS 的模式开发软件，其中核心 PaaS 平台提供定制化软件研发平台和部署的中间件平台，可大幅提升开发能力。相比做垂直领域的同行业公司，公司可以实现多场景的快速开发部署，形成相对的竞争优势。其次，由于 SaaS 数量很多，但 SaaS 应用开放的 API 接口普遍不够多，导致企业用户在使用多个 SaaS 服务后难以集成，在企业内部仍形成一个个的信息孤岛。卓易 PaaS 层提供统一身份认证平台提供 SaaS 集成能力，目前能够实现 120 多场景 SaaS 应用之间的联系。再次，公司云平台技术还兼容国产自主、可控生态的飞腾/龙芯/兆芯 CPU、及中标麒麟/银河麒麟操作系统。公司云平台在适配国产化方面具有一定优势。

物联网云方面：支撑多种硬件设备的连接、数据传输和分析应用，支持跨平台、多语言、多协议，可支持 115 种硬件设备即时接入，具备 12 种数据传输方式。物联网云技术难点在于多种硬件之间协议的统一，以及数据传输、分析处理等技术。公司曾承担国家“863”计划“智能化仪表远程数据传输技术和物联网平台的研究”项目。公司物联网云技术支撑多种硬件设备的连接、数据传输和分析应用。首先，支持跨平台、多语言、多协议。其中多协议方面支持 Modbus、Profibus、MQTT、SNMP、OPC 等，共 25 种协议。其次，目前已经支持 115 种硬件设备即时接入。再次，在数据传输方面，除支持传统的以太网、2G/3G/4G 网络、WIFI 等传输方式外，还支持 NB-IoT、Lora、Zigbee、2.4GHz 等共 12 种数据传输方式。

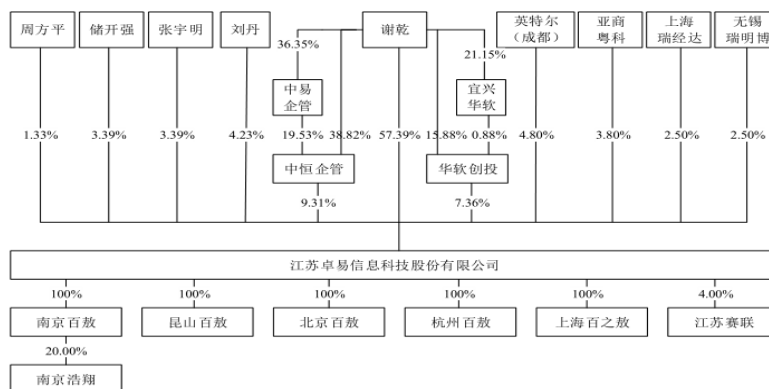
## 二、公司分析及募集资金投向

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

2008年5月12日，公司前身卓易有限由谢乾和谢小球设立，注册资本为500万元，其中谢乾的出资比例为70%，谢小球的出资比例为30%。2013年整体变更为股份有限公司。

公司的控股股东为谢乾先生，实际控制人为谢乾、王烨夫妇。谢乾先生直接持有公司57.39%股份，间接持有公司5.46%的股份，合计持有公司62.85%的股份。王烨女士任公司董事、采购部经理，未通过直接或间接方式持有公司股份。

图6 发行前公司股权结构



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

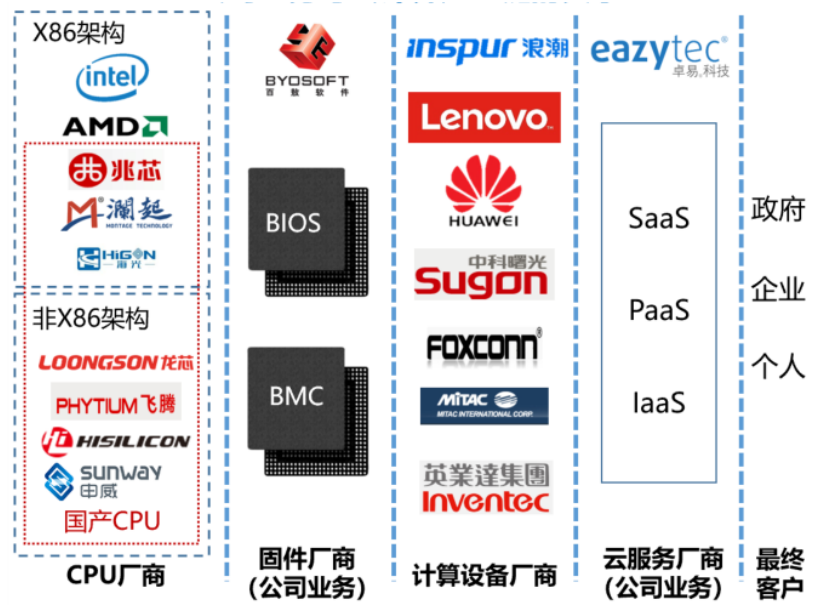
### 2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司拥有自主知识产权的云计算设备核心固件（BIOS、BMC）技术与云平台技术。其中固件技术，主要面向CPU厂商、计算设备厂商等客户，为其提供BIOS、BMC固件定制开发及固件产品销售；云平台技术主要面向政府、企业等客户，为其提供定制化软件开发或标准化应用软件产品、软硬件整体解决方案，并提供配套计算资源租赁、运维等服务。

公司收入主要包括云计算设备核心固件业务与云服务业务。云计算设备核心固件业务的直接收入来源为向CPU、云计算设备厂商提供固件技术服务、固件定制化开发服务和固件授权使用费收入。云服务业务收入主要依托成熟的云平台技术，向政企客户提供政企云及物联网云服务取得收入。



图 7 公司业务与云计算产业链关系



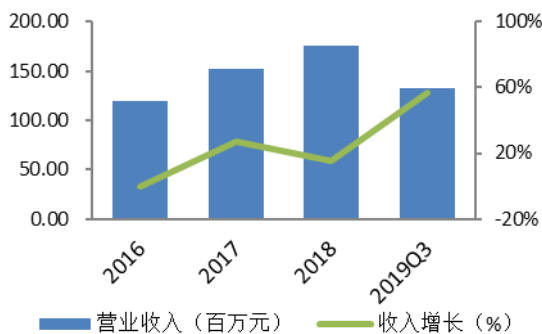
数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2016~2019 年 Q3 公司主营业务收入分别为 1.20 亿元、1.52 亿元、1.76 亿元、1.33 亿元，2017~2019H1 分别同比增长 27.16%、15.32%、56.58%，2016~2018 年云服务销售收入分别为 0.86 亿元、1.16 亿元、1.32 亿元，占比为 71.94%、76.23%、75.11%。

2016~2019 年 Q3 公司归母净利润分别为 0.29 亿元、0.33 亿元、0.52 亿元、0.19 亿元，分别同比增长 15.54%、55.95%、-22.00%。

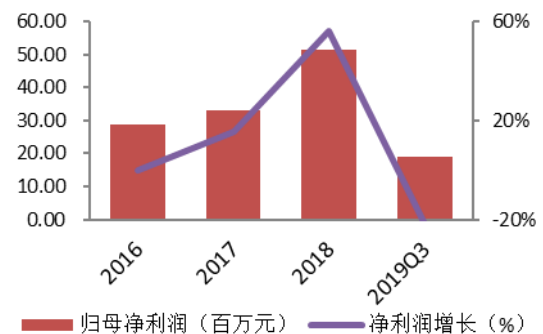
根据三季报，公司前三季度营业收入 1.33 亿元，同比增长 56.58%，归母净利润 0.19 亿元，同比下降 22%，扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 51.64%。

图 8 公司近年收入及增长概况



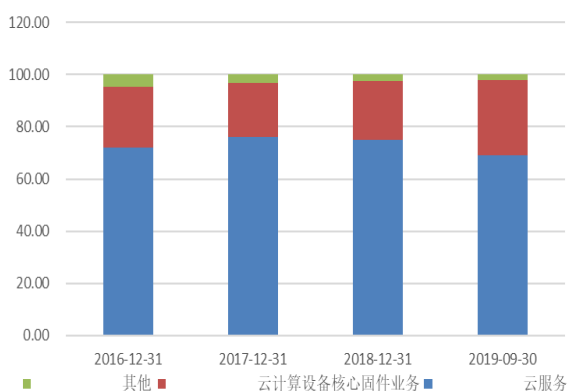
数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 9 公司近年归母净利润及增长情况



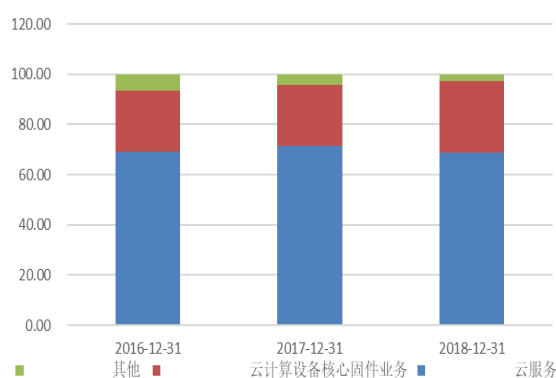
数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 10 公司主要产品收入结构



数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

图 11 公司主要产品利润结构



数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

## 2.3 主要产品毛利率变动分析

2016~2019H1, 公司主营业务毛利率分别为 52.56%、44.33%、49.13%和 50.90%, 毛利率基本保持稳定。

公司云计算设备核心固件业务毛利率高于云服务业务毛利率, 主要原因为: 固件业务的技术含量高, 从而形成了较高的竞争和技术壁垒; 随着计算设备“自主、安全、可控”政策的推动, 可重复销售、高毛利率的固件产品占比持续提升。由于物联网云服务向客户提供物联网云软硬件整体解决方案, 涉及硬件部分, 因此, 其业务毛利率在报告期内有所下降, 且低于政企云服务。

表 1 公司分业务毛利率

项目	2019H1	2018	2017	2016
云计算设备核心固件业务	65.56%	62.96%	52.56%	56.25%
技术开发、服务	50.98%	55.64%	46.91%	51.70%
固件产品	95.05%	82.97%	81.73%	77.55%
云服务业务	44.59%	45.02%	42.09%	51.36%
政企云服务	56.96%	59.33%	50.32%	57.08%
物联网云服务	33.94%	31.36%	35.47%	40.70%
合计	50.90%	49.13%	44.33%	52.56%

数据来源: Wind 公司公告 上海证券研究所

## 2.4 公司财务指标分析

### 2.4.1 公司费用率基本保持平稳, 研发支出保持较高水平

公司期间费用由 2016 年度的 2,903.85 万元增加至 2018 年度的 3,442.34 万元, 呈现逐年增加的趋势, 与公司业务规模的不断



扩张相适应。公司的研发费用较高，与公司作为高新技术企业，研发投入大的特点相符合。

2019年1-6月，公司期间费用较2018年同期增长较快，主要原因是公司当期确认了752.29万元股份支付，内部研发投入增加了438.83万元。

图 12 近年公司期间费用率情况

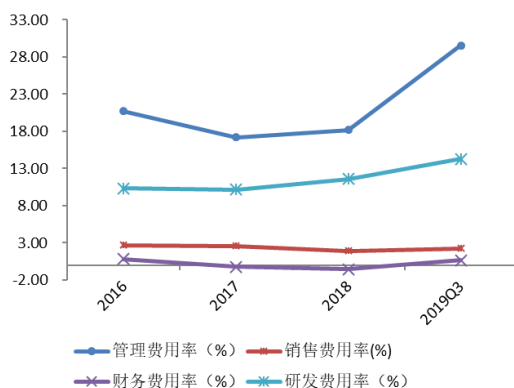
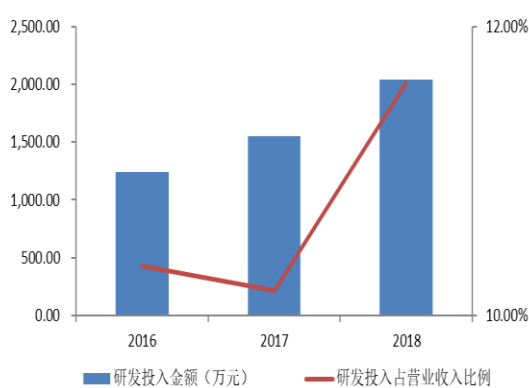


图 13 近年公司研发投入情况



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

#### 2.4.2 公司资产周转率良好

2016~2019H1，公司应收账款周转率分别为 1.07 次/年、1.29 次/年、1.32 次/年、1.42 次/年，公司应收账款周转率整体保持上升趋势，应收账款回款情况良好。

2016~2019H1，公司存货周转率分别为分别为 10.12、10.89、6.99 及 4.44，对应存货周转天数分别为 36.08 天、33.51 天、52.20 天及 82.25 天，2018 年度公司存货周转率较上年度下降 35.79%，主要是公司当期存货中工程施工余额增加 550.88 万元所致。

2016~2018，公司总资产周转率分别为 0.42 次/年、0.52 次/年、0.53 次/年，逐年上升，总资产周转情况良好。

2018 年、2019Q3 公司经营活动产生的现金流净额为 2597.86 万元、2784.33 万元，占当期净利润比例为 50%、145%，近年来公司现金流状态总体良好。

表 2 公司营运能力分析

财务指标	2016	2017	2018	2019H1
存货周转天数	36.08	33.51	52.20	82.25
应收账款周转天数	341.12	282.95	276.52	256.18
存货周转率	10.12	10.89	6.99	4.44
应收账款周转率	1.07	1.29	1.32	1.42
流动资产周转率	0.71	0.83	0.78	0.48

固定资产周转率	2.06	2.72	3.14	2.32
总资产周转率	0.42	0.52	0.53	0.35
应付账款周转率	4.42	6.68	8.03	5.58
公司经营性现金流净额（万元）	2703.57	3798.52	2597.86	2784.33
经营性现金流净额/ 归母净利润	0.94	1.15	0.50	1.45

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 2.5 募集资金投向

本次公司发行价 26.49 元，发行市盈率 54.25 倍，募集资金净额 512,84.03 万元。募集资金将主要用于以下项目：

表 3 募集资金运用（万元）

	项目	项目总投资	计划使用募集资金金额
1	国产 BIOS 固件和 BMC 固件产品系列开发项目	22,685	15,000
2	基于大数据的卓易政企云服务产品系列建设项目	21,500	20,000
合计		<b>44,185</b>	<b>35,000</b>

数据来源：Wind 公司招股书 上海证券研究所

**国产 BIOS 固件和 BMC 固件产品系列开发项目：**项目实施主体是子公司南京百教，项目建设地点位于江苏省南京市江北新区星火路 17 号创智大厦 A 座，建筑面积合计 2,500 平方米。项目主要的内容是构建 BIOS 固件和 BMC 固件开发平台，开发“跨平台、多终端应用、支持各类虚拟化与安全增值”的国产 BIOS 固件产品系列和升级基于 OpenBMC 标准的新一代 BMC 固件。

项目总投资为 22,685 万元，建设期为二年。项目达产后，项目税后内部收益率为 36.87%，税后静态投资回收期为 4.59 年，税后投资净现值为 20,708.12 万元。

**基于大数据的卓易政企云服务产品系列建设项目：**项目建设地点位于江苏省宜兴市兴业路 298 号（卓易创业软件园）15-16 层及数据中心二期 401、501。该项目主要是对公司自有云平台进行优化升级——将面向区域政府、行业政府和企业客户的 SaaS 软件优化丰富和标准化，并具备开放接口整合各条线业务系统的能力，为卓易云客户提供安全可靠、一体化、可快速配置的政企交互类云服务。

项目达产后，项目税后内部收益率为 24.40%，税后静态投资回收期为 4.80 年，税后投资净现值为 7,988.19 万元。

### 三、盈利预测及主要假设

**主要假设：**1) 云服务产品顺利推进，产品渗透率持续提升；2) 国家“自主、安全、可控”的信息安全战略背景下，核心固件国产化进程加速；3) 公司费用率保持稳定。

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年实现收入 2.20 亿元、2.69 亿元、3.28 亿元，分别增长 25.17%、22.46%、21.87%，归母净利润分别为 0.60 亿元、0.80 亿元、1.02 亿元，同比增长 15.38%、33.38%、27.33%，相应的稀释后每股收益为 0.69 元、0.92 元和 1.17 元。

### 四、风险因素

包括但不限于：

**客户集中风险：**2016 年-2019 年，公司前五大客户合计销售额占营业收入比例分别为 53.23%、57.41%、52.54%和 50.43%。如果主要客户的生产经营、采购策略发生重大不利变化，将直接影响到公司生产经营，给公司经营业绩造成不利影响。

**英特尔授权合作，存在无法续约风险：**公司子公司南京百教与英特尔签订了《TIANO 项目参与协议》，根据该协议南京百教有权使用英特尔提供的代码信息，开发支持其 X86 架构芯片的 BIOS 并用于对外销售。协议约定自 2008 年 1 月 6 日起，5 年期满后，即 2013 年 1 月 6 日起，除非双方以书面方式终止或修改本协议，本协议将自动逐年续约，若因公司违反英特尔相关规定，英特尔有权单方终止该协议的权利。

**应收账款发生坏账风险：**公司一年以上应收账款占比较高，分别占公司应收账款账面价值的 59.66%、48.98%、46.78%及 49.13%，存在坏账计提金额持续增长的可能。若宏观经济环境、客户经营状况等发生不利变化或者公司应收款管理不到位，将导致公司面临应收账款发生坏账的风险。

**募投项目实施风险：**公司本次募集资金投资项目的可行性分析是基于当前技术发展、市场环境及公司实际经营状况做出。但由于技术发展及市场环境具有不确定性，公司如果不能在技术、市场等方面良好应对，将会对项目实施进度、投资回报和公司的预期收益产生不利影响。

## 五、估值分析

### 5.1 同行业可比公司 PE 估值比较分析

基于已公布的 2018 年业绩和 2019、2020 年预测业绩的均值，A 股同行业可比上市公司 18 年静态平均市盈率为 43.13，19 年、20 年平均动态市盈率为 32.71 倍、27.34 倍，同期软件与服务业中值分别为 61.08 倍、51.19 倍。

表 4 同行业上市公司 PE 比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
华宇软件	300271	25.16	0.67	0.75	0.95	37.55	33.56	26.54
万达信息	300168	16.36	0.21	0.35	0.40	76.23	46.93	41.10
银信科技	300231	7.48	0.27	0.30	0.32	27.73	24.93	23.38
南威软件	603636	10.85	0.35	0.43	0.59	31.00	25.39	18.34
<b>行业平均</b>						<b>43.13</b>	<b>32.71</b>	<b>27.34</b>
卓易信息	688258	55.20	0.60	0.69	0.92	92	80	60

数据来源：Wind 上海证券研究所

公司每股发行价为 26.49 元，对应 18、19、20 年 PE 为 44.15、38.39、60 倍。目前公司股价为 55.20 元，对应 18、19、20 年 PE 为 92、80、60 倍，高于 A 股可比公司估值水平和行业估值中位数。

此外，18 年公司以扣非归母净利润计算 EPS 为 0.48 元，对应 PE115 倍，A 股同行业可比公司对应平均扣非 PE 为 68.25 倍，公司估值高于 A 股可比上市公司。

### 5.2 其他相对估值法比较分析

我们选择 PB、PEG 两种方法进行比较分析，目前公司 18、19、20 年 PB 分别为 16.31、13.56、11.06，高于同行业可比公司均值 3.90、3.74、3.56。公司 18、19、20 年 PEG 分别为 3.38、2.84、2.60，高于同行业可比公司均值。

表 5 同行业上市公司 PB 比较

公司名称	股票代码	股价	BPS			PB		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
华宇软件	300271	25.16	5.25	6.39	7.25	4.79	3.94	3.47
万达信息	300168	16.36	3.19	3.37	3.60	5.13	4.86	4.54
银信科技	300231	7.48	3.13	3.32	3.46	2.39	2.25	2.16
南威软件	603636	10.85	3.32	3.65	4.09	3.27	2.97	2.65

行业平均						<b>3.90</b>	<b>3.74</b>	<b>3.56</b>
卓易信息	688258	55.20	3.38	4.07	4.99	16.31	13.56	11.06

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 6 同行业上市公司 PEG 比较

公司名称	股票代码	股价	PEG		
			2018A	2019E	2020E
华宇软件	300271	25.16	0.74	1.53	1.00
万达信息	300168	16.36	-1.96	0.66	2.90
银信科技	300231	7.48	-2.99	1.32	1.05
南威软件	603636	10.85	0.43	0.83	0.48
行业平均			<b>-0.95</b>	<b>1.09</b>	<b>1.36</b>
卓易信息	688258	55.20	3.38	2.84	2.60

数据来源: Wind 上海证券研究所

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	43.65	129.77	134.60	277.96
应收和预付款项	152.34	138.40	217.58	216.32
存货	15.77	1.97	19.61	6.82
其他流动资产	30.60	30.60	30.60	30.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	28.07	24.68	21.29	17.90
固定资产和在建工程	58.11	43.60	29.08	14.57
无形资产和开发支出	2.48	2.20	1.91	1.63
其他非流动资产	10.87	8.01	5.14	5.14
<b>资产总计</b>	<b>341.90</b>	<b>379.22</b>	<b>459.80</b>	<b>570.93</b>
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收及款项	15.76	23.30	24.13	33.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.86	1.86	1.86	1.86
<b>负债合计</b>	<b>47.62</b>	<b>25.16</b>	<b>26.00</b>	<b>35.58</b>
股本	65.22	65.22	65.22	65.22
资本公积	61.33	61.33	61.33	61.33
留存收益	167.73	227.52	307.26	408.80
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>294.28</b>	<b>354.07</b>	<b>433.81</b>	<b>535.35</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>294.28</b>	<b>354.07</b>	<b>433.81</b>	<b>535.35</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>341.90</b>	<b>379.22</b>	<b>459.80</b>	<b>570.93</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	26.02	114.97	1.85	138.72
投资活动现金流	-22.36	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	8.01	-28.85	2.97	4.64
净现金流	11.67	86.12	4.83	143.36

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>175.69</b>	<b>219.92</b>	<b>269.32</b>	<b>328.22</b>
营业成本	89.26	112.62	136.99	167.77
营业税金及附加	1.65	2.07	2.53	3.09
营业费用	3.39	4.24	5.20	6.33
管理费用	11.58	14.50	17.76	21.64
财务费用	-0.95	-1.15	-2.97	-4.64
资产减值损失	4.85	5.12	5.12	5.12
投资收益	0.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>55.96</b>	<b>66.43</b>	<b>88.60</b>	<b>112.82</b>
营业外收支净额	0.12	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>56.08</b>	<b>66.43</b>	<b>88.60</b>	<b>112.82</b>
所得税	4.50	6.64	8.86	11.28
净利润	51.58	59.79	79.74	101.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>51.58</b>	<b>59.79</b>	<b>79.74</b>	<b>101.54</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	15.32%	25.17%	22.46%	21.87%
EBIT 增长率	42.61%	43.82%	31.18%	26.33%
EBITDA 增长率	37.48%	46.95%	25.06%	19.38%
净利润增长率	55.95%	15.38%	33.38%	27.33%
毛利率	49.19%	48.79%	49.13%	48.89%
EBITDA/总收入	31.45%	36.93%	37.71%	36.94%
EBIT/总收入	25.83%	29.68%	31.79%	32.96%
销售净利率	24.72%	27.19%	29.61%	30.94%
资产负债率	13.93%	6.63%	5.65%	6.23%
流动比率	5.30	12.91	16.67	15.77
速动比率	4.28	11.51	14.59	14.66
总资产回报率 (ROA)	13.27%	17.21%	18.62%	18.95%
净资产收益率 (ROE)	14.76%	16.89%	18.38%	18.97%

数据来源: Wind, 上海证券研究所



## 分析师承诺

滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。