



伐谋中小盘首次覆盖报告

天源迪科 (300047)

大数据云计算时代已到来, 公司发展将再上新台阶

——天源迪科首次覆盖报告

刘易 (分析师) 周昊 (研究助理)
021-38674878 021-38675861
liuyi014913@gtjas.com zhouhao020146@gtjas.com
证书编号 S0880515080001 S0880118030036

本报告导读:

电信、政府、金融机构等云计算需求快速增加, 具备经济弱周期性。BOSS+、警务云推动公司发展再上新台阶, 首次覆盖给予“增持”评级, 目标价 17.52 元。

投资要点:

- 首次覆盖给予“增持”评级, 目标价 17.52 元。市场担心国内三大运营商资本开支下降, 影响公司未来发展, 但是我们认为, 三大运营商资本开支中业务网、支撑网支出并未减少, 同时随着大数据、云计算时代到来, 政府 (警务云、交通大数据等) 和金融 (互联网金融、移动支付等) 需求不断增加, 公司发展将再上新台阶。预计 2018-2020 年营收分别为 37.73 亿、46.82 亿、57.90 亿元, 归母净利润 2.21、2.89、3.65 亿元, 对应 EPS 0.55、0.73、0.92 元。结合可比上市公司 2019 年平均估值为 29.03 倍, 处于谨慎考虑, 给予目标价 17.52 元, 对应 2019 年 PE 24 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 电信行业核心供应商, BOSS+推动客户进入云计算时代。公司软件客户结构以电信行业为主, 覆盖国内三大运营商, 2017 年电信行业收入 6.04 亿元, 营收占比 20.50%, 同比增长 8.78%。“BOSS+”是公司针对“互联网+”及云计算, 打造的以行业服务为核心云计算平台。2017-2018 年公司公开中标电信、联通、移动公司项目 37、34、31 个, 电信运营商运营支撑系统云化加速。
- 国内大数据快速发展, 政府、金融需求将推动公司再上新台阶。国内大数据 2014 年首次写入政府工作报告, 随后云计算、大数据产业快速发展, 预计 2020 年国内核心大数据市场空间达到 586 亿, 2017-2020 年年复合增速达到 35%, 高于全球平均水平 (20%)。以警务云、交通大数据为代表的政府和以互联网金融为代表的金融机构对大数据需求快速增长, 将推动公司发展再上新台阶。
- 催化剂: 三大运营商加速云化
- 风险提示: 客户行业集中度高

| 财务摘要 (百万元) | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,448 | 2,963 | 3,773 | 4,682 | 5,790 |
| (+/-)% | 46% | 21% | 27% | 24% | 24% |
| 经营利润 (EBIT) | 135 | 173 | 285 | 366 | 447 |
| (+/-)% | 63% | 28% | 65% | 28% | 22% |
| 净利润 | 115 | 156 | 221 | 289 | 365 |
| (+/-)% | 82% | 36% | 42% | 31% | 26% |
| 每股净收益 (元) | 0.29 | 0.39 | 0.55 | 0.73 | 0.92 |
| 每股股利 (元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润率和估值指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 经营利润率 (%) | 5.5% | 5.8% | 7.6% | 7.8% | 7.7% |
| 市盈率 | 40.64 | 29.94 | 21.15 | 16.14 | 12.78 |
| 股息率 (%) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

首次覆盖报告

目标价格: 17.52

首次覆盖报告

当前价格: 11.70

2019.01.13

中小盘研究团队

刘易 (分析师): 021-38674878

证书编号: S0880515080001

安小涛 (研究助理): 021-38674623

证书编号: S0880117080149

周昊 (研究助理): 021-38675861

证书编号: S0880118030036

杨文健 (研究助理): 021-38674711

证书编号: S0880118050039

张旭 (研究助理): 0755-23976500

证书编号: S0880118060034

邱苗 (研究助理): 021-38675861

证书编号: S0880118060081

相关报告

随着大数据、云计算时代到来，公司发展将再上新台阶。

1. 投资逻辑

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 17.52 元。市场担心国内三大运营商资本开支下降，影响公司未来发展，但是我们认为，三大运营商资本开支中业务网、支撑网相关支出并未减少，同时随着大数据、云计算时代到来，政府（警务云、交通大数据等）和金融（互联网金融、移动金融等）需求不断增加，公司发展将再上新台阶。

预计 2018-2020 年营收分别为 37.73 亿、46.82 亿、57.90 亿元，归母净利润 2.21、2.89、3.65 亿元，对应 EPS 0.55、0.73、0.92 元。结合可比上市公司 2019 年平均估值为 29.03 倍，处于谨慎考虑，给予目标价 17.52 元，对应 2019 年 PE 24 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

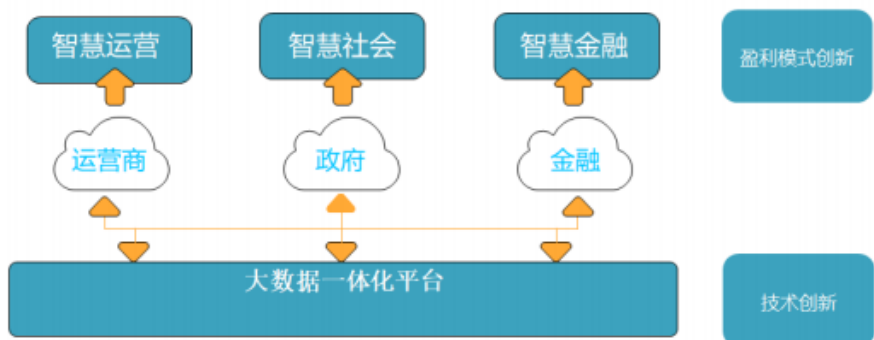
2. 深耕通信行业二十多年，保持稳定快速发展

2.1. 大数据综合方案商，客户主要包括通信、政府、金融机构

公司为大数据综合解决方案商。

公司是为通信、政府、金融机构提供产业云 BOSS 和大数据综合解决方案的方案商。公司成立于 1993 年，2010 年 1 月 20 日上市，已连续八年荣获国家规划布局内重点软件企业，是国内领先产业互联网和大数据综合解决方案提供商。公司在电信行业具有 20 多年业务经验，形成以运营商 IT 支撑业务为基础，产业云 BOSS+为引领，大数据和移动互联网为技术支撑的云服务运营供应商。

图 1：公司为产业云 BOSS 和大数据综合解决方案商



数据来源：公司年报

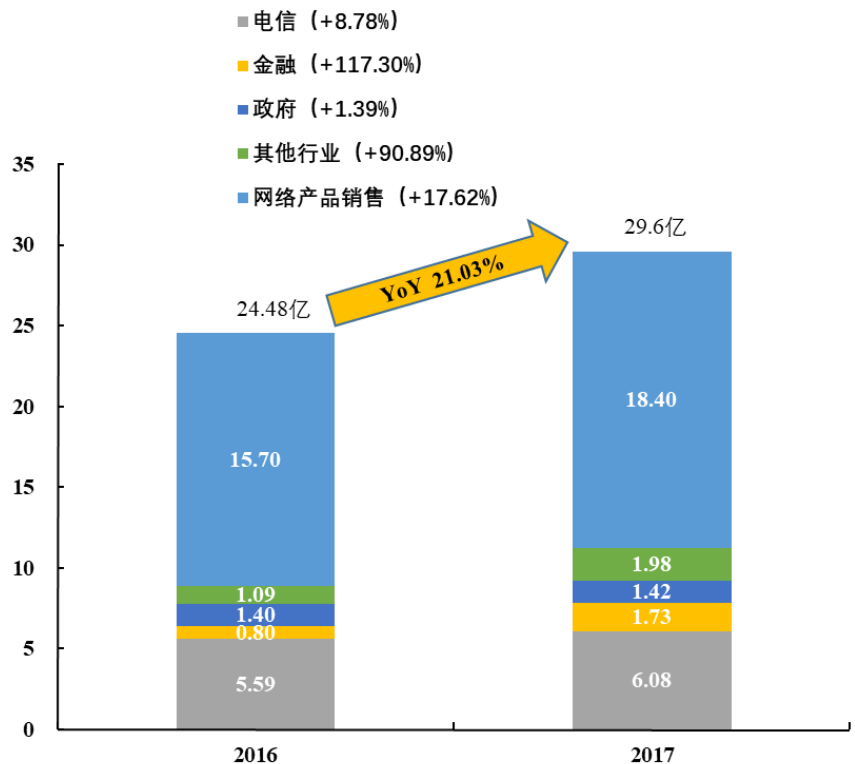
客户结构以电信行业为主，2017 年电信行业营收占比达 20.50%。公司聚焦电信、公安和金融三大市场，为其提供综合解决方案，包括运营支撑、大数据、移动互联网解决方案等，已形成跨行业、多盈利模式的业务布局。其中以三大运营商为代表的电信行业营收占比最高，2017 年收入 6.04 亿元，营收占比达到 20.50%。

金融行业增速较快，2017 年增速达 117%。公司金融板块增速较快，主要是因为 2017 年公司完成维恩贝特并购工作，2017Q4 实现合并报表（营收 7298.07 万元，净利润 3234.11 万元）。维恩贝特主营业务为银行核心系统开发和服务，通过并购维恩贝特科技有限公司，公司加强了在金融

科技领域布局，对技术、客户和渠道等多方面进行了融合和复用。

2017 年电信行业营收占比 20.50%。

图 2: 2017 年电信行业营收占比 20.50%，电信+金融+政府占比超过 30%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

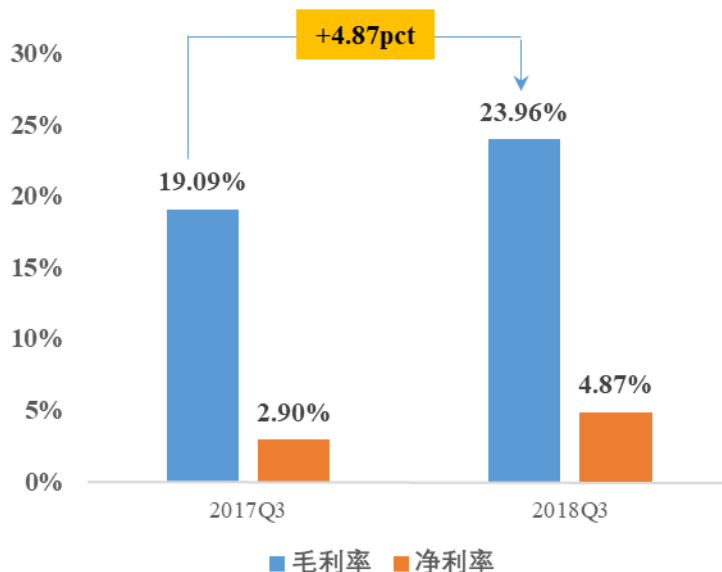
警务云、交通大数据为增长亮点。

政府板块，警务云、交通大数据为增长亮点。在政府领域，公司聚焦自主研发公安大数据警务云平台解决方案、交通大数据解决方案和出入境管理解决方案，建设大数据处理及监控平台，提升海量数据查询、统计、比对等交叉计算能力，实施深圳公安大数据平台等样板工程。2017 年公安行业新增上海、广州、大冶、泰州、常熟、中山、桂平、邵阳、郴州等城市警务云大数据及交通大数据项目，警务云成为公司增长亮点。

网络产品销售应收占比最大，未来保持稳定增长。公司网络产品销售收入主要是由控股公司金华威贡献（控股 55%），金华威主营业务为 ICT 产品的增值分销，是华为的企业网业务总经销商、五钻认证服务商，2017 年实现收入 76755.32 万元，同比增长 4.39%，净利润 2312.24 万元，同比增长 9.98%。

公司毛利率、净利率近年呈上升趋势。公司 2017 年毛利率 19.57%，净利率 6.05%，分别提高 1.73pct、0.55pct。2018 年 Q3 毛利率提高至 23.96%、净利率 4.87%，较去 2017 年同期提高 4.87pct、1.97pct，公司盈利能力逐年上升。

图 3: 2018Q3 毛利率、净利率分别为 23.96%、4.87%



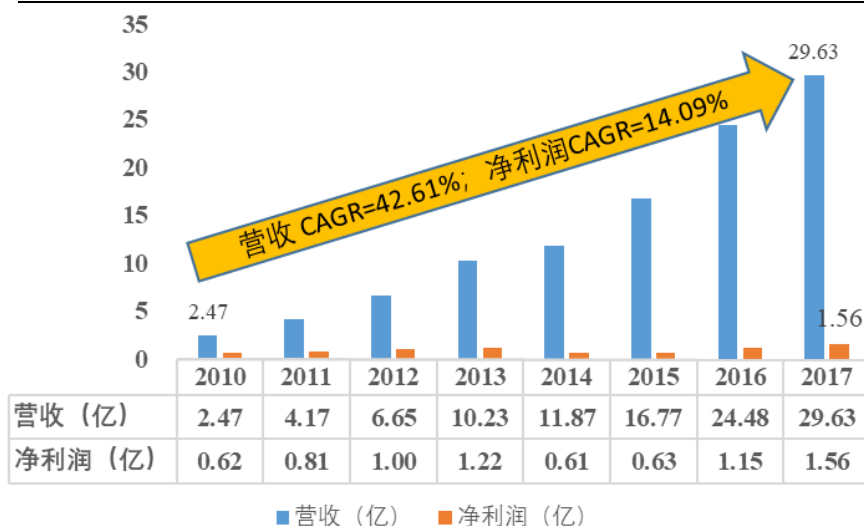
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 上市以来保持稳定增长, 2017 年营收近 30 亿

2010-2017 营收、净利润
年复合增速分别为
42.61%、14.09%。

上市以来营收、净利润保持稳定发展。公司 2010 年上市, 上市当年营收 2.47 亿元、归母净利润 0.62 亿元, 经过七年快速发展, 2017 年公司营收增长到 29.63 亿元, 归母净利润增长到 1.56 亿元。营收年复合增速达到 42.61%, 同期净利润 CAGR 则为 14.09%。其中净利润增速慢于收入, 主要是因为公司利润率较低的网络产品销售占比增加导致。

图 4: 公司 2010-2017 营收、净利润年复合增速分别为 42.61%、14.09%

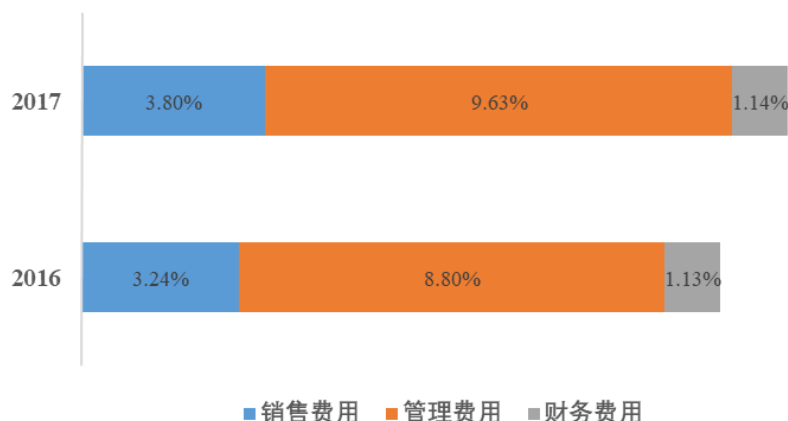


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2017 年人员及人均薪酬增加, 三费率略有上升。公司 2016 年三费费率为 13.17%, 其中销售费用、管理费用、财务费用分别为 3.24%、8.80%、1.13%。2017 年三费费率保持在 14.57%, 增加 1.40pct。三费费率增加主要是人员增加产生的, 公司 2017 年 4777 人, 较 2016 年的 4270 人增加了 11.87%。同时人均薪酬也从 2016 年的 13 万元增加到 2017 年的 17 万

元，同比增加 31.15%。

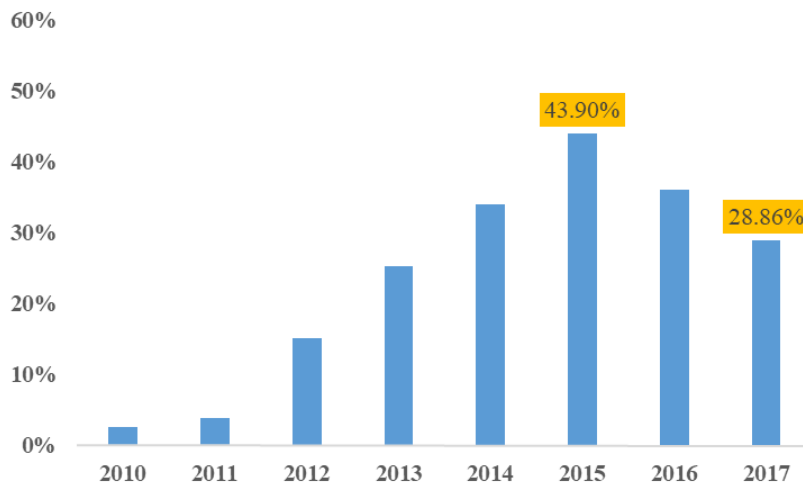
图 5：公司 2017 年三费费率为 14.57%，比 2016 年增加 1.40pct



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司资产负债率保持合理水平，2017 年为 28.86%。公司上市之初资产负债率很低，保持在 2.52% 左右。其后由于扩大公司规模，并购维恩贝特、金华威等公司，资产负债率持续增加，到 2015 年资产负债率增长到 43.90%，随后开始降低，2017 年资产负债率降低为 28.86%，保持合理水平。

图 6：2017 年公司资产负债率为 28.86%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司商誉风险较低，商誉占总资产 15.97%。公司商誉 2017 年增加较快，2017 年商誉占总资产 15.97%，比 2016 年的 1.33% 增加了 14.64pct，主要是因为当年收购维恩贝特增加商誉 6.12 亿元。并购公司近几年业绩表现好，不存在减值风险。

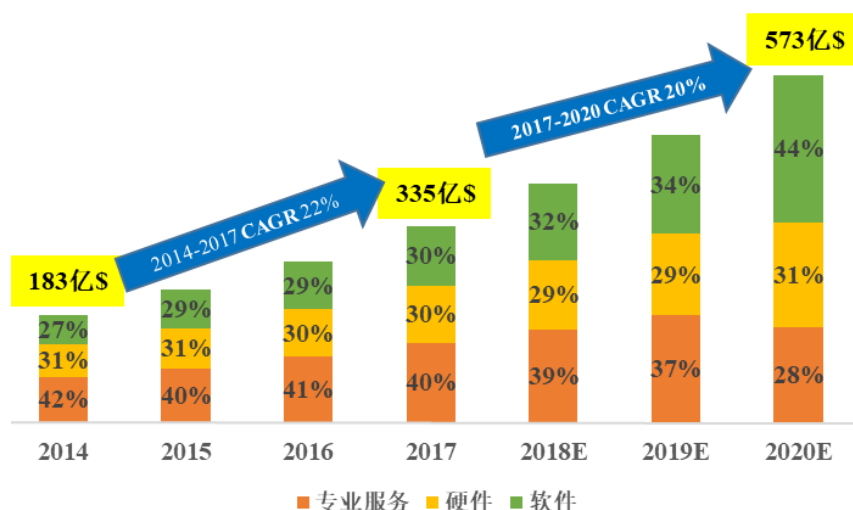
3. 以 BOSS+为基础，推动电信行业进入大数据时代

3.1. 全球大数据保持快速发展，2017-2020 年复合增速达 20%

全球大数据保持快速发展，2017-2020 年年复合增速达 20%。全球大数据经过这几年发展，从 2014 年的 183 亿美元快速增长到 2017 年 335 亿美元，年复合增速达到 22%。2017 年大数据市场结构中，专业服务占比 40%，硬件和软件分别占比 30%和 30%。Wikibon 预计 2020 年全球大数据规模达到 573 亿美元，2017-2020 年年复合增速达到 20%。

全球大数据 2017-2020
年复合增速达 20%。

图 7：全球大数据行业 2017-2020 年复合增长率为 20%



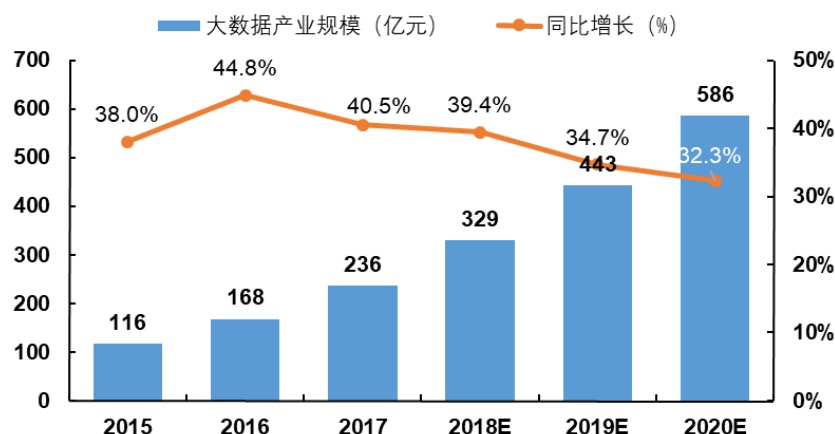
数据来源：Wikibon，国泰君安证券研究

国内大数据增速高于全球平均水平，2017-2020 年 CAGR 达到 35%，2020 年市场空间达 586 亿元。

3.2. 国内大数据增速高于全球平均水平，2020 年市场达 586 亿

国内大数据增速高于全球平均水平，2017-2020 年 CAGR 达到 35%。中国信息通信研究院数据显示，我国 2017 年大数据核心产业规模 236 亿元人民币，较 2016 年同比增长达 40.5%。预计未来几年接着保持 30% 以上增速，到 2020 年中国大数据市场规模将达到 586 亿元人民币，2017-2020 年行业年复合增速达到 35%，高于全球 20% 增速。

图 8：国内大数据 2017-2020 年 CAGR 达到 35%

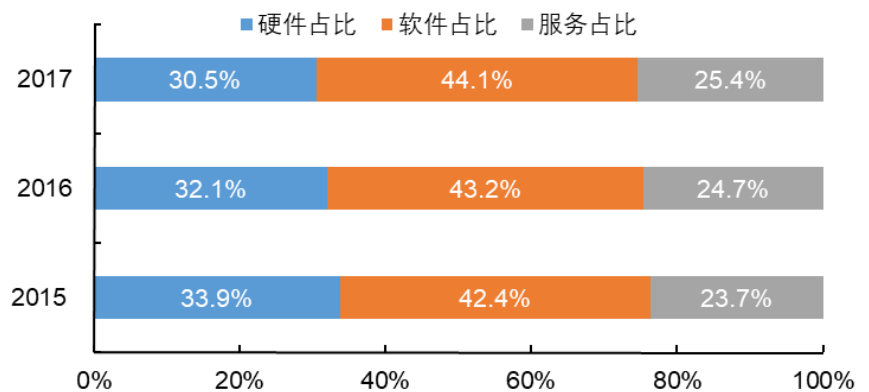


数据来源：智研咨询，国泰君安证券研究

软件是大数据占比最高领域，始终保持在 40% 以上。

软件是大数据占比最高领域，始终保持在 40% 以上。2017 年国内大数据硬件市场规模为 72.0 亿元，占比为 30.5%，同比 2016 年下降 1.6pct；软件市场规模为 104.1 亿元，占比 44.1%，同比增加 0.9pct；服务市场规模为 59.9 亿元，增加了 0.7pct。2015-2017 年软件市场规模始终保持在 40% 以上。

图 9：软件是大数据占比最高领域，始终保持在 40% 以上

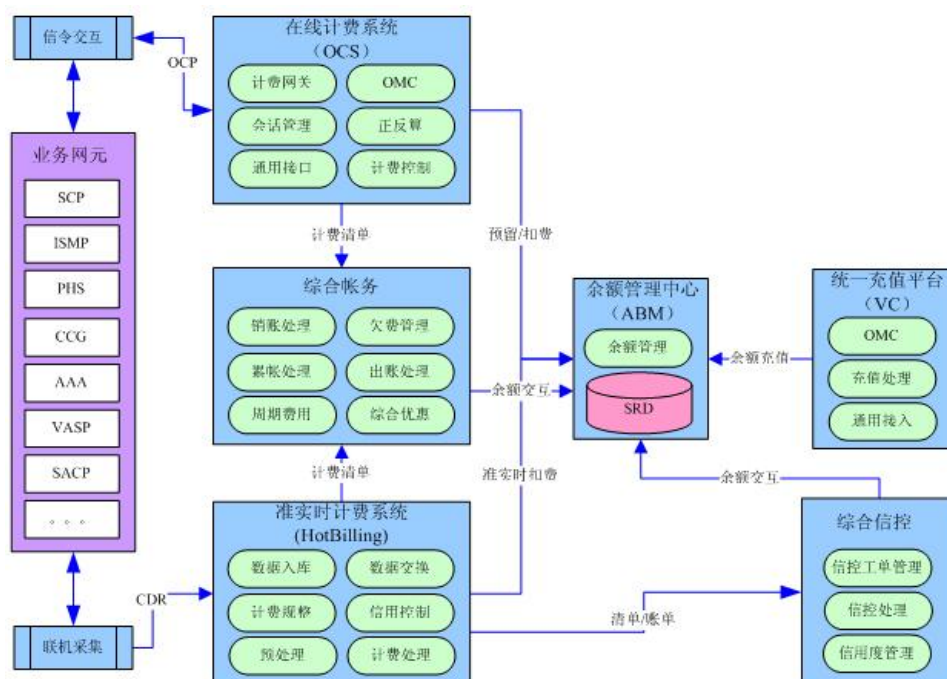


数据来源：智研咨询，国泰君安证券研究

3.3. BOSS+ 推动客户进入云时代，公司切入中国移动市场

深耕电信行业 20 多年，为电信、联通核心供应商。公司上市之初就通过了中国电信集团、中国联通集团入围测试，拥有完整的务支撑产品系列，是中国电信集团准实时计费帐务系统、实时在线计费系统、客户关系管理系统、数据仓库系统、统一充值平台核心供应商；同时为中国联通集团实时在线计费系统、联通新一代 BSS 提供服务。

图 10：公司为中国电信安徽定制融合计费 and 支付体系

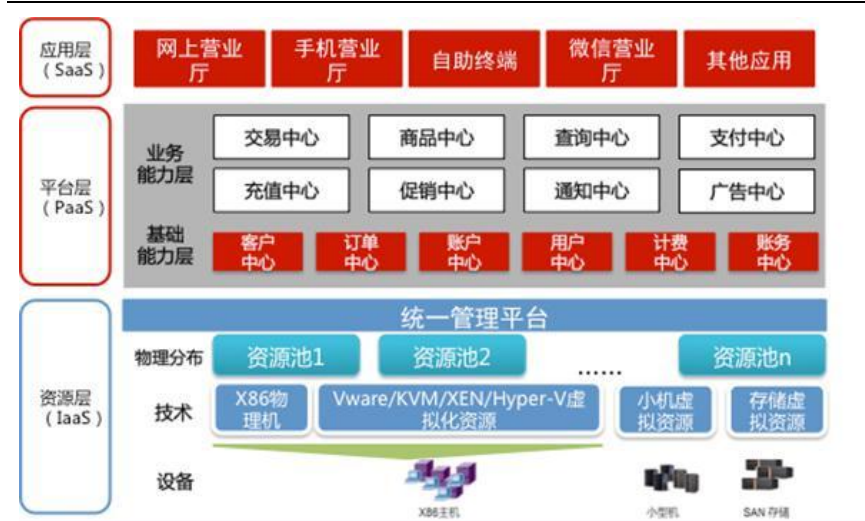


数据来源：公司官网

传统系统无法满足客户需求，全面转向 BOSS+。电信业务不断发展，4G 时代对电信市场带来的巨大变化，电信运营商对 BOSS 系统要求也越来越高，传统的 BOSS 系统架构已无法满足电信运营业务发展需要。云化和互联网化是电信运营商主要诉求，成为 BOSS 系统发展方向。

BOSS+推动客户进入云计算时代。“BOSS+”是公司针对“互联网+”浪潮以及云计算发展，以自有知识产权的技术和部分分布式开源技术为基础，打造的以行业服务为核心云计算平台。公司在 IAAS 层，和优秀的 IAAS 厂商合作，提供云计算基础设施。在 PAAS 层，利用自有的核心技术和产品，形成适应性广，高可靠性、高安全性的架构平台。在 SAAS 层，以 PAAS 层架构为依托，在通用性和定制化两方面深度挖掘企业需求，形成完整云应用方案，促进行业进入云化时代。

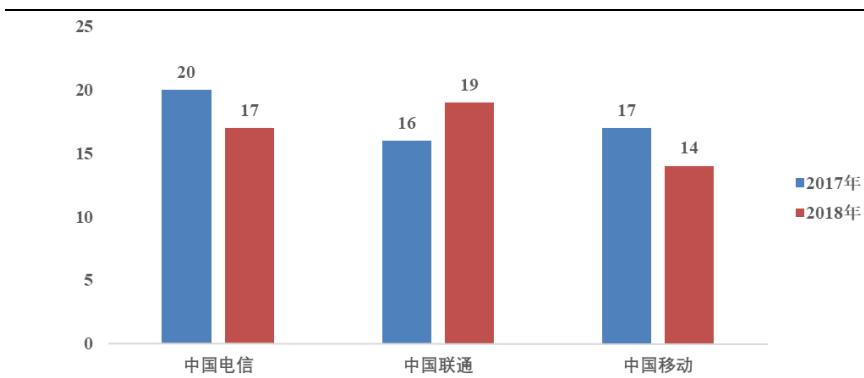
图 11: 公司虚商“BOSS+”系统，客户包括电信、联通等客户



数据来源：公司官网

以电信、联通为依托，切入中国移动大数据项目。公司近年来承建中国电信集团大数据基础能力平台等核心项目，切入重庆电信市场承接 VC 充值项目，江西电信无线大数据系统、广西电信大数据核心平台等。中国联通市场，公司在联通集中系统上有先发优势，总部集中系统基本项目方面市场份额持续增加，并在贵州联通落地。在中国移动市场，成功开拓中移在线大数据精准营销应用项目、江西移动大数据行业报等软件项目。在海外运营商与华为合作实施巴西电信等海外运营商 BSS 项目。

图 12: 公开数据显示 2017-2018 电信、联通、移动分别中标 37、34、31 个项目 (截止 2018.12.31 日)



数据来源: 中国招标网, 国泰君安证券研究

表 1: 公司 2018 年电信、移动、联通部分中标项目 (截止 2018 年 12 月 31 日)

| 运营商 | 中标项目 | 单位 | 中标时间 |
|------|---|----|------------|
| 中国联通 | 2018-2019 年中国联通青海省分在线计费系统应用软件升级改造 | 青海 | 2018-12-28 |
| 中国移动 | 中国移动湖北公司 2019-2020 年政企分公司省市两级 ICT 项目合作伙伴库集中招募 | 湖北 | 2018-12-25 |
| 中国电信 | 2018 年中国电信上海公司 IT 软件开发--BSS 域合作伙伴结算系统支撑项目 | 上海 | 2018-12-24 |
| 中国联通 | 2018 年-2019 年中国联通广东在信网关升级改造工程在信系统定制软件开发采购项目 | 广东 | 2018-12-24 |
| 中国电信 | 中国电信青海分公司 2019 年数据挖掘专项服务项目 | 青海 | 2018-12-21 |
| 中国移动 | 移动无纸化会议系统 | 北京 | 2018-12-21 |
| 中国移动 | 中国移动湖北公司 2019-2020 年政企分公司省市两级 ICT 项目合作伙伴库集中招募_中选候选人公示 | 湖北 | 2018-12-19 |
| 中国联通 | 2018 年中国联通上海大数据平台数据安全新建工程 | 上海 | 2018-12-6 |
| 中国联通 | 2018 年中国联通总部 cBSS1.0 架构优化研发项目 | 北京 | 2018-12-3 |
| 中国电信 | 2018 年 3 季度安徽电信 iTV 合作 CPSP | 安徽 | 2018-11-21 |
| 中国电信 | 中国电信四川公司 2018-2019 年电小二运营推广支撑服务项目 | 四川 | 2018-11-20 |
| 中国移动 | 江西移动 2018 年大数据运营平台二期扩容工程家宽及 DPI 增强解析应用子系统软件采购项目_中选 | 江西 | 2018-11-19 |
| 中国联通 | 联通在线信息科技有限公司 2018 年统一认证业务服务项目 | 北京 | 2018-10-23 |
| 中国移动 | 中国移动宁夏公司 2018 年 RADIUS 系统融合工程项目_ | 宁夏 | 2018-10-10 |
| 中国移动 | 中国移动宁夏公司 2018 年自助取数分析平台优化项目_中选 | 宁夏 | 2018-9-29 |
| 中国移动 | 中国移动宁夏公司 2018 年自助取数分析平台优化项目_中选候选人公示 | 宁夏 | 2018-9-25 |
| 中国电信 | 中国电信青海分公司 2018 年网络运维性能分析系统升级改造工程 | 青海 | 2018-9-21 |
| 中国联通 | 2018-2020 年广东联通桌面维护支撑采购项目 | 广东 | 2018-9-7 |
| 中国联通 | 2017 年中国联通智能运维创新应用新建工程-上海市分公司单项工程-服开和资源管理系统配套改造 (含 2 年迭代) (第二次) | 上海 | 2018-8-29 |
| 中国电信 | 中国电信股份有限公司湖南分公司 2018 年湖南电信翼支付商户运营平台项目 | 湖南 | 2018-8-27 |

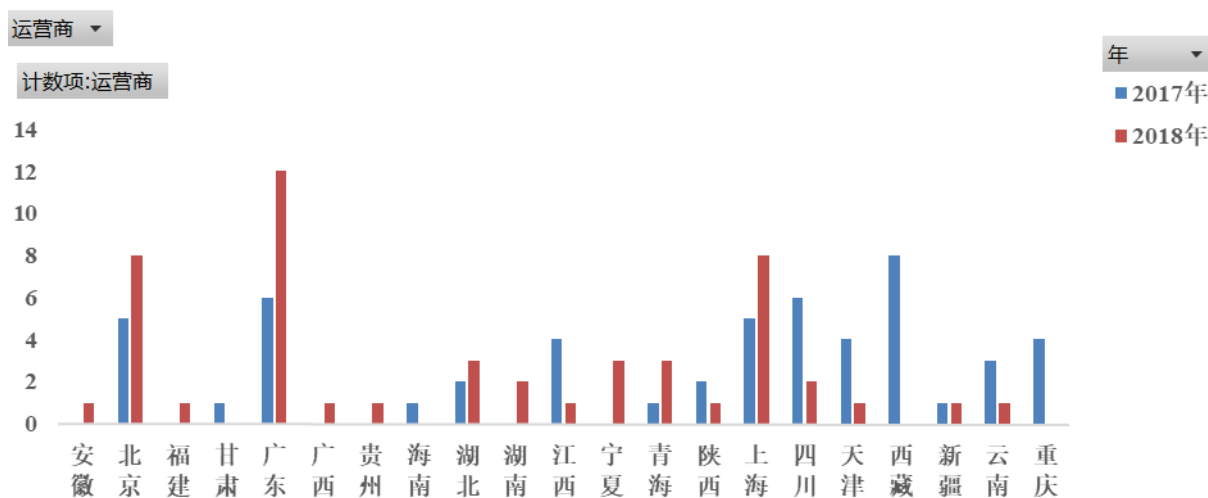
数据来源: 中国招标网, 国泰君安证券研究

公司近两年在广东、上海、北京进步较快。公司以云计算技术的领先优

请务必阅读正文之后的免责条款部分

势进一步扩大电信运营商 BSS 市场份额，大数据能力平台已拓展中国电信集团、多个电信省分公司及中移在线公司。近两年公司在广东、上海、北京地区中标项目最多，进步较快。

图 13: 2018 年公司在广东、上海、北京地区中标项目最多 (截止 2018.12.31 日)



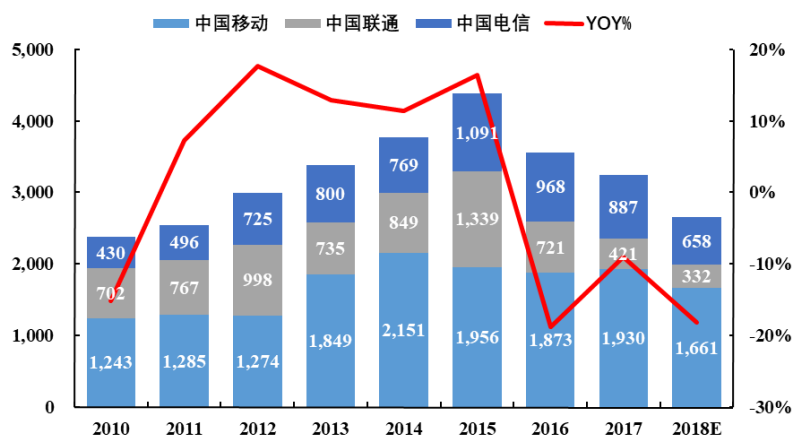
数据来源: 中国招标网, 国泰君安证券研究

亚信是公司电信领域最大竞争对手。亚信在移动、联通、电信三大运营商市场占有率最高，是全球第二、中国第一大电信 BBS/OSS 企业，市占率 25% 左右。2015-2017 年，亚信从电信运营商客户收入从 41.44 亿增至 46.45 亿元，复合增长率为 5.9%。华为、中兴通讯在国内三大运营商占比位列第二第三，市占率分别为 17%、13% 左右。

3.4. 三大运营商资本逐年减少，但业务网、支撑网保持稳定

三大运营商资本开支递减，预计 2018 年下降 18%，合计 2651 亿。国内三大运营商资本开支在 2015 年达到最高峰 4386 亿之后，2016、2017、2018 年持续下滑，2018 年移动、联通、电信三大运营商资本开支合计为 2651 亿元，同比 2017 年下降 18%。

图 14: 三大运营商资本开支近三年递减，2018 年下降 18%

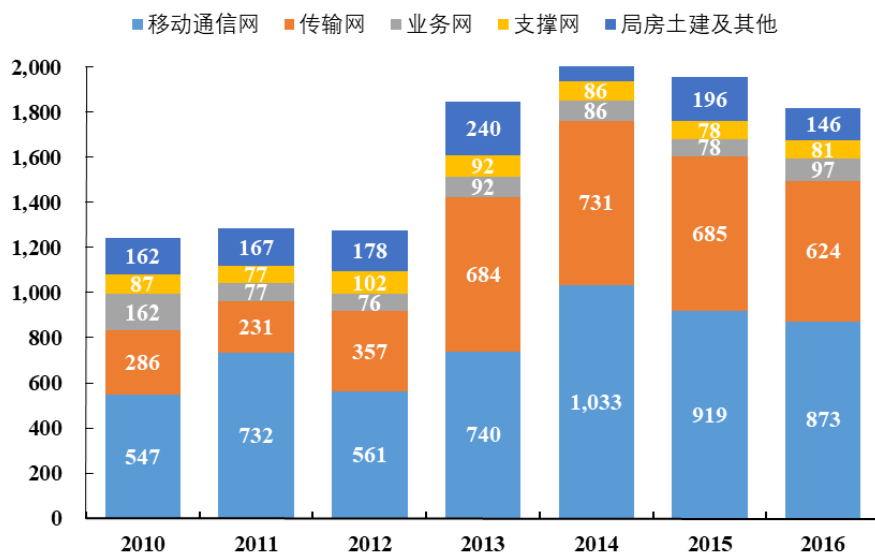


数据来源: 三大运营商年报, 国泰君安证券研究

三大运营商资本开支近三年递减，2018 年下降 18%。但业务网、支撑网基本保持稳定。

三大运营商资本开支降低对公司影响较小。虽然三大运营商资本开支递减，主要是由于 4G 投资导致资本开支较大，2015 年之后投入相对较少，特别是通信网和传输网投入递减，但业务网和支撑网保持稳定投入。以移动为例，移动业务网和支撑网 2012 年-2016 年二者之和分别为 178 亿、184 亿、172 亿、156 亿、178 亿，基本保持稳定状态。同时公司立足传统电信、联通优势客户，近两年积极拓展移动市场，三大运营商整体资本开支下降对公司影响较小。

图 15: 三大运营商资本开支近三年递减，2018 年下降 18%



数据来源：三大运营商年报，国泰君安证券研究

4. 政府与金融机构大数据需求增加，推动公司再上台阶

4.1. 国家不断出台新政支持国内大数据行业发展

国家不断出台新政支持国内大数据行业发展。我国大数据 2014 年首次写入政府工作报告，其后随着以互联网、云计算和大数据为代表的信息经济迅速发展，数据中心已成为信息社会重要的基础设施。围绕着国家政策，我国各部委和相关行业出台了一系列政策来促进和推动大数据在各个领域中应用发展。

表 2: 2014 年为“中国大数据政策元年”，其后不断推出新政

| 序号 | 政策名称 | 发布日期 | 发文单位 |
|----|----------------------------------|------------|-------------------|
| 1 | 大数据首次写入政府工作报告，2014 年成为的我国大数据政策元年 | 2014 年 3 月 | 第十二届全国人民代表大会第五次会议 |
| 2 | 编制实施软件和大数据产业“十三五”规划 | 2015 年 5 月 | 工信部 |
| 3 | 联合深圳大学成立深圳大数据研究院 | 2015 年 6 月 | 国家信息中心 |
| 4 | 《关于运用大数据加强对市场主体服务和监管的若干意见》 | 2015 年 7 月 | 国务院 |
| 5 | 《促进大数据发展行动纲要》 | 2015 年 8 月 | 国务院 |

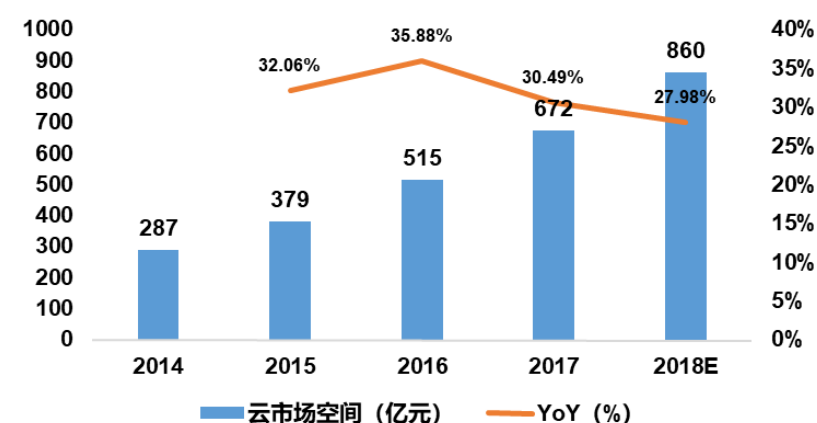
| | | | |
|----|------------------------------------|-------------|---------------------|
| 6 | 《促进大数据发展行动纲要》 | 2015 年 8 月 | 国务院 |
| 7 | 《关于组织实施促进大数据发展重大工程的通知》 | 2016 年 1 月 | 发改委 |
| 8 | 《生态环境大数据建设总体方案》 | 2016 年 3 月 | 环保部 |
| 9 | 《十三五规划纲要》中首次公开提出“国家大数据战略” | 2016 年 3 月 | 全国人大、发改委 |
| 10 | 《关于深入开展“大数据+网上督查”工作的意见》 | 2017 年 9 月 | 公安部 |
| 11 | 《民政部关于统筹推进民政信息化建设的指导意见》 | 2017 年 10 月 | 民政部 |
| 12 | 《国家林业局关于促进中国林业云发展的知道意见》 | 2017 年 11 月 | 林业局 |
| 13 | 《气象大数据行动计划（2017-2020）》 | 2017 年 12 月 | 中国气象局 |
| 14 | 《促进新一代人工智能产业发展三年行动规划（2018-2020 年）》 | 2017 年 12 月 | 国务院 |
| 15 | 《公共信息资源开放试点工作方案》 | 2018 年 1 月 | 中央网信办、发展改革委、工业和信息化部 |
| 16 | 《教育部机关及直属事业单位教育数据管理办法》 | 2018 年 2 月 | 教育部 |
| 17 | 《银行业金融机构数据治理指引》 | 2018 年 3 月 | 银保监会 |
| 18 | 《科学数据管理办法》 | 2018 年 3 月 | 国务院 |
| 19 | 《教育信息化 2.0 行动计划》 | 2018 年 4 月 | 教育部 |
| 20 | 《国家新材料产业资源共享平台建设方案》 | 2018 年 4 月 | 工业和信息化部、财政部 |

数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 国内云计算高速增长，2018 年市场空间达到 860 亿

国内云计算市场规模保持高速增长，2018 年同比增长 27.98%。2017 年中国云计算整体市场规模达到 672 亿元，整体增速为 30.49%，高于全球平均水平（18%）。其中，公有云服务市场整体规模为 246 亿元，同比增长 44.71%。预计 2018 年中国云市场将持续高速增长，增长率达到 27.98%，而公有云市场将达 340 亿元，增速 38.21%，公有云增速保持较快水平。

图 16：2018 年国内云市场空间达到 860 亿，同比增长 27.98%

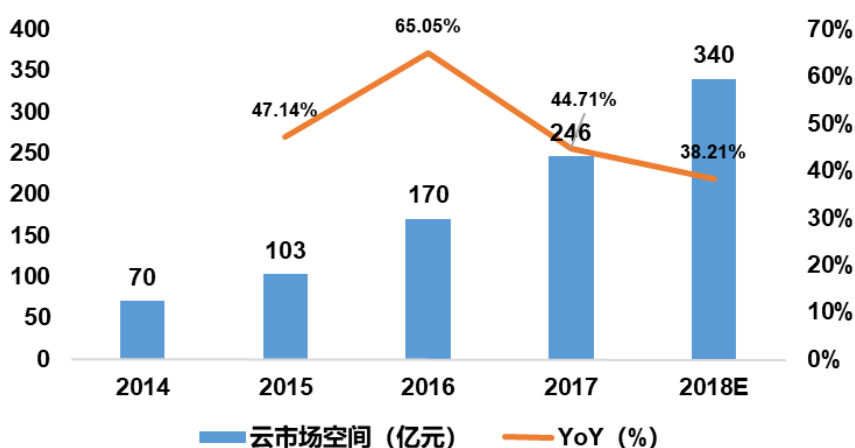


数据来源：IDC，国泰君安证券研究

国内云计算市场规模保持高速增长，2018 年同比增长 27.98%，市场空间达到 860 亿。

图 17: 国内 2018 年公有云市场空间 340 亿, 同比增长 38.21%

公有云增速高于私有云, 国内 2018 年公有云市场空间 340 亿, 同比增长 38.21%。

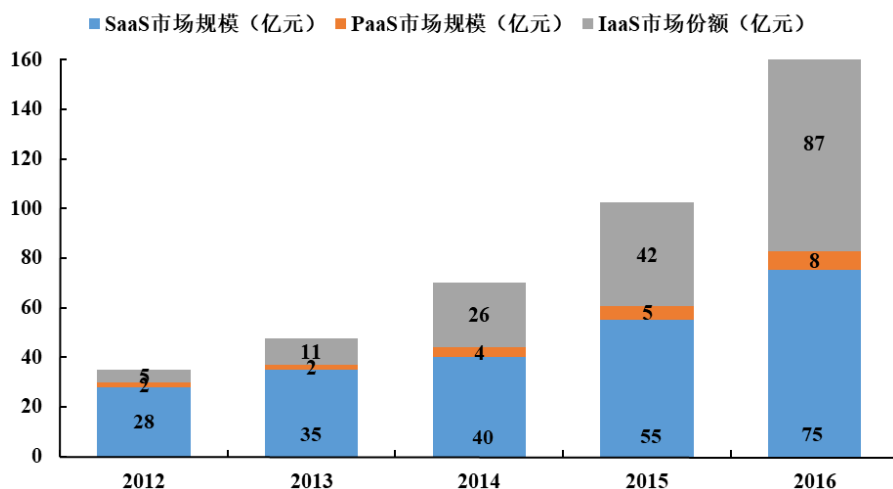


数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

云计算中 IaaS 层市场规模最大, 占比达为 51.41%。云计算包括 IaaS 层、PaaS 层与 SaaS 层。2016 年行业数据显示, IaaS 占比最高, 达到 51.41%。其次为 SaaS 层, 提供软件服务等, 市场规模为 75 亿, 占比 44.15%。最后 PaaS 层为平台支持, 市场规模 8 亿, 占比最低。

IaaS 占云计算 (国内) 市场空间 51.41%, 呈现寡头垄断趋势。
PaaS 占比最低。
SaaS 高速发展期, 竞争格局未定, 前景广阔。

图 18: IaaS 占云计算市场空间 51.41%

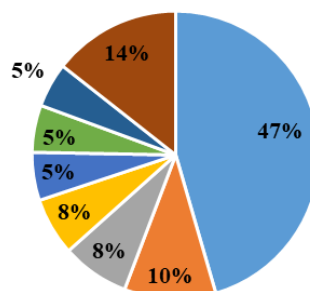


数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

国内 IaaS 呈现寡头垄断。目前国内 IaaS 寡头垄断格局形成, 2017 年中国公有云 IaaS 市场中, 阿里云排名第一, 营收 11.12 亿美元, 市场份额 47%; 腾讯云排名第二, 营收 2.51 亿美元, 市场份额 10%; 中国电信排名第三, 营收 1.85 亿美元, 市场份额 8%; 金山云以 1.58 亿美元营收, 排名第四, 市场份额为 8%, CR4 达 71%。

图 19: 国内 IaaS 寡头垄断，其中阿里云占比 47%，排名第一

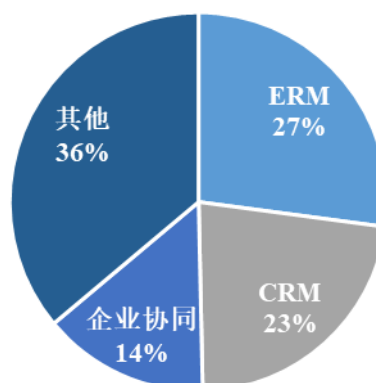
■ 阿里云 ■ 腾讯云 ■ 中国电信 ■ 金山云 ■ AWS ■ Ucloud ■ 微软 ■ 其他



数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

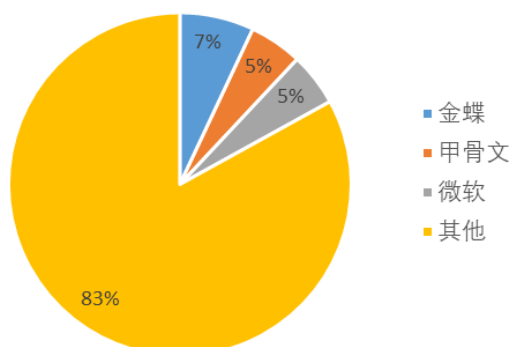
国内 SaaS 处于高速发展期，竞争格局未定，前景广阔。SaaS 运用领域包括企业资源管理 (ERM)、客户关系管理 (CRM)、企业协同等，市场份额分别为 27%、23%、14%。国内目前 SaaS 市场上仍处发展初期，分布比较分散，行业前三的金蝶、甲骨文、微软占比之和仅为 17%。未来随着行业集中度提升，龙头公司机会较大。

图 20: 国内 SaaS 需求 ERM、CRM 占比分别 27%、23%



数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

图 21: 国内 SaaS 行业集中低，CR3 仅为 17%



数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

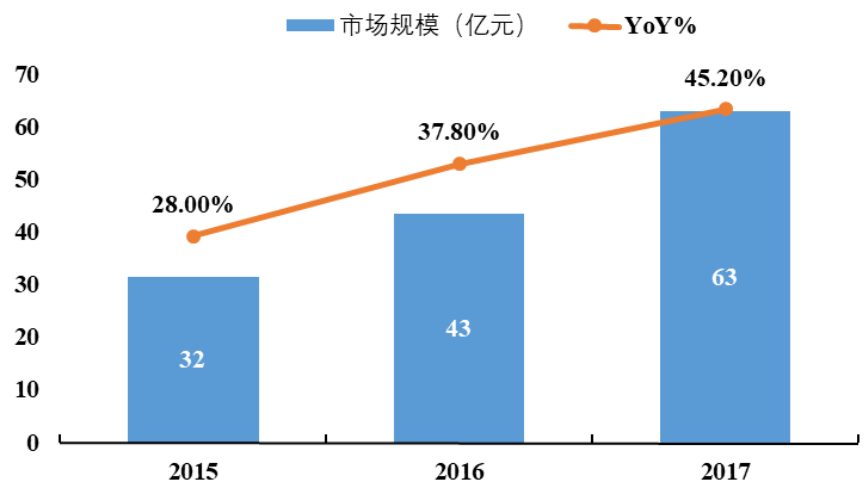
4.3. 金融云目前渗透率较低，成长空间大

“互联网+”推动金融行业创新和转型。金融企业在基础架构演进与转型中，存在核心业务系统严重依然依赖大型机系统、IT 成本高、自主可控能力有限等问题，制约了金融企业发展与创新。金融云计算凭借快速部署、高可扩展等特性，逐渐成为金融机构首选架构。

安全疑虑导致国内金融云渗透率较低，银行业渗透率仅为 10%。目前国内金融云云计算架构渗透率不高，安全问题是金融云使用主要顾虑。由于金融行业涉及资金、交易、客户身份等大量敏感信息，对信息安全提出很高要求，客户使用意愿不强，云计算在银行 IT 支持渗透率仅为 10%。

金融云市场增速快，2017 年同比增长 45.20%。目前大量金融机构开始自建私有云或第三方公有云合作方式来承载应用和处理高并发业务。2016 年国内金融云市场整体规模为 43 亿元。2017 年市场规模增长到 63 亿元，同比增长 45.20%。目前国内 40% 金融机构尝试将 IT 业务搭建在云上，未来金融云有望持续保持快速增长。

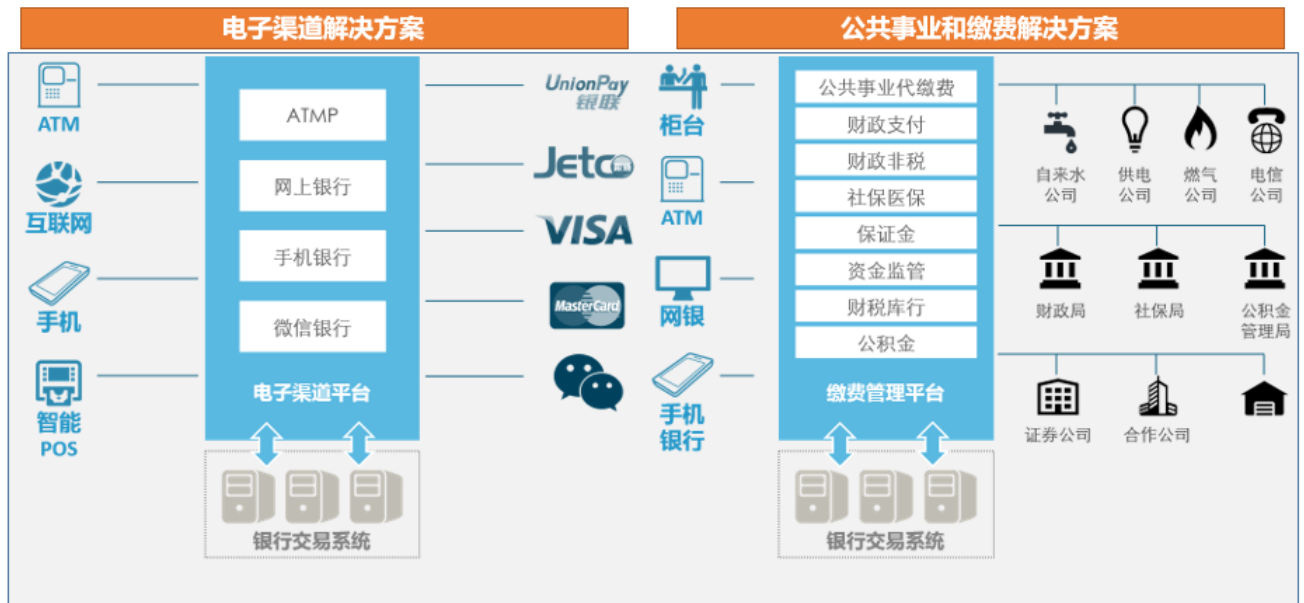
图 22：2017 年国内金融云市场空间达到 63 亿，同比增长 45.20%



数据来源：智研咨询，公司官国泰君安证券研究

以合肥软件研发基地与维恩贝特融合，布局金融云领域。公司已完成银行核心系统云化、银行内控合规监控分析等项目研发，形成直销银行、银行聚合支付平台、消费金融系统、银行大数据实时决策平台、车险移动查勘系统等解决方案，快速提升金融软件和服务市场份额。维恩贝特在金融领域重点客户包括交通银行、平安银行、中国银行。2017 年公司重点包括交通银行 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。

图 23: 维恩贝特电子渠道解决方案、公共事业和缴费解决方案



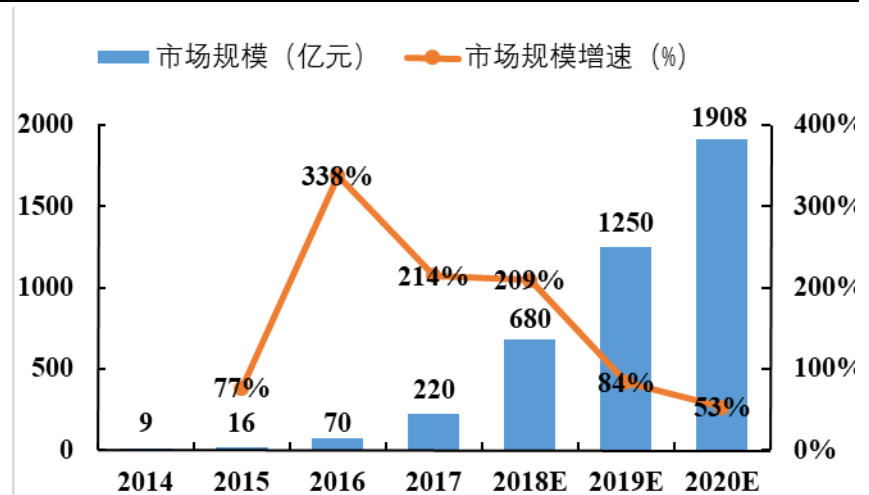
数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

4.4. 政府云需求大, 警务云、交通大数据为公司未来增长亮点

政府对大数据需求大、增速快, 预计 2020 年市场空间达 1908 亿。政府对大数据运用的需求包括公共安全、城市规划、交通管理、财税领域、金融领域、舆情监控等领域。2017 年政府大数据应用需求在 220 亿元, 预计 2020 年增长到 1908 亿, 年复合增速达到 105.46%。

警务云、交通大数据等
政府需求为增长亮点

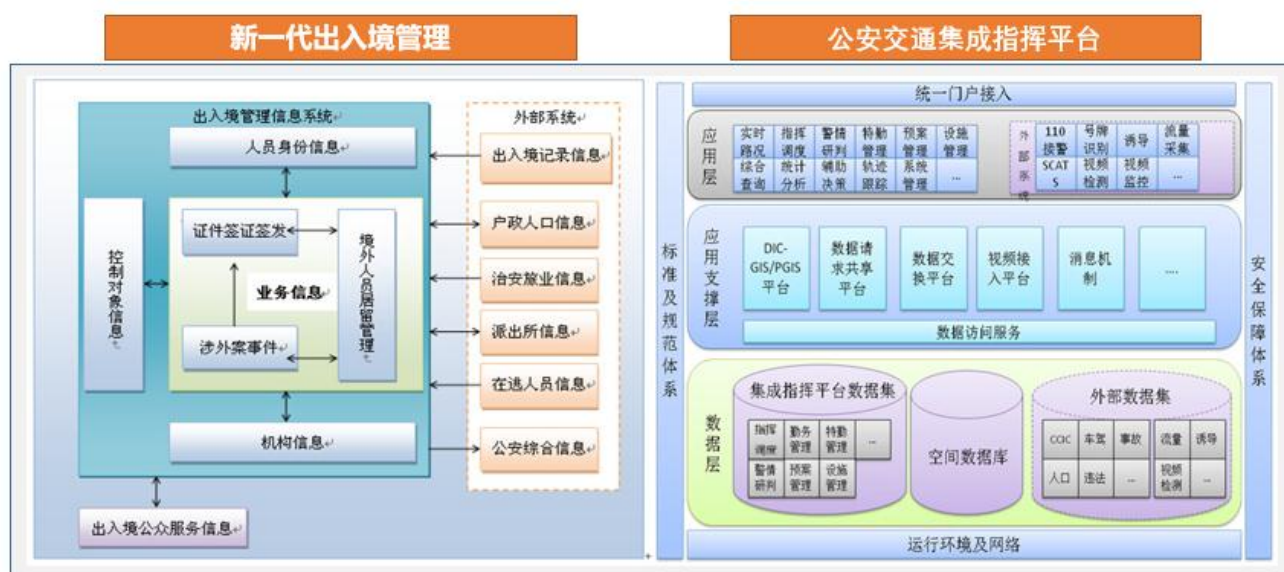
图 24: 预计 2020 年政府大数据应用市场规模达 1908 亿



数据来源: 贵阳大数据交易所, 国泰君安证券研究

警务云、交通大数据为公司未来增长亮点。公司聚焦自主研发公安大数据警务云平台解决方案、交通大数据解决方案和出入境管理解决方案, 利用二十五年公安行业实战经验积累, 采取“业务咨询+顶层设计+解决方案+落地服务”模式, 建设大数据处理及监控平台, 提升海量数据查询、统计、比对等交叉计算能力, 实施深圳公安大数据平台等样板工程。公司 2017 年公安行业新增上海、广州、大冶、泰州、常熟、中山、桂平、邵阳、郴州等城市警务云大数据及交通大数据项目。

图 25: 新一代出入境管理、公安交通集成指挥平台



数据来源：公司官网

4.5. 与合作伙伴共建生态圈，拓展大型央企等新客户

公司与合作伙伴共建生态圈，拓展大型央企等新客户。公司携手阿里、华为、腾讯、电信运营商政企部等合作伙伴，在云计算、大数据、人工智能领域，在智能制造、能源、大交通、军工、政府等行业已形成可复制产品和解决方案。

与合作伙伴共建生态圈，拓展大型央企等新领域客户。

公司努力提高产品模块化，提升技术复用和生产效率。公司以云计算、大数据技术为核心，在行业内实现产品化、模块化，提升技术复用度和生产效率，产业云 BOSS 在多个超大型企业应用。基于大中型企业后台 IT 系统以及服务向云计算方向迁移的需求，公司与阿里云合作承接多家大型国企采购和电商平台云化，同时，公司利用全技术领域为客户进行细分领域的创新，提供如智能客服、智能预测、智能装备管理、智能指挥等 SaaS 应用。

表 3: 与阿里、腾讯保持稳定合作关系

| 公司 | 合作项目 | 开始时间 |
|----|-------------------------------|--------|
| 阿里 | 阿里云·云合联盟 | 2018 年 |
| | 阿里云企业服务合作伙伴计划铂金合作伙伴 | 2018 年 |
| | Apsara Aliware 合作计划铂金合作伙伴 | 2018 年 |
| | 中国联通核心系统云化项目 (cBSS2.0 集中号卡系统) | 2017 年 |
| | "淘宝平台“宝贝团移动营销”产品和“聚数据”产品 | 2015 年 |
| | 阿里巴巴“满天星”计划合作伙伴 | 2014 年 |

推动国内大型企业 IT 云化

2017 年

腾讯

“互联网+”战略合作备忘录

2015 年

数据来源：国泰君安证券研究

公司网络产品销售未来保持稳定增长。公司控股子公司深圳金华威（持股 55%）主营业务为 ICT 产品的增值分销，是华为企业网业务总经销商、五钻认证服务商。2017 年金华威实现收入 7.68 亿元，较 2016 年同期增长 4.39%，净利润 2312 万元，同比增长 9.98%。未来几年公司该业务预计保持 25% 左右增速发展。

5. 盈利预测与估值

营业收入预测：保守估计公司 2018-2020 年营收分别为 37.73 亿、46.82 亿、57.90 亿元，增速分别为 27.33%、24.09%、23.67%。

其中假设：电信行业 2018-2020 年均保持 20% 增速；金融行业 2018 年增速 85%，2019、2020 年增速 25%；政府行业 2018 年增速 45%，2019-2020 年均保持 40% 增速；其他行业 2018 年增速 55%，2019-2020 年增速保持 40%，网络产品销售 2018-2020 年增速分别为 20%、23%、22%。

表 4：公司营收预测（万元）

| 产品类别 | | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 总营收 | 营业收入 | 244822 | 296306 | 377290 | 468161 | 578977 |
| | YoY | - | 21.03% | 27.33% | 24.09% | 23.67% |
| 电信行业 | 营业收入 | 55848 | 60752 | 72902 | 87482 | 104979 |
| | YoY | - | 8.78% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 金融行业 | 营业收入 | 7960 | 17298 | 32001 | 40001 | 50001 |
| | YoY | - | 117.30% | 85.00% | 25.00% | 25.00% |
| 政府行业 | 营业收入 | 13964 | 14158 | 20529 | 28740 | 40236 |
| | YoY | - | 1.39% | 45.00% | 40.00% | 40.00% |
| 其他行业 | 营业收入 | 10388 | 19829 | 30735 | 39955 | 51941 |
| | YoY | - | 90.89% | 55.00% | 30.00% | 30.00% |
| 网络产品销售 | 营业收入 | 156662 | 184270 | 221124 | 271983 | 331819 |
| | YoY | - | 17.62% | 20.00% | 23.00% | 22.00% |

数据来源：国泰君安证券研究

净利润预测：公司 2018-2020 年毛利率分别为 22.00%、21.00%、20.00%，由于控制三费费率，净利率逐年提高，2018-2020 年分别为 5.85%、6.18%、6.31%。

公司净利润预测如下：

表 5: 公司净利润预测 (万元)

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 244822 | 296306 | 377290 | 468161 | 578977 |
| YoY | - | 21.03% | 27.33% | 24.09% | 23.67% |
| 毛利率 | 28.05% | 26.34% | 22.00% | 21.00% | 20.00% |
| 净利率 | 4.69% | 5.26% | 5.85% | 6.18% | 6.31% |
| 毛利 | 68673 | 78047 | 83004 | 98314 | 115795 |
| YoY | - | 13.65% | 6.35% | 18.44% | 17.78% |
| 净利润 | 11490 | 15593 | 22079 | 28936 | 36535 |
| YoY | - | 35.71% | 41.59% | 31.06% | 26.26% |

数据来源: 国泰君安证券研究

PE 法估值: 根据可比上市公司 2019 年平均估值为 29.03 倍, 保守给予公司 2019 年 PE 24 倍, 对应合理股价为 17.52 元。

PB 法估值: 行业 2019 年平均 PB 为 3.36 倍, 保守给予公司 2019 年 2.10 倍 PB, 对应合理股价 17.57 元。

综上所述, 基于以上两种估值方法, 处于谨慎考虑, 我们给予目标价 **17.52 元**, 对应 2019 年 PE 24 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 6: 可比公司估值 (截至 2018 年 12 月 20 日)

| 证券代码 | 证券简称 | 最新价格 (元) | 最新市值 (亿) | EPS | | | P/E | | | P/B |
|--------|------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E | 2019E |
| 300166 | 东方国信 | 10.76 | 113.70 | 0.52 | 0.66 | 0.83 | 20.51 | 16.30 | 12.96 | 2.00 |
| 600588 | 用友网络 | 24.64 | 472.47 | 0.34 | 0.48 | 0.64 | 71.59 | 51.23 | 38.26 | 6.48 |
| 300188 | 美亚柏科 | 14.19 | 112.79 | 0.42 | 0.58 | 0.77 | 33.88 | 24.53 | 18.43 | 3.70 |
| 600718 | 东软集团 | 11.13 | 138.28 | 0.38 | 0.46 | 0.57 | 29.68 | 24.06 | 19.44 | 1.40 |
| 平均 | | | 209.31 | 0.42 | 0.55 | 0.70 | 38.91 | 29.03 | 22.27 | 3.40 |
| 300047 | 天源迪科 | | 11.70 | 46.69 | 0.55 | 0.73 | 0.92 | 21.15 | 16.14 | 12.78 |

数据来源: Wind、国泰君安证券研究。注: 可比公司 EPS、PE 数据来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

客户行业集中度高。公司软件及服务收入主要来自于电信领域, 如果电信行业政策和市场环境变化, 将对公司业绩产生重大影响。

商誉减值风险。公司上市后, 进行同行业的并购活动。目前商誉占总资产 15.97%, 如果企业管理不善, 并购公司业绩释放不出来, 存在商誉减值风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。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。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

| | 评级 | 说明 |
|--------|------|---------------------------|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |