

强烈推荐-A (维持)

天源迪科 300047.SZ

当前股价: 8.83 元
2020年08月16日

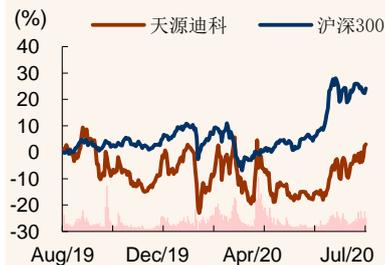
业绩符合预期, 经营改善显著, 金融收入首超电信板块

基础数据

上证综指	3360
总股本(万股)	63774
已上市流通股(万股)	51700
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	46
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	4.1
资产负债率	37.3%
主要股东	陈友
主要股东持股比例	9.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	19	15
相对表现	8	1	-13



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天源迪科(300047)——业绩基本符合预期, 5G及IT云化双轮驱动》2019-10-30
- 2、《天源迪科(300047)——业绩符合预期, 5G+IT云化奠定公司长期成长性》2019-10-14
- 3、《天源迪科(300047)——业绩符合预期, 5G+云计算打开未来空间》2019-08-18

余俊

021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

研究助理

张皓怡
zhanghaoyi@cmschina.com.cn

事件: 公司8月14日晚发布2020年半年度报告, 公司2020年上半年实现营业收入19.00亿元, 同比上升19.31%; 归属上市公司股东的净利润6068.56万元, 同比上升35.44%; 归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4830.18万元, 同比上升38.55%; 2020年上半年公司实现EPS 0.10元, 业绩符合预期。

评论:

1、公司金融板块收入首次超过电信板块, 下半年需求持续向好

2020年上半年公司营业收入和净利润分别为19.00亿元和6068.56万元, 同比分别上升19.31%和上升35.44%。公司半年度业绩预告中值为5824.92万元, 实际业绩略高于预告中值, 业绩符合预期。其中, 二季度单季度营业收入和净利润分别为11.51亿元和5589.69万元, 同比分别上升95.67%和上升74.99%, 二季度收入和净利润较去年同期大幅提升。上半年公司收入增长主要来源于金融及公安板块同比表现良好, 网络产品销售业务亦实现了较快提升。

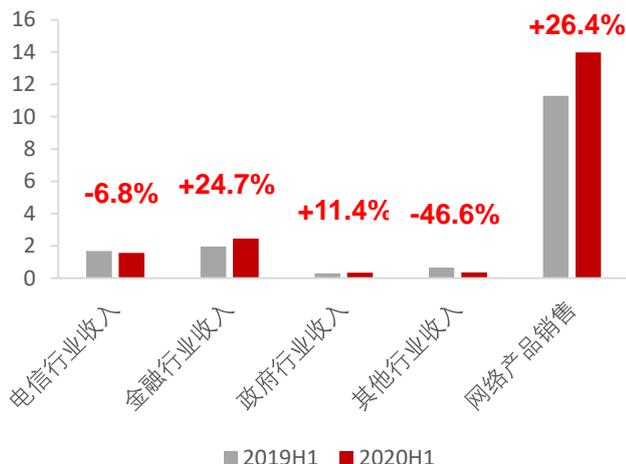
从公司收入的行业构成来看: 1) 电信行业收入1.58亿元(占比8.3%), 同比下降6.83%。电信行业项目验收较去年同期有所延迟, 电信行业收入和利润略有下滑; 2) 金融行业收入2.45亿元(占比12.9%), 同比上升24.71%。公司先后在电催、电销和信审业务外包方面获得多家大型银行的外包服务资质, 参与了多家大型银行新一代核心业务系统建设, 与多家海外银行签约为其提供数字银行整体解决方案, 收入首次超过电信板块; 3) 政府行业收入3467.01万元(占比1.8%), 同比增长11.38%。公司推出了警务数据中台、智慧交管平台、治安防控平台、铁骑指挥平台等智能化应用, 并在江苏、广东等地客户得到广泛应用, 中标情况大幅改善, 收入结算主要将体现在下半年; 4) 其他行业收入3558.10万元(占比1.9%), 同比下降46.63%; 5) 网络产品销售收入14.27亿元(占比75.1%), 同比增长26.39%。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	3767	4471	5404	6580	8017
同比增长	27%	19%	21%	22%	22%
营业利润(百万元)	262	172	317	401	524
同比增长	47%	-34%	84%	27%	31%
净利润(百万元)	216	117	216	273	356
同比增长	38%	-46%	85%	26%	30%
每股收益(元)	0.54	0.18	0.34	0.43	0.56
PE	16.3	48.2	26.1	20.6	15.8
PB	1.2	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 公司收入分行业变化情况 (亿元)



资料来源: 天源迪科、招商证券

图 2: 公司收入及净利润变动情况



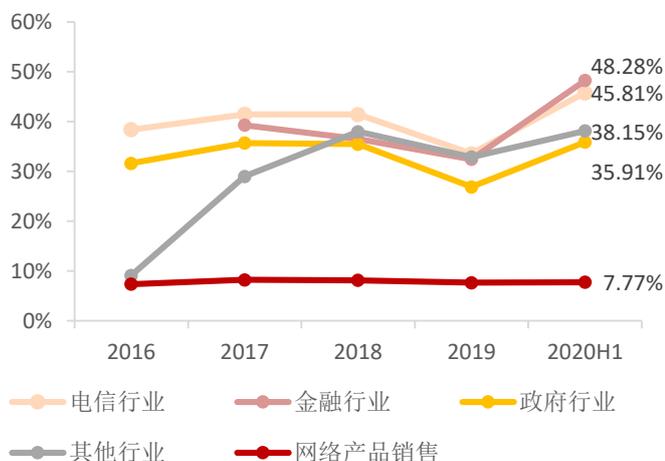
资料来源: 天源迪科、招商证券

2、公司成功通过管理提升、流程优化、科技赋能实现降本增效

毛利率方面, 2020 年上半年公司综合毛利率 17.24%, 同比下降 2.84 个百分点。其中, 电信行业毛利率 45.81%, 同比下降 5.15 个百分点; 金融行业毛利率 48.28%, 同比提升 0.06 个百分点; 政府行业毛利率 35.91%, 同比下降 9.1 个百分点; 其他行业毛利率 38.15%, 同比下降 8.57 个百分点; 网络产品销售毛利率 7.77%, 同比下降 0.51 个百分点。

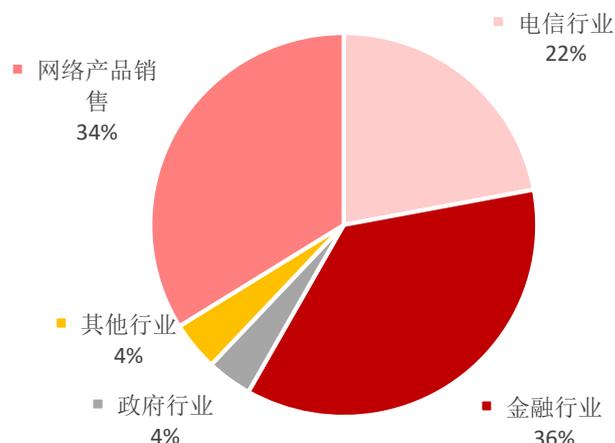
金融板块毛利率维持在较高水平, 其他板块 (电信、政府和其他行业) 毛利率均出现不同程度的下滑。 电信及政府行业毛利率下降幅度较大, 主要受到其招投标流程、采购评审节奏、季度性投资预算控制和大型建设项目整体进度等因素影响, 业务结算一般集中在下半年甚至第四季度, 公司上半年在军工板块和智慧城市领域均有中标, 但结算较少。而公司的季度费用支出以人力成本为主, 相对固定, 导致产生季度性经营业绩波动。此外, 网络产品销售收入增长较快, 收入占比提升, 但经销业务毛利率远低于其他主营业务毛利率, 导致公司整体利润水平出现波动。

图 3: 公司毛利率变动情况 (%)



资料来源: 天源迪科、招商证券

图 4: 公司毛利润结构



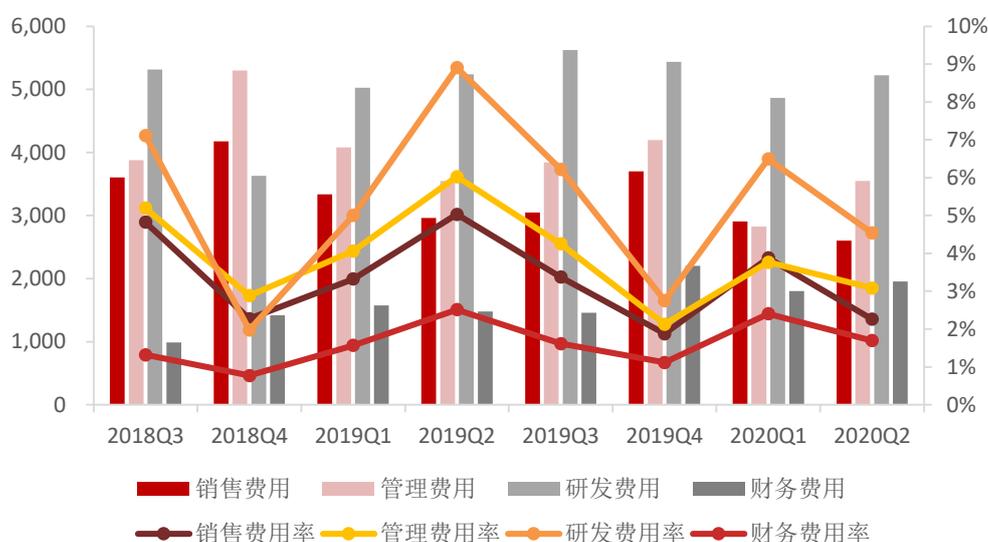
资料来源: 天源迪科、招商证券

费用方面, 今年以来公司对费用端持续加大管控力度, 上半年销售及管理费用同比均有

所下降。具体来看，公司上半年销售费用 5508.28 万元，同比下降 12.5%，销售费用率为 2.90%，同比下降 1.1 个百分点；管理费用 6370.66 万元，同比下降 16.5%，管理费用率为 3.4%，同比下降 1.4 个百分点，费用管控成效显著。财务费用 3754.40 万元，同比增加 23.0%，财务费用率 2.0%，与去年同期基本持平。上半年财务费用提升幅度较大，主要由于公司融资贷款利息支出增加所致。今年上半年公司通过管理提升、流程优化、科技赋能实现降本增效，获得显著成效。

公司上半年研发费用为 10089.28 万元，同比下降 1.7%，研发费用率为 5.3%，同比下降 1.1 个百分点。公司以提高效率和核心竞争力为目标，鼓励技术团队研发可复用的软件产品。确保预研投入落实，保证核心版本研发投入，降低合同交付过程中的定制化比例，持续提升精益运营水平。

图 5：公司费用情况（万元）



资料来源：天源迪科、招商证券

3、公司上半年现金流同比大幅改善，回款管理成效显著

2020 上半年经营性净现金流同比大幅改善，公司回款管理成效显著。公司今年一、二季度经营性现金流净额分别为 3.59 亿元和 2.57 亿元。从公司历史现金流情况来看，经营活动产生的现金流量净额呈现明显季节性波动，现金流需求峰值一般出现在第四季度。今年上半年经营活动产生的现金流量净额为 6.16 亿元，同比大幅增长 2108.12%，主要由于公司销售回款增加。

从资产端来看，截至 2020 年 6 月末，公司存货余额为 14.09 亿元，与去年同期相比增加 5.7%，主要由于销售备货增加所致。从应收账款来看，二季度末应收账款余额为 13.45 亿元，较年初减少 2.32 亿元，较一季度减少 1.57 亿元，体现出公司持续加强回款管理，应收账款期良好。

图 6: 公司购买商品、接受劳务支付的现金 (亿元)

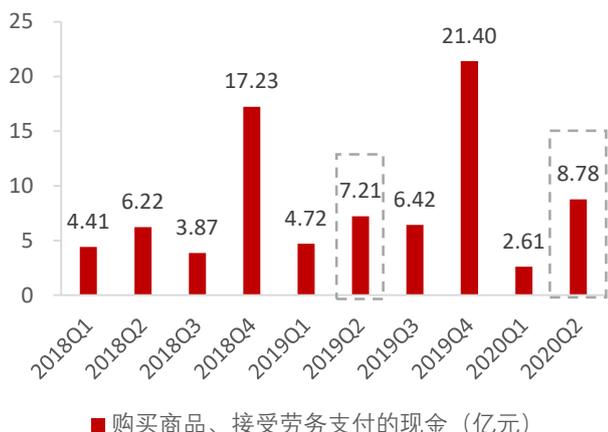


图 7: 公司经营性净现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

4、5G 建设初期 CAPEX 侧重上游，支撑网投资逐步回暖

2020 年 5G 规模建设开启，根据运营商资本开支计划，网络建设投资将率先复苏。回溯我国三大运营商历史资本开支规律，随着网络建设的逐步完成，电信支撑网投资也将逐步提升。5G 时代流量成倍增长，商业模式革新，需要对现有 BOSS 系统进行全面升级。天源迪科主要从事 B 域业务，其中计费系统以及 CRM 系统都将发生较大的变化。从计费模式来看，基于使用量、连接量、服务量、应用内容、时延等级、速度等级、客户等级、网络切片的多量纲计费模式将被引入；从计算能力来看，物联网的实现将带来更大的流量，电信运营商需要更大规模、更强大计算能力的软件平台；从客户关系管理来看，5G 时代目标客群从 C 端转向 B 端，产品类型丰富度进一步提升。目前，公司在 BOSS 领域占据中国电信约 20% 的市场份额，与中国联通已建立深度合作，并通过大数据业务以及专业子公司切入中国移动市场，公司在中国移动和电信的业务保持稳健、持续增长。

BOSS 行业竞争格局已初步建立，云计算有望成为行业格局变化的催化剂。天源迪科是最早为中国联通实施 BOSS 系统云化的厂商之一，2016 年携手阿里拿下中国联通首个号卡集中云项目，取得 BOSS 系统云化先机。此外，公司在中国电信已承接安徽电信 BSS3.0 云化、陕西电信 CRM 云化、上海电信 OCS 云化等多个重大工程。未来，公司有望借助 BOSS 系统云化的先发优势和领先经验实现弯道超车。

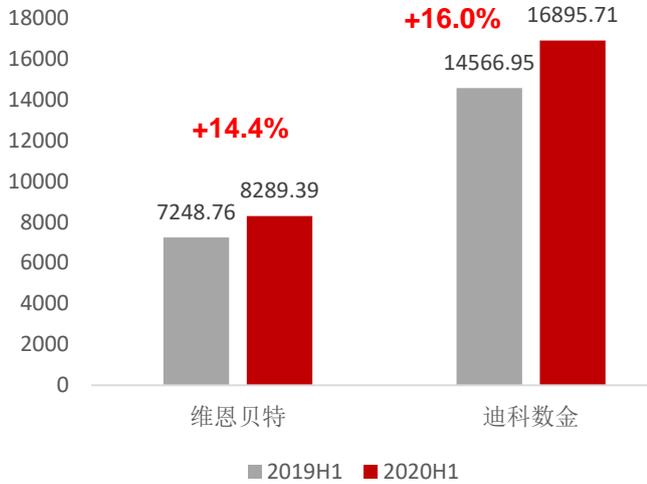
5、银行信贷管理需求高速增长，公司金融板块发展态势良好

受疫情影响，银行信贷催收管理需求大幅提升，公司不断突破新客户。在银行信贷管理需求坚挺的背景下，迪科数金业绩呈现高速增长态势，得益于金融机构大力引入业务运营外包服务商，公司先后在电催、电销和信审业务外包方面获得多家大型银行的外包服务资质，预计全年增速有望保持。维恩贝特主要面向大型银行提供银行核心系统的咨询、开发以及 IT 服务，通过积极拓展新客户、研发新产品做大业务规模，参与了多家大型银行新一代核心业务系统建设，与多家海外银行签约为其提供数字银行整体解决方案。

除了银行板块以外，公司保险 IT 业务收入也实现了快速增长。保险行业对于理赔、大数据等应用具有较强需求，例如地理信息大数据可用于农险领域，解决农业保险投保主体分散、经营成本居高不下、查勘定损程序复杂等难题。整体来看，公司全年金融板块

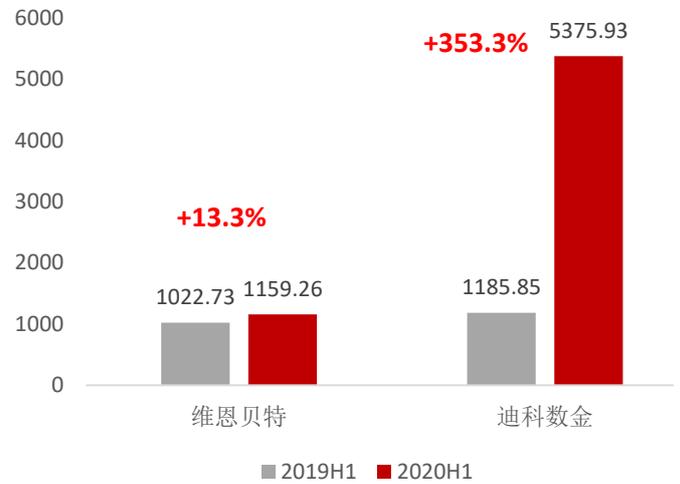
收入有望保持高速增长，信贷管理平台、新型营销系统、大数据应用有望成为拉动板块收入提升的主要动力。

图 8: 维恩贝特和迪科数金半年度收入 (万元)



资料来源: 天源迪科、招商证券

图 9: 维恩贝特和迪科数金半年度净利润 (万元)



资料来源: 天源迪科、招商证券

6、产品组件化助公司公安业务实现下沉，中标情况大幅改善

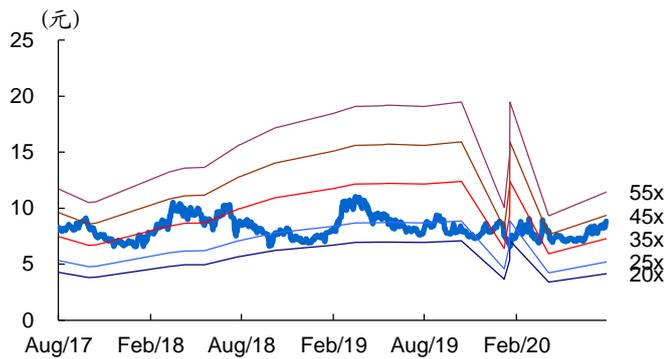
在信息化时代背景下，大数据价值逐步显现，建立不同警种连通的公安数据系统是公安信息化改革的首要任务。公司深耕公安信息化建设领域，在珠三角、长三角以及华中中等发达地市项目均已落地。公司将公安的产品组件化、切片化以后，成功下沉到三线城市和区县城的公安业务需求上。今年上半年公司推出了警务数据中台、智慧交管平台、治安防控平台、铁骑指挥平台等智能化应用，并在江苏、广东等地客户得到广泛应用，中标情况大幅改善。根据公安行业历史结算规律，预计项目将在四季度陆续确认收入，公安业务板块全年发展态势良好。

7、公司经营加速恢复，看好全年金融和政府板块增长，维持“强烈推荐-A”评级

5G 时代流量爆发，应用场景全面革新，带来电信软件系统迭代升级需求。公司在三大运营商 BOSS 领域已深耕多年，在运营商领域占据较高份额，随着 5G 网络支撑系统投资回暖，公司电信板块收入有望恢复增长。金融板块行业需求持续向上，疫情下催收等信贷管理需求高增，公司深度服务金融行业客户，全年收入有望保持高增速。政府板块订单数同比明显回暖，下半年将陆续确认收入。看好公司在 5G 时期的长期成长价值，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 2.16 亿元、2.73 亿元、3.56 亿元，对应 PE 为 26.1 倍、20.6 倍、15.8 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

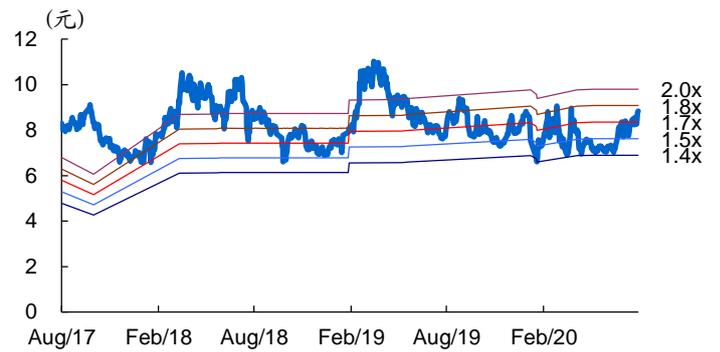
风险提示: 运营商资本开支不及预期、市场拓展不及预期、行业投资下滑。

图 10: 天源迪科历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 11: 天源迪科历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《天源迪科(300047)——业绩基本符合预期, 5G 及 IT 云化双轮驱动》2019-10-30
- 2、《天源迪科(300047)——业绩符合预期, 5G+IT 云化奠定公司长期成长性》2019-10-14
- 3、《天源迪科(300047)——业绩符合预期, 5G+云计算打开未来空间》2019-08-18
- 4、《天源迪科(300047)——三季报内生增速强劲, 盈利能力持续提升》2018-10-23

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2987	3943	4537	5426	6567
现金	304	476	520	624	758
交易性投资	2	2	2	2	2
应收票据	116	102	119	138	168
应收款项	1535	1577	1711	2052	2478
其它应收款	57	57	69	84	102
存货	863	1214	1505	1786	2161
其他	111	514	612	740	897
非流动资产	1692	1798	1802	1841	1871
长期股权投资	72	87	80	84	86
固定资产	368	292	312	327	339
无形资产	976	979	983	997	1015
其他	277	439	427	433	431
资产总计	4679	5740	6339	7267	8438
流动负债	1525	2424	2753	3348	4084
短期借款	966	2030	2304	2804	3442
应付账款	68	71	85	103	125
预收账款	160	249	298	360	436
其他	331	73	66	81	81
长期负债	18	20	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	20	20	20	20
负债合计	1543	2444	2773	3368	4103
股本	399	638	638	638	638
资本公积金	1718	1474	1474	1474	1474
留存收益	907	1039	1242	1491	1816
少数股东权益	112	146	213	297	407
归属于母公司所有者权益	3024	3150	3353	3602	3928
负债及权益合计	4679	5740	6339	7267	8438

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(94)	(362)	(72)	(164)	(254)
净利润	216	117	216	273	356
折旧摊销	122	139	126	128	130
财务费用	46	69	83	98	119
投资收益	(2)	(7)	(67)	(56)	(60)
营运资金变动	(506)	(770)	(505)	(713)	(938)
其它	30	91	76	107	139
投资活动现金流	(178)	(147)	(63)	(111)	(100)
资本支出	(156)	(143)	(147)	(154)	(158)
其他投资	(22)	(4)	84	43	58
筹资活动现金流	185	589	178	379	489
借款变动	459	690	274	500	638
普通股增加	(1)	239	0	0	0
资本公积增加	(4)	(244)	0	0	0
股利分配	(16)	(24)	(13)	(24)	(30)
其他	(253)	(71)	(83)	(98)	(119)
现金净增加额	(87)	80	43	104	135

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3767	4471	5404	6580	8017
营业成本	2993	3744	4478	5411	6549
营业税金及附加	11	15	18	22	27
营业费用	142	130	143	178	216
管理费用	161	157	178	217	265
研发费用	186	213	254	309	377
财务费用	44	67	83	98	119
资产减值损失	(22)	(27)	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	1	1	1	1
其他收益	54	47	59	49	52
投资收益	1	7	8	6	7
营业利润	262	172	317	401	524
营业外收入	4	0	3	3	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	266	172	318	403	525
所得税	21	19	36	46	60
少数股东损益	29	36	67	84	110
归属于母公司净利润	216	117	216	273	356

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	27%	19%	21%	22%	22%
营业利润	47%	-34%	84%	27%	31%
净利润	38%	-46%	85%	26%	30%
获利能力					
毛利率	20.5%	16.3%	17.1%	17.8%	18.3%
净利率	5.7%	2.6%	4.0%	4.1%	4.4%
ROE	7.1%	3.7%	6.4%	7.6%	9.1%
ROIC	6.5%	4.0%	6.0%	6.6%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	33.0%	42.6%	43.7%	46.3%	48.6%
净负债比率	25.6%	35.4%	36.3%	38.6%	40.8%
流动比率	2.0	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
存货周转率	4.3	3.6	3.3	3.3	3.3
应收帐款周转率	2.5	2.7	3.1	3.3	3.3
应付帐款周转率	61.3	53.6	57.2	57.4	57.5
每股资料 (元)					
EPS	0.54	0.18	0.34	0.43	0.56
每股经营现金	-0.24	-0.57	-0.11	-0.26	-0.40
每股净资产	7.58	4.94	5.26	5.65	6.16
每股股利	0.06	0.02	0.04	0.05	0.06
估值比率					
PE	16.3	48.2	26.1	20.6	15.8
PB	1.2	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	24.0	29.4	15.0	12.6	10.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

张皓怡 招商证券通信行业研究助理 香港大学金融学硕士，专注于运营商、物联网、专网、5G下游应用等相关领域研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。