

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

聚焦创新可信、全闪存与云计算, 缔造存储新生态

深耕存储二十余年, 领航民族存储。公司是中国成立最早的专业存储厂商之一, 亲历从 DAS、SAN 到大数据存储技术变迁, 2017 年, 公司正式开启“全闪存、云计算架构、创新可信”三大战略方向, 从内生和外延两个方向推进产业布局。

国内企业级存储市场增速远超国际水平, 全闪存存储市场高速增长。IDC 报告显示, 全球企业外部存储市场增速放缓, 2019Q4, 全球企业级外部存储总收入达到 79.0 亿美元 (-0.1%), 由于新冠疫情的影响, 预计 2020 年, 外部企业存储系统收入为 287 亿美元 (-5.5%)。2019 年, 中国企业级外部存储市场规模突破 40 亿美元, 尽管受到新冠疫情影响, 预计 2020 年全年仍将保持正增长, 预计 2024 年达到 63 亿美元。2019 年, 中国全闪存阵列市场增速达到 58.6%, 预计 2020 年仍将保持 40% 的较高增长。

携手飞腾、麒麟布局创新可信领域, 业绩弹性可期。2018 年, 公司同天津飞腾、天津麒麟签订战略合作协议, 存储产品取得其内核源码授权, 在党政行业 IT 国产化试点项目中市场占有率超过 40%; 公司凭借多年积累, 用户超过 5000 家, 客户资源构建竞争壁垒; 此外, 公司通过收购鸿秦科技, 加强在特殊行业的先发优势。我们认为, 随着创新可信行业的持续推进, 公司存储业务将迎来快速增长, 且由于规模效应, 净利润业绩弹性可期。

着眼未来, 布局以全闪存和云计算领域。2017 年以来, 公司陆续投资忆恒创源 (持股 16.33%)、泽石科技 (持股 5.13%) 和国科亿存 (持股 9%) 等在全闪存产业链上游有技术优势的企业, 并全资收购固态存储及主控芯片专业公司鸿秦科技, 实现从芯片、到部件、再到系统级的全闪存布局。此外, 公司积极布局分布式存储, 先后推出 NetStor NCS10000 和 ACS10000A 分布式产品, 并设立武汉分布式研发中心, 以应对云计算和大数据时代的数据存储新需求。

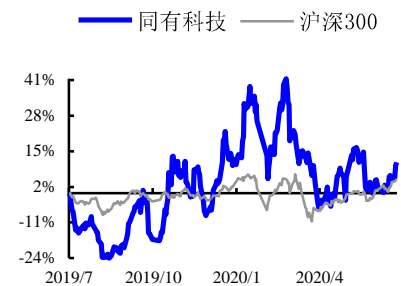
盈利预测: 预计 2020-2022 年, 公司归母净利润为 2.00 亿元、2.71 亿元和 3.37 亿元, EPS 分别为 0.42/0.56/0.70 元, 当前股价对应 PE 分别为 29/21/17 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 产品研发不及预期, 全闪存市场竞争加剧。

股票数据 2020/6/29

6 个月目标价 (元)	14.59
收盘价 (元)	12.01
12 个月股价区间 (元)	8.10 ~ 16.13
总市值 (百万元)	5,763
总股本 (百万股)	480
A 股 (百万股)	480
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	10

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	10%	3%	11%
相对收益	2%	-12%	3%

相关报告

- 《华为鲲鹏产业链驱动中国基础软硬件进入市场化新阶段》 20200316
- 《计算机 (0771) 行业动态点评: 信息安全景气上行, 业绩验证行业需求旺盛》 20200310
- 《基础软硬件, 填补中国 IT 产业最后一块版图——计算机行业 2020 年年度投资策略》 20191203

证券分析师: 安永平

执业证书编号: S0550519100001
13810884820 anyp@nesc.cn

研究助理: 邵珠印

执业证书编号: S0550119110012
18811346899 shaozy@nesc.cn

研究助理: 赵伟博

执业证书编号: S0550119110002
15652991086 zhaowb@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	377	345	861	1,137	1,387
(+/-)%	-0.56%	-8.48%	149.36%	31.96%	22.01%
归属母公司净利润	20	11	200	271	337
(+/-)%	-60.22%	-44.50%	1683.46%	35.27%	24.38%
每股收益 (元)	0.04	0.02	0.42	0.56	0.70
市盈率	176.34	523.40	28.80	21.29	17.12
市净率	4.37	5.02	3.82	3.47	3.12
净资产收益率 (%)	2.48%	0.96%	13.25%	16.30%	18.23%
股息收益率 (%)	0.17%	0.08%	1.56%	2.08%	2.60%
总股本 (百万股)	421	456	480	480	480

目 录

1.	核心观点：聚焦创新可信、全闪存与云计算，缔造存储新生态.....	5
2.	深耕存储二十余年，领航民族存储.....	6
2.1.	深耕存储二十余年，中国存储企业上市第一股.....	6
2.2.	构建覆盖全闪存、分布式、创新可信、云融合的多样化产品矩阵.....	9
2.3.	闪存存储成为第一大收入来源，创新可信成效等待落地.....	10
3.	国内企业级存储市场增速远超国际水平，全闪存存储市场高速增长.....	13
3.1.	国外巨头主导存储上游核心领域，国产厂商奋起直追.....	13
3.2.	全球企业外部存储市场增速放缓，预计 2024 年达到 324 亿美元.....	15
3.3.	中国企业级外部存储市场增长强劲，全闪存存储市场表现亮眼.....	18
4.	践行创新可信、闪存、云计算三大战略，业绩弹性可期.....	20
4.1.	携手飞腾、麒麟布局创新可信领域，业绩弹性可期.....	20
4.2.	“内生+外延”发展，布局全闪存产业链.....	24
4.2.1.	全资收购鸿泰科技，强强联合研发国产 SSD.....	24
4.2.2.	入股核心闪存服务商忆恒创源，向产业链上游核心部件拓展业务.....	27
4.3.	积极布局分布式存储，应对云计算和大数据时代.....	30
5.	盈利预测及估值.....	31
5.1.	盈利预测：预计 2020-2022 年归母净利润 2.00/2.71/3.37 亿元.....	31
5.2.	目标价格 14.59 元/股，首次覆盖给予“买入”评级.....	32
6.	风险提示.....	33

图表目录

图 1: 同有科技公司发展历程.....	7
图 2: 同有科技股权结构 (截至 2020 年 3 月 31 日)	8
图 3: 上市以来三大创始人股权变动情况 (截至 2020 年 3 月 31 日)	9
图 4: 同有科技多样化产品矩阵	9
图 5: 同有科技营业收入及同比	11
图 6: 2019 年同有科技营收结构.....	11
图 7: 同有科技毛利及毛利率	11
图 8: 公司四大费用率变化情况	12
图 9: 同有科技净利润及同比.....	12
图 10: 同有科技净利润变化情况.....	12
图 11: 公司员工人数及人均创收和创利	13
图 12: 2019 年底公司员工结构	13
图 13: 存储行业产业链.....	13
图 14: 存储介质种类及代表厂商.....	14
图 15: 固态存储硬盘内部结构	15
图 16: 全球企业存储系统总收入及同比	16
图 17: 2019Q1 全球企业存储系统前五大公司	16
图 18: 全球企业级外部存储总收入及同比.....	16
图 19: 全球闪存市场收入及同比.....	16
图 20: 全球企业级外部存储企业排名.....	17
图 21: 2019Q4 全球企业级外部存储系统排名	17
图 22: 全球服务器和外部存储市场规模预测.....	18
图 23: 2019 年中国企业级外部存储市场规模.....	19
图 24: 2019 年中国企业级存储市场竞争格局.....	19
图 25: 2019H1 中国企业级外部存储价格	19
图 26: 2019H1 中国全闪存市场	19
图 27: 全球数据圈规模与增长	20
图 28: 数据增长带动存储增量需求示意图.....	20
图 29: 同有科技创新可信业务发展历程	20
图 30: 公司 ACS10000A 产品	21
图 31: 公司 ACS 5000F 产品	21
图 32: 同有科技创新可信产品解决方案	22
图 33: 同有科技全闪存产品布局.....	24
图 34: 鸿秦科技股权架构 (收购前)	25
图 35: 鸿秦科技营业收入情况 (2016-2023E)	26
图 36: 鸿秦科技毛利及毛利率 (2016-2023E)	26
图 37: 鸿秦科技收入结构 (2016-2018Q3)	26
图 38: 鸿秦科技收入按领域划分 (2016-2018Q3)	26
图 39: 鸿秦科技四大费用率 (2016-2023E)	27
图 40: 鸿秦科技净利润及同比 (2016-2023E)	27
图 41: 忆恒创源发展历程.....	28

图 42: 忆恒创源股权结构.....	28
图 43: 忆恒创源营收及同比.....	30
图 44: 忆恒创源净利润及同比.....	30
图 45: 同有科技分布式存储产品典型应用场景.....	31
表 1: 同有科技高管团队.....	8
表 2: 同有科技行业解决方案.....	10
表 3: 同有科技中标订单情况（不完全统计）.....	10
表 4: DRAM、NAND Flash、NOR Flash 领域国内外主要参与厂商.....	14
表 5: 公司主要竞争对手.....	22
表 6: 同有科技典型客户.....	23
表 7: 鸿秦科技产品体系.....	24
表 8: 忆恒创源产品系列.....	29
表 9: 公司整体收入及毛利率预测.....	31
表 10: 公司整体费用及净利润预测.....	32
表 11: 可比公司估值表（2020/6/24）.....	32

1. 核心观点：聚焦创新可信、全闪存与云计算，缔造存储新生态

深耕存储二十余年，领航民族存储。公司是中国成立最早的专业存储厂商之一，亲历从 DAS、SAN 到大数据存储技术变迁。2017 年，公司正式开启“全闪存、云计算架构、创新可信”三大战略方向，从内生和外延两个方向推进产业布局。2018 年以来，公司相继推出国产集中式统一存储 ACS5000A、国产分布式存储 ACS10000A、国产全闪存统一存储 ACS5000F 等系列创新可信产品；此外，公司先后入股忆恒创源、全资收购鸿秦科技、投资泽石科技和国科亿存等，不断完善全闪存产业链布局。

全球企业外部存储市场增速放缓，预计 2024 年达到 324 亿美元。IDC 报告显示，从全球来看，2019Q4，全球企业级外部存储总收入达到 79.0 亿美元，同比下滑 0.1%，戴尔是最大的企业级外部存储系统供应商，市占率为 27.6%，华为市占率提升至 7.8%，位列第五名；全闪存阵列市场收入达到 32.3 亿美元，同比增长 8.4%。由于新冠疫情的影响，预计 2020 年，外部企业存储系统收入预计同比下降 5.5% 至 287 亿美元，2020 Q1 和 2020 Q2 分别下降 7.3% 和 12.4%，2020 年底恢复小幅增长，并有望在 2021 年进一步复苏，预计 2024 年，外部存储市场将达到 324 亿美元，2019-2024 年的复合年增长率（CAGR）为 1.3%。

中国企业级外部存储市场增长强劲，全闪存存储市场表现亮眼。IDC 报告显示，2019 年，中国企业级外部存储市场规模突破 40 亿美元，尽管受到新冠疫情影响，预计 2020 年全年仍将保持正增长，预计 2024 年达到 63 亿美元。华为、新华三、戴尔位列中国企业级外部存储市场前三甲。2019 年，中国全闪存阵列(AFA)市场增速达到 58.6%，预计 2020 年仍将保持 40% 的较高增长。IDC 预计，中国数据圈占比将从 2018 年的 23.4%（7.6ZB）增至 2025 年的 27.8%（48.6ZB），成为全球最大的数据圈，给存储行业带来广阔的存储增量需求以及容灾、备份需求。

携手飞腾、麒麟布局创新可信领域，业绩弹性可期。公司自 2010 年起布局创新可信业务，2018 年，公司同天津飞腾、天津麒麟签订战略合作协议，存储产品取得其内核源码授权，在党政行业 IT 国产化试点项目中市场占有率超过 40%，为公司紧抓党政军创新可信发展机遇夯实基础。公司凭借多年积累，用户超过 5000 家，客户资源构建竞争壁垒，此外，公司通过收购鸿秦科技，加强在特殊行业的先发优势。我们认为，随着创新可信行业的持续推进，公司存储业务将迎来快速增长，且公司研发投入和销售、管理等费用相对刚性，费用率对营收数据非常敏感，因此公司业务具有较强的规模效应，一旦订单释放，其费用增长将落后于营收增长，净利润将有更大的业绩弹性。

“内生+外延”发展，实现从芯片、到部件、再到系统级完全创新可信的全闪存布局。内生方面，2016 年，公司推出面向金融行业的全闪存存储系统 NCS8000，2019 年，公司携手飞腾、麒麟等龙头厂商，推出国产分布式存储系统 ACS10000A，下一阶段核心目标是基于 FT2000+ 的 NVMe SSD 全闪存存储系统。外延方面，公司通过投资入股及收购的方式向全闪存产业链上游拓展，逐步实现从芯片、到部件、再到系统级完全创新可信的全闪存布局。2017 年 4 月，公司以 8000 万自有资金投资在企业级 SSD 闪存产品及 NVMe 固件拥有自主研发优势的忆恒创源（持股 16.33%）；2018 年 7 月，公司收购固态存储及主控芯片专业公司鸿秦科技 100% 股权；2018 年

8月,公司以1000万元投资主营业务为3D NAND的消费级和企业级SSD产品的泽石科技(持股5.13%);2018年12月,公司投资主控芯片企业国科亿存,持有9%的股权。

积极布局分布式存储,应对云计算和大数据时代。云计算和大数据时代,存储产业链向软件定义存储、超融合、闪存以及统一架构四个方向发展。公司积极布局分布式存储,2016年,公司推出面向海量数据的云存储管理平台及大数据分布式集群存储系统NetStor NCS10000。2019年,公司设立武汉分布式研发中心,并推出具有弹性灵活敏捷架构的创新可信分布式存储系统ACS10000A,公司实现创新可信产品系列拓展至分布式领域。

盈利预测:预计2020-2022年,公司归母净利润为2.00亿元、2.71亿元和3.37亿元, EPS分别为0.42/0.56/0.70元,当前股价对应PE分别为29/21/17倍,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:产品研发不及预期,全闪存市场竞争加剧。

2. 深耕存储二十余年,领航民族存储

2.1. 深耕存储二十余年,中国存储企业上市第一股

深耕存储行业二十余年。同有科技成立于1998年,是中国成立最早的专业存储厂商之一,主要专注于数据存储、数据保护、容灾等领域,是少数能够亲历从DAS、SAN到大数据存储,见证中国存储从无到有发展全过程的专业存储厂商。

1998-2004年, DAS(直连式存储)时代:国内第一家推出自有存储品牌NetStor。2001年,公司是国内首家推出自主存储品牌NetStor的厂商;2003年,率先推出网络存储产品,打破国外企业在国内中端存储市场的垄断;2004年,率先推出国产品牌虚拟磁带库产品,取得国产品牌在中国数据备份市场的突破。

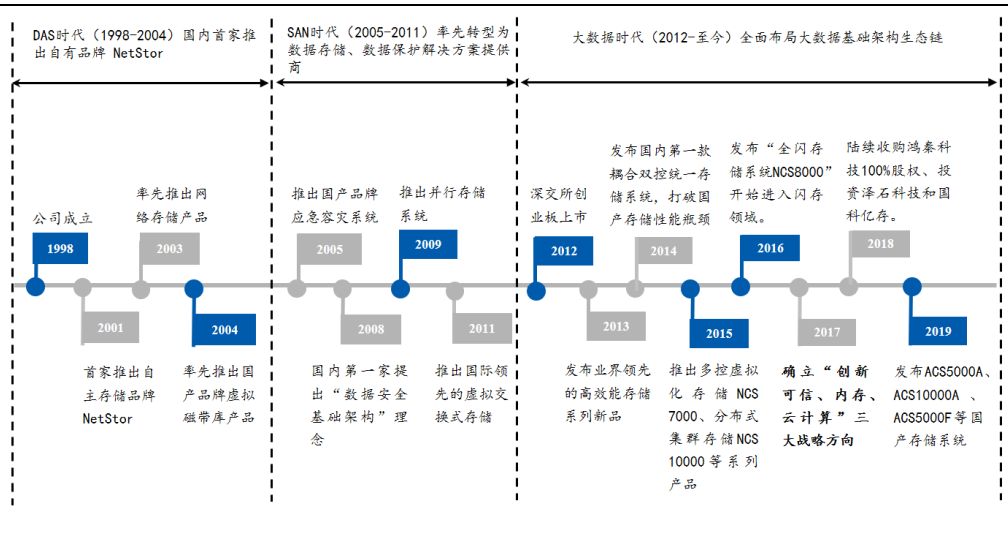
2005-2011年, SAN(存储区域网络)时代:率先转型为数据存储、数据保护解决方案提供商,推出数据存储、保护及容灾产品解决方案。2005年,公司推出国产品牌应急容灾系统;2008年,公司提出“数据安全基础架构”理念,突破已有的存储业务模式;2009年,推出并行存储系统,实现用户端全新的海量数据处理模式;2011年,公司提出“统一存储云”概念,推出国际领先的虚拟交换式存储,开始进入大数据时代。

2012年至今,大数据时代:实现全闪存快速布局,迈出全面布局大数据基础架构生态链第一步,同时借助内生+外延战略开启存储产业生态链的整合和全球化布局。2012年,公司在深交所创业板上市,募集资金3.15亿元,成为中国存储企业上市第一股;2013年,公司转型成为大数据存储架构提供商;2014年,公司发布国内第一款耦合双控统一存储系统和新一代高效存储系统,打破国产存储性能瓶颈。2015年,公司推出多控虚拟化存储产品,开启应用型大数据存储时代,并签下某机构单一存储项目2.1亿元的行业第一大单。2016年,公司发布“全闪存存储系统NCS8000”突破业界最低延时200微秒限制,进入闪存领域。2017年,公司投资闪

存技术创新企业忆恒创源，并确立“创新可信、闪存、云计算”三大战略方向。

自 2017 年，公司确立三大战略以来，分别从内生和外延两个方向推进创新可信和全闪存产业链的布局。内生方面，2018 年下半年推出业界首款商用创新可信产品 ACS5000A；2019 年，携手天津飞腾、天津麒麟推出分布式存储系统 ACS10000A 和全闪存存储系统 ACS5000F 等创新可信产品。外延方面，2017 年 4 月，公司斥资 8000 万元投资闪存技术创新企业忆恒创源(在闪存 NVMe 固件层面拥有技术优势)，加快向全闪存产业链上游布局。2018 年，陆续收购固态存储专业公司鸿秦科技 100% 股权(在 SSD 主控芯片拥有研发优势)、投资泽石科技(在企业级 SSD 闪存及 NVMe 固件有技术优势)和国科亿存等不断完善全闪存布局。同有科技公司主体继续专注存储产业链中下游(企业存储和云存储产品领域)，并通过忆恒创源及鸿秦科技向产业链上游布局。

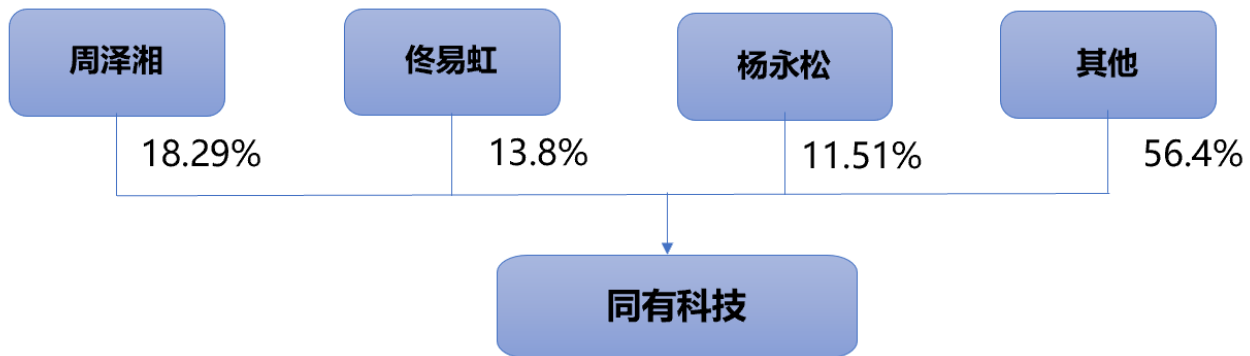
图 1: 同有科技公司发展历程



数据来源：东北证券，公司官网

公司的前三大股东分别是周泽湘、佟易虹和杨永松分别持有 18.29%、13.8% 和 11.51% 的股权。2010 年 11 月 1 日，周泽湘、杨永松和佟易虹签订了《一致行动协议》，约定在公司股东大会中行使表决权时采取一致行动，周泽湘、杨永松和佟易虹共同构成了公司的控股股东和实际控制人。该协议已于 2015 年 3 月 23 日到期终止。截至 2020 年 3 月 31 日，周泽湘、佟易虹和杨永松分别持有公司 18.29%、13.8% 和 11.51% 的股权。

图 2: 同有科技股权结构 (截至 2020 年 3 月 31 日)



数据来源: 东北证券, Wind

周泽湘任公司董事长兼总经理, 佟易虹和杨永松任公司董事。同有科技由周泽湘、杨永松和佟易虹三位北理工校友于 1998 年共同出资设立, 至上市之前, 三人均持有相同的股权比例。周泽湘专注研究存储行业近 30 年, 为中国计算机学会信息存储技术专业委员会委员, 并于 2018 年获“中国存储终身成就奖”。

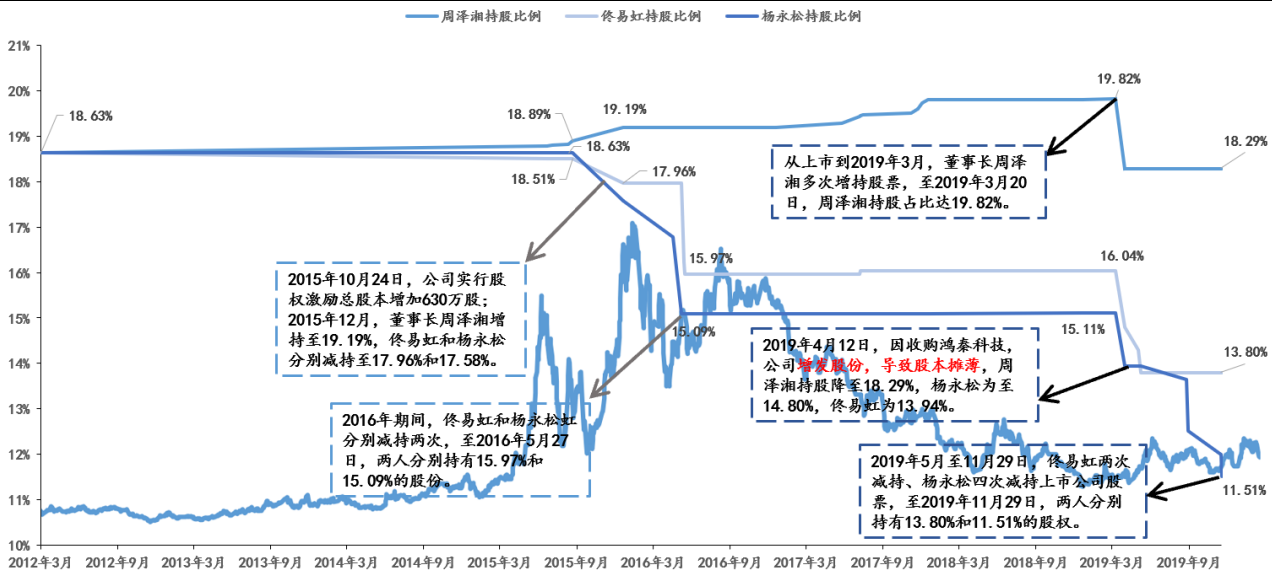
表 1: 同有科技高管团队

姓名	现任职务	简介
周泽湘	董事长, 董事, 总经理	北京理工大学硕士、清华大学 EMBA, 中国计算机学会信息存储技术专业委员会委员; 2001 年至今任北京英思杰科技有限公司监事; 1998 年 11 月至 2010 年 11 月, 任同有科技执行董事兼总经理。2018 年, 获“中国存储终身成就奖”。
佟易虹	董事	北京理工大学硕士、高级工程师; 2000 年至 2011 年 6 月, 任西安同有科技有限公司监事; 2001 年至今, 担任北京英思杰科技有限公司总经理; 2010 年 11 月至今任同有科技董事。
杨建利	董事, 副总经理	现任鸿泰科技有限公司经理兼董事, 鸿杰嘉业科技有限公司监事, 北京华创瑞驰科技中心执行事务合伙人。2020 年 1 月起任同有科技董事兼副总经理。
罗华	董事, 副总经理	2002 年加入公司, 历任公司广州分公司产品部销售经理、产品部经理、营销中心行业发展部经理、商业市场营销中心总经理等职务。
仇悦	副总经理	2001 年至 2014 年曾就职于北京威视数据系统有限公司、苏州捷泰科信息技术有限公司、中国长城计算机深圳股份有限公司存储及服务器事业部总经理; 2014 年 9 月 9 日至今任公司产品中心总经理, 并于 2018 年 2 月 9 日起任公司副总经理。
方一夫	财务总监, 董事会秘书	2006 年至 2016 年曾就职于普华永道中天北京分所、中国交通建设股份有限公司、中植资本管理有限公司。2016 年 12 月至今任同有科技财务总监; 2020 年 1 月起任同有科技董事会秘书。

数据来源: 东北证券, Wind

董事长周泽湘多次增持公司股份, 其余两位创始人不断减持。2012 年 4 月, 同有科技登陆创业板, 周泽湘、杨永松和佟易虹持股比例为 18.63%。上市至今, 董事长周泽湘进行了多次增持, 杨永松和佟易虹多次减持, 截至 2020 年 3 月 31 日, 周泽湘持股比例 18.29%、杨永松持股比例 13.80%, 佟易虹持股比例为 11.51%。

图 3: 上市以来三大创始人股权变动情况 (截至 2020 年 3 月 31 日)



数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 构建覆盖全闪存、分布式、创新可信、云融合的多样化产品矩阵

公司主要产品涵盖全闪存、创新可信、分布式存储、企业存储、存储网络和数据保护等多个领域。其中，全闪存、创新可信、分布式存储等存储产品为公司未来重点发展的方向。全闪存存储是以全闪存阵列为基础的存储系统，完全由固态存储介质构成的独立存储阵列或设备，与传统硬盘存储的主要区别在于其性能更高，处理数据更快、更稳定。创新可信领域，公司针对国产 CPU、操作系统等推出了拥有自主知识产权的存储产品，2019 年，同有发布基于飞腾 CPU、银河麒麟 OS 内源码的 ACS1000A 和 ACS5000F 等创新可信产品。分布式存储主要是针对云化虚拟存储层、服务器虚拟化层、云平台管理层提供整体的企业级云计算解决方案。

图 4: 同有科技多样化产品矩阵



数据来源: 东北证券, 公司官网

公司除提供一系列不同类型的存储产品外，还针对不同行业用户提供对应的解决方案

案，主要包括两地三中心解决方案、双活存储解决方案、数据保护解决方案、高性能计算解决方案、数据库加速解决方案、视频云解决方案和大数据分析解决方案，服务于政府机关、公检法、金融电信、能源制造、智慧城市、交通医疗和传媒教育等多个行业。

表 2: 同有科技行业解决方案

名称	简介
两地三中心解决方案	同城两个数据中心实现存储双活，异地数据中心最远程支持 3000 公里，能充分应对地区性灾难，保证异地数据备份可用和业务连续运行； 典型案例：国家工商总局两地三中心数据容灾
双活存储解决方案	在主机、网络、磁盘阵列等主要部件出现故障时能保证业务系统正常运行，实现对用户关键业务的系统连续性保护； 典型案例：河北人民检察院、广东省江门电子政务云平台
数据保护解决方案	直接连接物理磁带设备，将虚拟磁带库与物理磁带库整合为一个有机整体，提供基于网络协议的数据压缩和优化，可实现 256 位 AES 加密； 典型案例：中国人民银行、鲁商集团
高性能计算解决方案	为用户构建数据管理系统，优化数据存储环境，采用弹性架构，多级存储，针对高性能计算场景； 典型案例：中科院、新疆油田
数据库加速解决方案	数据库应用提速 10 倍，闪存寿命提升 10 倍以上，系统延迟降低至微秒级，缓解数据中心访问压力，缩短处理时间
视频云解决方案	支持百 PB 级数据纵向扩展，云管理平台可管理、整合原始 IPSAN 存储； 典型案例：中石油、智慧河南、智慧潮州、平安唐山等
大数据分析解决方案	为 Hadoop、SPARK、Storm 等大数据计算平台提供数据支撑，同时多副本及快速自愈技术，为深度数据挖掘提供数据保障； 典型案例：解放军信息工程大学、山西忻州市第一中学

数据来源：东北证券，公司官网

从公司的订单来看，同有的一套存储系统的价格在 18-50 万元之间。据招标网的不完全统计，各个地方政府和事业单位采购同有科技的存储系统和设备单价在 18-50 万元/台不等，而且多以整体项目的形式进行采购。

表 3: 同有科技中标订单情况（不完全统计）

时间	中标项目	产品	数量	单价(万元)	总金额(万元)
2017/6	四川省国土资源厅资料馆存储设备采购项目	多控存储系统 NCS7300G2	1 套	19.7	19.7
2017/7	南阳市公安局信息系统升级设备	存储设备 NCS7300	1 台	18.02	18.02
2018/5	新密市妇幼保健院暨新密市儿童医院信息化建设项目	存储系列 ISUM790L	1 台	25.8	25.8
2018/6	深圳市南山区第二实验学校报告厅灯光音响采购项目	——	1 台	32.39	32.39
2019/7	宁夏回族自治区“十三五”交通运输行政执法综合管理信息系统工程（一期）	存储系统（NetStor NCS7550G2）	1 台	46	46

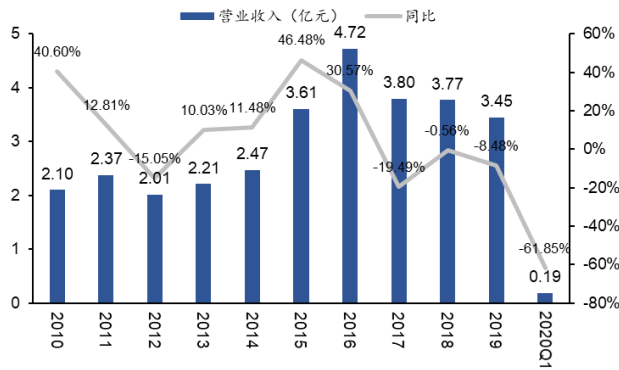
数据来源：东北证券，招标网

2.3. 闪存存储成为第一大收入来源，创新可信成效等待落地

营收略有下滑，并购鸿秦科技后闪存存储业务成为第一大收入来源。2019 年公司实现营业收入为 3.45 亿元，同比下降 8.48%。分业务来看，闪存存储业务实现收入 1.53 亿元，同比增长 1176.16%，占总营收的 44.43%，主要是由于公司于 2019 年完成并

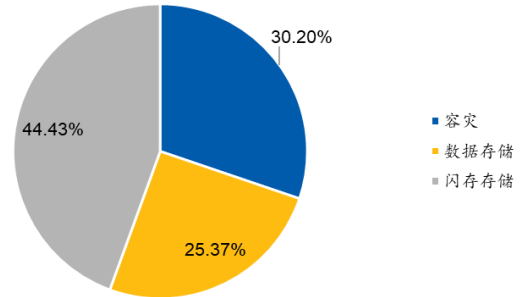
购鸿秦科技所致；数据存储业务实现收入 0.88 亿元，同比下降 59.89%，占总收入的比例为 25.37%；容灾业务实现收入 1.04 亿元，同比下降 29.01%，占总收入的比例为 30.20%。2020Q1，受新冠疫情影响，公司实现营业收入为 0.19 亿元，同比下降 61.85%。

图 5：同有科技营业收入及同比



数据来源：东北证券，Wind

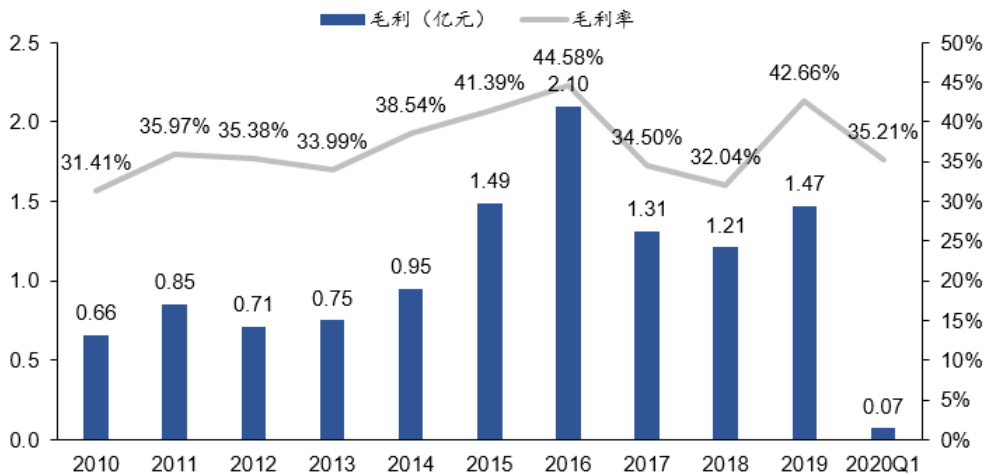
图 6：2019 年同有科技营收结构



数据来源：东北证券，Wind

高毛利业务占比提升，提升整体毛利率水平。2019 年，公司毛利率为 42.66%，较上年 32.04% 的毛利率提升 10.62 个百分点，主要是由于公司收购固态存储公司鸿秦科技，毛利率较高的固态存储成为公司第一大收入来源。2020Q1，公司实现毛利 0.07 亿元，毛利率为 35.21%。

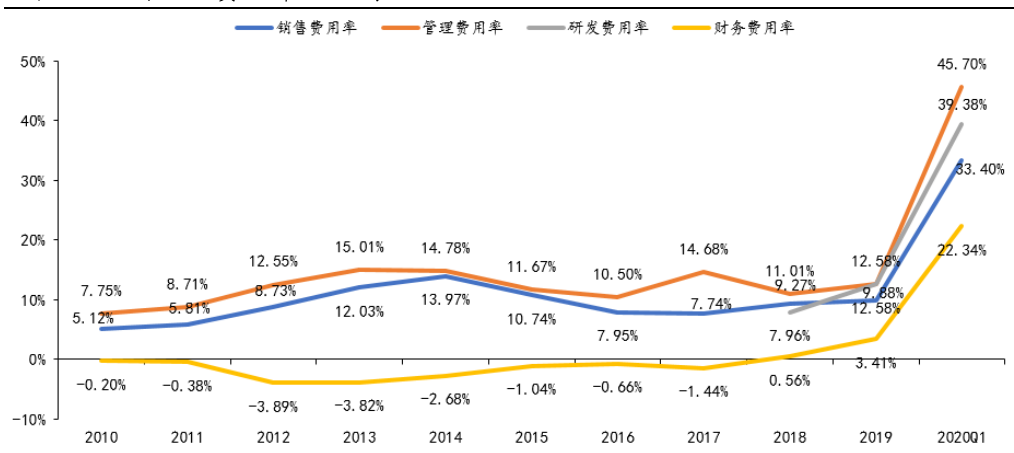
图 7：同有科技毛利及毛利率



数据来源：东北证券，Wind

2019 年，公司研发费用和财务费用增加显著。2019 年，公司销售费用为 0.34 亿元，同比下降 2.44%，销售费用率为 9.88%；管理费用为 0.43 亿元，同比增长 4.56%，管理费用率为 12.58%；研发费用为 0.43 亿元，同比增长 44.60%，研发费用率为 12.58%；财务费用为 0.12 亿元，同比增长 454.99%，财务费用率为 3.41%，主要由于收购鸿秦科技导致融资规模和融资成本提升。2020Q1，由于公司收入受疫情影响出现较大下滑，公司各项费用率增长显著。

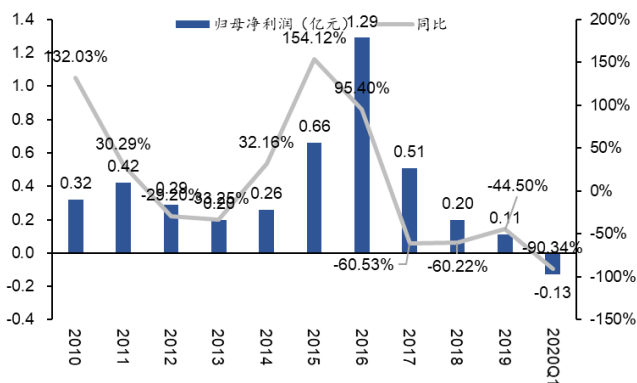
图 8: 公司四大费用率变化情况



数据来源: 东北证券, Wind

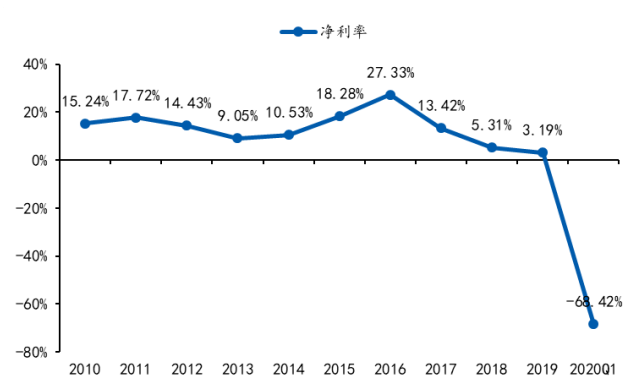
净利润和净利润率有所下滑。2017年,公司实现净利润0.51亿元,同比下降60.53%,主要由于2016年度公司实施了国内最大的单个国产存储项目(总规模2.1亿),对业绩产生较大有利影响。2019年,公司实现净利润0.11亿元,同比下降44.50%;2020Q1,受疫情影响,公司亏损-0.13亿元。

图 9: 同有科技净利润及同比



数据来源: 东北证券, Wind

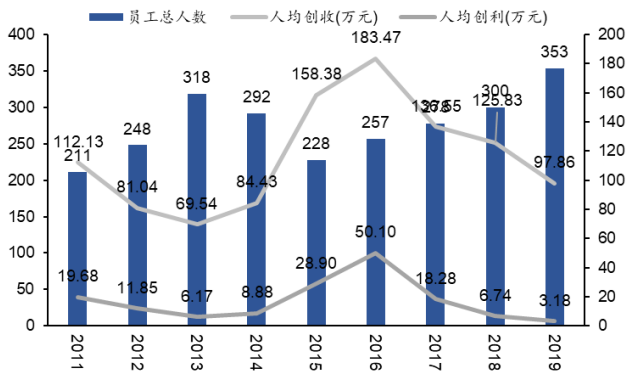
图 10: 同有科技净利润变化情况



数据来源: 东北证券, Wind

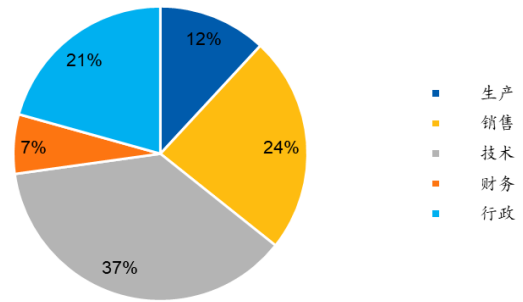
人员增长显著,技术人员占比约37%。截至2019年底,公司员工总计353人,同比增长18%,其中技术人员占比37%。2019年,公司人均创收为97.86万元,人均创利为3.18万元。

图 11: 公司员工人数及人均创收和创利



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 2019 年底公司员工结构



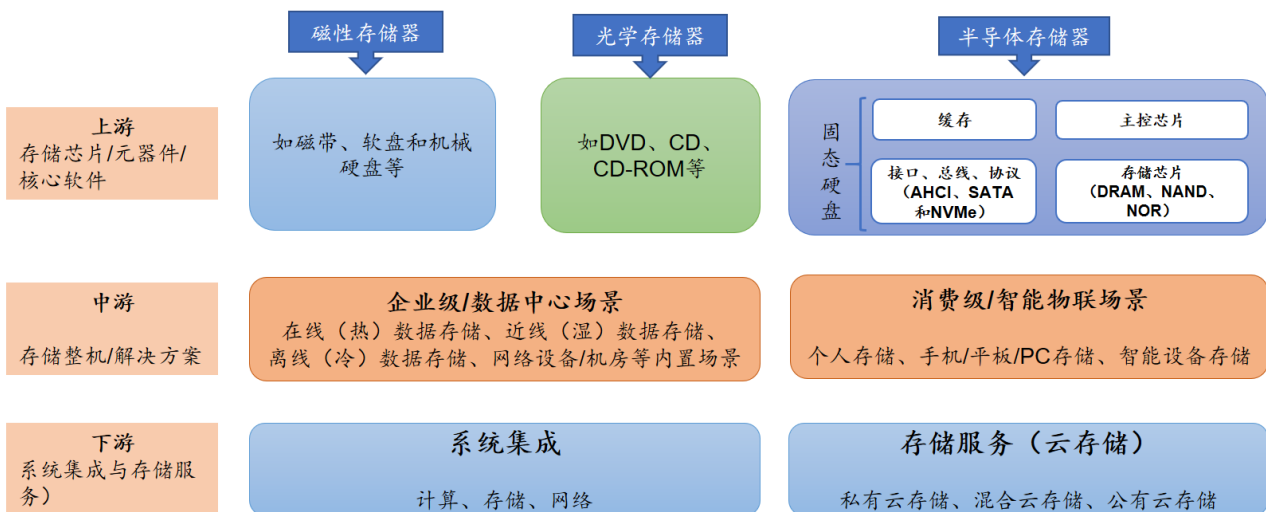
数据来源: 东北证券, Wind

3. 国内企业级存储市场增速远超国际水平，全闪存存储市场高速增长

3.1. 国外巨头主导存储上游核心领域，国产厂商奋起直追

存储行业产业链包括上游的存储芯片/元器件/核心软件、中游的存储整机和解决方案、下游的系统集成与存储服务。上游主要包括通用芯片/元器件（比如 CPU、内存、连接器等）、存储专用芯片/元器件（比如 HDD、SSD、SAS 芯片等）、存储核心软件等；中游主要是存储整机与解决方案，从使用场景可以分为消费级/个人存储和企业级/数据中心存储；产业链下游主要是系统集成和云存储，以整体系统或服务方式提供给终端用户，包括云存储、软件定义存储（SDS）和超融合（HCI）等。

图 13: 存储行业产业链

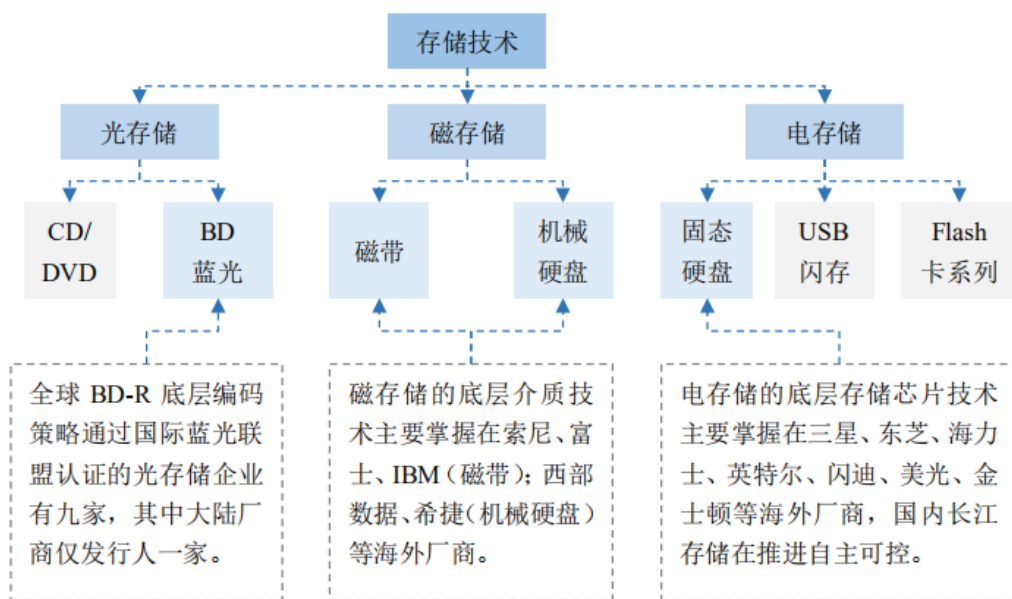


数据来源: 东北证券, 半导体观察

企业级存储系统多以磁、电作为物理存储介质，DRAM、NAND Flash、NOR Flash 是电存储领域主要存储器。按照存储介质，底层物理存储介质有光、磁、电三种，对应的用于企业级存储市场主要产品类型有蓝光光盘、磁带、机械硬盘、固态硬盘

等，企业级存储系统多以热数据存储为主，采用磁、电作为物理存储介质（固态硬盘、机械硬盘等），保持数据一直在线。半导体存储器（即电存储）可以分为两类：一类当存储器断电后数据随即消失，以随机存储器（RAM）为主，包括静态随机存储（SRAM）和动态随机存储（DRAM），常用于电脑、手机内存。另一类在存储器断电后数据能够存储，以只读存储器（ROM）为主，行业主流为闪存芯片（Flash），包括 NAND Flash（数据型闪存芯片）和 NOR Flash（代码型闪存芯片），前者广泛应用于固态硬盘(SSD)，后者主要应用于手机、PC、DVD、USBkey、机顶盒、网络设备及物联网设备等领域。

图 14: 存储介质种类及代表厂商



数据来源：东北证券，《紫晶存储招股说明书》

从参与厂商来看，磁带、机械硬盘、固态硬盘的底层核心技术基本掌握在海外厂商手中，如在 DRAM 领域，2018 年，三星、海力士和美光合计占据 95% 左右的市场份额；在 NAND Flash 领域，2019Q3，三星、铠侠、西部数据等排名前 6 名的国外厂商占据约 99% 的市场份额；在 NOR Flash 领域，2019Q2，排名前三的 Wibond、Macronix 和 Cypress 合计占据约 65% 的市场份额。国内以长江存储、合肥长鑫、兆易创新为代表的企业也在奋起直追，其中在 NOR Flash 领域，2019Q2，兆易创新 NOR Flash 业务实现收入 0.77 亿美元，市场份额为 10.9%，超越美光，排名全球第四位。

表 4: DRAM、NAND Flash、NOR Flash 领域国内外主要参与厂商

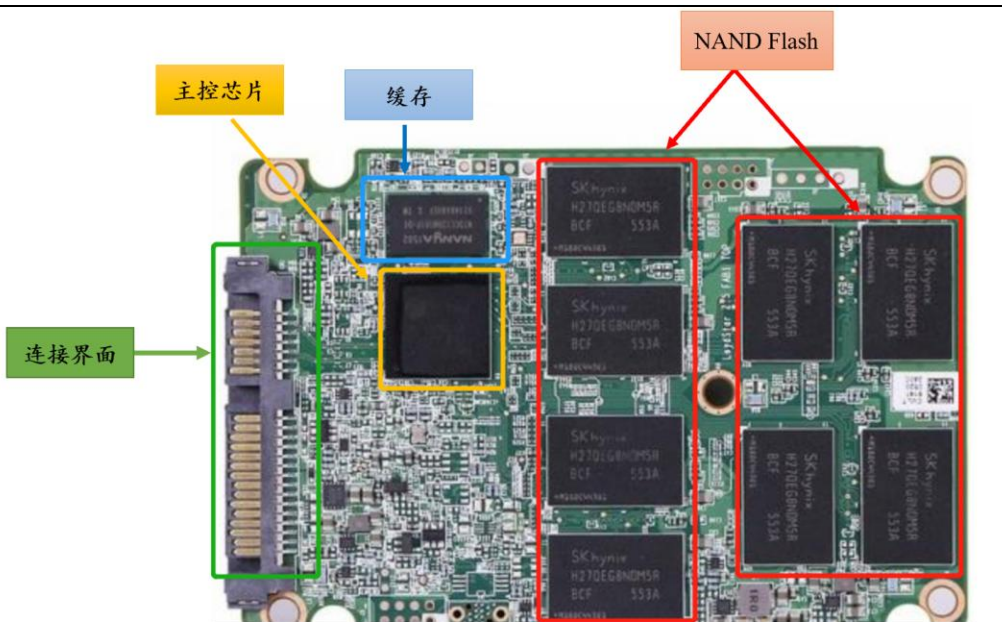
类别	行业规模	国外代表巨头	国内企业
DRAM	2018 年全球行业销售额为 996.55 亿美元 (+39%)，预计 2019 年为 822.47 亿美元 (-17.5%)	2018 年市场份额情况： 三星 (437.47 亿美元, 43.9%)；海力士 (294.09 亿美元, 29.5%)；美光 (220 亿美元, 22.1%)	合肥长鑫：总投资约 1500 亿元，2019 年 9 月，一期项目投产，产能 12 万片晶圆/月； 福建晋华：总投资为 56.5 亿美元； 紫光南京：总投资为 300 亿美元；
NAND Flash	2019Q3，全球行业营收约	2019Q3 市场份额情况：	长江存储：投资 240 亿美元，2019

	119 亿美元 (环比增加 10.2%)	三星 (39.87 亿美元, 33.5%); 铠侠 (原东芝储存) (22.27 亿美元, 18.7%); 西部数据 (16.32 亿美元, 13.7%); 美光 (12.9%)、英特尔 (10.9%)、SK 海力士 (9.6%);	年, 64 层 TLC 3D NAND 闪存量产; 紫光南京: 总投资为 300 亿美元; 紫光成都: 总投资为 240 亿美元;
NOR Flash	2019Q2, 全球行业营收约 5.50 亿美元 (-0.1%)	2019Q2 市场份额情况: Wibnond (1.29 亿美元, 23.4%); Macronix (1.27 亿美元, 23.2%); Cypress (1.01 亿美元, 18.3%); 美光 (0.60 亿美元, 10.9%)	兆易创新: 2019Q2, 兆易创新 NOR Flash 实现收入 0.77 亿美元, 市场份额为 10.9%, 超越美光, 排名第四位;

数据来源: 东北证券, DRAMeXchange, CINNO Research

主控芯片是固态存储中核心控制部分, 主要用于协调和调配数据在闪存芯片上的负荷。固态硬盘 (SSD) 内部包含主控芯片、闪存颗粒和缓存单元三大组件, 闪存颗粒是存储数据的载体, 缓存芯片是暂时存放数据的区域, 主控芯片类似于电脑的 CPU, 合理调配数据在各个闪存芯片上的负荷, 连接闪存芯片和外部接口。主流的主控芯片厂商有 Marvell、SandForce、三星、Intel、东芝等国外品牌以及慧荣、群联、智微等台湾品牌, 大陆厂商包括华澜微、国科微、忆芯、紫光得瑞、江波龙、鸿泰科技等。

图 15: 固态存储硬盘内部结构



数据来源: 东北证券, CSDN

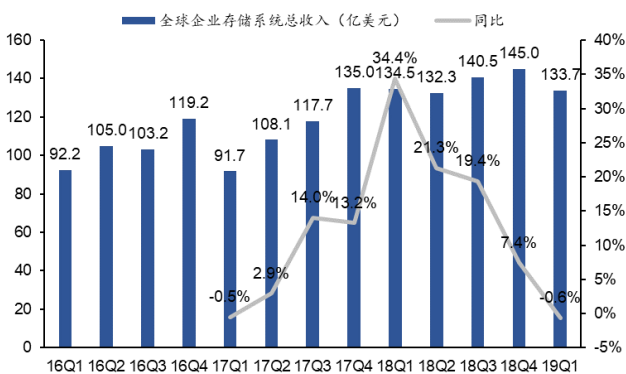
3.2. 全球企业外部存储市场增速放缓, 预计 2024 年达到 324 亿美元

全球企业存储系统收入增速放缓, 全闪存阵列强劲增长。IDC 将企业存储系统市场分为 ODM (原始设计制造商直接向超大型数据中心销售的部分)、服务器存储和企业级外部存储三个部分。2019 年 5 月, IDC 报告显示, 2019Q1, 全球企业存储系统市场总营收同比下降 0.6% 至 133.7 亿美元。其中, 直接向超大规模数据中心销售的

原始设计制造商 (ODM) 收入同比下降 5.3% 至 29.5 亿美元; 服务器存储销售额同比下降 6.6% 至 36 亿美元; 企业级外部存储收入同比增长 5.0% 至 68.6 亿美元。2019Q2, 全球企业存储市场总营收为 259 亿美元, 同比下降 9.5%, 主要是由于 IDC 修改整体存储数量的计算方法, 在原来基础上增加了市场的总体规模, 2018Q2 数据追溯调整后为 286.2 亿美元。2019Q4, IDC 报告显示, 全球企业存储市场总营收同比增长 5.1%, 主要是由于 ODM 系统增长带动, 外部存储系统市场同比下降 0.1%。从全年来看, 2019 年, 全球服务器存储市场同比下降 3.0%, 外部存储同比增长 1.9%, 全闪存阵列 (AFA) 的总销售额保持强劲增长。

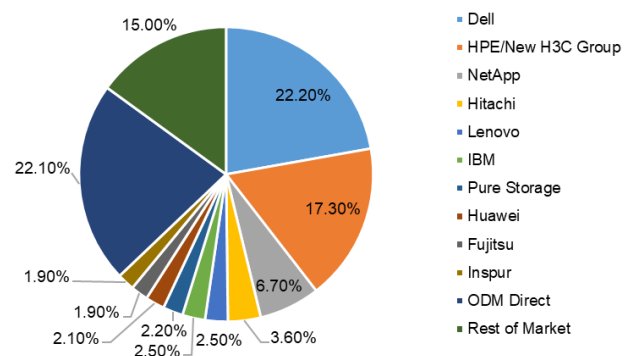
戴尔市场份额保持第一, Pure Storage、华为和联想增速较快。从全球企业存储系统市场竞争格局来看, 2019Q1, 戴尔以 22.2% 的市占率排名第一; HPE/H3C 集团 (惠普持有新华三 49% 的股权) 和 NetApp 分别是第二和第三大供应商, 市占率分别为 17.3% 和 6.7%; 日立、联想、IBM、Pure Storage (主打全闪存阵列)、华为、富士通和浪潮的市场份额分别为 3.6%、2.5%、2.5%、2.2%、2.1%、1.9% 和 1.9%, 其中, Pure Storage、华为和联想的收入增速较快, 收入增速分别达到 22.4%、14.6% 和 14.6%。

图 16: 全球企业存储系统总收入及同比



数据来源: 东北证券, IDC

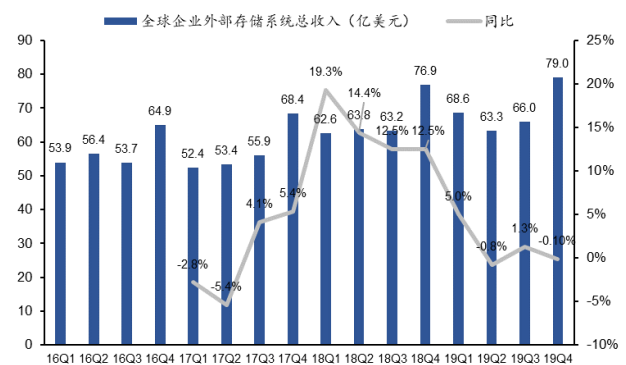
图 17: 2019Q1 全球企业存储系统前五大公司



数据来源: 东北证券, IDC

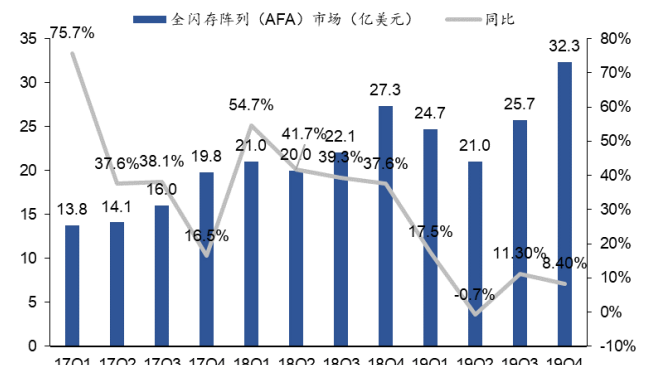
2019Q4, 全球企业级外部存储总收入达到 79.0 亿美元, 同比下滑 0.1%, 2019 全年, 全球外部存储同比增长 1.9%, 2019Q4, 全闪存阵列 (AFA) 市场收入达到 32.3 亿美元, 同比增长 8.4%, 全年收入达到 103.7 亿美元, 同比增长 9.1%。

图 18: 全球企业级外部存储总收入及同比



数据来源: 东北证券, IDC

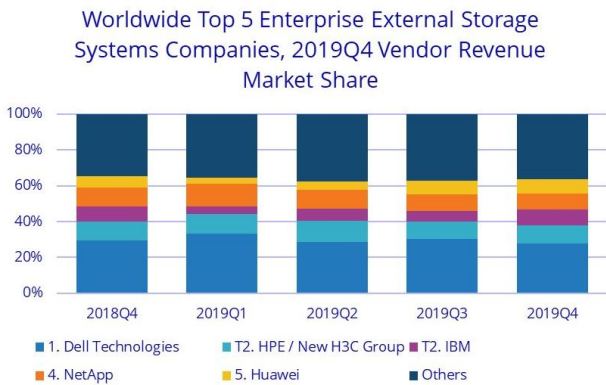
图 19: 全球闪存市场收入及同比



数据来源: 东北证券, IDC

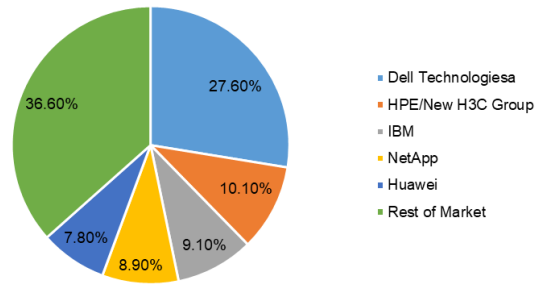
外部存储方面，戴尔仍然是为全球最大的企业级外部存储供应商，华为占比提升。根据 IDC 于 2020 年 3 月 12 日发布的报告，2019Q4，戴尔是最大的企业级外部存储系统供应商，市占率为 27.6%；HPE /H3C 集团和 IBM 分别以 10.1% 和 9.1% 的市场份额排名第二和第三；NetApp 和 Huawei 分列第四、第五名，占全球外部存储市场收入的 8.9% 和 7.8%。

图 20: 全球企业级外部存储企业排名



数据来源：东北证券，IDC

图 21: 2019Q4 全球企业级外部存储系统排名



数据来源：东北证券，IDC

全球服务器和存储市场受疫情短期影响将下滑，预计 2019-2024 年的复合年增长率（CAGR）分别为 4.9% 和 1.3%。根据 IDC 于 2020 年 3 月 27 日发布的报告，由于新冠疫情的影响，预计 2020 年全球 IT 基础设施（服务器和企业存储系统）支出将会下降，其中，服务器市场收入预计同比下降 3.4% 至 886 亿美元，2020 Q1 和 2020 Q2 分别下降 11.0% 和 8.9%，然后在下半年恢复增长；2020 年，外部企业存储系统（ESS）收入预计同比下降 5.5% 至 287 亿美元，2020 Q1 和 2020 Q2 分别下降 7.3% 和 12.4%，2020 年底恢复小幅增长，并有望在 2021 年进一步复苏。IDC 认为疫情的短期影响将是重大的，但从长远来看，两个市场都将恢复增长，预计 2024 年，服务器市场和外部存储市场将分别达到 1166 亿美元和 324 亿美元，2019-2024 年的复合年增长率（CAGR）分别为 4.9% 和 1.3%。

图 22: 全球服务器和外部存储市场规模预测

Worldwide End User Spend on Servers, 2019, 2020 and 2024 and Five-Year CAGR (value in \$ billions)						
IT Infrastructure Market	Market Segment	2019 Value	2020 Value	2020 Growth	2024 Value	2019-2024 CAGR
Servers	x86	\$83.8	\$81.9	-2.2%	\$109.8	5.6%
	non-x86	\$8.0	\$6.7	-16.0%	\$6.8	-3.3%
Total Server		\$91.7	\$88.6	-3.4%	\$116.6	4.9%

Source: IDC Worldwide Quarterly Server Tracker, March 26, 2020

Worldwide End User Spend on External Enterprise Storage Systems, 2019, 2020 and 2024 and Five-Year CAGR (Value in \$ billions)						
IT Infrastructure Market	Market Segment	2019 Value	2020 Value	2020 Growth	2024 Value	2019-2024 CAGR
External ESS	External RAID	\$30.0	\$28.3	-5.7%	\$32.0	1.3%
	Storage Expansion*	\$0.4	\$0.5	9.6%	\$0.4	-2.4%
Total External ESS		\$30.4	\$28.7	-5.5%	\$32.4	1.3%

Source: IDC Worldwide Quarterly Enterprise Storage Systems Tracker, March 26, 2020

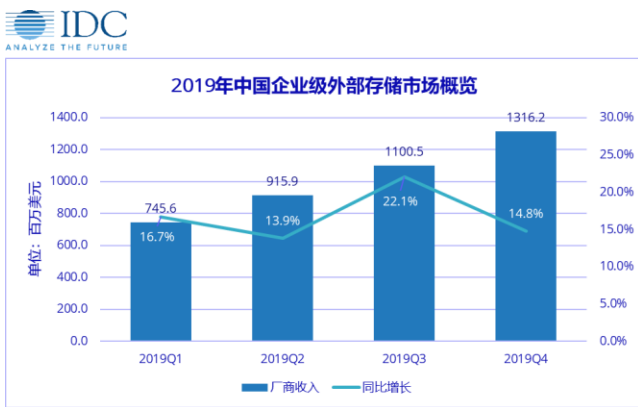
数据来源：东北证券，IDC

3.3. 中国企业级外部存储市场增长强劲，全闪存存储市场表现亮眼

2019 年，中国企业级外部存储市场规模突破 40 亿美元，预计 2024 年达到 63 亿美元。2020 年 4 月 1 日，IDC 中国发布《中国企业级外部存储市场季度跟踪报告，2019 年第四季度》，2019Q4，中国企业级外部存储市场规模达到 13.2 亿美元，2019 年全年销售额达到 40.1 亿美元，同比增长 16.8%。IDC 预测，全闪存存储阵列以及软件定义存储，尤其是超融合存储的增长将推动企业级外置存储市场的规模在 2024 年增长至 63 亿美元。2020Q1，受到新冠疫情影响，中国企业外置存储出货量将下滑。另一方面，疫情刺激远程办公、数字教育等线上场景大量增长，对 IT 基础架构的需求增加，企业级外置存储的市场业绩也将逐渐修复，预计 2020 年全年仍将保持正增长。

华为、新华三、戴尔位列中国企业级外部存储市场前三甲。2019 年，华为在中国企业级存储市场中市占率达到 29.5%，排名第一，主要是由于其全闪存存储阵列出货份额较去年同期大幅上升；新华三排名第二，市占率为 11.8%，其超融合产品在政府行业备受青睐；戴尔的市占率为 7.6%，其超融合产品出货比例较去年同期上升超过 30%。

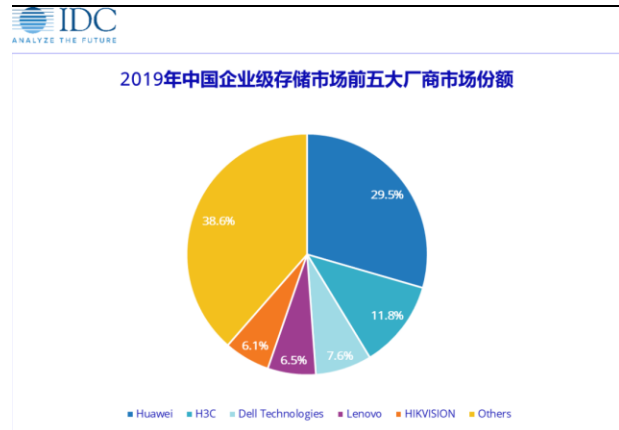
图 23: 2019 年中国企业级外部存储市场规模



来源: IDC中国, 2020

数据来源: 东北证券, IDC

图 24: 2019 年中国企业级存储市场竞争格局



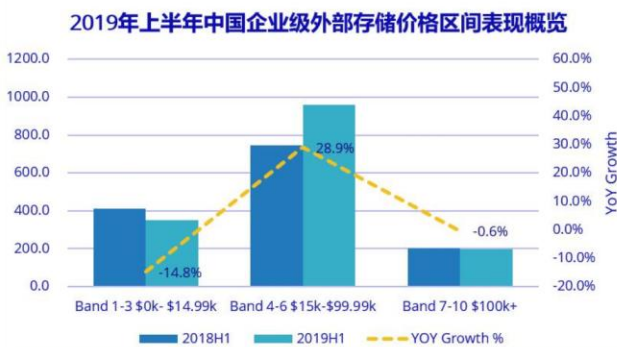
来源: IDC中国, 2020

数据来源: 东北证券, IDC

中端存储市场是国内存储市场的主流, 占整体市场的 63.6%。从价格来看, 2019 年上半年, 中端 (价格区间 1.5-10 万美元) 仍是国内存储市场的主流, 主要领导者是华为、新华三等, 主要需求方是政府、金融和电信行业; 高端存储 (区间大于 10 万美元) 出货略微下降, 约 55.0% 高端存储是全闪存阵列产品; 低端存储 (区间小于 1.5 万美元) 市场增长受益于政府安防等行业对视频监控存储系统的需求, 海康市占率排名第一。

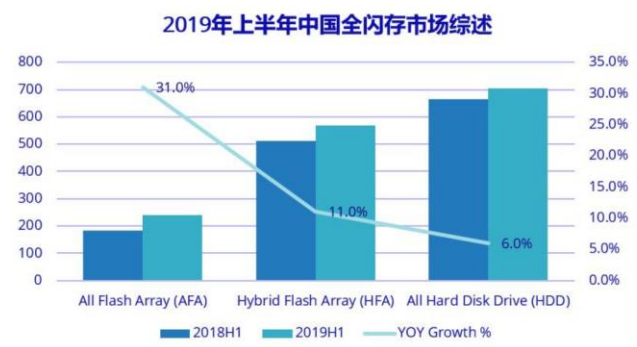
2019 年, 中国全闪存阵列(AFA)市场增速达到 58.6%, 预计 2020 年增速将达 40%。2019 年 9 月 30 日, IDC 中国发布《中国企业级外部存储市场季度跟踪报告, 2019 年第二季度》, 2019H1, 全闪存阵列 (AFA) 同比增长 31.0%, 占企业级外部存储市场的 15.8%, 预计到 2023 年将占比 25% 以上。2020 年 4 月 1 日, IDC 中国发布《中国企业级外部存储市场季度跟踪报告, 2019 年第四季度》, 认为 2020 年全闪存阵列 (AFA) 市场仍将保持 40% 的较高增长。IDC 中国高级分析师杨昀煦表示, 2019 年, 全闪存阵列(AFA)市场增速达到 58.6%, 未来五年将保持 10% 的年复合增长率。

图 25: 2019H1 中国企业级外部存储价格



数据来源: 东北证券, IDC

图 26: 2019H1 中国全闪存市场

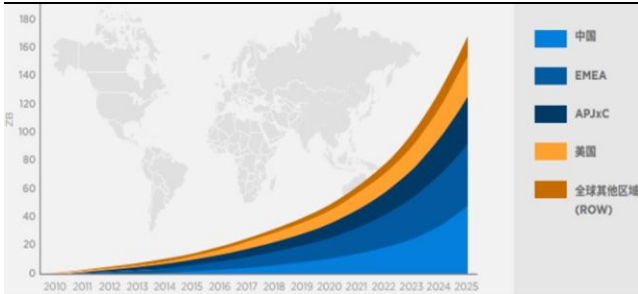


数据来源: 东北证券, IDC

中国将成为全球最大的数据圈, 存储需求旺盛。数据圈是指每年被创建、采集或是复制的数据集合, 根据 IDC《数据时代 2025》白皮书, 全球数据圈将从 2018 年的 32ZB 增至 2025 年的 175ZB, 增幅超过 5 倍, 中国数据圈占比将从 2018 年的 23.4%

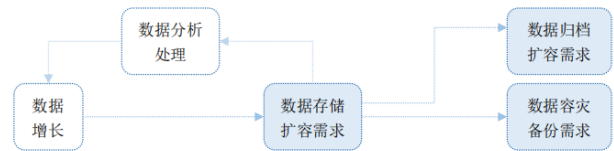
(7.6ZB) 增至 2025 年的 27.8% (48.6ZB)，成为全球最大的数据圈。随着数据量增长以及数据分析和处理产生的倍增数据，将给存储行业带来广阔的存储增量需求以及容灾、备份需求。

图 27: 全球数据圈规模与增长



数据来源：东北证券，IDC

图 28: 数据增长带动存储增量需求示意图



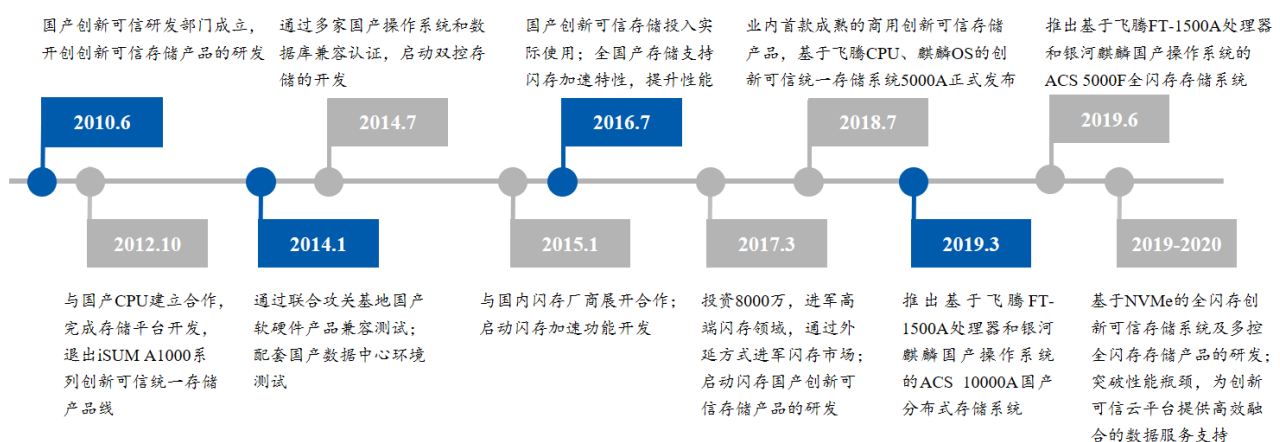
数据来源：东北证券，《紫光存储招股说明书》

4. 践行创新可信、闪存、云计算三大战略，业绩弹性可期

4.1. 携手飞腾、麒麟布局创新可信领域，业绩弹性可期

2010 年起布局创新可信业务，在党政行业 IT 创新可信试点项目中市占率超过 40%。2010 年，公司设立了创新可信产品研发部；2012 年正式推出 iSUM A1100 系列创新可信统一存储产品线；2018Q3-2019Q2，公司陆续推出国产集中式统一存储 ACS5000A、国产分布式存储 ACS10000A、国产全闪存统一存储 ACS5000F 等系列创新可信产品，为各行各业提供性能与安全并存的存储服务。公司在《2019 年半年度报告》中指出，公司在党政行业 IT 国产化试点项目中市场占有率超过 40%，为公司紧抓党政军创新可信发展机遇夯实基础。

图 29: 同有科技创新可信业务发展历程



数据来源：东北证券，公司官网

公司携手飞腾、麒麟等创新可信企业展开深度合作，推出首款商用创新可信存储系统 ACS5000A。2016 年 10 月，在“2016 年保密技术交流大会”上，同有推出 iSUM A1200、iSUM A1600 等全国产存储设备，实现从硬件架构、软件系统再到核心算法的创新可信。2018 年 7 月 10 日，公司发布业界首款商用创新可信存储系统——ACS

5000A，并同天津飞腾信息技术有限公司、天津麒麟信息技术有限公司签订了战略合作协议，ACS5000A 是基于飞腾 FT-1500A 芯片、银河麒麟操作系统首家也是唯一的内核源码授权的产品，推出后连续中标数十个国家级、省市级政府机关项目，在党政行业 IT 国产化试点项目中市场占有率超过 40%。

2019 年，同有科技陆续推出 ACS10000A 国产分布式存储系统和 ACS5000F 国产全闪存统一存储系统。ACS10000A 是全国产云存储系统，采用飞腾 FT-1500A 处理器、银河麒麟国产操作系统和同有科技自主研发的分布式存储软件，在云、虚拟化及海量数据存储等应用场景下具有卓越表现，满足党政军及企业数据中心云化转型的业务需求。ACS5000F 是全闪存存储，采用飞腾 FT-1500A 处理器、银河麒麟内核源码授权和同有科技自主研发的软硬件平台，硬盘引入国产 SSD，关键部件全部国产化，主打用户多种关键应用及高性能应用领域。公司的下一阶段核心目标是基于 FT2000+ 的 NVMe SSD 全闪存存储系统，此项目得到了北京市政府的大力支持，已成功入选高精尖项目课题。

图 30: 公司 ACS10000A 产品



数据来源：东北证券，公司官网

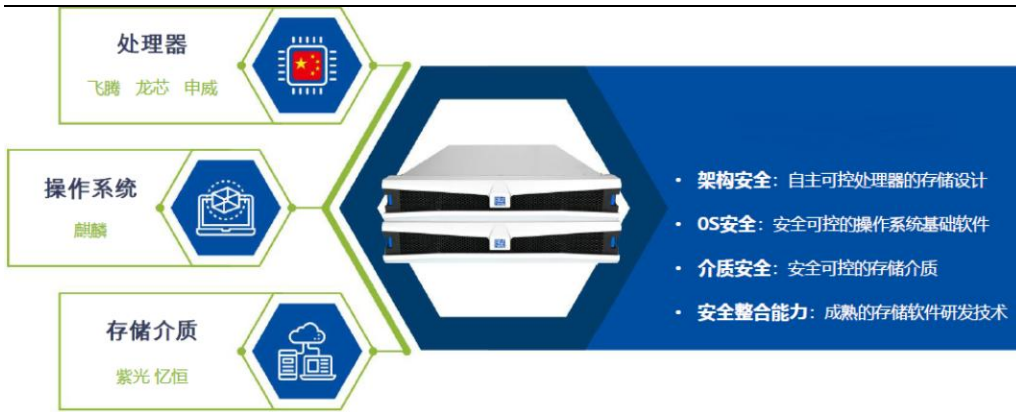
图 31: 公司 ACS 5000F 产品



数据来源：东北证券，公司官网

与国产处理器、操作系统和存储介质厂商展开合作，打造创新可信产品解决方案。公司积极打造创新可信存储产业链，除携手飞腾、麒麟等进行深入战略合作外，先后投资忆恒创源、泽石科技、国科亿存，全资收购鸿泰科技，布局多家技术创新型企业，并积极与包括服务器、安全设备、操作系统、数据库、中间件、云平台等合作伙伴进行了互兼容认证测试，以及与上下游的厂商展开了深度的技术合作。在处理器方面，公司主要和天津飞腾、龙芯以及申威展开合作；操作系统采用麒麟操作系统；存储介质方面，主要和紫光、忆恒以及鸿泰合作。

图 32: 同有科技创新可信产品解决方案



数据来源: 东北证券, 公司官网《公司简介(2018年版)》

创新可信市场中, 公司的主要竞争对手包括华为、浪潮信息、中科曙光、航天科工集团 706 所、宏杉科技、鲸鲨软件等。

表 5: 公司主要竞争对手

	存储业务简介
华为	产品包括全闪存阵列、混合闪存阵列、云存储、数据管理以及超融合基础设施; 2019 年, 华为在中国企业级存储市场中市占率达到 29.5%, 排名第一, 收入约 11.8 亿美元 (IDC 数据); Gartner 将其列为通用存储阵列魔力四象限领导者
浪潮信息	产品包括分布式存储、全闪存存储、混闪存存储、存储服务器、数据管理与保护等, 重点加速全闪存存储发展; 根据公司年报, 2018 年, 浪潮存储出货量同比增长为 27%; 2019Q1, 浪潮存储销售额位列全球第五
中科曙光	产品包括分布式统一存储、多控统一存储、高密度存储服务器和备份一体机, 偏向中高端产品; 2019 年, 曙光存储在轨道交通、生物基因、气象、能源、金融等众多领域取得突破, 中标上海、广州、浙江、山东、河南等地高速公路信息化建设项目, 存储产品实现收入 9.61 亿元, 同增 10.68%, 毛利率为 22.46%
航天科工集团 706 所	产品包括数据备份一体机、通用磁盘阵列、数据库一体机、国产分布式存储系统, 主要基于飞腾服务器; 我国最早从事计算机研究的大型骨干专业研究所之一, 国防领域计算机与控制技术核心研究所
宏杉科技	产品包括存储阵列 (SAN)、全闪存、分布式文件存储、对象存储、备份五大系列产品; 2016 年, 中国中端和高端存储市场中排名第四位; 2018 年, 中国全闪存市场中排名第六位 (IDC 数据); 在创新可信领域, 携手飞腾推出自创新可信存储产品 MS3000G2-FT
鲸鲨软件	产品包括 SAN/NAS 存储、分布式存储、存储服务器等, 参与“飞腾+麒麟 OS”核高基项目, 采用国产处理器 (飞腾、龙芯、申威) 和操作系统 (麒麟), 推出系列创新可信存储产品系列

数据来源: 东北证券, 各公司官网

公司客户资源积累优势显著, 构建竞争壁垒。存储系统是信息系统基础架构的核心, 一旦存储系统发生故障将直接导致业务中断和数据丢失, 因此用户选择存储系统更为谨慎, 存储系统的替换会面临比服务器、网络等硬件设备替换更大的复杂度及风险, 因此客户资源积累是存储行业中的一大竞争壁垒。同有科技深耕存储领域二十余年, 产品广泛用于特殊行业、政府、科研院所、交通、医疗、教育、金融及能源等主流行业, 且广泛用于用户的核心业务, 用户超过 5000 家, 如全国人大、工信部、司法部、江苏省委、长沙市委、中国人民银行、中科院等重点行业用户, 得到广泛认可, 后续用户的信息化建设程度不断加深, 将成为公司业务增长的重要基础之一。

表 6: 同有科技典型客户

行业	典型客户
政府机关	国家发展与改革委员会、国家信息中心、国家工商总局、国家新闻出版广电总局、财政部、中华人民共和国工业和信息化部、国家保密局、国家国土资源局、科技部、国家计算机网络中心、国家统计局、国家税务总局、国家地震局、国家知识产权局、中共中央办公厅、中共中央对外联络部、广东省政府办公厅、北京市委、河北省委机要局、广东省发改委、广东省委机要局、吉林省人民政府网站管理办公室、吉林省商务厅、吉林市国土资源局、内蒙古商务厅、新疆维吾尔自治区政府、云南省委等
公检司法	吉林省公安厅交警总队、吉林省高级人民法院、吉林省长春市公安局、北京市公安局、广东省公安厅交通管理局、河北省人民检察院、河北省司法厅、河北省监狱局、山西省公安厅、新疆生产建设兵团人民法院、四川省成都市公安局、河南省监狱管理局、湖南省公安厅反恐总队、河南省郑州市公安局、新疆兵团监狱管理局、新疆维吾尔自治区公安厅、重庆市第一中级人民法院、乌鲁木齐市公安局等
金融机构	中国人民银行、四川工商行、中国银行监督管理委员会、广东监管局、新华基金、广发银行、泰山财产保险股份有限公司、中国农商银行、杭州交通投资建设管理有限公司、湖南郴州安仁农村信用社、吉林长春产权交易中心、南京银行、广州产权交易所、湖南农村信用社、湖南昭阳农村商业银行、重庆市农村商业银行等
航天军工	中国民用航空局空中交通管理局、中国航天工业一集团、中国航天工业二集团、中国核工业集团公司、中国核工业研究所、中国电子科技集团第 10 研究所、中国电子科技集团第 14 研究所、中国电子科技集团第 28 研究所、中国电子科技集团第 29 研究所、中国电子科技集团第 30 研究所、中国电子科技集团第 54 研究所等
智慧城市	智慧河南、智慧潮州、平安唐山等
能源制造	金川集团、中国石油化工股份有限公司石家庄炼化分公司、鲁商集团等
科研院所	中科院遥感与数字地球研究所、中国科学院声学研究所、中国科学院高能物理研究所、中国科学院工程热物理研究所、中石油新疆油田分公司勘探开发研究所、西安核电所等
交通医疗	中国民航、北京同仁医院、武广高铁、广州铁路局、海南东环高铁等
教育传媒	河南省图书馆、解放军信息工程大学、山西省忻州市第一中学等

数据来源：东北证券，公司官网

收购鸿秦科技，加强在特殊行业的先发优势。公司是少数在特殊行业拥有全部相关资质的专业存储厂商，其存储系统级产品及方案已经覆盖了特殊行业的主要核心业务，在关键细分领域均建立了具有示范效应样板工程，在通用指挥装备领域为用户提供了一系列数据中心级存储产品。鸿秦科技较早进入军工固态存储领域，客户覆盖各大军工企业、军工科研院所。2019 年，公司完成收购鸿秦科技，强强联合，加强公司业务在特殊行业的深度融合。国防信息化建设以及军民融合的深入推进将催生大规模的信息系统投入，存储作为 IT 基础架构的核心必然会迎来重大发展机会。

党政行业 IT 创新可信试点项目中得到广泛好评，进一步夯实发展基础，未来弹性可期。2019 年，公司在党政行业 IT 创新可信试点项目中得到广泛好评，我们认为，随着创新可信行业的持续推进，公司存储业务将迎来快速增长。且公司研发投入和销售、管理等费用相对刚性，费用率对营收数据非常敏感，因此公司业务具有较强的规模效应，一旦订单释放，其费用增长将落后于营收增长，因此净利润将有更大的业绩弹性。

4.2. “内生+外延”发展，布局全闪存产业链

“内生+外延”发展，实现从芯片、到部件、再到系统级完全创新可信的全闪存布局。2016年，公司推出面向金融行业的全闪存存储系统 NCS8000。2017年，公司正式实施“全闪存、云计算架构、创新可信”三大战略，全面开启战略转型，分别从内生和外延两个方向推进。内生方面，公司携手飞腾、麒麟等龙头厂商，推出具有弹性灵活敏捷架构的创新可信分布式存储系统 ACS10000A，下一阶段核心目标是基于 FT2000+的 NVMe SSD 全闪存存储系统。外延方面，公司通过投资入股及收购的方式向全闪存产业链上游拓展，逐步实现从芯片、到部件、再到系统级完全创新可信的全闪存布局。2017年4月，公司以8000万自有资金投资在企业级 SSD 闪存产品及 NVMe 固件拥有自主研发优势的忆恒创源（持有16.33%的股权）；2018年7月，公司收购固态存储及主控芯片专业公司鸿秦科技100%股权；2018年8月，公司以1000万元投资主营业务为3D NAND的消费级和企业级 SSD 产品的泽石科技（持股5.13%）；2018年12月，投资主控芯片企业国科亿存，持有9%的股权。

图 33: 同有科技全闪存产品布局



数据来源：东北证券，公司官网

4.2.1. 全资收购鸿秦科技，强强联合研发国产 SSD

专注军工、创立固态存储民族品牌。鸿秦科技成立于2007年，是国内较早进入军工领域的固态存储供应商，主营产品为 SSD 固态硬盘、定制硬盘、存储板卡和安全产品等。公司已经取得“军工三证”证书，主要客户为军工企业、军工科研院所等，产品广泛应用于航空航天、船舶、兵器、电子等众多领域。

表 7: 鸿秦科技产品体系

产品	简介
鸿芯 K1 主控芯片 (自主产品)	内置高可靠 ECC 闪存纠错装置，支持 SATA3.1 标准接口，支持 SLC/MLC/TLC 等闪存颗粒，最大容量达 2TB，外围可以配合 DRAM 动态存储器和 NAND 颗粒
鸿芯 N1 主控芯片 (自主产品)	支持 NVMe PCIe 接口，可应用于高速大容量及宽温数据存储场景
全国产固态硬盘 (自主产品)	支持 SATAI、SATAII 和 SATAIII 接口协议，支持高达 2TB 单盘容量，可在 -40℃ 至 +85℃ 的环境中运行，稳定性强；支持多种销毁模式，具有完备的掉电保护功能
SSD 固态硬盘	包括 SATA 固态硬盘、mSATA 固态硬盘、Half-Slim 固态硬盘、M.2 固态硬盘、U.2 固态硬盘、CF/CFast

	存储卡、DOM 存储卡和 uSIC 存储芯片等
定制硬盘	包括双主控 mSATA 固态硬盘、加固 mSATA 固态硬盘、双盘双销毁安全固态硬盘、RSATA 高插拔寿命固态硬盘、邮票孔固态硬盘、SATA/USB 双接口固态硬盘
存储板块	包括加固 NNMe 存储板、高速大容量存储子卡、XMC 加固存储卡和 VPX 加固存储卡等
安全产品	包括多分区安全 SSD 和加密 SSD 模块

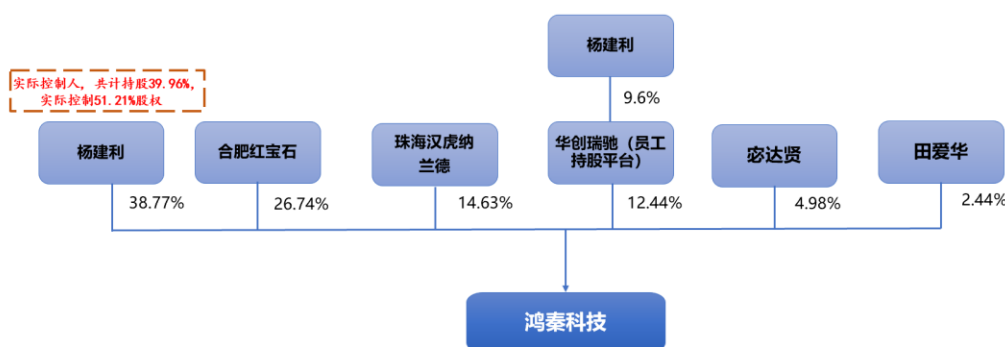
数据来源：东北证券，公司官网

以 5.80 亿元全资收购鸿秦科技，超额实现承诺业绩。2019 年 2 月 1 日，同有科技收购鸿秦科技获证监会正式批复，鸿秦科技成为同有科技全资子公司。鸿秦科技全部股东权益的交易价格为 5.8 亿元，其中，同有科技以发行股份支付的对价金额为 3.48 亿元（占比 60%），以现金支付的对价金额为 2.32 亿元（占比 40%）。鸿秦科技承诺 2018 年-2021 年，归属于上市公司所有者的净利润分别不低于 0.29 亿元、0.46 亿元、0.59 亿元和 0.71 亿元，其中，2018 年鸿秦科技扣除非经常性损益后净利润 2,961.69 万元，超过业绩承诺的 2,900.00 万元；2019 年鸿秦科技扣除非经常性损益后净利润 4,617.80 万元，超过业绩承诺的 4,600.00 万元。

非公开募资 2.30 亿元，进一步增强公司实力。公司收购鸿秦科技时，拟以询价方式向不超过 5 名符合条件的特定投资者非公开募集配套资金总额不超过 3.48 亿元，其中，2.32 亿元用于支付本次交易的现金对价，0.60 亿元和 0.36 亿元分别用于补充鸿秦科技和同有科技的流动资金，0.20 亿元用于支付中介机构费用和其他发行费用。2020 年 5 月 7 日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金之实施情况暨新增股份上市公告书》，向 7 名特定投资者非公开发行 2369 万股，募集资金 2.30 亿元，定价基准日为发行期首日（2020 年 4 月 8 日），发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%，即 9.69 元/股。新增股份上市日为 2020 年 5 月 12 日，六个月内不得转让。

收购前，鸿秦科技控股股东及实际控制人为杨建利持股比例为 39.96%，控制 51.21% 的股权。公司董事长杨建利直接持有鸿秦科技 38.77% 的股权，持有鸿秦科技员工持股平台华创瑞驰 9.6% 的股权，间接持有 1.19% 的股权，则共计持有 39.96% 的股权；此外，杨建利并作为鸿秦科技员工持股平台华创瑞驰的执行事务合伙人间接控制鸿秦科技 12.44% 的股权，合计控制鸿秦科技 51.21% 的股权。杨建利自 2020 年 1 月起任同有科技董事兼副总经理。

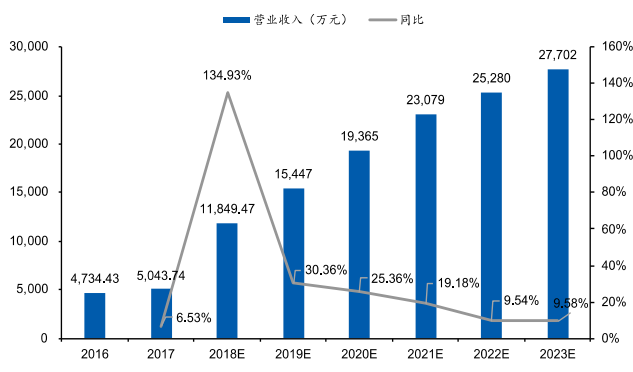
图 34：鸿秦科技股权架构（收购前）



数据来源：东北证券，公司公告

收入稳健增长，毛利率保持较高水平。2016年、2017年和2018前三季度，鸿秦科技实现营收4734.43万元、5043.74万元和7976.16万元。公司2018年全年收入为1.16亿元，同比增长130.82%，主要由于2016年、2017年公司受国防和军队改革影响营收增速较慢，2018年军队装备采购迎来补偿增长，随着我国国防信息化投入逐年增加，行业基本面向好，预计公司2023年收入将达到2.77亿元。毛利率方面，公司2016年、2017年和2018前三季度综合毛利率分别为48.28%、56.26%及46.49%，2018年全年毛利率为48.15%。2017年毛利率较高的原因在于受某军工定制项目影响，该项目贡献营业收入约700万元，毛利率较高。预计2020年至2023年毛利率将保持在50%以上。

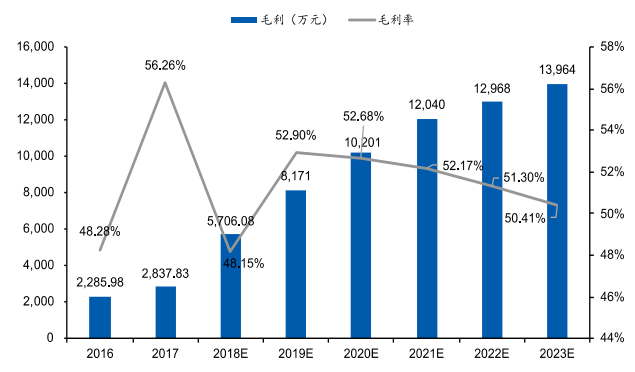
图 35: 鸿秦科技营业收入情况 (2016-2023E)



数据来源：东北证券，公司公告

备注：2018-2023年的数据采用公司公告的预测值

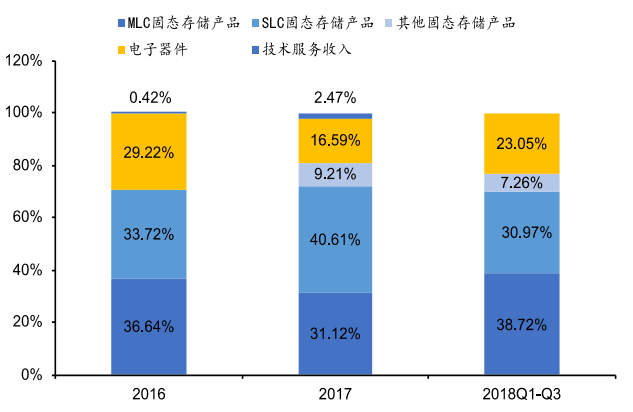
图 36: 鸿秦科技毛利及毛利率 (2016-2023E)



数据来源：东北证券，公司公告

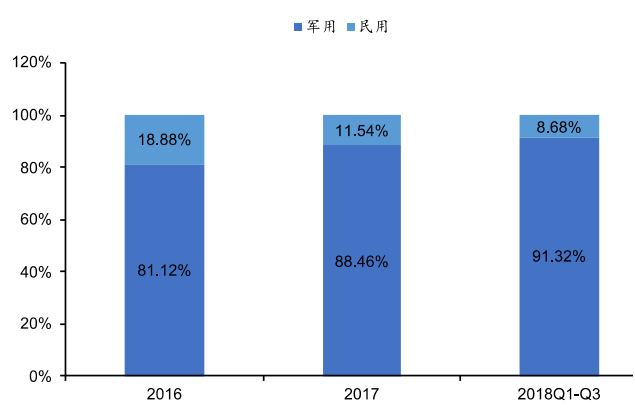
鸿秦科技核心产品为固态存储产品，主要应用于军工领域，按存储单位分为 SLC (Single-Level Cell 单阶存储单元) 固态存储产品和 MLC (Multi-Level Cell 多阶存储单元) 固态存储产品。MLC 容量大、成本低，但是读写速度慢，读写次数低于 SLC，2018 年前三季度，MLC 固态存储产品收入占比 38.72%。SLC 容量小、读写速度快、寿命长，读写次数在一般在 10 万次以上，是 MLC 的 10 倍以上，但成本较高，多用于工业级高端产品，2018 年前三季度，SLC 固态存储产品收入占比 30.97%。分行业来看，公司客户覆盖各大军工企业、军工科研院所，为各类高科技武器装备提供存储解决方案。2018 年前三季度，来自军工客户收入占比达 91.32%。

图 37: 鸿秦科技收入结构 (2016-2018Q3)



数据来源：东北证券，公司公告

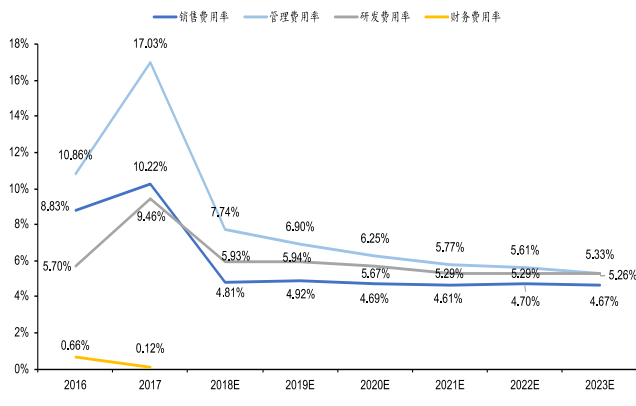
图 38: 鸿秦科技收入按领域划分 (2016-2018Q3)



数据来源：东北证券，公司公告

预计期间费用率趋于稳定，2018年净利润超额完成。公司2017年净利润亏损455.83万元，主要由于公司业务拓展导致管理费用和销售费用大幅提升，同时加大研发，研发费用率也有所提升，预计2018年之后，期间费用率将逐渐下降并保持稳定。2018年预测净利润为2866.26万元，同比增长728.81%；2019年4月25日，公司公告披露，2018年鸿秦科技实际净利润为2961.69万元，同比增长749.75%，超额实现业绩61.69万元（2018年业绩承诺2900万元），预计后续净利润稳健增长。

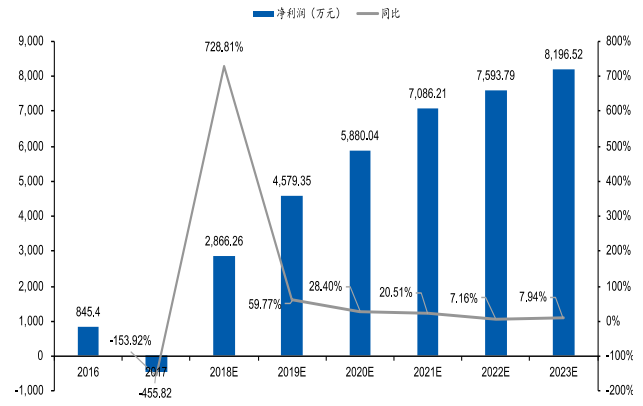
图 39: 鸿秦科技四大费用率（2016-2023E）



数据来源：东北证券，公司公告

备注：2018-2023年费用率和净利润数据采用公告的预测值

图 40: 鸿秦科技净利润及同比（2016-2023E）



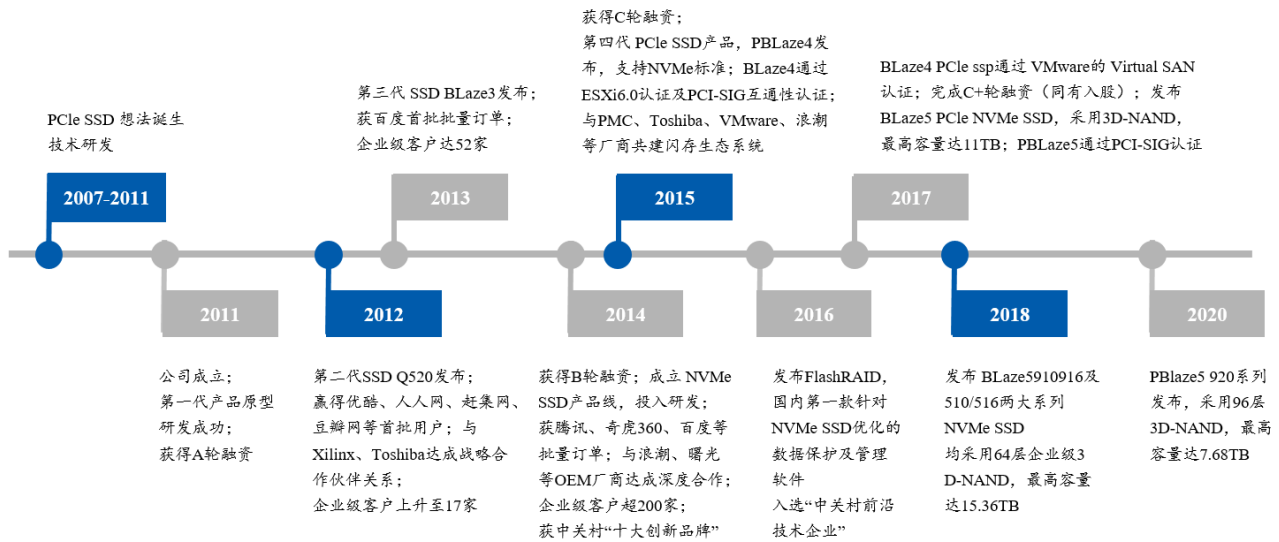
数据来源：东北证券，公司公告

强强联合研发国产 SSD，协同效应显著。收购鸿秦科技，有助于同有科技在闪存领域发力，加快闪存底层核心技术突破，完善闪存存储产业链，打通“从芯片到系统”的全部创新可信。且鸿秦科技较早进入军工固态存储领域，在专用作战装备等领域具有多年积累的经验和优势，双方业务在特殊行业有望深度融合，实现协同效应，扩大领先优势。

4.2.2. 入股核心闪存服务商忆恒创源，向产业链上游核心部件拓展业务

深耕数据存储，阿里巴巴、京东、美团等核心闪存服务商。北京忆恒创源科技有限公司成立于2011年，是一家从事企业级SSD产品的研发和生产的高新技术企业，公司成立第二年，当时的互联网头部企业优酷、人人网、赶集网、豆瓣网等即成为首批客户；据公司CEO殷雪冰先生公开演讲时表示，“2014年，公司在中国企业级PCIe SSD市场上占有率达到60%，全年出货容量达到6PB”；目前公司已经在互联网、云计算、金融、运营商等行业为600余家企业提供了高速存储解决方案，并成为阿里巴巴、京东、美团、中国电信等超大规模数据中心用户的核心闪存服务商，其中，阿里和京东两大双十一主战电商，均配置了PBlaze系列PCIe SSD。同时，公司与Microsemi、美光、东芝、浪潮、曙光、VMware、同有等厂商和国际化标准组织建立了深入合作关系，积极融入存储生态建设。

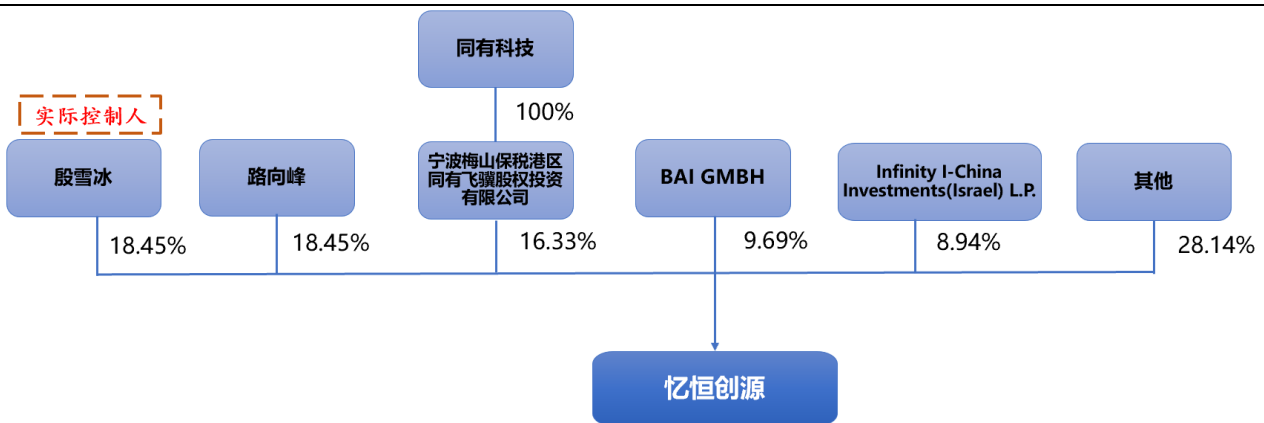
图 41: 忆恒创源发展历程



数据来源: 东北证券, 公司官网

同有科技入股忆恒创源, 双方互惠互利。公司成立之初直接获得了 A 轮融资, 随后于 2014 年和 2015 年分别获得 B 轮 7000 万元、C 轮 1 亿元融资。2017 年, 公司完成 C+轮融资, 同有科技斥资 8000 万元入股, 持有忆恒创源 16.33%的股权。双方合作实现互惠互利, 一方面, 闪存技术已成为存储产业持续发展的重要增长点, 同有科技通过战略入股将业务向全闪存产业链拓展, 把握存储技术变革趋势; 另一方面, 同有科技入股后, 同有科技入股可助力忆恒融入存储生态建设, 弥补公司在整体解决方案上的短板, 并为忆恒提供优质客户资源, 助力忆恒业务扩展。

图 42: 忆恒创源股权结构



数据来源: 东北证券, Wind

公司专注于 NVMe 标准的 PCIe SSD, 为高新技术领域提供基础设施。忆恒创源的产品线主要为企业级硬件存储——NVMe 标准的 PCIe SSD, 包括硬盘和闪存卡, 公司自 2011 年发布第一款自研的 Device-based 架构 PCIe SSD 以来, 连续打造了 5 代 PCIe SSD 产品, 并从 PBlaze4 系列开始全面采用 NVMe 标准, 在数据库、虚拟化、云计算、大数据、人工智能等场景中得以广泛应用。2020 年 3 月, 忆恒发布最新产品 PBlaze5 920 系列企业级 SSD, 能源效率较前一代大幅提升, 可为数据中心提供

更加高效节能的存储方案。2020年4月9日，中共中央国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，数据作为新型要素被写入中央文件。继去年11月1日，中国共产党十九届四中全会提出，数据可作为生产要素按贡献参与分配后，《意见》首次勾勒数据生产要素的基本政策。数据是新时代的石油，公司为数据提供载体，构建高新技术领域的基础设施。

表 8: 忆恒创源产品系列

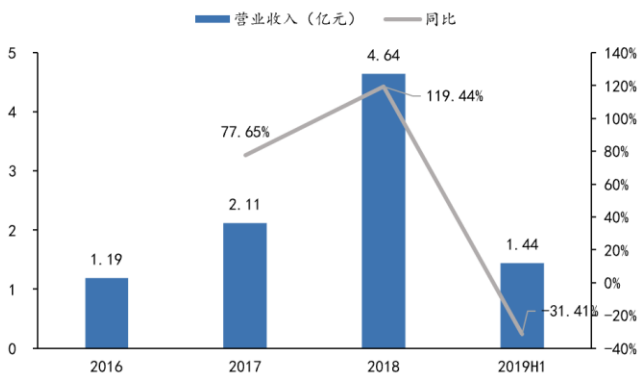
类别	产品	特点
NVMe SSD 系列固态硬盘	PBlaze4 系列	开始全面采用 NVMe 标准，提供 800GB 到 3.2TB 的多种容量供客户选择
	FlashRAID	全球首款基于 NVMe SSD 特性推出的数据保护及自动分层软件
	PBlaze5 700 系列	采用拥有自主知识产权的独特创新固件，用户存储容量达 11TB，是上一代产品最大容量的 3.4 倍
	PBlaze5 900 系列	集合 MemSpeed3.0 及 MemSolid3.0 两大核心技术，平均无故障时间 200 万小时
	PBlaze5 910/916 系列	采用 64 层 3D NAND，容量高达 15.36TB，相比同一代 PBlaze5 700/900 系列能效比提高 38%
	PBlaze5 510/516 系列	可提供高达 510K IOPS，3.4GB/s 带宽，支持双端口，单机柜年耗电量降幅 54%，功耗管理灵活
解决方案	虚拟化	包含全闪存解决方案和混合存储方案。全闪存方案中 PBlaze 既是系统的缓存，数据也可长期存储在闪存产品中；混合存储解决方案中，PBlaze 作为系统缓存，提高虚拟化系统处理 IO 的能力
	大数据	可提高大数据分析系统性能，将 IO 响应延迟降至微秒级，使大数据所需的实时分析成为现实
	应用加速	可作为高速缓存配置于数据中心中，消除存储性能瓶颈，同时降低基础架构的总体成本
	数据库	针对 Oracle、MySQL 等主流数据库打造，解决目前在数据分析过程中遇到的响应时间过长的问
	云计算	针对云计算数据中心打造，为云计算数据中心提供存储加速引擎

数据来源：东北证券，公司官网

创始团队以技术为导向，构建业务护城河。公司创始人和高管大多拥有知名中外企业工作经验，创始人是殷雪冰、路向峰两位 80 后创始人，创业前分别在中科院和微软亚洲研究院工作，2009 年先后辞去稳定工作进行固态硬盘研发；公司联合创始人兼 CEO 唐志波于 2012 年加入公司，曾在 Intel 工作 11 年。根据《中关村杂志》报道，截至 2019 年 6 月，公司拥有 90 多位研发工程师，占员工比例绝大部分，拥有 195 件技术专利，其中，国内授权专利 45 件，包括发明专利 24 件。2018 年，公司研发投入 6000 万元，约占年度总收入的约 15%。

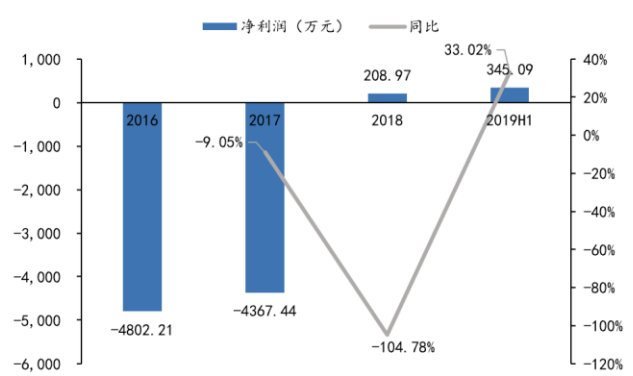
公司盈利能力不断增强，2018 年公司扭亏为盈。忆恒创源营业收入从 2014 年开始连年翻番，出货量不断增长，自 2017 年同有科技入股以来，忆恒创源 2017、2018 分别实现营收 2.11 亿元、4.64 亿元，同比增长为 77.65% 和 119.44%，2019H1 营收 1.44 亿元，较上年同期的 2.10 亿元，同比下降 31.41%。净利润方面，自 2017 年以来，公司净利润亏损逐年下降，2018 年扭亏为盈，实现净利润为 208.97 万元，2019H1 净利润为 345.09 万元，同比增长 33.02%，公司盈利能力不断增强。

图 43: 忆恒创源营收及同比



数据来源：东北证券，公司公告，Wind

图 44: 忆恒创源净利润及同比



数据来源：东北证券，公司公告，Wind

4.3. 积极布局分布式存储，应对云计算和大数据时代

云计算和大数据时代，存储产业链向软件定义存储、超融合、闪存以及统一架构四个方向发展。随着云计算、大数据时代的来临，传统 IT 架构逐渐向敏捷融合的“云”化 IT 架构转变，数据呈现出海量、多元的发展趋势，多云和云-边-端等部署环境更加复杂，随之对存储系统的性能、扩展性等提出了更高的要求，导致存储产业链正在向软件定义存储、超融合、闪存以及统一架构四个方向发展。分布式存储技术凭借其灵活、开放、安全的特性，应对大规模的数据读写需求，为客户打造更加安全可靠的企业级存储。

积极布局分布式存储，创新可信产品系列拓展至分布式领域。2009 年，公司开始探索大规模分布式存储软件的核心技术研发；2016 年，公司推出面向海量数据的云存储管理平台及大数据分布式集群存储系统 NetStor NCS10000。NetStor NCS10000 采用独特的多存储节点并行集群技术，在 100 节点的规模时，系统带宽可达到 240GB，并可以提供高达 600 万的 OPS 性能，与传统方案相比，性能提升 20% 以上；2018 年，公司实现了超过 200 个分布式存储项目的最终交付；2019 年，在已建成北京集中式研发中心、上海闪存研发中心的基础上，设立武汉分布式研发中心，并推出具有弹性灵活敏捷架构的创新可信分布式存储系统 ACS10000A，公司实现创新可信产品系列拓展至分布式领域。2019 年 7 月，同有科技入围全国政法智能化建设创新案例，云存储系统 NCS10000 荣获雪亮工程十大创新产品奖。

图 45: 同有科技分布式存储产品典型应用场景



数据来源: 东北证券, 公司官网

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测: 预计 2020-2022 年归母净利润 2.00/2.71/3.37 亿元

2020 年是创新可信产业全面推广的起点, 整体市场空间将实现翻倍式增长, 国产化 IT 产业将迎来历史性发展机遇, 通用处理器、存储、操作系统、数据库和中间件等基础软硬件以及应用层均显著受益。公司是存储赛道的重要参与者之一, 在党政军领域多年深耕积累, 根据公司年报披露, 公司在党政行业 IT 国产化试点项目中市场占有率超过 40%, 为公司紧抓党政军创新可信行业的发展机遇夯实基础。我们预计 2020 年, 公司将保持在创新可信存储赛道中的竞争优势, 受益于创新可信行业爆发, 预计公司收入端有望实现翻倍式增长。2020 年上半年, 受新冠疫情影响, 政企客户延期复工复产, 招投标及采购合同流程停滞或节奏明显放缓, 以及在手订单实施、交付及验收延迟。随着全面复工复产, 招投标及项目实施恢复, “内需+内供”模式的国产软硬件行业的基本面拐点已经到来。

预计 2020 年-2022 年, 公司整体收入为 8.61 亿元、11.37 亿元和 13.87 亿元。具体来看, 我们预计 2020-2022 年, 容灾业务收入为 2.61 亿元、3.39 亿元和 4.07 亿元, 数据存储业务收入为 2.63 亿元、3.42 亿元和 4.10 亿元, 闪存存储业务收入为 3.38 亿元、4.56 亿元和 5.70 亿元, 公司整体收入为 8.61 亿元、11.37 亿元和 13.87 亿元。由于闪存存储业务及创新可信领域业务毛利率较高, 因此带动公司整体毛利率提升, 预计 2020 年-2022 年, 公司毛利率为 47.73%、46.80% 和 45.58%。

表 9: 公司整体收入及毛利率预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
1) 容灾 (亿元)	1.47	1.04	2.61	3.39	4.07

YOY		-29.01%	150.00%	30.00%	20.00%
2) 数据存储 (亿元)	2.18	0.88	2.63	3.42	4.10
YOY		-59.89%	200.00%	30.00%	20.00%
3) 闪存存储 (亿元)	0.12	1.53	3.38	4.56	5.70
YOY		1176.16%	120.00%	35.00%	25.00%
营业总收入 (亿元)	3.77	3.45	8.61	11.37	13.87
YOY		-8.48%	149.36%	31.96%	22.01%
毛利 (亿元)	1.21	1.47	4.11	5.32	6.32
毛利率	32.04%	42.66%	47.73%	46.80%	45.58%

数据来源: 东北证券, Wind

费用率及净利润预测: 预计 2020-2022 年归母净利润为 2.00 亿元、2.71 亿元和 3.37 亿元。考虑到随着公司业务增长, 人员总数增加, 费用有所提升, 但预计相关费用率随着收入快速增长有所下降, 预计 2020-2022 年, 公司销售费用率为 7.0%/6.5%/6.0%, 管理费用率为 8.5%/8.0%/7.0%, 研发费用率为 8.0%/7.5%/7.0%, 财务费用率为 0.57%/0.50%/0.81%。预计 2020-2022 年, 公司归母净利润为 2.00 亿元、2.71 亿元和 3.37 亿元。

表 10: 公司整体费用及净利润预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用 (亿元)	0.35	0.34	0.60	0.74	0.83
销售费用/营业收入	9.27%	9.88%	7.00%	6.50%	6.00%
管理费用 (亿元)	0.42	0.43	0.73	0.91	0.97
管理费用/营业收入	11.01%	12.58%	8.50%	8.00%	7.00%
研发费用 (亿元)	0.30	0.43	0.69	0.85	0.97
研发费用/营业收入	7.96%	12.58%	8.00%	7.50%	7.00%
财务费用 (亿元)	0.02	0.12	0.05	0.06	0.11
财务费用/营业收入	0.56%	3.41%	0.57%	0.50%	0.81%
归母净利润 (亿元)	0.20	0.11	2.00	2.71	3.37
同比	-60.22%	-44.50%	1683.46%	35.27%	24.38%

数据来源: 东北证券, Wind

5.2. 目标价格 14.59 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级

给予公司 2020 年 35x 目标 P/E, 对应 70.0 亿目标市值, 目标价 14.59 元/股。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.96 亿元、2.50 亿元和 3.03 亿元。参考可比公司, 给予公司 2020 年 35x 目标 P/E, 对应 70.0 亿目标市值, 目标价 14.59 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值表 (2020/6/24)

	市值(亿元)	预测净利润(亿元)		P/E	
	2020/6/24	2020E	2021E	2020E	2021E
浪潮信息	602.39	17.79	23.61	34	26
中科曙光	516.39	9.92	12.66	52	41

中国长城	381.83	14.80	16.78	26	23
紫光股份	869.87	27.59	34.54	32	25
均值				36	29

数据来源：东北证券，Wind

6. 风险提示

产品研发不及预期，全闪存市场竞争加剧。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	136	195	182	298	净利润	11	200	271	337
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	9	0	0	0
应收款项	309	575	804	1,006	折旧及摊销	16	12	12	12
存货	90	168	233	297	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	57	90	130	161	财务费用	11	7	8	14
流动资产合计	592	1,028	1,349	1,761	投资损失	-2	-1	-2	-2
可供出售金融资产					运营资本变动	-51	-269	-246	-207
长期投资净额	100	110	120	130	其他	-11	0	-1	-1
固定资产	80	83	86	89	经营活动净现金流量	-16	-53	42	153
无形资产	47	51	56	60	投资活动净现金流量	-231	-28	-27	-27
商誉	461	461	461	461	融资活动净现金流量	223	140	-28	-11
非流动资产合计	962	980	998	1,015	企业自由现金流	149	453	498	527
资产总计	1,555	2,008	2,347	2,777					
短期借款	106	113	212	366	财务与估值指标				
应付款项	69	133	184	233	每股指标				
预收款项	5	8	12	15	每股收益 (元)	0.02	0.42	0.56	0.70
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	2.44	3.15	3.46	3.85
流动负债合计	234	348	535	779	每股经营性现金流量 (元)	-0.03	-0.11	0.09	0.32
长期借款	139	139	139	139	成长性指标				
其他长期负债	11	11	11	11	营业收入增长率	-8.5%	149.4%	32.0%	22.0%
长期负债合计	151	151	151	151	净利润增长率	-44.5%	1683.5%	35.3%	24.4%
负债合计	384	498	686	929	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	1,170	1,510	1,661	1,848	毛利率	42.7%	47.7%	46.8%	45.6%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	3.2%	23.2%	23.8%	24.3%
负债和股东权益总计	1,555	2,008	2,347	2,777	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	326.32	243.65	258.11	264.66
					存货周转率 (次)	166.68	135.90	140.70	143.43
					偿债能力指标				
					资产负债率	24.7%	24.8%	29.2%	33.5%
					流动比率	2.53	2.96	2.52	2.26
					速动比率	2.00	2.30	1.92	1.74
					费用率指标				
					销售费用率	9.9%	7.0%	6.5%	6.0%
					管理费用率	12.6%	8.5%	8.0%	7.0%
					财务费用率	3.4%	0.6%	0.5%	0.8%
					分红指标				
					分红比例	39.5%	45.0%	44.3%	44.5%
					股息收益率	0.1%	1.6%	2.1%	2.6%
					估值指标				
					P/E (倍)	523.40	28.80	21.29	17.12
					P/B (倍)	5.02	3.82	3.47	3.12
					P/S (倍)	15.86	6.69	5.07	4.16
					净资产收益率	1.0%	13.3%	16.3%	18.2%

资料来源：东北证券

分析师简介:

安永平: 上海财经大学金融学硕士, 中国人民大学本科, 现任东北证券研究所所长助理、计算机行业首席分析师。曾任海通证券研究所计算机行业分析师, 安信证券研究中心电子行业高级分析师, 方正证券研究所计算机行业首席分析师。2012年以来具有8年证券研究从业经历。所在团队获得2015、2016年新财富分析师电子行业第1名, 2014年新财富分析师计算机行业第4名, 2018年Wind最佳分析师计算机行业第1名, 入围金牛奖计算机行业最佳分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下简称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn