

# 博睿数据 (688229)

证券研究报告

2021年01月08日

## 广阔蓝海市场的稀缺标的

### 国内领先的 APM 厂商，公司凝聚力极强

公司是国内领先的 APM 应用性能管理厂商，致力为企业级客户提供应用性能监测服务、销售应用性能监测软件及提供其他相关服务，属于 IT 运维管理 (ITOM) 领域的重要分支—应用性能管理 (APM) 行业。公司已有多个标杆客户，合作关系稳固，客户粘性较强，在长期市场竞争中处于优势地位。除此以外，公司凝聚力极强，核心员工均持有公司股份。

### 从 ITOM 到 APM，广阔的市场空间

ITOM 是企业信息化的重要组成部分，是企业数字化转型的重要一环。由公司照顾说明书可知，2020 年全球 ITOM 市场规模高达 300 多亿美元，中国 ITOM 市场高达 100 多亿元。而负责监控的 APM 应用性能管理是 ITOM 不可或缺的部分。2020 年全球 APM 市场规模高达 40 多亿美元。IT 系统的复杂化不断凸显 APM 的重要性，同时数字化转型将持续拓宽 APM 行业的下游行业。

### 完整的产品链打造整体方案，逐渐向数据中台延伸

公司通过提供完整的事中、事前、事后的产品链，满足客户整体需求。针对公司的各类应用性能管理产品，客户均可根据自身需求选择采用 SaaS 服务或本地化部署两种模式。除此以外，公司在应用性能监测产品体系已相对成熟的基础上，对自研的数据处理、存储和分析技术能力进行剥离、扩展和封装，形成了全新的大数据分析产品线，逐渐向数据中台延伸。

### 投资建议

考虑到疫情影响，公司 2020 年业务发展较为缓慢，疫情结束后受 IT 数字化转型的推动，公司业绩将稳健发展，预测公司 20-22 年实现营业收入 1.66/2.16/2.81 亿元，同比增长 0.72%/30.62%/29.59%，实现净利润 0.62/0.82/1.05 亿元，同比增长 2.25%/30.64%/28.68%。国内上市公司中暂无可直接对比的标的，因此我们选择美股中的 Datadog、Dynatrace 这两家 APM 公司作为对比，给予公司 21 年 30 倍 PS 的估值，对应市值 65 亿元，对应股价 146 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**市场加剧风险；技术迭代风险；核心技术人员流失风险；疫情风险；研发实施失败风险；跨市场估值存在有效性不足的风险

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	107.97 元
目标价格	146 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	44.40
流通 A 股股本(百万股)	10.11
A 股总市值(百万元)	4,793.87
流通 A 股市值(百万元)	1,091.10
每股净资产(元)	19.52
资产负债率(%)	2.72
一年内最高/最低(元)	184.99/96.04

### 作者

缪欣君 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	153.20	164.54	165.72	216.45	280.50
增长率(%)	17.75	7.40	0.72	30.62	29.59
EBITDA(百万元)	86.87	97.27	71.56	95.42	123.98
净利润(百万元)	52.34	61.04	62.41	81.53	104.91
增长率(%)	8.32	16.62	2.25	30.64	28.68
EPS(元/股)	1.18	1.37	1.41	1.84	2.36
市盈率(P/E)	91.59	78.54	76.81	58.80	45.70
市净率(P/B)	29.44	23.51	17.28	13.36	10.34
市销率(P/S)	31.29	29.14	28.93	22.15	17.09
EV/EBITDA	0.00	0.00	67.90	48.56	36.80

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 国内领先的 APM 厂商，公司凝聚力极强.....	3
2. 从 ITOM 到 APM，广阔的市场空间.....	4
3. 打造整体方案，逐渐向数据中台延伸.....	7
4. 业绩拆分与估值分析.....	9
5. 风险提示.....	10

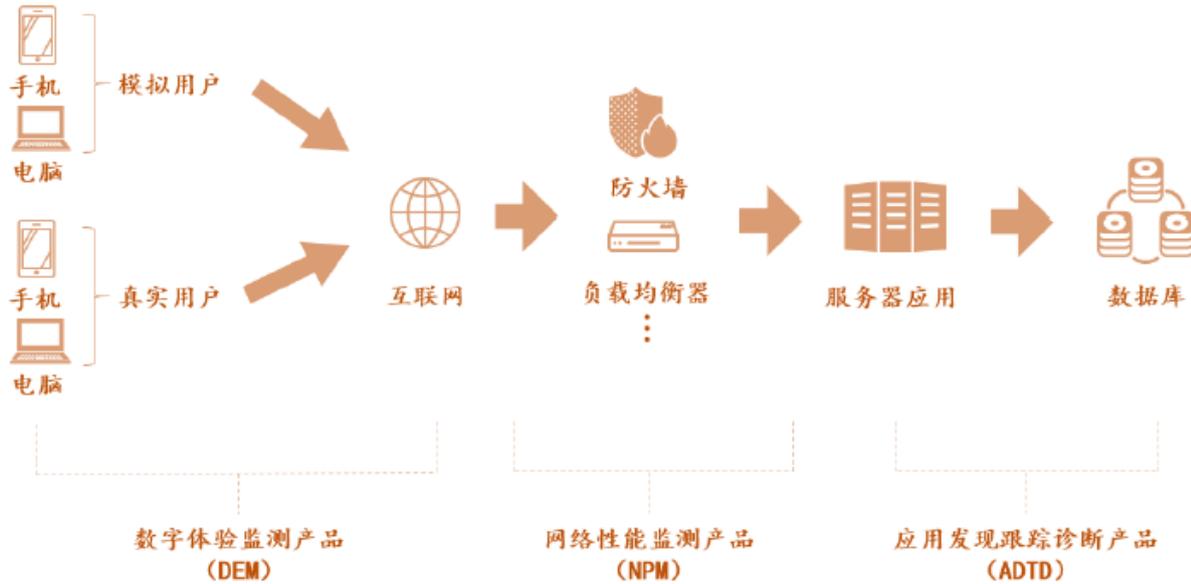
## 图表目录

图 1：公司帮助企业完成应用性能管理.....	3
图 2：公司部分客户.....	3
图 3：全球 ITOM 市场规模和增速（单位：亿美元）.....	5
图 4：中国 ITOM 市场规模和增速（单位：亿元）.....	5
图 5：APM 是 ITOM 的重要组成部分.....	5
图 6：全球 APM 市场规模和增速（单位：亿美元）.....	6
图 7：APM 发展历程.....	6
图 8：Bonree Net 工作示意图.....	8
图 9：Bonree APP 工作示意图.....	8
图 10：公司全栈数据融合功能图.....	8
表 1：公司员工持股情况.....	3
表 2：相关利好政策.....	4
表 3：公司产品列表.....	7
表 4：业务分拆.....	9
表 5：可比公司估值（截止：2021 年 1 月 16 日）.....	10

## 1. 国内领先的 APM 厂商，公司凝聚力极强

公司是国内领先的 APM 应用性能管理厂商。公司始终秉承“以数据赋能 IT 运维”的理念，致力为企业级客户提供应用性能监测服务、销售应用性能监测软件及提供其他相关服务，属于 IT 运维管理（ITOM）领域的重要分支—应用性能管理（APM）行业。公司产品可通过监测、分析、优化企业软件应用的性能状况，如 APP 是否卡顿崩溃、交易的响应时间、服务器负载情况等，帮助企业精准定位影响其软件应用使用性能和用户体验的原因，助力企业加速数字化转型进程。

图 1：公司帮助企业完成应用性能管理



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司已有多个标杆客户，覆盖多个重要下游行业。公司客户已涵盖互联网、金融、制造业等多个行业，并长期服务各行业的头部客户，合作关系稳固，客户粘性较强，在长期市场竞争中处于优势地位。

图 2：公司部分客户

互联网	Tencent 腾讯	Baidu 百度	Sogou 搜狗	中国移动	360	阿里巴巴	京东	Suning 苏宁	美团网			
金融	华夏银行	北京银行	NCI 新华保险	泰康	中国平安	招商银行	中信建投证券	国泰君安证券	海通证券	东方证券	光大证券	嘉实基金
新媒体	Bilibili	头条 今日头条	爱奇艺	爱奇艺	映客	欢聚时代						
云服务	七牛云	金山云	Ucloud	网宿科技	白山云							
制造	HUAWEI	VIVO	LI-NING	陕汽重卡	HONDA	努比亚						
其他	中国移动	中国电信	中国南方航空	深圳航空								

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司凝聚力极强，核心员工均持有公司股份。公司最近两年内高级管理人员及核心技术人员未发生重大变化。公司治理结构保持整体稳定。

表 1：公司员工持股情况

姓名	职位	累计持股
李凯	董事长	31.71%
冯云彪	总经理	15.61%
孟曦东	副总经理、核心技术人员	15.28%
王利民	华东区销售负责人	5.31%
焦若雷	华南区销售负责人	4.85%
侯健康	采购部负责人	6.27%

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

## 2. 从 ITOM 到 APM，广阔的市场空间

**利好政策频出，公司持续受益。**公司所处的行业受到了国家产业政策的大力支持和鼓励，国家在财政、税收、金融支持等方面提出了众多具体的政策，为软件和信息技术服务业的发展建立了良好的政策环境，使得公司在国家政策背景下受益。

表 2：相关利好政策

年份	政策名称	主要内容
2019 年	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	指明其中“二十八/23、软件开发生产（含民族语言信息化标准研究与推广应用）”属于鼓励类产业。
2018 年	《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》	支持企业上云，有利于推动企业加快数字化、网络化、智能化转型，提高创新能力、业务实力和发展水平；有利于加快软件和信息技术服务业发展，深化供给侧结构性改革。
2016 年	《国务院关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》	以建设制造业与互联网融合“双创”平台为抓手，围绕制造业与互联网融合关键环节，强化信息技术产业支撑，完善信息安全保障。
2016 年	《“十三五”国家信息化规划》	提出了集成电路、基础软件、核心元器件等关键薄弱环节要实现系统性突破的目标。要攻克高端通用芯片、集成电路装备、基础软件、宽带移动通信等方面的关键核心技术；实施信息产业体系创新工程，增强底层芯片、核心器件与上层基础软件、应用软件的适配性，全面布局核心技术的知识产权。
2016 年	《软件和信息技术服务业发展规划（2016 年-2020 年）》	到 2020 年，产业规模进一步扩大，技术创新体系更加完备，产业有效供给能力大幅提升，融合支撑效益进一步突显，培育壮大一批国际影响力大、竞争力强的龙头企业，基本形成具有国际竞争力的产业生态体系。
2015 年	《国务院关于积极推进“互联网+”行动指导意见》	提出充分发挥我国互联网的规模优势和应用优势，强化互联网对传统行业的升级改造，大力发展云计算、大数据等解决方案以及工控系统等软硬件基础产品，实施国家信息安全专项。

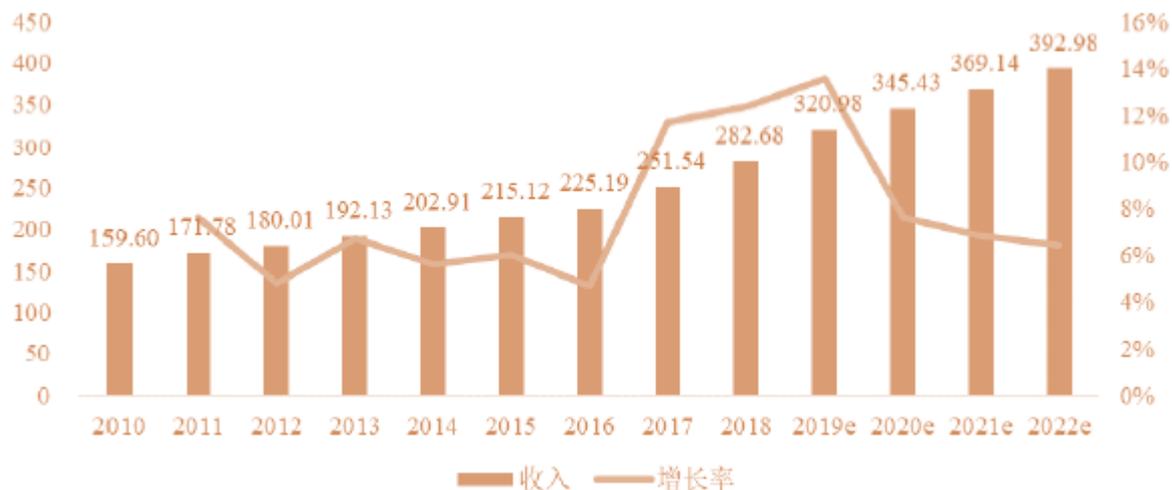
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

**ITOM 是企业信息化的重要组成部分，是企业数字化转型的重要一环。**IT 运维管理 (ITOM) 是指采用专业的信息技术和方法，对软硬件环境、网络、应用系统及运维服务流程等进行综合管理，其目的是保障系统与网络的可用性、安全性和业务的持续性。ITOM 行业随着信息技术发展伊始就已诞生，是企业信息化建设的重要组成部分。随着互联网和移动互联网业务的迅猛发展，全球各行各业纷纷进入数字化转型阶段，利用移动互联网、云计算、大数据等技术手段吸引客户、推广产品、提升运营效率、降低运营成本、优化用户体验。日渐庞杂的数字化业务使得企业对 IT 系统的依赖程度越来越高，IT 信息系统项目的成功标准也已经由建设移交转变为保障数字化业务的持续交付和良好的用户体验。因此，在企业信息化建设不断深入的过程中，有效的实施 IT 运维管理能够最大程度降低企业的运营风险，提高企业的管理效率，可为企业高速推进数字化转型升级提供助力。

**2020 年全球 ITOM 市场规模高达 300 多亿美元，中国 ITOM 市场高达 100 多亿元。**从 2010 年至今，全球 ITOM 市场规模持续扩大，2016 年、2017 年、2018 年，该行业全球市场规模分别为 225.19 亿美元、251.54 亿美元、282.68 亿美元，增速分别达到 4.68%、11.70%、12.38%，呈现高速增长势头，预计到 2020 年达 345.43 亿美元。2016 年，中国 ITOM 市

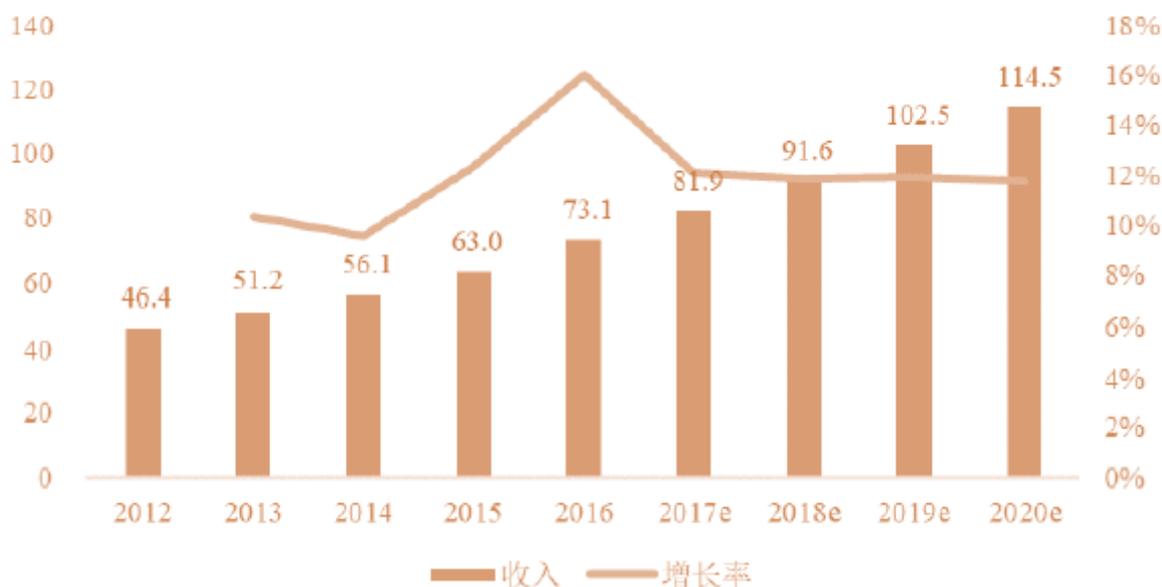
场规模已达到 73.1 亿人民币，预计到 2020 年，市场规模将以 11.87% 的年均复合增长率扩大至 114.5 亿人民币。

图 3：全球 ITOM 市场规模和增速（单位：亿美元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

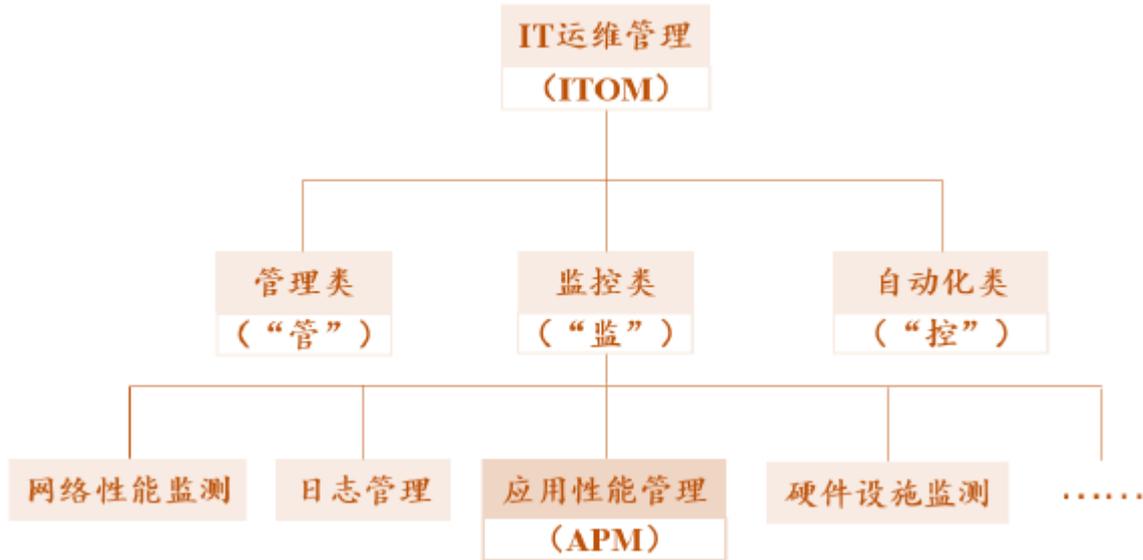
图 4：中国 ITOM 市场规模和增速（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

**负责监控的 APM 应用性能管理是 ITOM 不可或缺的部分。**现代的 ITOM 软件是由一系列套件组成的复杂软件生态体系。Gartner 将 ITOM 工具分为三大领域，分别是监控类、管理类以及自动化类（又称为 IT 运维的“监”、“管”、“控”）。其中，监控类产品的市场份额已超过 40%，而监控类产品中，应用性能管理产品又较为重要，Gartner 自 2012 年起已将 APM 作为独立的细分行业进行市场分析和调研，因此，可以说应用性能管理行业是 ITOM 领域的重要分支。

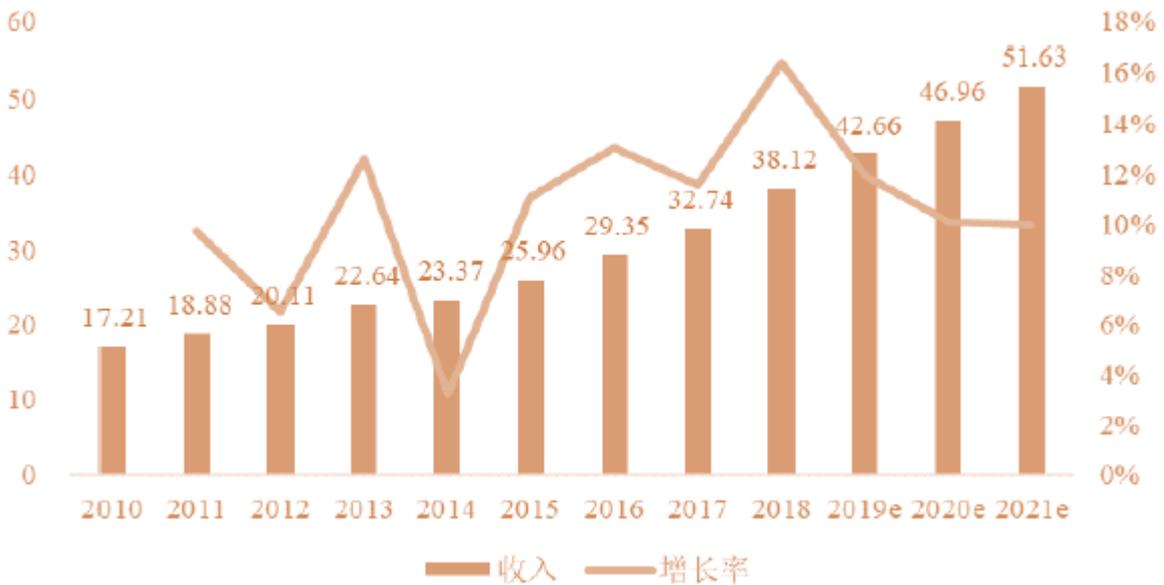
图 5：APM 是 ITOM 的重要组成部分



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2020 年全球 APM 市场规模高达 40 多亿美元。从 2010 年至今，全球应用性能管理市场规模亦持续扩大，2016 年、2017 年、2018 年，该行业全球市场规模分别为 29.35 亿美元、32.74 亿美元、38.12 亿美元，增速分别达到 13.06%、11.55%、16.43%，预计 2020 年市场规模为 46.96 亿美元。由于应用性能管理行业属于 ITOM 行业的细分领域，目前尚无权威机构对中国的应用性能管理市场容量情况进行详细调研和统计。但是，从全球 APM 行业蓬勃的发展趋势以及较高的行业增速来看，中国应用性能管理市场未来的发展空间较大。

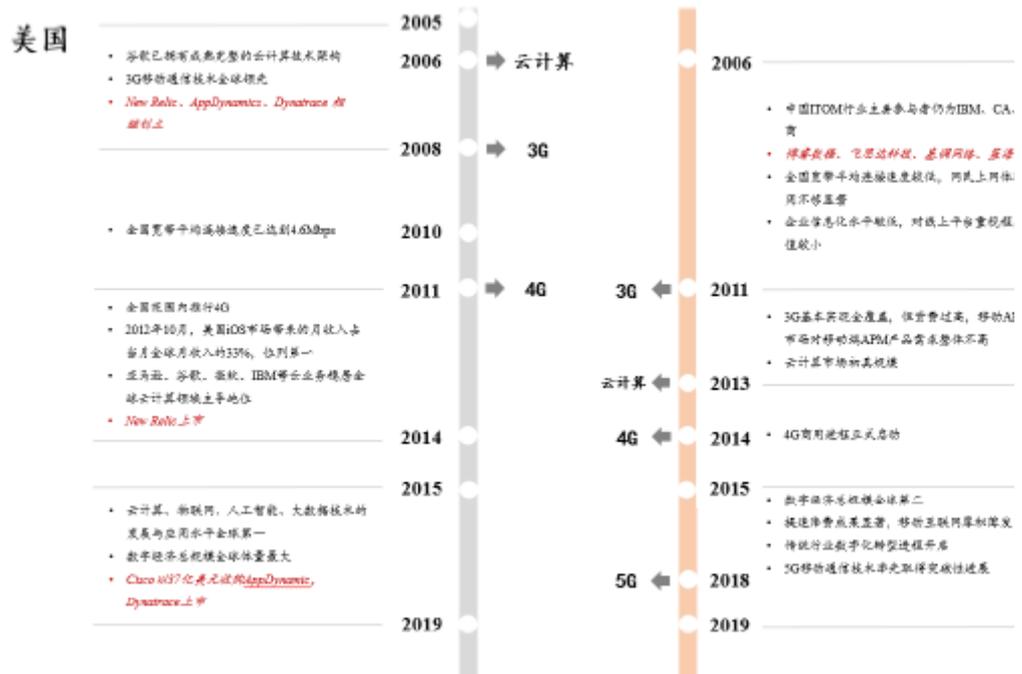
图 6：全球 APM 市场规模和增速（单位：亿美元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

IT 系统的复杂化不断凸显 APM 的重要性，同时不断进行的数字化转型持续拓宽 APM 行业的下游行业。在 IT 系统复杂度提升、信息量剧增、分布式架构、系统环境高动态等多重因素的作用下，传统的 IT 运维监测软件已逐渐落后，以 APM 产品为代表的可实时进行端到端一体化监控、具备智能分析能力的新一代 APM 软件逐渐引领市场需求。目前，应用性能管理行业正伴随着传统企业信息化水平的不断提升而逐渐向电力、交通、制造等传统行业稳步拓展，未来，仍将持续向教育、医疗、化工、机械、农业等领域进一步渗透，源源不断的为 APM 行业的蓬勃发展输送动力。

图 7：APM 发展历程



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

**国内竞争格局尚未形成，整体高速繁荣发展。**由于北美地区的数字化业务发展较为深入，企业极为重视自身 IT 系统及软件应用运行过程中的性能状况，因此企业对于应用性能管理产品的需求强烈，市场规模较大，市场成熟度较高，市场经过多年的发展，已全面形成有效、完整的市场竞争格局。其中，总部基于北美市场的 Dynatrace、NewRelic、AppDynamics、Datadog 四家专业 APM 厂商的市场占有率位居前列。从国内市场的竞争情况来看，由于国内厂商更容易理解国内复杂的 IT 系统环境以及国内企业的实际需求，因此，截至目前国内市场仍是以国内厂商为主、国外厂商为辅的竞争格局。目前，国内市场尚未出现 A 股上市公司，大部分国内厂商尚处于技术积累、产品线完善、行业渗透、客户培育、需求挖掘等阶段。随着国内应用性能管理行业的加速发展，行业内已陆续涌现诸多优质企业，除了公司以外还包括飞思达科技、基调网络、蓝海讯通、云智慧等专业的 APM 厂商。目前，国内行业尚处于市场竞争格局未完全形成，整体高速繁荣发展的阶段

### 3. 打造整体方案，逐渐向数据中台延伸

公司通过提供完整的事中、事前、事后的产品链，满足客户整体需求。公司以“IT 质量管理与业务质量管理相结合”的理念作为产品研发的立足点，经过十余年发展，初步构建起以应用性能管理产品为核心，以大数据分析产品为未来发展方向的多维度、一体化产品格局，将企业从“事后发现问题、紧急处理”的 IT 运维思路逐渐向“事前预警问题、事中快速定位问题、事后溯源”的理念引导。

表 3：公司产品列表

产品分类	名称	功能
应用性能监测产品 (APM)	Net	被动式监控前端电脑及手机网页等应用的使用性能和用户体验，以及网络链路质量。
应用性能监测产品 (APM)	APP	主动式监控前端手机 APP 应用的使用性能和用户体验。
应用性能监测产品 (APM)	Browser	被动式监控前端电脑及手机网页等应用的使用性能和用户体验。
应用性能监测产品 (APM)	SDK	被动式监控前端手机 APP 应用的使用性能和用户体验。
应用性能监测产品 (APM)	Server	被动式监控后端服务器应用响应前端请求过程中的性能情况，具有代码层定位分析能力，可串联业务的前端和后端，构建端到端全业务链监控视图。
网络性能监测产品 (NPM)	Reesii	监控中端网络层的性能质量。
大数据分析产品	Ants	基于自研的海量时序指标数据分布式计算框架，帮助企业便捷、快速的实现海量时序指标数据的在线流式处理。

大数据分析产品	Zeus	基于自研的 PB 量级数据列式压缩存储及响应式分析技术，帮助企业对业务产生的海量数据进行落盘存储和快速查询分析。
质量控制产品	Load Test	通过负载能力测试，帮助客户在新产品发布、系统迁移、产品验收时，测试应用系统的性能极限。
质量控制产品	Test	在 APP 上线前，通过录制脚本并在测试手机上自动播放，对 APP 进行功能性、适配性、稳定性测试，帮助客户在 APP 上线前，发现并解决兼容性问题。

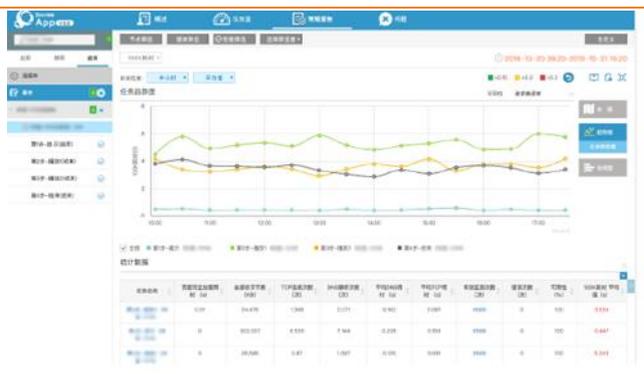
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 8：Bonree Net 工作示意图



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 9：Bonree APP 工作示意图



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

**SaaS 模式和本地化部署并行，满足不同客户需求。**针对公司的各类应用性能管理产品，客户均可根据自身需求选择采用 SaaS 服务或本地化部署两种模式。SaaS 模式对于客户来说，其优势在于：第一，客户无需自行搭建 IT 基础设施和软件平台，只需付费即可获得优质的监测服务，具有较高的便捷性和时效性。第二，在后续监测过程中，客户无需对产品进行迭代更新和维护管理，可减少企业在人力、资金上的投入。本地化部署，即由公司协助客户将监测产品平台部署在客户数据中心的防火墙内，或其它客户指定的主机托管场所，其核心属性是为客户单独构建专有资源。数据采集后，回传至客户后端服务器进行处理、存储和分析。本地化部署模式的优势在于可以最大程度的保障客户数据安全，普遍适用于对数据安全要求较高的银行、保险、证券、基金、航空等行业。

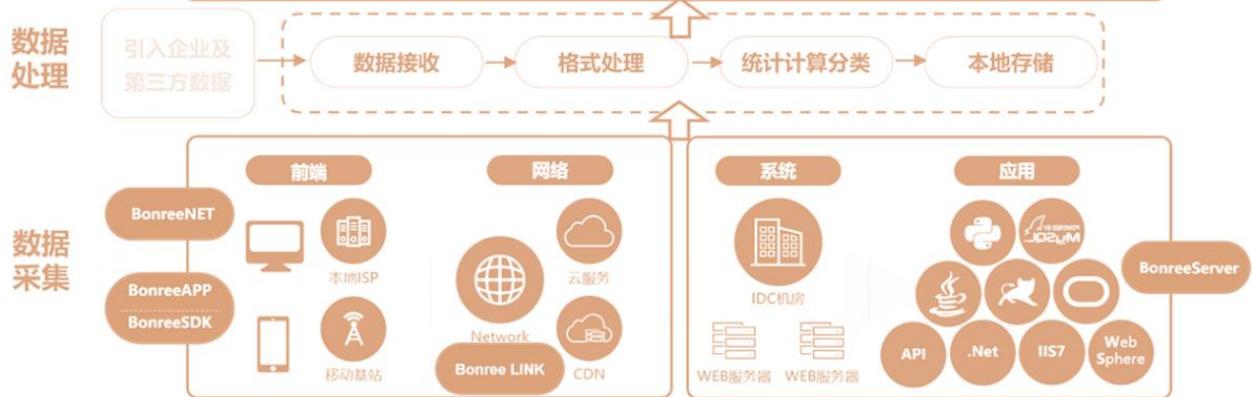
**向大数据分析领域延伸，建立统一的 IT 运维数据中台。**ITOM 领域内存在众多的 IT 运维服务商，为客户 IT 系统监控提供各类不同场景的监控产品，如应用性能管理、网络性能监测、日志管理、硬件设施监控、安全监控等。由于这些监控产品常由不同厂商开发和维护，彼此独立工作，因此其采集的数据亦是相互独立存储和分析的，数据之间缺乏联动，使得客户在 IT 运维过程中普遍存在数据孤岛的问题。随着企业的 IT 系统愈发庞大和完善，其数据整合和连动的价值也日益提高，因此消除数据孤岛，建立统一的 IT 运维数据中台的重要性凸显。而传统企业在大数据领域内普遍缺乏相应的技术积累，尤其在异构大数据统一存储及分析接口标准化等领域的技术能力相对较弱。公司在应用性能监测产品体系已相对成熟的基础上，对自研的数据处理、存储和分析技术能力进行剥离、扩展和封装，形成了全新的大数据分析产品线，可为传统企业提供强大的数据处理、存储和分析的软件工具，帮助客户整合各类 IT 运维监控数据，实现数据的统一存储和关联分析，打破数据孤岛，构建统一的 IT 运维管理体系。

图 10：公司全栈数据融合功能图

**业务链质量**——以业务为核心，从全业务链出发，实现从前端应用到服务后端的数据打通融合。

**平台实现**

- 移动端到服务端打通
- 浏览器到服务端打通
- 自定义任务端到端打通
- 网络端到服务端打通
- 服务端跨语言打通



注：博睿宏远采集数据概览

资料来源：公司官网、天风证券研究所

## 4. 业绩拆分与估值分析

考虑到疫情影响，公司 2020 年业务发展较为缓慢，疫情结束后受 IT 数字化转型的推动，公司业绩将稳健发展，预测公司 20-22 年实现营业收入 1.66/2.16/2.81 亿元，同比增长 0.72%/30.62%/29.59%，实现净利润 0.62/0.82/1.05 亿元，同比增长 2.25%/30.64%/28.68%。

表 4：业务分拆（单位：亿元）

业务分拆	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
数字体验监测产品						
收入	1.21	1.31	1.18	1.19	1.49	1.87
增速		8.26%	-9.77%	1.00%	25.00%	25.00%
应用发现跟踪和诊断产品						
收入	0.05	0.17	0.29	0.29	0.41	0.58
增速		240.00%	72.94%	0.00%	40.00%	40.00%
网络性能监测产品						
收入			0.06	0.06	0.11	0.16
增速				0.00%	80.00%	50.00%
大数据分析产品						
收入			0.05	0.05	0.10	0.14
增速				0.00%	80.00%	50.00%
其他						
收入	0.04	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06
增速		25.00%	10.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计						
收入	1.30	1.53	1.65	1.66	2.16	2.81
毛利率	84.15%	82.87%	80.70%	81.00%	81.00%	81.00%
收入增速		17.75%	7.40%	0.72%	30.62%	29.59%

资料来源：WIND、天风证券研究所

国内上市公司中暂无可直接对比的标的，按照公司招股说明书里的标的，我们选择美股中的 Datadog、Dynatrace 这两家 APM 公司作为对比，给予公司 21 年 30 倍 PS 的估值，对应市值 65 亿元，对应股价 146 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值 (截止: 2021 年 1 月 16 日)

公司	最新 PS 倍数
Datadog	53X
Dynatrace	19X

资料来源: Wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

**市场加剧风险:** 由于互联网行业客户的信息化水平较高,且对新兴技术的接受速度快,APM 产品最先从互联网行业开始渗透,经过多年发展,市场竞争已相对充分。互联网行业客户以主动式产品及服务为主,互联网行业目前已度过高速发展阶段,未来,APM 厂商在该行业内的市场竞争将更加激烈。

**技术迭代风险:** 公司的核心技术主要应用于信息安全,随着信息技术的快速发展、不断创新,信息安全领域的技术也处于快速发展时期,导致市场需求差异化明显、客户要求逐步提高。如果公司不能及时准确地预测和把信息安全技术的发展趋势,对技术研究不断改进,将会导致公司无法在关键技术取得突破、核心技术发展停滞甚至被替代以及面临被竞争对手超越的风险。

**核心技术人员流失风险:** 公司所处行业为人才密集型行业,核心技术是公司的核心竞争力及未来持续发展的基础。公司自成立以来一直注重技术创新和人才培养,并通过自主培养等方式形成了稳定的核心技术团队。但随着行业技术不断迭代、市场竞争不断加剧、公司经营规模不断扩大,如果公司不能维持核心技术人员的稳定并不断吸引优秀技术人员,将会导致公司在研项目推迟、研发实力下降,给公司后续新产品的开发以及未来经营发展造成不利影响。

**疫情风险:** 如疫情爆发因隔离措施、交通管制等疫情管控措施的影响,公司的采购、生产和销售等环节在短期内均受到了一定程度的影响。如果疫情在全国、全球范围内蔓延且持续较长时间,导致公司与主要客户业务合作受到不利影响,将对公司的经营造成不利影响。

**研发实施失败风险:** 公司研发是基于原有核心技术进行更高层次和应用水平的研发创新,公司在人才储备、质量控制、项目管理、需求把握等方面都有良好的实施基础。项目实施过程中,资金投入进度、关键技术突破、项目管理将会是影响项目实施的最主要风险。

**跨市场估值存在有效性不足的风险:** 因为国内没有恰当对应标的,所以我们采用美国的标的进行对比寻找估值,但因为美股和 A 股投资风格和估值体系存在较大差距,因此存在跨市场估值存在有效性不足的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	128.37	158.28	13.26	159.25	229.59
应收票据及应收账款	58.71	65.66	43.49	93.23	83.94
预付账款	0.69	0.64	0.70	0.99	1.24
存货	0.00	0.00	260.00	0.00	0.00
其他	1.89	4.11	3.82	5.78	6.25
<b>流动资产合计</b>	<b>189.67</b>	<b>228.68</b>	<b>321.27</b>	<b>259.25</b>	<b>321.03</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.47	4.02	26.65	69.35	111.11
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	0.54	1.45	0.93	0.41	0.00
其他	0.80	2.08	1.04	1.21	1.40
<b>非流动资产合计</b>	<b>4.81</b>	<b>7.55</b>	<b>64.62</b>	<b>140.57</b>	<b>184.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>194.48</b>	<b>236.24</b>	<b>385.89</b>	<b>399.82</b>	<b>505.30</b>
短期借款	0.00	0.00	60.89	0.00	0.00
应付票据及应付账款	4.97	8.27	3.49	11.86	8.81
其他	26.67	24.07	26.04	29.03	32.65
<b>流动负债合计</b>	<b>31.64</b>	<b>32.34</b>	<b>90.42</b>	<b>40.89</b>	<b>41.46</b>
长期借款	0.00	0.00	18.06	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>18.06</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>31.64</b>	<b>32.34</b>	<b>108.48</b>	<b>40.89</b>	<b>41.46</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	33.30	33.30	44.40	44.40	44.40
资本公积	4.62	4.62	4.62	4.62	4.62
留存收益	129.54	170.60	233.01	314.53	419.44
其他	(4.62)	(4.62)	(4.62)	(4.62)	(4.62)
<b>股东权益合计</b>	<b>162.84</b>	<b>203.90</b>	<b>277.41</b>	<b>358.93</b>	<b>463.84</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>194.48</b>	<b>236.24</b>	<b>385.89</b>	<b>399.82</b>	<b>505.30</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	52.34	61.04	62.41	81.53	104.91
折旧摊销	1.98	2.30	1.90	4.22	6.49
财务费用	0.00	0.00	(0.26)	(0.31)	(0.35)
投资损失	(1.12)	(3.47)	(2.29)	(2.88)	(2.59)
营运资金变动	(4.26)	(12.79)	(239.38)	219.20	8.95
其它	(3.93)	4.13	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>45.02</b>	<b>51.21</b>	<b>(177.63)</b>	<b>301.76</b>	<b>117.41</b>
资本支出	1.66	3.69	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2.15)	(5.01)	(117.71)	(157.12)	(97.41)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(0.49)</b>	<b>(1.33)</b>	<b>(57.71)</b>	<b>(77.12)</b>	<b>(47.41)</b>
债权融资	0.00	0.00	78.95	0.00	0.00
股权融资	0.24	0.57	11.36	0.31	0.35
其他	(0.24)	(20.55)	0.00	(78.95)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0.00</b>	<b>(19.98)</b>	<b>90.32</b>	<b>(78.65)</b>	<b>0.35</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>44.53</b>	<b>29.91</b>	<b>(145.02)</b>	<b>145.99</b>	<b>70.35</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>153.20</b>	<b>164.54</b>	<b>165.72</b>	<b>216.45</b>	<b>280.50</b>
营业成本	26.24	31.76	31.49	41.13	53.29
营业税金及附加	1.15	1.55	1.28	1.78	2.37
营业费用	24.63	27.02	25.02	32.47	42.07
管理费用	15.72	12.63	11.60	15.15	19.63
研发费用	29.46	31.06	28.17	36.80	47.68
财务费用	(0.24)	(0.57)	(0.26)	(0.31)	(0.35)
资产减值损失	1.64	0.00	0.78	0.81	0.53
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.12	3.47	2.29	2.88	2.59
其他	(5.15)	(11.12)	(4.59)	(5.76)	(5.17)
<b>营业利润</b>	<b>58.63</b>	<b>68.73</b>	<b>69.93</b>	<b>91.51</b>	<b>117.84</b>
营业外收入	0.06	0.08	0.04	0.06	0.06
营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>58.68</b>	<b>68.80</b>	<b>69.97</b>	<b>91.57</b>	<b>117.90</b>
所得税	6.34	7.76	7.56	10.04	12.99
<b>净利润</b>	<b>52.34</b>	<b>61.04</b>	<b>62.41</b>	<b>81.53</b>	<b>104.91</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>52.34</b>	<b>61.04</b>	<b>62.41</b>	<b>81.53</b>	<b>104.91</b>
每股收益(元)	1.18	1.37	1.41	1.84	2.36

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.75%	7.40%	0.72%	30.62%	29.59%
营业利润	7.33%	17.23%	1.73%	30.87%	28.77%
归属于母公司净利润	8.32%	16.62%	2.25%	30.64%	28.68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	82.87%	80.70%	81.00%	81.00%	81.00%
净利率	34.17%	37.10%	37.66%	37.67%	37.40%
ROE	32.14%	29.94%	22.50%	22.71%	22.62%
ROIC	198.28%	179.62%	142.72%	23.74%	52.67%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.27%	13.69%	28.11%	10.23%	8.20%
净负债率	-78.83%	-77.63%	23.68%	-44.37%	-49.50%
流动比率	5.99	7.07	3.55	6.34	7.74
速动比率	5.99	7.07	0.68	6.34	7.74
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.09	2.65	3.04	3.17	3.17
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	1.27	1.67	#DIV/0!
总资产周转率	0.93	0.76	0.53	0.55	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.18	1.37	1.41	1.84	2.36
每股经营现金流	1.01	1.15	-4.00	6.80	2.64
每股净资产	3.67	4.59	6.25	8.08	10.45
<b>估值比率</b>					
市盈率	91.59	78.54	76.81	58.80	45.70
市净率	29.44	23.51	17.28	13.36	10.34
EV/EBITDA	0.00	0.00	67.90	48.56	36.80
EV/EBIT	0.00	0.00	69.74	50.80	38.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

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

### 天风证券研究

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