

强烈推荐-A (维持)

天源迪科 300047.SZ

当前股价: 8.27 元  
2019年10月30日

业绩基本符合预期, 5G及IT云化双轮驱动

基础数据

上证综指	2954
总股本(万股)	63774
已上市流通股(万股)	49553
总市值(亿元)	53
流通市值(亿元)	41
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	36.9%
主要股东	陈友
主要股东持股比例	10.18%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《天源迪科(300047)一业绩符合预期, 5G+IT云化奠定公司长期成长性》2019-10-14
- 2、《天源迪科(300047)一业绩符合预期, 5G+云计算打开未来空间》2019-08-18
- 3、《天源迪科(300047)一三季报内生增速强劲, 盈利能力持续提升》2018-10-23

余俊

021-33938892  
yujun@cmschina.com.cn  
S1090518070002

事件: 公司10月29日发布2019年第三季度报告, 公司前三季度实现营业收入24.97亿元, 同比上升29.42%; 归属上市公司股东的净利润8902.69万元, 同比上升13.81%; 归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润7490.02万元, 同比上升15.76%; 2019年前三季度公司实现EPS 0.14元, 业绩基本符合预期。

评论:

1、公司收入稳健增长, 网络产品销售及金融板块增速较快

2019年前三季度公司营业收入和净利润分别为24.97亿元和8902.69万元, 同比分别上升29.42%和上升13.81%, 业绩基本符合预期。其中, 三季度单季度营业收入和净利润分别为9.04亿元和4421.98万元, 同比分别上升21.08%和上升10.92%, 三季度收入环比改善。公司收入增长主要由于网络产品销售收入(金华威)以及金融行业收入增长。但由于网络产品销售业务毛利率较低, 对公司短期业绩带来一定影响。但公安行业通常集中在四季度进行结算, 该部分业务毛利率较高, 公司全年业绩有望保持稳健。

我们判断, 今年是5G建设元年, 运营商资本开支主要投入在无线及承载网板块, 可能会对公司电信业务产生一定影响。但随着5G建设的逐步开展, 业务支撑网CAPEX也将逐步回暖, 带动公司业绩回升。

2、产品结构变化导致短期毛利率承压, 公司持续加强费用管控

**毛利率方面,** 2019年三季度公司综合毛利率20.4%, 同比下降3.2个百分点。毛利率同比出现下滑主要由于三季度网络产品销售增长较快, 收入占比提升, 但金华威业务毛利率较低, 导致公司整体利润水平出现下滑。

**费用方面,** 今年以来公司对费用端持续加大管控力度, 三季度销售及管理费用同比均有所下降。具体来看, 公司三季度销售费用同比下降15.4%, 销售费用率为3.4%, 同比下降1.5个百分点; 管理费用同比下降0.9%, 管理费用率为4.3%。

财务数据与估值

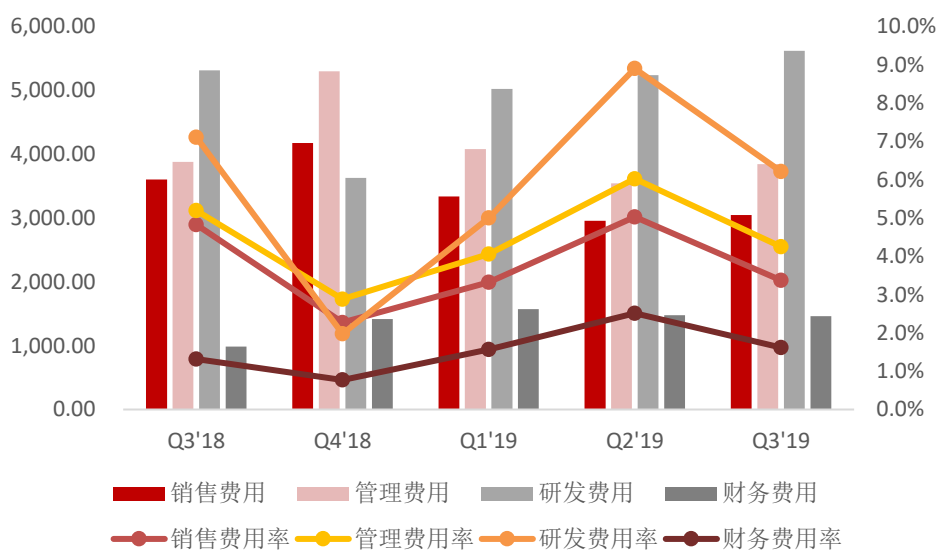
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2963	3767	4701	5891	7537
同比增长	21%	27%	25%	25%	28%
营业利润(百万元)	178	262	304	410	544
同比增长	58%	47%	16%	35%	33%
净利润(百万元)	156	216	249	335	444
同比增长	36%	38%	16%	34%	33%
每股收益(元)	0.39	0.54	0.39	0.53	0.70
PE	21.2	15.3	21.2	15.7	11.9
PB	1.2	1.1	1.5	1.4	1.3

资料来源: 公司数据、招商证券

同比下降 0.9 个百分点；财务费用 1460.27 万元，同比增加 48.1%，财务费用率 1.6%，同比提升 0.3 个百分点。三季度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。公司三季度研发费用为 5622.35 万元，同比提升 5.8%，研发费用率为 6.2%，同比下降 0.9 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。

从前三季度来看，公司销售费用同比下降 6.7%，销售费用率同比下降 1.4 个百分点；管理费用同比增加 6.7%，管理费用率同比下降 1.0 个百分点；研发费用同比增加 6.5%，研发费用率同比下降 1.4 个百分点，公司持续增强人员复用性实现费用优化，费用管控成效显著。

图 1：公司费用情况（万元）



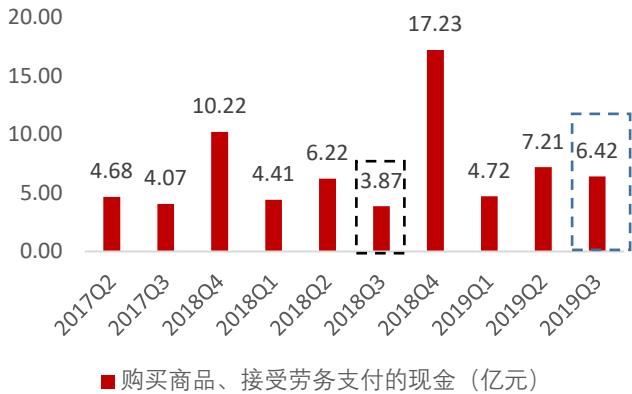
资料来源：Wind、招商证券

### 3、公司季度现金流环比大幅改善，回款管理成效显著

**三季度经营性净现金流环比大幅改善，公司回款管理成效显著。**公司今年一、二季度经营性现金流分别为 1.27 亿元和 -1.58 亿元，二季度经营性现金流为负，部分由于金华威加大备货所致。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。今年三季度现金流量净额为 1.64 亿元，同比大幅增长 48.81%，主要由于公司销售回款增加。该增长建立在三季度购买商品、接受劳务支付现金同比增长超过 60% 的基础上，体现出公司主营业务购销两旺，保持稳健的发展趋势。

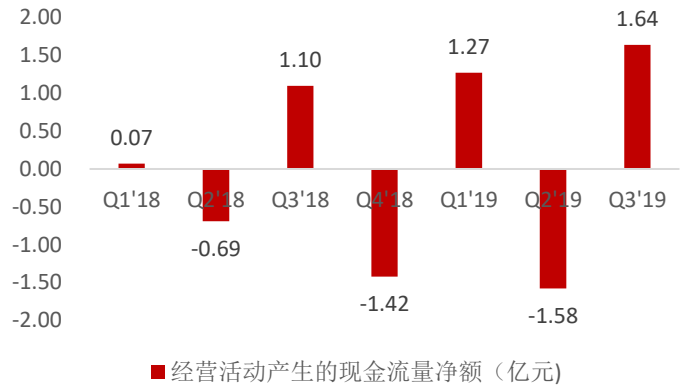
从资产端来看，截至三季度末，公司存货余额为 12.35 亿元，与年初相比增加 43.1%，主要由于销售备货增加所致。从应收账款来看，三季度末应收账款余额为 12.48 亿元，较二季度末减少 1.29 亿元，较年初减少 2.87 亿元，体现出公司持续加强回款管理，应收账款期良好。

图 2: 公司购买商品、接受劳务支付的现金 (亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 3: 公司经营性净现金流情况 (亿元)



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

2019 年是 5G 元年，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

公司金融板块主要以迪科数金和维恩贝特为主体。2019 年前三季度，在家庭信贷总额持续攀升，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，预计全年有望保持。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，在整体经济下行压力较大的背景下，银行加强成本控制，投资规模有所下滑，并且银行目前对核心系统云化需求尚未形成规模。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、新型营销系统有望成为拉动板块收入提升的主要动力。

#### 6、产品组件化助公司公安业务实现下沉，四季度有望出现环比改善

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。今年前三季度公司在公安行业市场快速突破，成功拓展佛山、湛江、重庆、鄂州、句容、宿迁、邵阳、临渭、赤峰等新市场，公安行业合同额较去年同期大幅增长。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、5G+IT 云化打开公司未来增长空间，维持“强烈推荐-A”评级

**5G+IT 云化是公司未来两大主要增长驱动力。**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，并与阿里、腾讯、华为等厂商保持紧密合作，不断拓展在大数据、云计算领域的业务能力。公司深度服务政府（公安）、金融行业客户，并向多行业拓展，积累了丰富的行业应用场景支持能力。云计算需求陆续转暖，行业 IT 云化趋势有望为公司带来持续增长机会。5G+云计算双轮驱动，看好公司在 5G 时期的长期成长价值，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.49 亿元、3.35 亿元、4.44 亿元，对应 PE 为 21.2 倍、15.7 倍、11.9 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 4：天源迪科历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：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)——业绩符合预期,5G+IT 云化奠定公司长期成长性》2019-10-14
- 2、《天源迪科(300047)——业绩符合预期,5G+云计算打开未来空间》2019-08-18
- 3、《天源迪科(300047)——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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2465	2987	3892	4802	6156
现金	345	304	576	739	978
交易性投资	3	2	2	2	2
应收票据	130	116	145	118	151
应收款项	1260	1535	1860	2308	2953
其它应收款	41	57	71	89	114
存货	536	863	1086	1386	1756
其他	150	111	152	160	203
<b>非流动资产</b>	1630	1692	1756	1813	1854
长期股权投资	70	72	72	72	72
固定资产	244	368	443	509	561
无形资产	219	218	196	176	159
其他	1097	1035	1046	1055	1063
<b>资产总计</b>	<b>4095</b>	<b>4679</b>	<b>5648</b>	<b>6614</b>	<b>8010</b>
<b>流动负债</b>	923	1525	1996	2621	3558
短期借款	681	966	1606	2161	2999
应付账款	29	68	86	106	134
预收账款	125	160	200	247	313
其他	88	331	104	107	112
<b>长期负债</b>	258	18	18	18	18
长期借款	30	0	0	0	0
其他	228	18	18	18	18
<b>负债合计</b>	<b>1182</b>	<b>1543</b>	<b>2015</b>	<b>2639</b>	<b>3577</b>
股本	400	399	638	638	638
资本公积金	1722	1718	1718	1718	1718
留存收益	707	907	1132	1429	1829
少数股东权益	84	112	145	190	249
归属于母公司所有者权益	2829	3024	3488	3785	4184
<b>负债及权益合计</b>	<b>4095</b>	<b>4679</b>	<b>5648</b>	<b>6614</b>	<b>8010</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	77	(94)	(185)	(181)	(384)
净利润	156	216	249	335	444
折旧摊销	105	122	52	57	62
财务费用	15	46	51	58	67
投资收益	(7)	(2)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(209)	(506)	(591)	(694)	(1041)
其它	18	30	54	62	84
<b>投资活动现金流</b>	2	(178)	(117)	(114)	(104)
资本支出	(156)	(156)	(102)	(99)	(89)
其他投资	158	(22)	(15)	(15)	(15)
<b>筹资活动现金流</b>	104	185	574	458	727
借款变动	(571)	459	411	554	839
普通股增加	42	(1)	239	0	0
资本公积增加	667	(4)	0	0	0
股利分配	(11)	(16)	(24)	(38)	(45)
其他	(23)	(253)	(51)	(58)	(67)
<b>现金净增加额</b>	<b>184</b>	<b>(87)</b>	<b>272</b>	<b>163</b>	<b>239</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2963	3767	4701	5891	7537
营业成本	2383	2993	3754	4631	5866
营业税金及附加	9	11	14	18	23
营业费用	113	142	173	215	273
管理费用	285	161	191	233	293
研发费用	0	186	249	335	459
财务费用	34	44	51	58	67
资产减值损失	11	22	10	11	12
公允价值变动	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>投资收益</b>	7	2	2	2	2
营业利润	178	262	304	410	544
营业外收入	4	4	4	4	4
<b>营业外支出</b>	0	0	0	0	0
利润总额	182	266	307	413	547
所得税	3	21	25	33	44
净利润	179	244	283	380	504
<b>少数股东损益</b>	23	29	33	45	59
<b>归属于母公司净</b>	<b>156</b>	<b>216</b>	<b>249</b>	<b>335</b>	<b>444</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	21%	27%	25%	25%	28%
营业利润	58%	47%	16%	35%	33%
净利润	36%	38%	16%	34%	33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.6%	20.5%	20.1%	21.4%	22.2%
净利率	5.3%	5.7%	5.3%	5.7%	5.9%
ROE	5.5%	7.1%	7.1%	8.9%	10.6%
ROIC	5.8%	6.5%	6.2%	7.0%	7.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.9%	33.0%	35.7%	39.9%	44.6%
净负债比率	17.4%	25.6%	28.4%	32.7%	37.4%
流动比率	2.7	2.0	1.9	1.8	1.7
速动比率	2.1	1.4	1.4	1.3	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	4.2	4.3	3.9	3.7	3.7
应收帐款周转率	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9
应付帐款周转率	70.5	61.3	48.7	48.3	48.9
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.39	0.54	0.39	0.53	0.70
每股经营现金	0.19	-0.24	-0.29	-0.28	-0.60
每股净资产	7.08	7.58	5.47	5.93	6.56
每股股利	0.04	0.06	0.06	0.07	0.08
<b>估值比率</b>					
PE	21.2	15.3	21.2	15.7	11.9
PB	1.2	1.1	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	48.0	32.9	26.5	20.6	16.1

## 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 工学硕士，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。

## 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。