

广联达 (002410.SZ)

转云进度超预期, 长期“量、价”两维度关注空间变化

● 中报数据及财务数据分析

公司 2019 年 H1 实现营业总收入 13.8 亿元, 同比增长 28.72%; 实现营业利润 1.28 亿, 同比下降 19.89%; 实现归属母公司净利润 0.9 亿元, 同比下降 39.13%。转型期公司总收入依然实现平稳增长, 略超市场预期, 其中造价业务实现收入 9.68 亿, 同比增长 28.31%, 施工业务实现收入 2.9 亿, 同比增长 33.07%。由于云业务商业模式变化, 表观利润“失真”, 不能反应公司真实利润情况, 根据公司中报, 还原预售款后净利润约为 3.22 亿元, 同口径同比增长 23.46%。综合毛利率下降 2 个百分点, 主要为施工业务毛利率下滑导致。期末预收款为 7.61 亿元, 其中云业务相关预收为 6.72 亿元, 比期初增长 62%。期末应收账款为 5.46 亿, 比期初增长 87.6%, 主要为施工业务特点所致, 后续仍需关注。

● 云转型进入深水区, 长期“量”“价”两维度关注空间变化

造价业务云转型进入深水区, 10 个收入体量较大的区域启动转型, 从转型进展看, 相关数据印证公司云转型较为顺利, 超出市场预期。公司云转型进度较快, 持续验证我们此前的判断, 公司作为垂直领域软件厂商, 其对下游客户的主导性较强, 存量用户上云进度较快。长期看, 我们认为造价业务云转型有望通过“量”“价”双升带来更大市场空间 1) 盗版用户的转化有望成为客户需求数量核心增量, 随着公司更多数据的披露有望逐步验证。2) 更多增值服务的捆绑销售以及强势区域的议价能力有助于单用户价值的提升, 进而塑造更大市场空间。施工业务板块上半年收入增速回暖, 行业空间虽大但短期仍有待行业爆发, 公司近年来完成了施工业务线人员结构、产品架构的多维度整合, 有助于长期发展。由于公司已处于云转型加速期, 当前表观净利润失真, 不适合以公司表观利润作为评估 PE 标准, 我们根据公司中报净利润还原算法 (归母净利润=表观归母净利润+(期末云预收-期初云预收)*90%) 还原公司 2019 年预测净利润约为 8.6 亿元, 结合公司历史估值水平, 我们给予公司 19 年 50 倍 PE 估值, 对应 19 年合理价值为 38.17 元/股, 维持“买入”评级。

● 风险提示

云转型不达预期; 建筑施工单位对 BIM 接受程度不达预期; 短期下游行业周期波动对公司经营业绩的影响; 当前绝对市值已不低。

盈利预测:

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,357 | 2,904 | 3,647 | 4,382 | 4,923 |
| 增长率(%) | 15.6 | 23.2 | 25.6 | 20.1 | 12.4 |
| EBITDA(百万元) | 412 | 460 | 273 | 334 | 372 |
| 净利润(百万元) | 472 | 439 | 338 | 397 | 436 |
| 增长率(%) | 11.6 | -7.0 | -23.0 | 17.4 | 9.9 |
| EPS(元/股) | 0.42 | 0.39 | 0.30 | 0.35 | 0.39 |
| 市盈率(P/E) | 46.46 | 53.39 | 114.66 | 97.64 | 88.83 |
| 市净率(P/B) | 7.11 | 7.34 | 10.98 | 9.87 | 8.88 |
| EV/EBITDA | 51.27 | 48.77 | 135.34 | 107.98 | 94.87 |

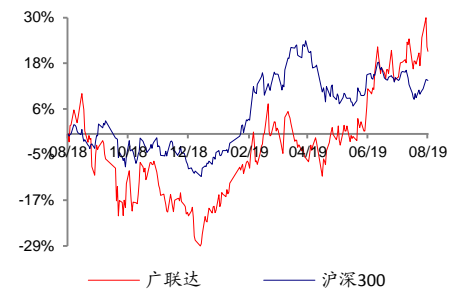
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 34.4 元 |
| 合理价值 | 38.17 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2019-08-22 |

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

郑楠



SAC 执证号: S0260518010002



010-59136613



zhengnan@gf.com.cn

请注意, 郑楠并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

广联达 (002410.SZ): 一季报 2019-04-26

符合预期, 云新签合同同比大增

广联达 (002410.SZ): 云化进 2019-03-28

展符合预期, 19 年迎云转型攻坚大年

广联达 (002410.SZ): 营收增 2018-10-26

长略超预期, 预收款持续增长

中报数据及主要财务数据分析

公司2019年H1实现营业总收入13.8亿元，同比增长28.72%；实现营业利润1.28亿，同比下降19.89%；实现归属母公司净利润0.9亿元，同比下降39.13%；扣非后归属母公司净利润6131万，同比下降53.72%。

报告期内，主要财务数据分析：

- ✓ 转型期公司总收入依然实现平稳增长，略超市场预期。其中，造价业务板块实现营业收入9.68亿，同比增长28.31%，其中云收入3.71亿，同比增长197%；施工业务实现营业收入2.9亿，同比增长33.07%；产业新金融业务实现营业收入3181万，同比增长88.46%。
- ✓ 公司表观利润出现下滑，但这主要与公司云业务商业模式变化有关，因为云业务收入确认方式由一次性确认转变为按服务期间分期确认，但相关费用仍为一次性当期列支，因此表观利润“失真”，不能反应公司真实利润情况。根据公司中报，还原后的归属于上市公司股东的净利润（注：还原后的归属于上市公司股东的净利润=表观归属于上市公司股东的净利润+（期末云预收-期初云预收）*90%）约为3.22亿元，同口径同比增长23.46%。（数据来源：公司2019年中报）
- ✓ 公司综合毛利率为94.06%，比去年同期下降2.01个百分点，毛利率有所下降主要为报告期内数字施工和数字造价的电子政务业务收入增长，相应硬件采购成本上升所致。
- ✓ 费用方面：销售费用同比增长41.89%，分析主要为新业务销售力度加大有关；管理费用同比增长18.95%，主要为股权激励成本以及办公楼折旧费用增加所致；研发费用同比增长39.7%。
- ✓ 期末预收款为7.61亿元，其中云业务相关预收为6.72亿元，2018年末公司云业务相关预收为4.15亿元，云业务预收款比期初增长62%，显示公司云业务转型快速推进。
- ✓ 报告期公司经营性现金流净额为-1.55亿，去年同期为-2.78亿，现金流情况有所提升。其中：经营性现金流流入额为16.2亿，同比增长35.3%；经营性现金流流出额为17.76亿，同比增长20.4%，流出额中支付给职工以及为职工支付的现金为11.81亿，同比增长28.5%，我们分析当期支付员工奖金及薪酬同比增加较多一定程度拖累现金流体现。
- ✓ 期末应收账款为5.46亿，比期初增长87.6%，分析主要为施工业务体量逐渐增大且施工业务业务特点收款周期相对较长有关。
- ✓ 当期投资收益为2856万，去年同期为1191万，主要为处置参股企业取得的投资收益所致。

- ✓ 分区域看：北京区域是公司营收增长的主要来源之一，北京地区2019H1实现营业收入5.11亿，同比增长44.93%；仅次于北京，收入绝对值增量较大的为中南地区，实现营业收入1.52亿，同比增长94.92%。

表 1: 近年中报财务数据 (单位: 百万元)

| 财报数据 | 2016H1 | 2017H1 | 2018H1 | 2019H1 |
|----------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入 | 786.47 | 909.53 | 1071.97 | 1379.79 |
| 营业成本 | 41.16 | 65.03 | 42.08 | 81.94 |
| 销售费用 | 273.50 | 258.06 | 309.99 | 439.85 |
| 管理费用 | 389.45 | 446.12 | 277.68 | 330.29 |
| 研发费用 | - | - | 301.73 | 421.73 |
| 财务费用 | -9.64 | 10.98 | 12.69 | 16.20 |
| 投资净收益 | 0.77 | 0.62 | 11.91 | 28.56 |
| 营业利润 | 75.93 | 173.00 | 160.12 | 128.27 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 107.09 | 142.07 | 147.11 | 89.54 |
| 扣非后归属母公司股东的净利润 | 103.57 | 133.79 | 132.49 | 61.31 |
| 主要比率 | 2016H1 | 2017H1 | 2018H1 | 2019H1 |
| 毛利率 | 94.77% | 92.85% | 96.07% | 94.06% |
| 销售费用率 | 34.78% | 28.37% | 28.92% | 31.88% |
| 管理费用率 | 49.52% | 49.05% | 25.90% | 23.94% |
| 研发费用率 | - | - | 28.15% | 30.56% |
| 营业利润率 | 9.66% | 19.02% | 14.94% | 9.30% |
| 净利率 | 14.72% | 15.91% | 12.50% | 7.01% |
| YOY | 2016H1 | 2017H1 | 2018H1 | 2019H1 |
| 营业总收入 | 50.33% | 15.65% | 17.86% | 28.72% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 93.17% | 32.66% | 3.55% | -39.13% |
| 扣非后归属母公司股东的净利润 | 98.29% | 29.17% | -0.97% | -53.72% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

| 财报数据 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 |
|-------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|
| 营业总收入 | 340.67 | 731.30 | 733.69 | 1,098.74 | 472.89 | 906.90 |
| 营业成本 | 16.09 | 25.99 | 51.35 | 94.83 | 26.64 | 55.30 |
| 销售费用 | 108.97 | 201.02 | 172.51 | 310.41 | 135.10 | 304.75 |
| 管理费用 | 164.67 | 414.74 | 181.53 | 305.50 | 133.83 | 196.46 |
| 研发费用 | - | - | 161.02 | 264.42 | 123.46 | 298.28 |
| 财务费用 | 10.44 | 2.25 | 9.82 | 12.12 | 5.74 | 10.46 |
| 投资净收益 | 2.42 | 9.49 | 0.00 | 2.12 | 6.24 | 22.32 |
| 营业利润 | 58.59 | 101.54 | 163.10 | 161.34 | 70.98 | 57.29 |
| 归母净利润 | 56.66 | 90.45 | 145.63 | 146.34 | 55.36 | 34.18 |
| 扣非净利润 | 53.43 | 79.06 | 136.87 | 139.94 | 49.77 | 11.54 |
| 主要比率 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 |
| 毛利率 | 95.28% | 96.45% | 93.00% | 91.37% | 94.37% | 93.90% |

| | | | | | | |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 销售费用率 | 31.99% | 27.49% | 23.51% | 28.25% | 28.57% | 33.60% |
| 管理费用率 | 48.34% | 56.71% | 24.74% | 27.80% | 28.30% | 21.66% |
| 研发费用率 | - | - | 21.95% | 24.07% | 26.11% | 32.89% |
| 营业利润率 | 17.20% | 13.88% | 22.23% | 14.68% | 15.01% | 6.32% |
| 净利率 | 15.51% | 11.10% | 20.94% | 13.20% | 13.60% | 3.58% |
| YoY | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 |
| 营业总收入 | 8.02% | 23.08% | 43.16% | 17.55% | 38.81% | 24.01% |
| 归母净利润 | 3.39% | 3.65% | 0.68% | -21.13% | -2.29% | -62.21% |
| 扣非净利润 | -2.98% | 0.44% | -3.39% | 2.64% | -6.86% | -85.40% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

云转型进入深水区，长期“量”“价”两维度关注空间变化

2019年公司造价业务云转型进入深水区，10个收入体量较大的区域启动转型，转型区域由11个增加到21个，从转型进展看，相关数据印证公司云转型较为顺利，略超市场预期：

- ✓ 当期确认云收入3.71亿，同比增长197%，占造价业务整体收入比重为38%。
- ✓ 已转型区域（17年6个地区+18年5个地区）：计价和算量产品用户综合转化率超过72%，当期续费率达到80%。
- ✓ 新转型区域（19年10个地区）：计价产品用户综合转化率达31%，算量产品用户综合转化率达45%。
- ✓ 2019年上半年新签云合同金额为6.29亿元，同比增长151%；（详细拆分如下表）
- ✓ 期末云预收为6.72亿元，较期初增长62%。（详细拆分如下表）

表3：主要云产品线2019年H1收入、合同、预收款分拆（单位：亿元、百分比）

| 产品线 | 云收入 | 同比增减 | 云合同 | 同比增减 | 云预收 | 较期初增减 |
|------|------|--------|------|--------|------|-------|
| 云计价 | 1.04 | 234.9% | 2.03 | 204.8% | 2.08 | 91.2% |
| 云算量 | 1.00 | 991.4% | 2.00 | 257.5% | 2.03 | 95.3% |
| 工程信息 | 1.67 | 97.1% | 2.26 | 76.3% | 2.61 | 29.8% |
| 合计 | 3.71 | 197.3% | 6.29 | 150.7% | 6.72 | 62.4% |

数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

结合公司此前的转云计划表，从新老转型区域的转型进度看，我们认为整体转型进度超预期。尤其对于2019年新转型的10个重点区域，算量产品转化率已经超过全年预期（预期40%转化率，实际H1为45%），计价产品转化率也接近完成全年目标（预期40%转化率，实际H1为31%）。公司云转型进度较快，持续验证我们此前的判断，公司作为垂直领域软件厂商，其对下游客户的主导性较强，存量用户的云转型进度将较快，转型路径可参照Adobe、Autodesk等国外巨头软件厂商。

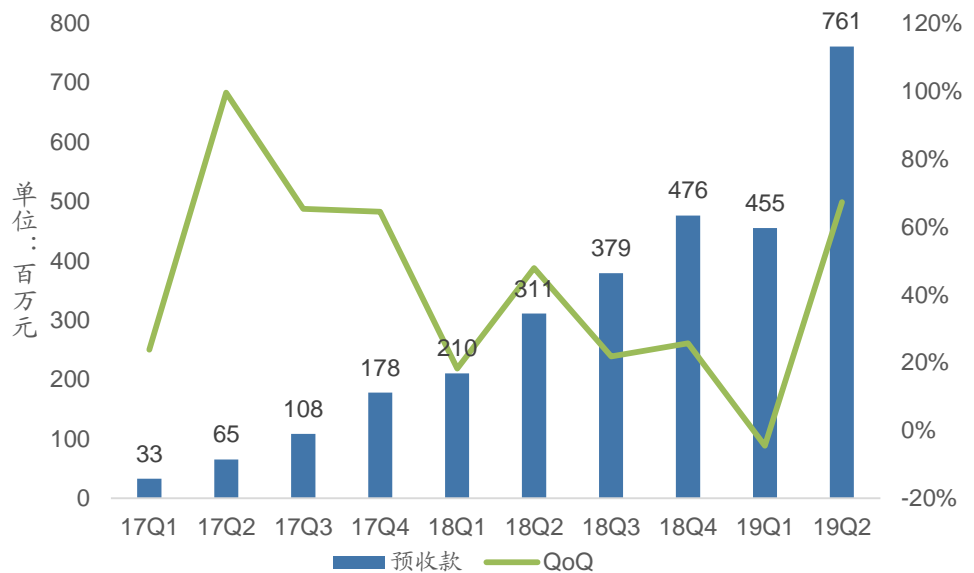
表 4: 公司云造价业务推广计划表

| 批次 | 地区 | 2017前 (6个地区) | 2018 (11个地区) | 2019 (21个地区) | 2020 (>21个地区) |
|-----|--------------------|----------------------------|--------------------------------|----------------|-----------------|
| 第一批 | 黑龙江、吉林、宁夏、山西、湖北、云南 | 计价存量用户转型率80% | 计价存量用户转型率>80%; 算量存量用户转型率40% | 计价计量存量用户转型率85% | 计价计量存量用户转型率>85% |
| 第二批 | 重庆、广西、新疆、辽宁、河南 | | 计价计量存量用户转型率40% | 计价计量存量用户转型率80% | 计价计量存量用户转型率85% |
| 第三批 | 约10个地区 | | | 计价计量存量用户转型率40% | 计价计量存量用户转型率80% |
| 第四批 | N个地区 | 根据市场存量用户的规模和成熟度2019年进行评估调整 | | | |

数据来源: 2018年5月3日投资者关系活动附件之演示文稿、广发证券发展研究中心

作为评估云转型公司的重要指标, 预收款数据继续快速增长, 公司报告期末总预收款为7.61亿, 其中云相关预收款为6.72亿。

图1: 公司各季度末总预收款数据持续增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

公司云转型有望通过“量”“价”双升带来更大市场空间。

- ✓ **数量变化:** 我们一直强调云转型公司的重要关注点是云转型之后市场需求是否能够有效扩大。广联达云转型后的市场潜在增量主要来自于 1. 盗版用户 2. 僵尸用户 3. 竞争对手的用户, 其中盗版用户转正版有望成为客户增量的主要来源。公司中报并未公布各区域用户变化的详细数据, 随着公

司云转型向纵深发展，更多数据披露有助于进一步验证长期需求端增长逻辑。

- ✓ **价格变化：**公司的云转型，除了基本产品的云化（如计价-变为云计价、算量变为云算量），更多增值服务的绑定将赋予客户全新的造价应用体验（如工程信息、智能组价等），同时更多增值服务的绑定也将有助于单用户 ARPU 的提升。另一方面，公司造价软件在多个区域拥有较高的市占率，较强的市场竞争力也将使公司拥有更高的议价能力。长期看，单用户价值的提升有望为造价云业务塑造更大空间。

公司中报正式报告并未披露已转云区域的收入变化，但我们从区域数据观察，

- 东北区域转型较早（其中黑龙江、吉林为2017年第一批转云区域，辽宁为2018年第二批转云区域），东北区域在2019年H1实现收入6443万，同比增长66.29%。
- 北京区域是广联达传统收入优势区域，2019年开始转型，2019H1实现营业收入5.11亿，同比增长44.93%，即使不考虑预收款加回影响，依然实现了较大幅度的增长。

上述区域数据一定程度验证了公司云转型“量、价”提升带来的空间变化。

综合，我们继续看好公司造价业务的云转型，短期用户数量需求的变化随着公司更多数据的披露有望逐步验证，中长期单一用户价值的提升有望给造价云业务带来更大市场空间。

施工板块增速回暖，数字项目管理平台发布

数字施工业务整合效应逐步显现，报告期内实现营业收入2.90亿元，同比增长33.07%；新增企业客户716家，同比增长83%；新增项目4,870个，同比增长80%。

报告期，主要产品、业务进展：

- 发布了数字项目管理（BIM+智慧工地）平台，该平台是“平台+组件”的项目级产品，为施工企业提供一站式的数字项目综合解决方案。数字项目管理（BIM+智慧工地）平台统一了平台入口，各模块产品间实现“可分、可合、可连接”。
- 数字施工业务的企业级和岗位级产品线也取得良好进展。企业级产品价值获得更多客户认可，客户的覆盖率和应用率进一步提升；岗位级产品持续迭代和打磨，产品的规模化拓展正在推进过程中。

我们认为施工业务板块行业空间较大，但短期仍有待行业爆发，公司近年来完成了施工业务线人员结构、产品架构的多维度整合，将有助于施工业务中长期发展。广联达在BIM、智慧工地等核心产品持续投入研发资源打磨自身产品线，随着组织架构、新产品逐步磨合完备，我们依然看好公司施工业务板块长期行业发展机会。

投资建议与风险提示

假设条件1（收入）

- ✓ 造价业务：我们认为造价业务云转型有望通过量价的两维度提升带来云化后收入体量的提升，结合2019年H1数据，我们预计2019、2020年造价业务虽然处于云转型阶段，但新区域转化率的超预期、以及老区域新用户的超预期将带来收入端的平稳增长，2021年随着云转型进入收尾期，预计造价收入增速将下降。
- ✓ 施工业务：考虑2018年公司完成了产品、人员全方面整合，考虑下游市场对施工信息化产品持续旺盛，假设未来三年施工业务将保持较快增长。

假设条件2（毛利率）

- ✓ 考虑公司成本构成，施工业务因为硬件采购原因预计毛利率将下滑趋势，综合预计未来三年毛利率相比2018年有所下降，并基本保持稳定。

假设条件3（费用率）

- ✓ 公司转型期云业务推广以及施工业务推广，预计销售费用仍将保持较高水平，同时考虑预收款对收入的影响，销售费用率预计相比2018年有所提升。
- ✓ 考虑公司仍将持续投入云产品研发、迭代，预计未来三年研发费用仍将维持较高水平。

假设条件4（预收款）

- ✓ 2018年末云相关预收款为4.14亿，2019年H1云相关预收款为6.72亿。
- ✓ 2019年是公司云转型大年，新转云的10个区域是公司传统收入优势区域，从2019年H1看预收款已经进入加速增长态势，显示云转型持续推进，考虑公司此前上下半年业务收入比例，我们预计2019年H2云转型仍将加速推进。
- ✓ 综合，我们预计公司2019-2021年云相关预收款余额分别为9.9亿、12.1亿、13.8亿；期末总预收款余额分别为10.9亿、13.1亿、14.8亿。

综合，我们预计公司2019-2021年表观净利润分别为3.38亿、3.97亿、4.36亿。

考量公司合理市值：

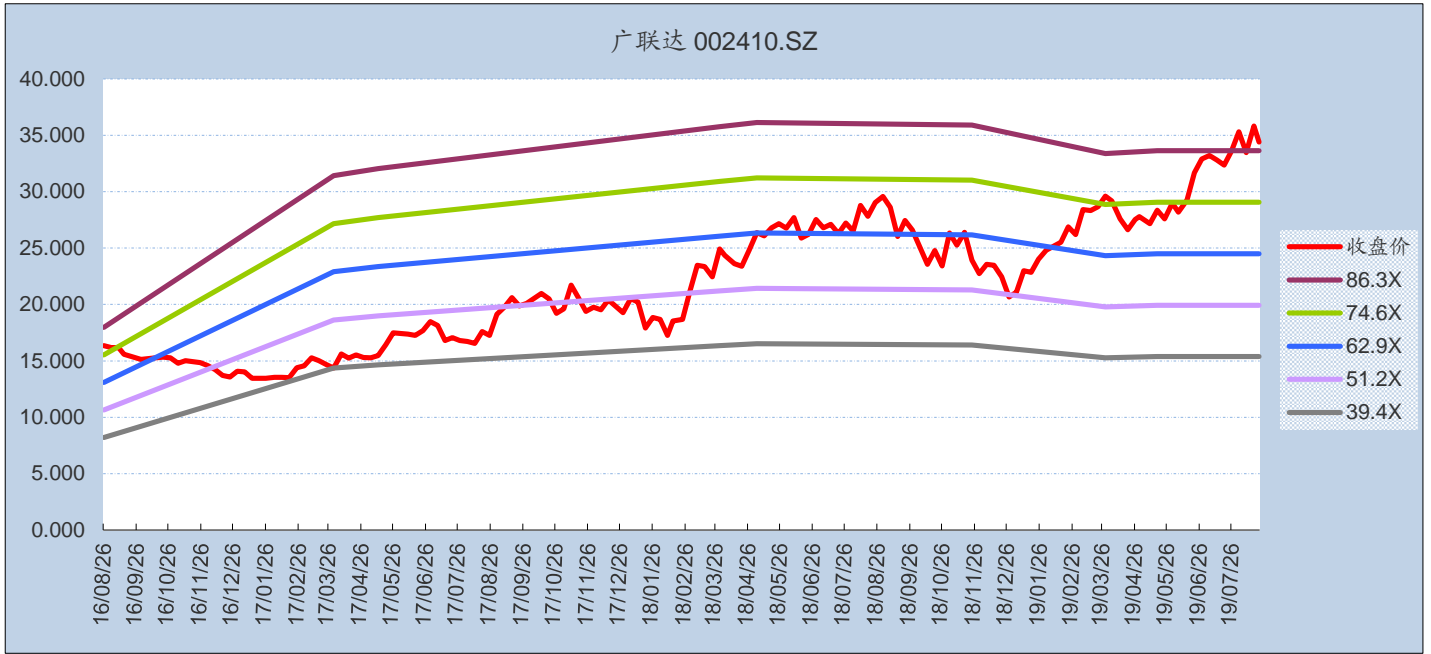
云服务带来商业模式变化，云业务收入确认方式由一次性确认转变为按服务期间分期确认，但客户的获客成本等相关费用仍为一次性当期列支，因此带来表观利润“失真”。由于公司已处于云转型加速期，当前表观净利润失真较为严重，不能反应公司真实利润情况，因此也不适合以公司表观利润作为评估PE标准。

根据公司2019年中报，公司针对上半年净利润进行了还原，还原后的归属于上市公司股东的净利润=表观归属于上市公司股东的净利润+（期末云预收-期初云预收）*90%，2019年H1还原后净利润为3.22亿，同口径同比增长23.46%（公式和数据来源：公司2019年中报），我们认为上述还原算法较为合理、谨慎。我们采用同样方式对广联达2019年净利润进行还原，则还原后的2019年公司预测净利润为8.6亿元，同口径下同比增长24.45%。

考虑公司没有严格可对标公司，我们参照公司过去三年PE Band，考虑公司表

观PE已经包含一定预收款所带来的溢价，我们选取过去三年估值中枢偏低区间，按预收款还原后净利润考量，我们给予公司19年 50倍PE，对应合理价值为38.17元/股。

图2：广联达 PE BAND（按最新年报，单位:元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

风险提示：

- ✓ 云服务转型不达预期。云转型除了形式和付费方式的变化，新增需求不达预期的风险。
- ✓ 建筑行业对BIM接受程度不达预期；建筑行业属于较为传统、信息化水平偏低的行业，且利益链格局根深蒂固，能否在短期快速接受新的信息化理念存在不确定性。
- ✓ 下游行业周期波动对公司经营业绩的影响。公司所营软件产品与下游行业景气度成一定相关性，虽然云转型和施工业务的拓展对周期性波动有一定缓解，但中短期下游行业周期波动仍对公司经营业绩有一定影响。
- ✓ 当前绝对市值已不低。

| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 2,507 | 2,770 | 2,880 | 3,768 | 4,631 |
| 货币资金 | 1,839 | 2,212 | 1,825 | 2,639 | 3,444 |
| 应收及预付 | 147 | 324 | 312 | 378 | 429 |
| 存货 | 10 | 9 | 15 | 19 | 22 |
| 其他流动资产 | 512 | 225 | 728 | 732 | 735 |
| 非流动资产 | 2,380 | 2,836 | 2,826 | 2,816 | 2,806 |
| 长期股权投资 | 193 | 158 | 158 | 158 | 158 |
| 固定资产 | 337 | 819 | 819 | 819 | 819 |
| 在建工程 | 430 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 无形资产 | 173 | 227 | 227 | 227 | 227 |
| 其他长期资产 | 1,248 | 1,628 | 1,618 | 1,608 | 1,598 |
| 资产总计 | 4,887 | 5,606 | 5,706 | 6,583 | 7,436 |
| 流动负债 | 719 | 1,329 | 2,068 | 2,530 | 2,926 |
| 短期借款 | 55 | 200 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 205 | 512 | 1,143 | 1,375 | 1,550 |
| 其他流动负债 | 458 | 618 | 926 | 1,155 | 1,376 |
| 非流动负债 | 992 | 994 | 3 | 3 | 3 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 989 | 992 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 负债合计 | 1,710 | 2,324 | 2,071 | 2,533 | 2,929 |
| 股本 | 1,119 | 1,127 | 1,127 | 1,127 | 1,127 |
| 资本公积 | 444 | 463 | 463 | 463 | 463 |
| 留存收益 | 1,540 | 1,700 | 2,038 | 2,435 | 2,871 |
| 归属母公司股东权益 | 3,084 | 3,192 | 3,529 | 3,926 | 4,362 |
| 少数股东权益 | 93 | 90 | 105 | 124 | 145 |
| 负债和股东权益 | 4,887 | 5,606 | 5,706 | 6,583 | 7,436 |

| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 2,357 | 2,904 | 3,647 | 4,382 | 4,923 |
| 营业成本 | 162 | 188 | 290 | 364 | 437 |
| 营业税金及附加 | 41 | 45 | 57 | 68 | 77 |
| 销售费用 | 682 | 793 | 1,131 | 1,336 | 1,477 |
| 管理费用 | 519 | 765 | 912 | 1,095 | 1,231 |
| 研发费用 | 598.07 | 727.17 | 984.75 | 1183.08 | 1329.25 |
| 财务费用 | 26.09 | 34.64 | 26.32 | 24.68 | 15.59 |
| 资产减值损失 | 3.90 | 55.81 | 36.40 | 31.17 | 33.69 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 20.08 | 21.99 | 21.00 | 20.50 | 20.80 |
| 营业利润 | 514.34 | 484.56 | 396.14 | 465.10 | 510.71 |
| 营业外收支 | 22.98 | -2.94 | -2.20 | -2.50 | -2.20 |
| 利润总额 | 537 | 482 | 394 | 463 | 509 |
| 所得税 | 43 | 49 | 40 | 47 | 52 |
| 净利润 | 494 | 433 | 354 | 416 | 457 |
| 少数股东损益 | 22 | -6 | 16 | 19 | 21 |
| 归属母公司净利润 | 472 | 439 | 338 | 397 | 436 |
| EBITDA | 412.44 | 459.74 | 272.86 | 334.45 | 372.19 |
| EPS (元) | 0.42 | 0.39 | 0.30 | 0.35 | 0.39 |

| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 596 | 453 | 807 | 796 | 786 |
| 净利润 | 494 | 433 | 354 | 416 | 457 |
| 折旧摊销 | 58 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 17 | -133 | 416 | 367 | 314 |
| 其它 | 26 | 79 | 38 | 13 | 15 |
| 投资活动现金流 | -709 | -18 | 19 | 18 | 19 |
| 资本支出 | -110 | -202 | -2 | -3 | -2 |
| 投资变动 | -635 | 154 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 36 | 31 | 21 | 21 | 21 |
| 筹资活动现金流 | -310 | -82 | -1,213 | 0 | 0 |
| 银行借款 | 54 | 144 | -200 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 24 | 106 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -389 | -332 | -1,013 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | -424 | 353 | -387 | 814 | 805 |
| 期初现金余额 | 2,280 | 1,837 | 2,212 | 1,825 | 2,639 |
| 期末现金余额 | 1,837 | 2,210 | 1,825 | 2,639 | 3,444 |

| 至 12 月 31 日 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 15.6 | 23.2 | 25.6 | 20.1 | 12.4 |
| 营业利润增长 | 73.4 | -5.8 | -18.2 | 17.4 | 9.8 |
| 归母净利润增长 | 11.6 | -7.0 | -23.0 | 17.4 | 9.9 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 93.1 | 93.5 | 92.0 | 91.7 | 91.1 |
| 净利率 | 21.0 | 14.9 | 9.7 | 9.5 | 9.3 |
| ROE | 15.3 | 13.8 | 9.6 | 10.1 | 10.0 |
| ROIC | 15.1 | 17.2 | 15.6 | 25.4 | 39.6 |
| 偿债能力(%) | | | | | |
| 资产负债率 | 35.0 | 41.5 | 36.3 | 38.5 | 39.4 |
| 净负债比率 | 21.4 | 21.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 流动比率 | 3.49 | 2.08 | 1.39 | 1.49 | 1.58 |
| 速动比率 | 3.45 | 2.05 | 1.36 | 1.46 | 1.55 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.55 | 0.64 | 0.71 | 0.70 |
| 应收账款周转率 | 24.39 | 13.82 | 13.82 | 13.82 | 13.82 |
| 存货周转率 | 19.93 | 19.58 | 19.58 | 19.58 | 19.58 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.42 | 0.39 | 0.30 | 0.35 | 0.39 |
| 每股经营现金流 | 0.53 | 0.40 | 0.72 | 0.71 | 0.70 |
| 每股净资产 | 2.75 | 2.83 | 3.13 | 3.49 | 3.87 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 46.46 | 53.39 | 114.66 | 97.64 | 88.83 |
| P/B | 7.11 | 7.34 | 10.98 | 9.87 | 8.88 |
| EV/EBITDA | 51.27 | 48.77 | 135.34 | 107.98 | 94.87 |

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理的工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏：资深分析师，上海财经大学信息管理学士，上海财经大学资产评估硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 郑楠：资深分析师，北京邮电大学计算机专业学士，法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士，2010年起就职于外资企业软件公司从事研发、咨询顾问等工作，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 钱砾：研究助理，东南大学信息工程学士、生物医学工程医学电子影像方向硕士，先后在电子信息行业和医疗影像设备行业工作超过6年，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-----------------------|-------------------------|---------------------|------------------------|---------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼 | 深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼 | 香港中环干诺道中111号永安中心14楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。