



证券研究报告

公司深度报告

2019年01月09日

印刷主业景气改善，转型信息服务商迎收获期

——东港股份（002818.SZ）深度报告

分析师：徐林锋 执业证书编号：S1220517080003

联系人：朱悦 钟天皓 曹倩雯

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

东港股份是全国最大的票据印刷企业（市占率约10%），当前向综合信息服务商转型，迎来收获期。

- 1) 印刷主业：收入稳中有增，利润预期改善。** 票据印刷行业规模承压但竞争格局改善，东港具备先发优势与牌照壁垒，客户资源优&粘性强；而且客源分散，抗风险能力强。后续预计收入端稳中有增，主要因新客户拓展+存量客户附加值提升，其中票据印刷市占率提升，彩印&不干胶贡献新增长点；盈利端预期改善，主要因纸价高位回落+新签订单提价（我们测算双胶纸下跌10%，印刷毛利率上升1.6pct）
- 2) 电子发票：大势所趋，东港厚积薄发。** ①电子发票缓解传统发票痛点&加强税收监管，成为大势所趋，测算行业空间600亿元以上。②产业链中第三方平台具有核心地位，其中东港先发优势突出，开票量位居前三，以提供系统收取服务费为盈利模式，以税务局接口许可构筑竞争壁垒。③未来看点：利用电子发票信息挖掘大数据价值；区块链落地可待，降低税控盘依赖；非税电子票据空间广阔，东港争取试点
- 3) 其他业务多面开花：** ①智能卡测试结束集中投向市场，RFID应用可拓展性强，收入稳健增长。②档案储存行业空间广，市场尚处蓝海，政策红利驱动高增长，规模优势下盈利预期改善。③自助售彩终端投放加速，东港先发优势保障客户粘性。我们预计档案/彩票2018收入0.9/0.4亿元（同比增长56%/36%）
- 4) 盈利预测：** 预计东港股份2018-2020净利润分别为2.67/3.12/3.51亿元，EPS为0.73/0.86/0.97元，对应PE为19.7/16.9/15.0X。公司作为票据印刷行业龙头，传统主业稳中有增，新业务贡献业绩弹性，估值安全边际高，分红具备吸引力（股息率约3.2%），首次覆盖给予强烈推荐评级。

风险提示： 票据印刷行业大幅收缩，新业务开展不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1429.50	1607.03	1817.98	2044.29
(+/-) (%)	-4.15	12.42	13.13	12.45
净利润	232.11	267.29	311.51	351.17
(+/-) (%)	5.91	15.16	16.54	12.73
EPS(元)	0.64	0.73	0.86	0.97
P/E	22.65	19.67	16.87	14.97

一

公司速览：票据印刷第一龙头，向技术服务领域延伸

二

印刷主业：收入端稳中有增，利润端预期改善

三

覆合类业务：智能卡收入稳健增长，RFID应用空间广阔

四

电子发票：行业发展大势所趋，三大风口助力收入放量

五

其他业务：档案存储业绩高增，彩票业务先发优势显著

六

投资建议：估值安全边际高，业绩增长确定性强

一

公司速览：票据印刷第一龙头，向技术服务领域延伸

1.1

发展历程：商用票证印刷龙头，综合服务商优势明显

1.2

股权结构：管理层持股便于市场化决策，助力长期发展

1.3

业务模式：传统票证业绩稳健，转型综合服务商全面开花

1.4

业绩速览：收入稳健增长，利润率较为稳定

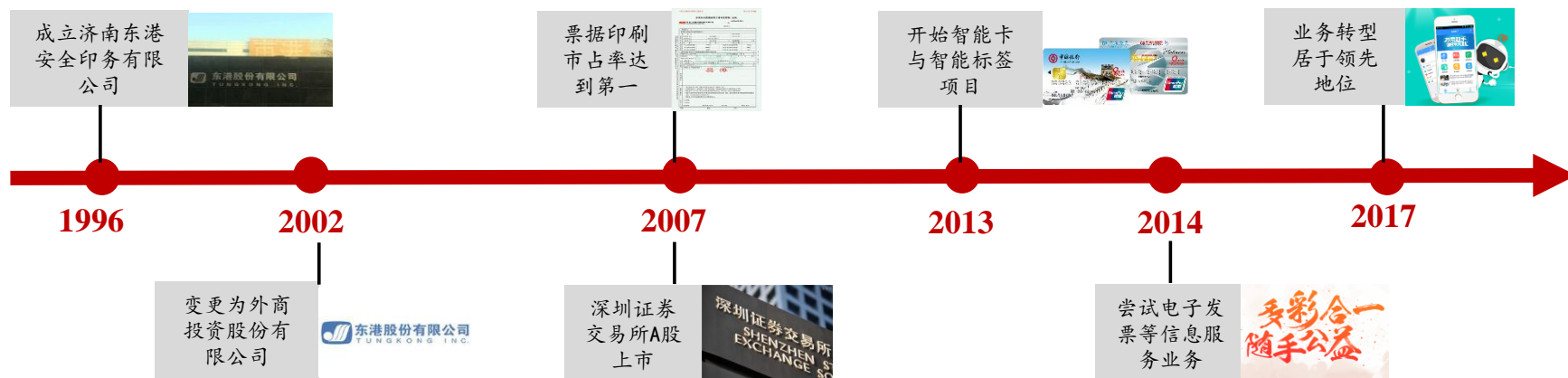
1.5

财务情况：营运能力强，盈利质量好，研发费用占比高

一、发展历程：商用票证印刷龙头，综合服务商优势明显

- 东港股份是知名的综合性印刷服务企业，是集票证印刷、彩色印刷、标签印刷、数据处理、智能卡生产服务、智能标签封装等业务为一体的综合性集团。公司成立于1996年，2007年深交所上市，当前在全国设有9个生产基地，4个技术研发中心，布局30家销售服务联络处，搭建高效、成熟的设计、生产、营销、服务网络，成为全国最大的票据印刷企业。
- 公司向信息技术服务行业积极探索。公司通过持续的研发投入，积极推进业务转型，在推出并推广复合类业务后，又先后开发电子发票、彩票销售终端和档案存储及电子化业务，提供收入增量，并对冲传统票据印刷行业的收缩趋势，在新业务领域也处于行业领先地位。

图 1：公司主要发展历程

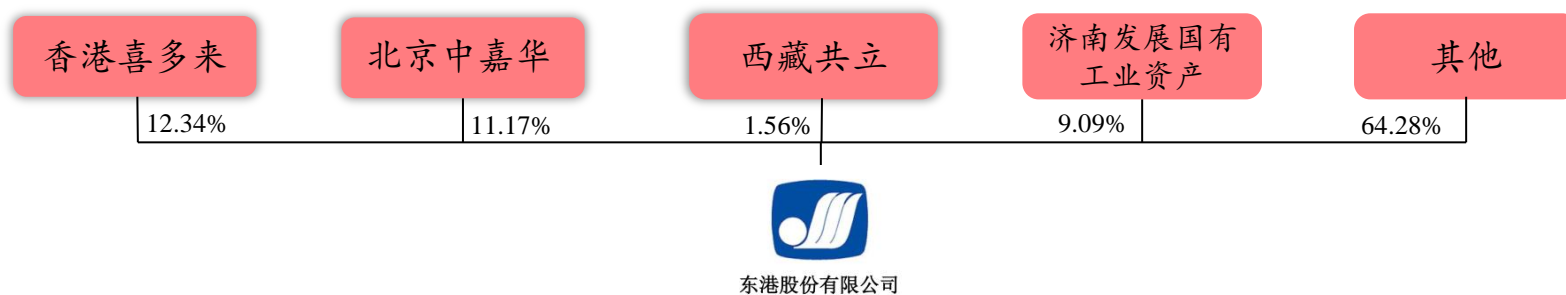


资料来源：公司官网，方正证券研究所

一、股权结构：管理层持股便于市场化决策，助力长期发展

- 股权结构合理，管理层持股比例高。东港股份前三大股东的持股比例分别为：香港喜多来持有12.34%，北京中嘉华持有11.17%，济南发展国有工业资产持有9.09%。北京中嘉华与西藏共立创业投资（持股1.56%）均为管理层持股平台，东港管理层持股比例较高（合计持股12.73%），管理层即实际控制人，其他股东多为财务投资，从而紧密绑定公司与管理层利益，有效避免实际控制人与管理层之间的矛盾，有助于公司的市场化决策，战略调整更加及时。
- 股权激励计划范围广，绑定各方利益。2017年2月公司第一期员工持股计划完成，以均价26.42元/股累计购入962.38万股，总金额2.54亿元，占总股本2.65%。员工持股计划使员工获得与公司共同发展机会，显示对未来的信心，且员工持股价格与目前股价倒挂较多，提供安全边际。

图 2：公司管理层持股比例高



姓名	职务	2017年持股数（股）	姓名	职务	2017年持股数
郑理	副总裁, 财务负责人	70,750	史建中	董事, 总裁	通过北京中嘉华与西藏共立共同持有公司股份4632万股
齐利国	副总裁, 董事会秘书	60,750	刘宏	董事, 副总裁	
张力	监事	15,300	唐国奇	常务副总裁	
王晓延	监事	9,000	朱震	副总裁	

资料来源：公司公告，方正证券研究所

一、业务模式:传统票证业绩稳健，转型综合信息服务商全面开花

- 公司主营业务主要分印刷类产品、覆合类产品与技术服务三项。
- **印刷产品**：主要是商业票证印刷、彩色印刷，不干胶标签等，其中票据印刷市占率10%，多年持续行业第一。公司印刷业务收入稳健，2018H1收入同比增长2.5%，占营收的75.29%，其中票证印刷占印刷收入的65-70%，仍是公司的支柱业务，彩印、不干胶等新业务占比持续提升。
- **覆合类产品**：主要是智能卡、RFID（智能标签）产品。2018H1收入同比增长54.9%，占营收的13.17%。随着2018年储备订单逐步释放，覆合类产品收入将步入稳定增长阶段。
- **技术服务**：主要是档案存储、彩票业务、电子发票。2018H1收入同比增长182.5%，占营收的11.15%。东港持续投入研发，推出区块链电子发票、自助彩票双票机等，未来发展空间广阔。

图 3：印刷业务占比最高，新业务占比提升

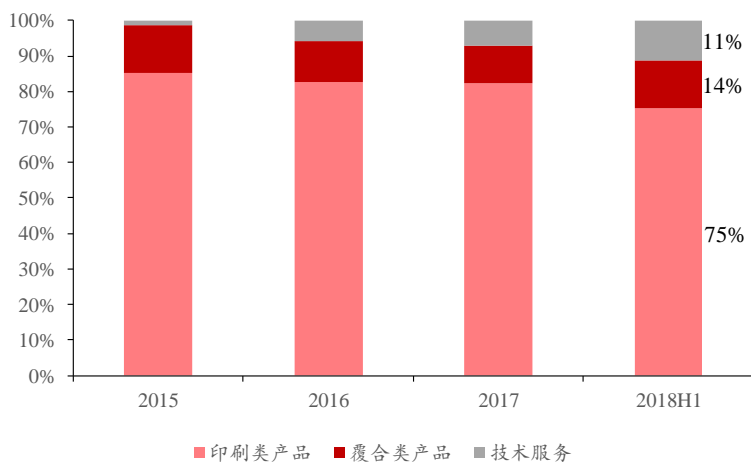
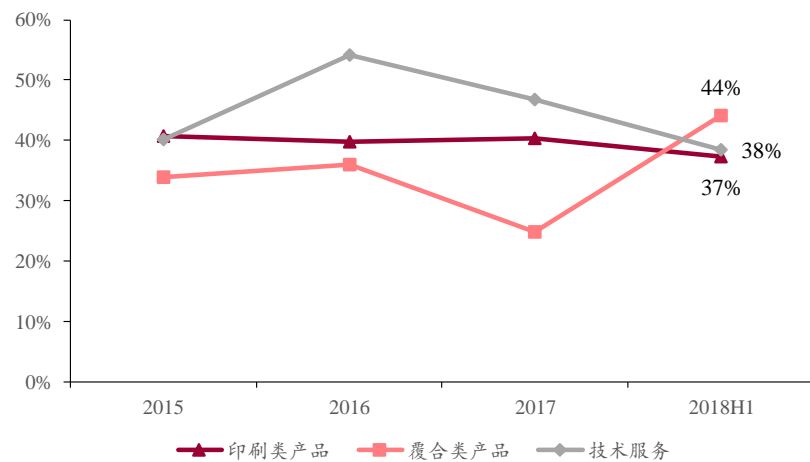


图 4：各大业务板块毛利率水平均较高



资料来源：公司公告，方正证券研究所

一、业绩速览：收入稳健增长，利润率较为稳定

- 收入端稳健增长。**公司2012-2017营收CAGR约11.85%，归母净利CAGR约17.6%（2017营收略有下降，因无纸化趋势损失少量印刷订单）。2018Q1-3实现营收11.65亿元，同比增长11.7%，归母净利1.96亿元，同比增长17.7%。预期未来传统业务稳定，新业务放量贡献弹性、对冲风险。
- 毛利率维持稳定。**公司毛利率较为稳定，期间费用率稳中有降。公司毛利率基本维持在40%左右，2018H1毛利率同比下降1.03pct，主要因纸价上涨，预计未来毛利率随纸价压力缓解而有所上升（详见第17页分析）。公司净利率基本维持在16%左右，2018Q1-3期间费用率同比下降2.0pct至19.6%，其中销售费用率下降0.5pct至7.7%，管理费用率（含研发费用）下降1.1pct至11.9%。公司费用投放的规模效应逐步体现，特别是新业务领域，预计费用率进一步下降。

图 5：公司近年业绩稳健增长

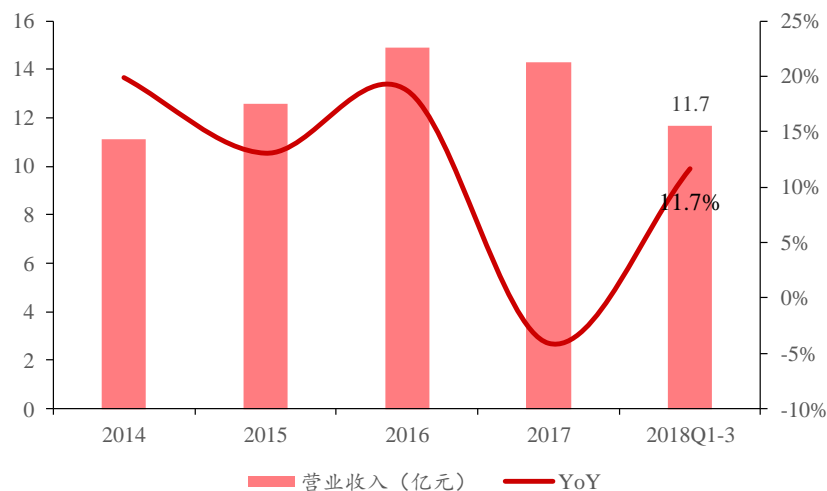
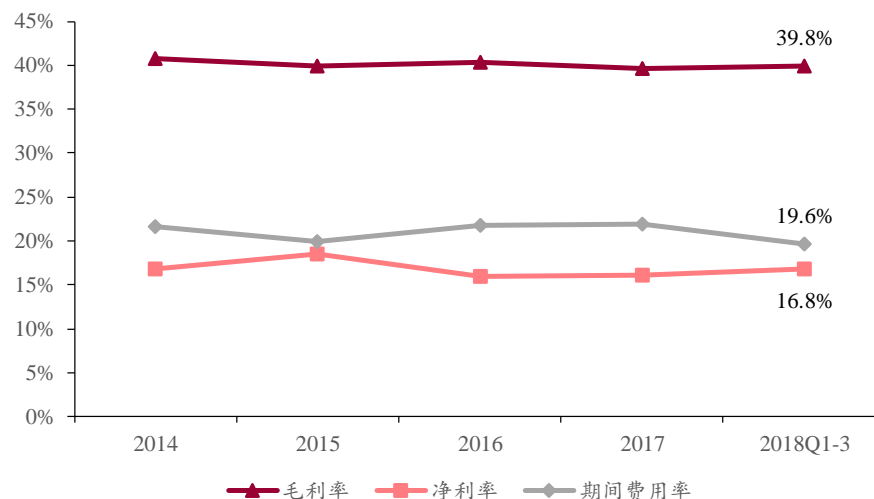


图 6：期间费用率不断降低，净利率稳步提升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

一、财务情况：营运能力强，盈利质量好，研发费用占比高

- 公司账期较短，营运能力较强。公司账期较短，一般为1个月，且客户以政府等机构为主，资质良好、坏账率低。因此公司营运能力领先，2018Q1-3总资产周转率0.55，存货周转率6.36，应收账款周转率3.16，对应鸿博股份分别为0.24/2.19/4.54，安妮股份分别为0.19/8.72/3.01。（其中总资产周转率均有下降主要因扩张新业务，负债增加、资产规模扩大）
- ROE较高，收益质量好。2018Q1-3公司ROE同比上升1.51pct至15.3%，对比鸿博/安妮分别为-0.65%与-15.90%，公司保持高效率的运营状态，收益质量高。此外，公司货币资金较为充裕，2018Q3货币资金3.59亿元，资产结构合理，资产负债率23.04%，具有较强的风险承受能力。
- 研发支出占比高。公司2017年研发支出9477万元（其中资本化支出878万元），占营收比例由2013年的5.49%上升至2017年的6.63%，稳中有升的研发投入对公司新业务扩张形成支撑。

图 7：东港总资产款周转率（次）行业领先

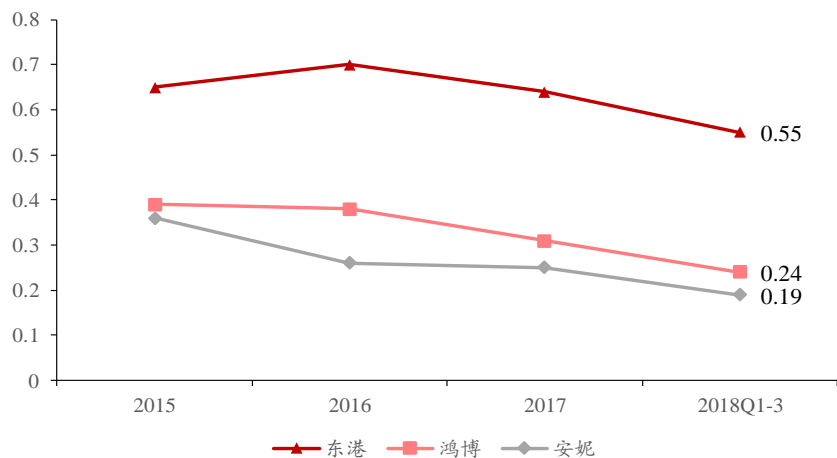
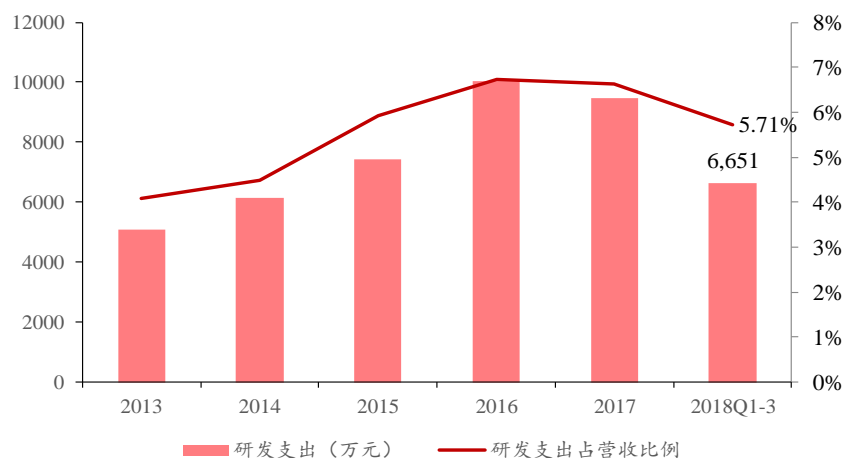


图 8：东港研发支出占比较高



资料来源：公司公告，方正证券研究所

二

印刷主业：收入端稳中有增，利润端预期改善

2.1

票据印刷行业：细分领域规模承压，集中度确定性提升

2.2

竞争优势：优化产品提升客户粘性，客源分散提升抗风险力

2.3

未来看点：传统业务收入稳中有增，利润呈改善趋势

二、票据印刷行业：细分领域规模承压，集中度确定性提升

- 行业规模承压：**票据印刷隶属印刷行业细分领域，行业规模100亿元左右。过去几年票据印刷市场需求受到两方面冲击，金融票据印刷方面，因银行等电子化趋势而规模收缩；税务票证印刷方面，一是受到电子发票渗透率提升影响，二是全面营改增后地税票据业务收归中央，致使票种减少，三是部分政府类票据由定点印制改为公开招标，竞争加剧导致印价下降。
- 竞争格局改善：**受政策影响，部分票据印刷细分领域需求不旺，致使印量印价同时承压，叠加近年原料成本上升，布局相关领域的中小企业盈利空间持续收窄。而且环保政策频出、监管趋严，盈利有限的中小企业难以进行环保再投资，加速退出市场，行业集中度呈提升趋势。

图 9：印刷行业收入规模增速放缓

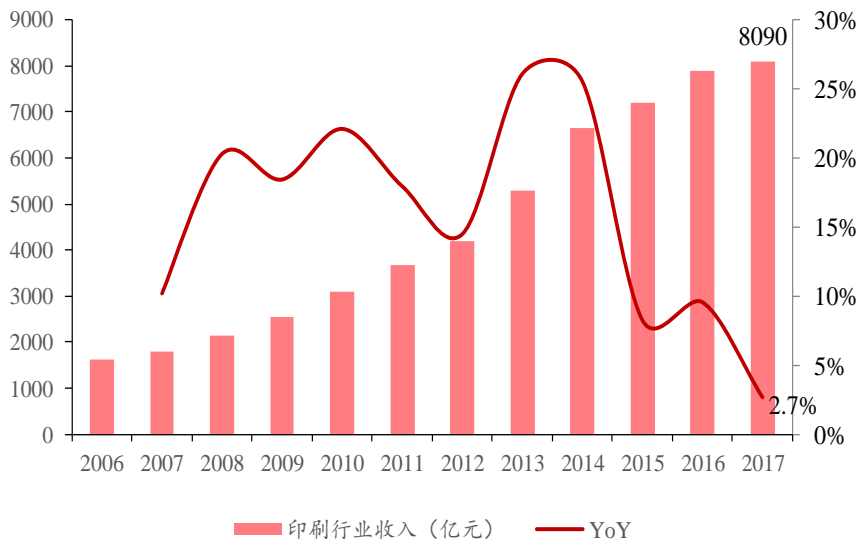


图 10：近年国家环保政策列举

时间	发布机构	政策
2017/4/10	环保部	《国家环境保护标准“十三五”发展规划》
2017/6/26	财政部、税务总局等	《中华人民共和国环境保护税法实施条例》
2017/6/29	环保部	《建设项目环境影响评价分类管理名录》
2017/7/27	全国人大	《中华人民共和国土壤污染防治法(草案)》
2017/7/28	环保部	《固定污染源排污许可分类管理名录》
2017/8/21	环保部、发改委、工信部、公安部等	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》
2017/11/20	环保部	《建设项目竣工环境保护验收暂行办法》

资料来源：Wind，各部委官网，方正证券研究所

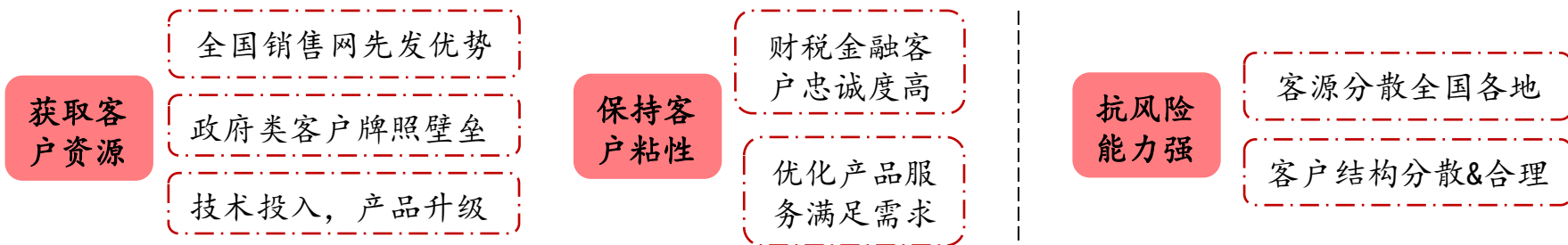
二、竞争优势：优化产品提升客户粘性，客源分散提升抗风险力

➤ 1) 公司具备先发优势&牌照壁垒，攫取优质客户资源，并通过优化产品&服务提升客户粘性。

由于票据印刷行业下游客户规模体量大、产业链地位高，因此掌握并维护优质客户资源是公司的护城河所在。东港在获取客户资源和保持客户粘性方面具备较高壁垒：

- 其一，公司在攫取客户资源方面具备先发优势，公司起步早，较早地建立全国性的销售网络和地推团队，而且政府&金融大客户出于安全等考虑，忠诚度高。公司历年客户丢失率小于5%。
- 其二，对于部分政府类客户，公司具备牌照壁垒，拥有国家保密局颁发的甲级许可证（全国仅十几家），而且上市可为公司的信誉背书。
- 其三，东港持续优化产品&服务，提升中标几率，维持客户粘性：产品领域，尽管传统票据印刷技术、设备门槛低，产品差异化程度不高，但公司利用在手资金升级技术、投入研发，根据客户需求变化创新高技术产品、丰富产品结构。服务领域，一方面公司利用全国10家印刷工厂缩短各地交货期，可满足客户日趋零散&即时的需求；另一方面公司逐步打造一站式服务和整体解决方案。从而维持存量客户粘性，同时提高新客户中标几率。

图 11：公司竞争优势



资料来源：公司官网，百度百科，方正证券研究所

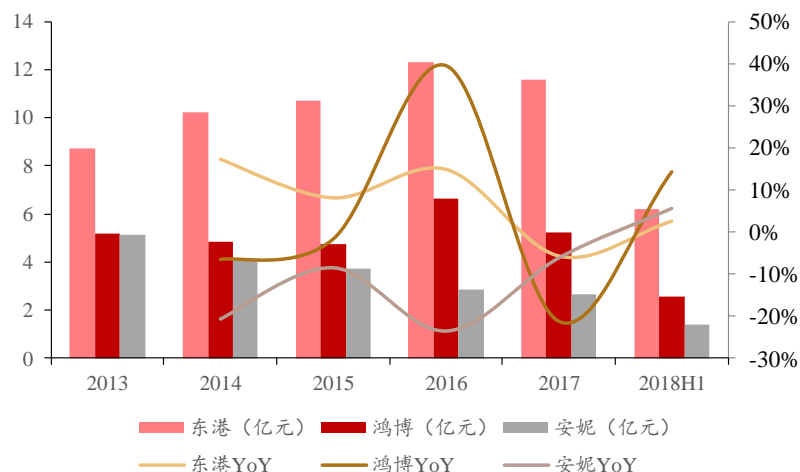
二、竞争优势：优化产品提升客户粘性，客源分散提升抗风险力

- 2) 公司客源非常分散，对地域或客户领域的依赖度低，因此抗风险能力远远领先行业。
 - 票据印刷受政策调整和技术替代影响大，大部分企业仅服务数个地方性大客户，全国布局的规模企业不到20家。且客户领域单一，行业第二鸿博股份与第三安妮股份也局限于彩票类印刷。
 - 东港抗风险能力远领先行业，且及时调整业务响应变化，近三年印刷业务收入CAGR仍达5.37%。
 - 一方面，公司全国范围布局：在全国设立30+个销售网点，长期建立并维护全国销售体系，培养优质地推人员团队。另一方面，公司客户结构分散而合理：囊括票据行业所有产品，客户分为政府类票据（占30-40%，如财税票据），金融类票据（如银行票据）及其他票据（如通讯、运输等服务行业）。订单量大、涉及面广，最大客户销售额占7%，前五大客户仅占17%。

图 15：政策调整和技术替代风险

风险	举例	影响
政策风险	营业税改增值税全国范围推行	以地税局为主要客户的票据印刷企业面临困境，相关市场迅速收缩
技术风险	物流行业不干胶标签技术兴起	无碳复写详情单印刷领域供给瞬间过剩
市场风险	办公无纸化趋势	以鸿博、安妮为代表的印刷企业近年传统业务收入下滑

图 16：东港传统业务收入最为稳定




资料来源：各公司公告，方正证券研究所

二、未来看点：传统业务收入稳中有增，利润呈改善趋势

➤ 1) 收入端，传统业务收入稳定性强，业绩波动风险较小：

首先，公司印刷业务对应地域&客户领域分散，所以尽管无纸化趋势使部分票据印刷细分市场收缩，公司整体受冲击较竞争对手小（17年印刷收入仅降6%）。其次，目前银行系统大规模升级（电子化改革）暂时告一段落，市场整体需求趋于平稳。最后，公司推动产品结构分散&优化，标签、彩印等印刷业务占比持续提升，缓解对票据印刷的依赖，并防止存量客户因无纸化而流失。

图 17：公司印刷类产品结构分散

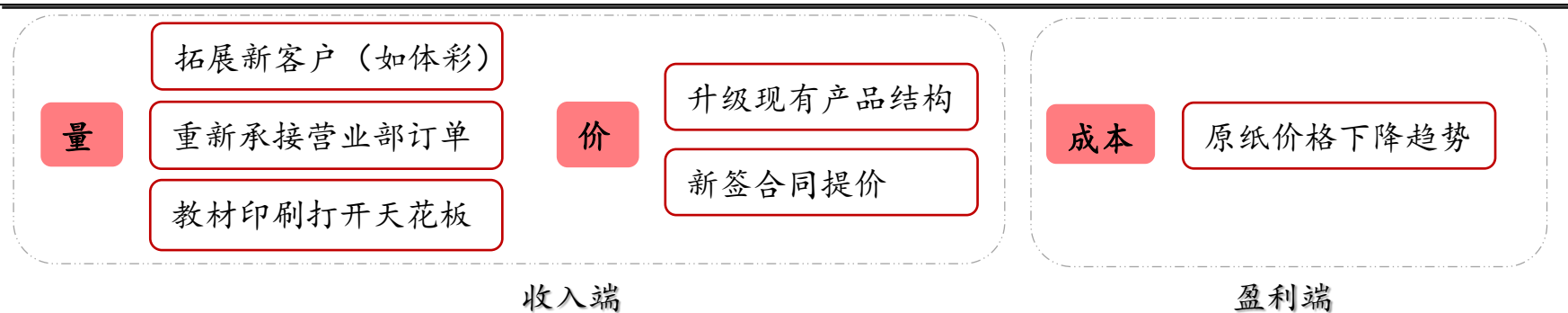
类别	主要特征	下游客户	上游原料设备	示意图
票据印刷	(1) 号码可以标识票据的惟一性 (2) 具有一定的防伪作用 (3) 印刷品印刷范围广 (4) 成品可以广泛流传和永久保存	财税、金融和服务行业 （酒店、交通、邮电等行业）	原料纸、印刷油墨、 PS板	
标签印刷	(1) 成因材料适应性强，从0.22mm（塑料薄膜）到10mm以上都可以获得满意的印刷效果 (2) 套印精度高，性能稳定，结构简单，印品质量好 (3) 图文精密，层次丰厚，适于大批量印刷 (4) 印刷品印刷范围广，适合各种要求、大面积实地印刷	税务、邮政、交通、物流、福彩、日化等行业	有胶版纸、铜版纸、各色亮光纸和荧光纸、铝箔、粘合剂、纸基材和薄膜基材	
彩印	(1) 彩印投资少，操作人员少，运行成本极低，综合印刷成本低 (2) 印刷质量高，占用空间小 (3) 印刷尺寸可选，印刷材质类型厚度选择性强，有很大的投资优势	税务、金融、保险，以及运输、邮政、福彩等服务行业。	菲林、色令、骑马钉或胶钉，折页，油墨印刷色彩，双面多色印刷机	

资料来源：公司官网，百度百科，方正证券研究所

二、未来看点：传统业务收入稳中有增，利润呈改善趋势

- 2) 收入端，四方面推动传统收入稳中有增，拓展传统业务增长空间：
 - 其一，公司持续拓展新客户，今年新增票据客户主要是山东、甘肃等四省的体育彩票印制，而且长远来看票据印刷行业集中度确定性提升，公司作为龙头未来可抢占中小企业原有客户。
 - 其二，公司根据存量客户需求开发关联产品、升级现有产品、提升业务附加值，拓展增长空间。产品升级方面，票据+芯片技术将售价由1元/张提升至7元/张。产品创新方面，彩印、标签等保持量价齐升的增长态势，占印刷收入的比例由2014年的27%提升至2018年的35%。
 - 其三，18Q3纸价上涨环境下，公司为稳定毛利主动放弃部分银行&保险营业部的到期订单（占总量约10%，因为市场化程度高且双胶纸用量大，所以附加值低且盈利波动大），因此，若原纸价格呈下降趋势，公司可重新承接低毛利率客户订单，扩大销售规模。
 - 其四，公司凭借上市公司的好信誉，为华图教育和中公教育提供教材印刷服务，向全印刷行业迈进，打开增长天花板。此外，公司产能利用率60-70%，产能充足奠定业务横向扩张基础。

图 18：公司业绩改善逻辑

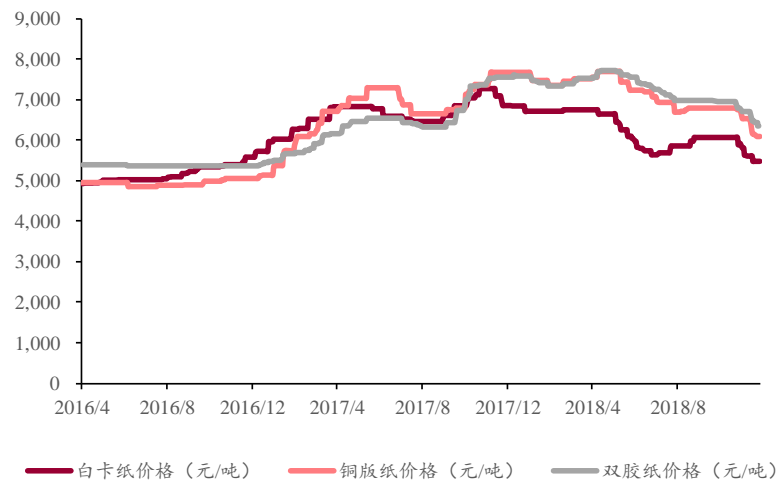


资料来源：方正证券研究所

二、未来看点：传统业务收入稳中有增，利润呈改善趋势

- 3) 盈利端，未来可实现毛利率确定性提升。2017年初-2018年中期，由于国际纸浆景气高点，叠加环保监管趋严，以双胶纸为代表的原纸价格上涨约30%+，叠加人工成本上升，公司2018H1印刷业务毛利率同比下降3.6pct。但当前毛利率呈提升趋势：
- ① 预计原纸价格呈下降趋势。由于双胶纸约占营业成本的1/4（另有热敏纸+无碳纸占1/4），因而测算若纸价下跌10%，公司印刷业务毛利率上升1.6pct，整体毛利率上升1.1pct。而2018下半年双胶纸价格下跌14%，未来随着浆价高点回落、需求难以提振，纸价预期继续下降。
 - ② 公司持续改善产品结构。一方面，放弃银行&保险营业部的低附加值订单，18Q3毛利率环比上升；另一方面，公司原有产品技术持续升级，新增图书印刷业务毛利高，附加值提升。
 - ③ 公司新签合同均已提价。由于采取公开招标模式，合同期（一般两年）之内难以改价，但今年以来新一轮投标均已提价。而且公司下游客户以政府类为主，对票据印刷等耗材需求刚性、价格敏感度低，公司具备提价基础。

图 19：双胶纸等文化纸价格呈下降趋势



资料来源：卓创资讯，方正证券研究所



覆合类产品：智能卡收入稳健增长，RFID应用空间广阔

三、覆合类产品：智能卡收入稳健增长，RFID应用空间广阔

- 公司覆合类业务包括智能卡和RFID（智能标签），2018H1占营收的13.2%。智能卡又称集成电路卡/IC卡。2011年公司紧跟IC卡替换磁条卡的政策红利，布局智能卡领域。公司竞争优势：
- **持续研发与专利技术支撑：**前期的高资金投入、长测试时间成为智能卡业务的进入门槛。公司持续提升研发投入（约占收入6%），拥有多项智能卡相关知识产权及实用新型专利技术（信息安全、智能标签技术与区块链等），且可实现与其他信息服务业务的技术共享。
 - **客户粘性与客户转化：**公司通过传统印刷业务在财税金融、政府部门积累的顾客群体具有较强粘性，行业资源背景与品牌基础有助于智能卡业务快打开市场。
 - **先进的设备与高水平厂房配置：**公司拥有符合国际金融支付组织（银联、visa等）物理安全要求的高洁净厂房与国际先进IC卡生产线，业内达标企业少，公司竞争壁垒高。

图 20：东港覆合类业务规模基本呈上升趋势

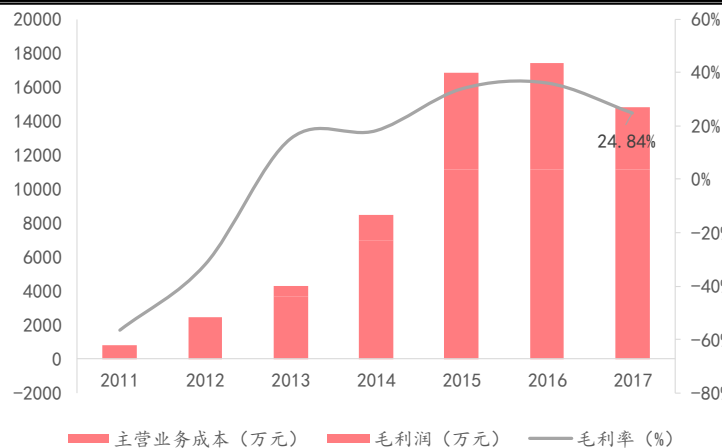
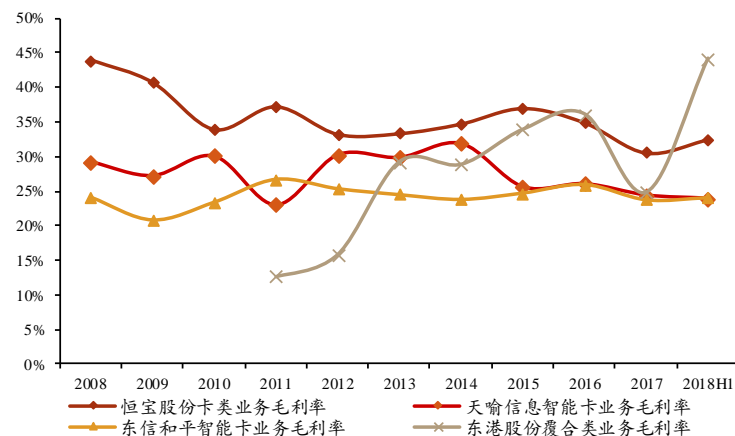


图 21：东港覆合类毛利率基本呈上升趋势



资料来源：公司公告，方正证券研究所

三、覆合类产品：智能卡收入稳健增长，RFID应用空间广阔

- ▶ **智能卡业务发展情况与未来看点：**作为智能卡行业后起之秀，公司现已迈入一线卡商的行列，前期承接社保卡二代卡制卡工作，2017年社保卡高峰期过后转向银行卡与少量社会卡的制卡业务。
- **收入端，**2017年为业务转型前期的研发集中测试阶段，产品尚未集中投向市场，导致收入下滑，但未来短期看，预计前期中标项目两年内逐步投放市场，维持业务20%+的增速。长期看，公司可凭传统业务客户粘性，持续抢占竞争对手份额。而且三代社保卡将加载非接触功能，应用RFID技术，东港具备技术优势，或将再次释放智能卡产量。
- **成本端，**由于智能卡产品前期的测试周期长，研发资金投入大，因而测试期毛利率出现下滑。但预计业务批量生产后，规模效应将逐渐显现。规模效应一方面来源于规模采购，提升对上游供应商的议价能力（前期采购价格高于竞争对手）；另一方面来源于设备折旧方面的改善。

图 22：银行IC卡发卡量持续上升

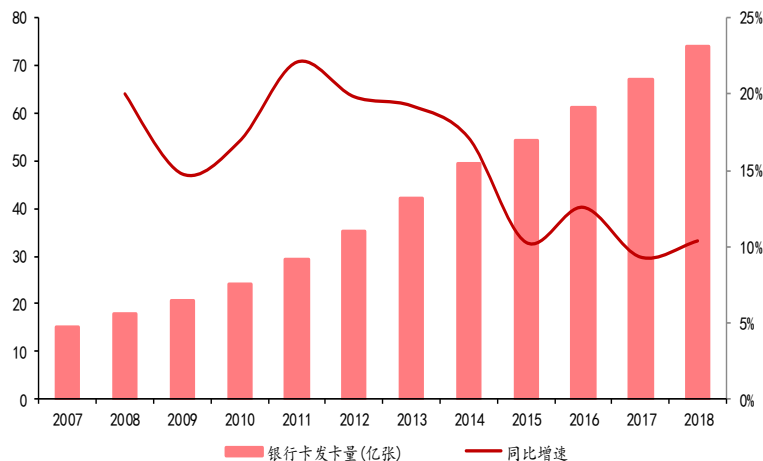


图 23：公司智能卡业务合作公司（金融领域）



三、覆合类产品：智能卡收入稳健增长，RFID应用空间广阔

- **RFID标签**，是实现非接触式自动识别的重要载体，即利用无线射频识别技术，通过射频信号自动识别目标对象并获取相关数据，识别工作无须人工干预。
- **公司转型优势**：首先，RFID作为技术手段，能够与票证、标签印刷、档案管理等业务结合，可应用于公司传统票据印刷客户，获得初始客户，提升产品附加价值。其次，相较而言，虽然RFID核心集中在电子芯片，但制成芯片需广泛运用印刷、覆合及防伪处理技术，这是印刷企业的优势所在，而且公司引进人才建设研发机构，短时间即攻克电子芯片技术，业务布局迅速落地。
- **未来前景**：RFID作为技术，具有较强的可拓展性。公司是国内较早开展RFID业务的企业，产品覆盖领域广。在国内人力成本上扬、互联网+、工业4.0、物联网战略的背景下，RFID作为物品标识、信息采集的重要手段将被运用到更多行业中，如智能制造、物流标准化、智慧城市等。

图 24：中国RFID市场规模快速增长

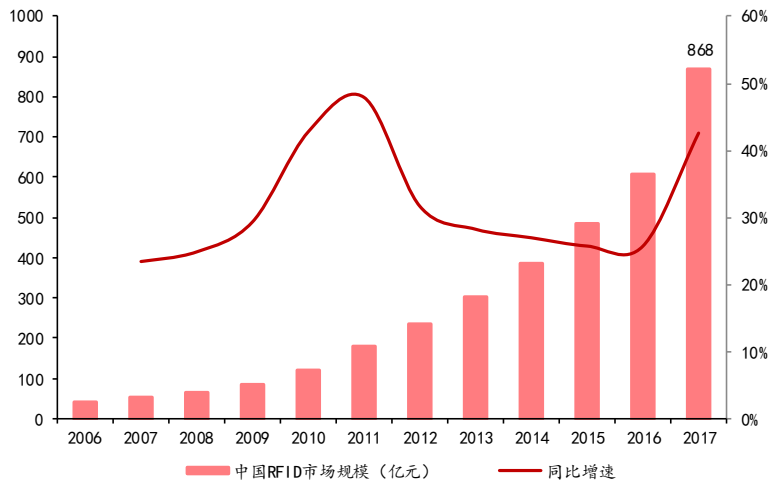
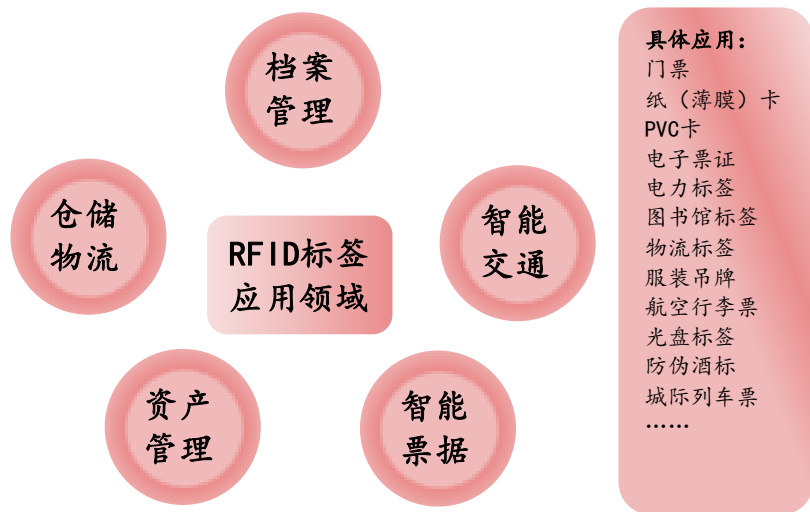


图 25：RFID标签应用领域



四

电子发票：行业发展大势所趋，三大风口助力收入放量

4.1

行业发展：缓解纸质发票痛点+税收问题，推广势在必行

4.2

主要参与者：服务平台保有核心地位，东港具备卡位优势

4.3

未来看点：三大风口构筑长期空间，收入放量指日可待

四、行业：缓解纸质发票痛点+政府税收问题，推广势在必行

- 电子发票是大势所趋：1) 对于企业，电子发票替代传统发票，随电商扩张而延展增长空间。
- 线下，电子发票降低成本、提高效率，缓解传统发票痛点，提升渗透率。①纸质发票印刷成本高（根据中标信息，每张普票成本约0.1元）、寄送成本高，电子发票相关成本接近于0；②纸质发票开票、寄送、贴票链条长，处理效率低；③纸质发票手工入账，出错率与丢失率高。
- 线上，电商行业规模高速扩张，延展电子发票增长空间：2017年电商市场规模已超23.2万亿，2012-2017年CAGR约23.1%，其中，网络零售交易规模7.2万亿，占社会消费品零售总额的19.6%。电商发展拉动电子发票规模增长，一方面，新《电商法》要求线上交易必须开具发票；另一方面，电商交易频繁，订单价小量大，而电子发票随系统直接发出，符合商户对高效率的要求。因此，电子发票线上开具量将根据《电商法》的落实和电商行业的高速扩张而放量。

图 26：电子发票数量持续增长

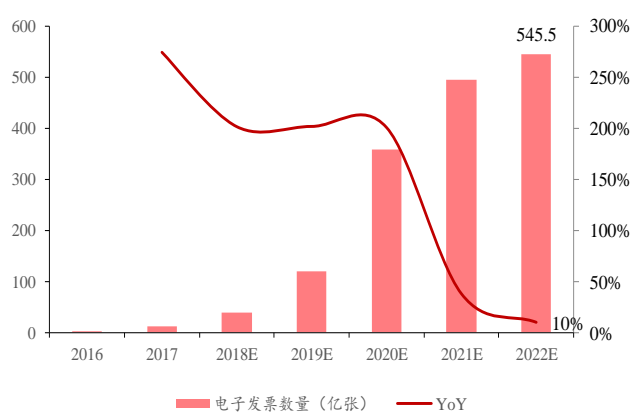


图 27：电商市场规模持续扩张

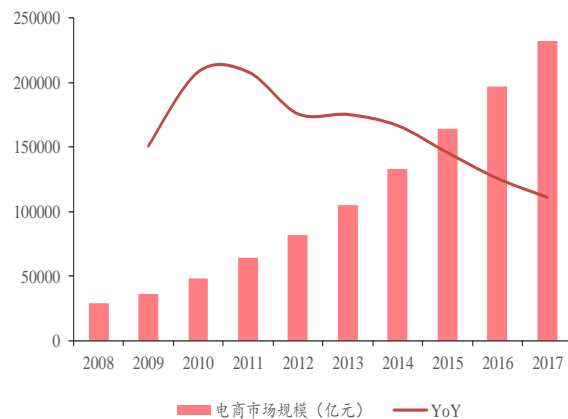
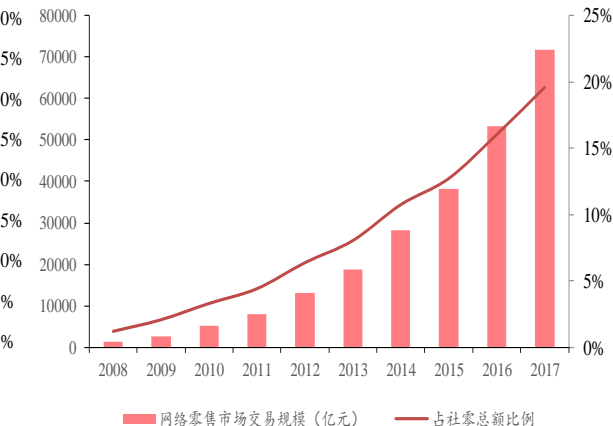


图 28：网络零售占社零总额比例上升



资料来源：中国产业信息网，Wind，智研咨询，方正证券研究所

四、电子发票：缓解纸质发票痛点+政府税收问题，推广势在必行

- 2) 对于政府，电子发票缓解税收漏洞，加强税收监管。发票是重要的税控手段，但传统发票流转链条长、信息不对称，可能出现发票造假、一票多开等问题，而且零售端消费者开票意识不强，存在税收漏洞。而电子发票具有防伪识别技术，且消费者开具更便利，可缓解税收问题。同时，发票数据上传并存储在云端，可加强政府对税收的监管，对国民经济运营的掌控。

图 29：电子发票相关推行政策

时间	发布机构	政策名称	主要内容
2012年2月	国家发改委、商务部等八部委	《关于促进电子商务快速发展有关工作的通知》	提出开展网络（电子）发票应用试点
2012年5月	发改委	《关于组织开展国家电子商务示范城市电子商务试点专项的通知》	重庆、南京、杭州、深圳、青岛成为首批试点城市。重点支持税务部门确定的服务机构和电商企业。
2013年4月	国家税务总局	《网络发票管理办法》	在确保网络发票电子信息正确生成，可靠存储、查询验证、安全唯一等条件的情况下，可以试行电子发票
2013年12月	发改委、财政部、国税总局、国家档案局	《关于组织开展电子发票及电子会计档案综合试点工作的通知》	在北京、上海、青岛等国家电商示范城市组织开展电子发票及电子会计档案政策试点工作，试点企业包括京东、海尔等
2015年8月	国税总局	《关于开展增值税发票系统升级版电子发票试运行有关问题的通知》	升级版系统不改变现有服务平台和纳税人（电商）端ERP系统的格局和使用，仅对发票开具部分做接口对接；电子发票元数据由税控设备生成，传递给第三方服务平台，形成版式文件
2015年11月	国税总局	《关于推行通过增值税电子发票系统开具的增值税电子普通发票有关问题的公告》	使用增值税电子发票系统开具增值税电子普通发票。开票方和受票方需要纸质发票的，可以自行打印增值税电子普通发票的版式文件。电子发票数据由税控设备生成，版式文件可在企业端直接生成，也可由第三方电子发票服务平台完成
2016年3月		“十三五”规划纲要	确定推行电子发票

资料来源：各部委官网，方正证券研究所

四、电子发票：服务平台保有核心地位，东港具备卡位优势

- **电子发票当前模式：**开票方交易信息在税控盘生成元数据，被税务局获取，同时可被第三方平台截流，平台开具电子发票，生成版式文件并签章，并将电子发票发送给受票方，或通过微信等端口流转给消费者。同时，平台将数据储存在云端，而税务局可以通过平台进行税控。
- **各环节来看，税控设备是税控的核心环节，也是发票生成的必备环节，税控设备行业被航天信息、总参三垄断，市占率分别约为2/3与1/3。**
- **微信、支付宝等To C平台巨头是距离消费者最近的环节，创造电子发票在零售端的应用场景，大幅提升电子发票开具、储存、归集的便利性，提高效率、形成闭环流通，微信、支付宝因其掌握的消费者端口优势而占据重要地位。**

图 30：电子发票模式变迁历史

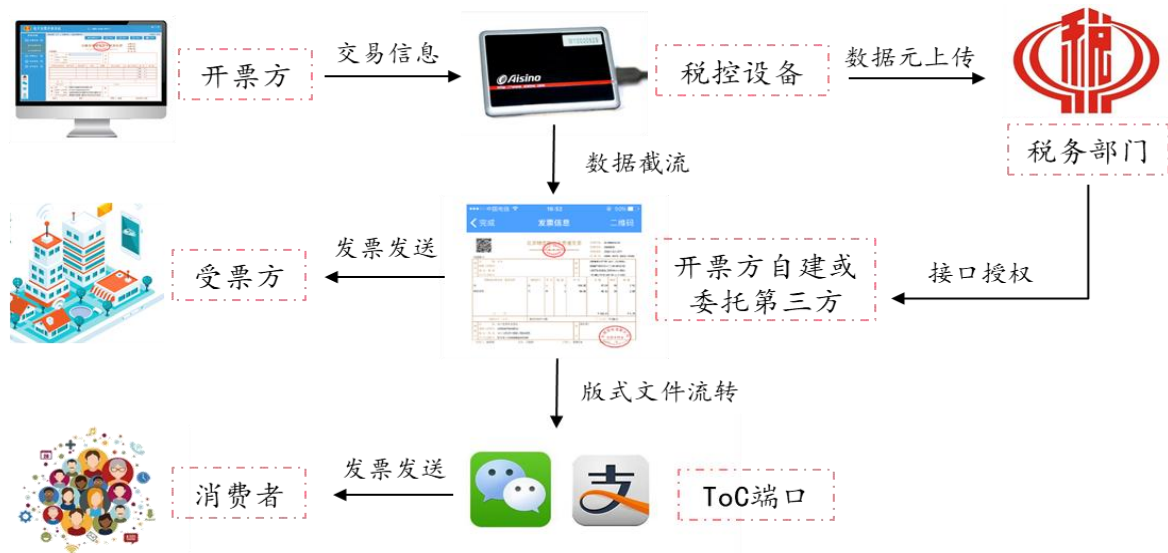


资料来源：方正证券研究所

四、电子发票：服务平台保有核心地位，东港具备卡位优势

- 电子发票服务平台环节：**电子发票流程中，第三方服务平台因可生成版式文件而保有核心地位。行业参与者主要有三类：
 - ①航信51发票、百望发票通因税控设备垄断而具备最低的开票门槛和最大的客户基础；
 - ②用友、金蝶等由ERP系统转型，可结合电子发票打造入账报销一体化工具，原有客户粘性强；
 - ③东港等成熟的第三方平台，一方面有税务局接口授权，可进行税控盘数据截流，而出于安全考虑，该环节进入壁垒高；另一方面客户与航信等产生差异化，积累小微企业资源（航信以大客户为主），或因传统业务掌握一定客户资源（如东港的银行保险），而进行相关行业深耕。

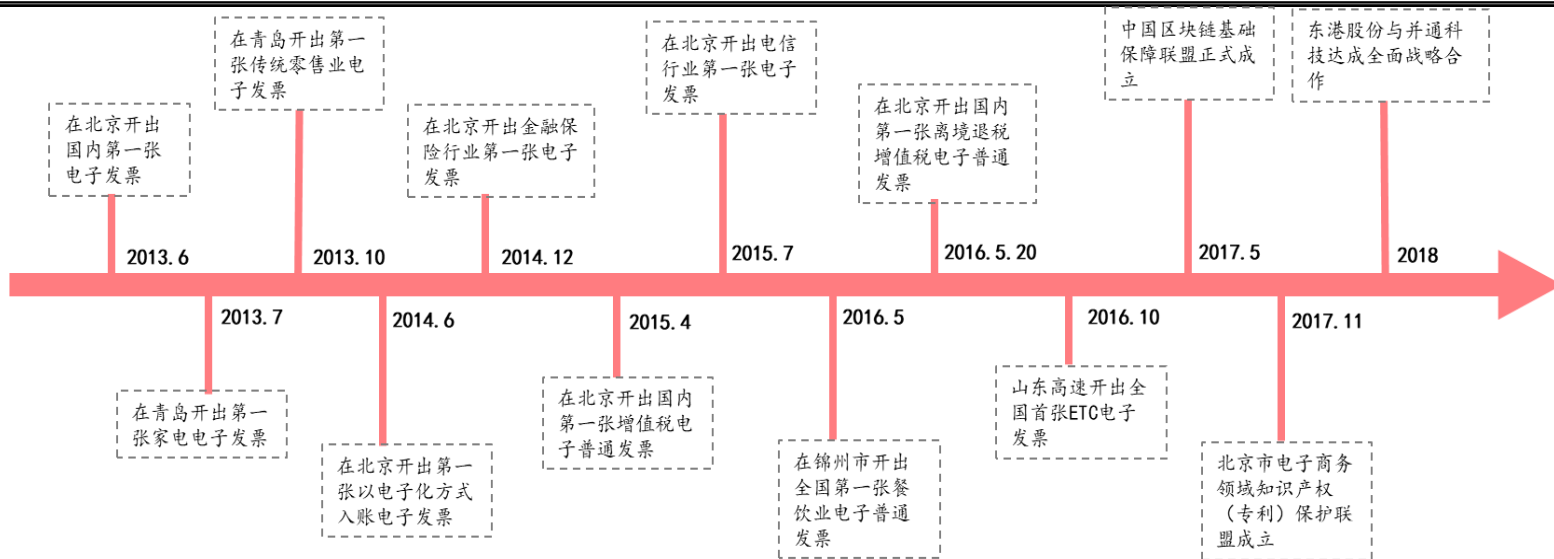
图 31：电子发票开票模式



四、电子发票：服务平台保有核心地位，东港具备卡位优势

- 东港电子发票业务：**公司2013年试点期间即推出瑞宏网，具备前期卡位优势，享有多个行业第一。公司与航信、百望位居开票量前三，平台客户近1万家，以电商、餐饮企业为主，其中除京东、小米等客户外，多数是区域性的小微企业，而金融保险等公司传统业务客户约2000家。
- 盈利模式：**由于电子发票开具基础业务根据规定无法收费，公司盈利模式主要是提供个性化开票系统，收取服务费和系统费。一方面，公司针对客户痛点量身定做电子发票解决方案、集成开票系统和个性化管理系统。另一方面，公司创建企业发票报销验证平台、瑞易报（企业员工报销系统），为企业提供发票开具、报销、记账、报税等一体化服务（如参与人保财险入账报销方案），拓展业务空间。但收费客户占比低、价格低，盈利模式仍有待挖掘。

图 32：东港股份享有电子发票行业多个第一次



资料来源：公司官网，方正证券研究所

四、电子发票：服务平台保有核心地位，东港具备卡位优势

- 东港电子发票业务竞争壁垒：

1) 进入壁垒：公司具备税务局接口许可，因安全性考虑而构筑进入壁垒。

2) 客户获取：客户是电子发票盈利基础。公司依靠关系网络为税务局搭建“票e送”平台（网上申领发票，快递送票上门），向地方纳税企业推广瑞宏网，获取客户资源。同时，公司已入驻微信、支付宝端口，通过端口流量优势积累C端客户，提升品牌认知与信誉，积累客户资源。

图 33：东港电子发票电商行业解决方案



图 34：东港瑞易报业务的核心功能



资料来源：公司官网，方正证券研究所

四、电子发票：三大风口构筑长期空间，收入放量指日可待

- 三大风口构筑未来长期发展空间，收入放量指日可待。
- 其一，利用电子发票数据信息，挖掘大数据价值。
 - 电子发票掌握详细交易数据，以相同格式记录并汇总信息，具备大数据平台价值。特别是对于B2B企业来讲，电子发票信息可用以跟踪企业资金流向，及时获取征信信息，深挖企业甚至行业整体运营情况。例如中国台湾地区利用发票信息获取的增值服务，占全部盈利规模约80%。
 - 但当前税务总局限制税务数据给第三方使用，因而三大平台在积极准备，待政策落地后抢占风口。其中，东港因传统业务客户以财税金融领域为主，可深耕相关行业：不仅可通过为金融客户提供电子发票，掌握垂直产业链信息、深挖行业动向；还可通过对地方企业发票信息的收集，提供征信数据给银行客户，全方位提升客户粘性。（当前东港已提供相关信息给平安银行）

图 35：电子发票增值服务内容

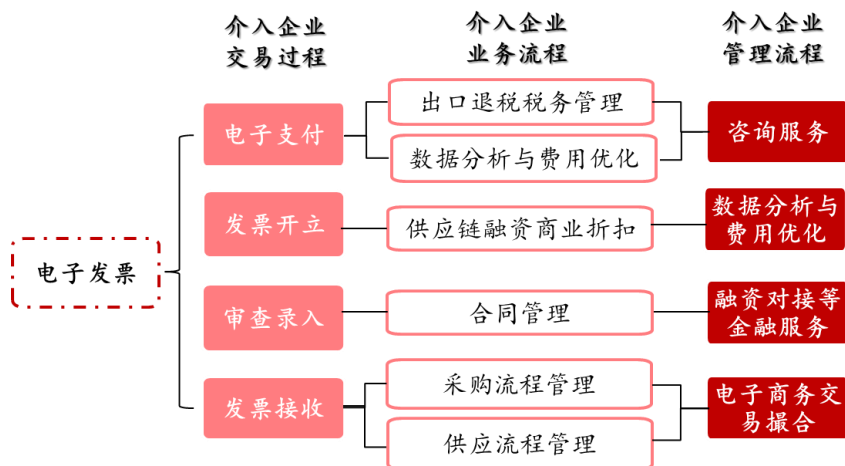
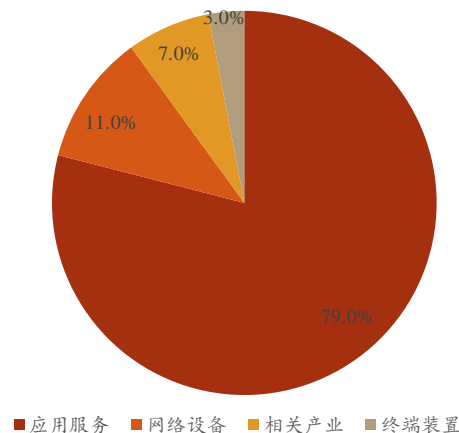


图 36：增值服务是台湾地区电子发票盈利来源

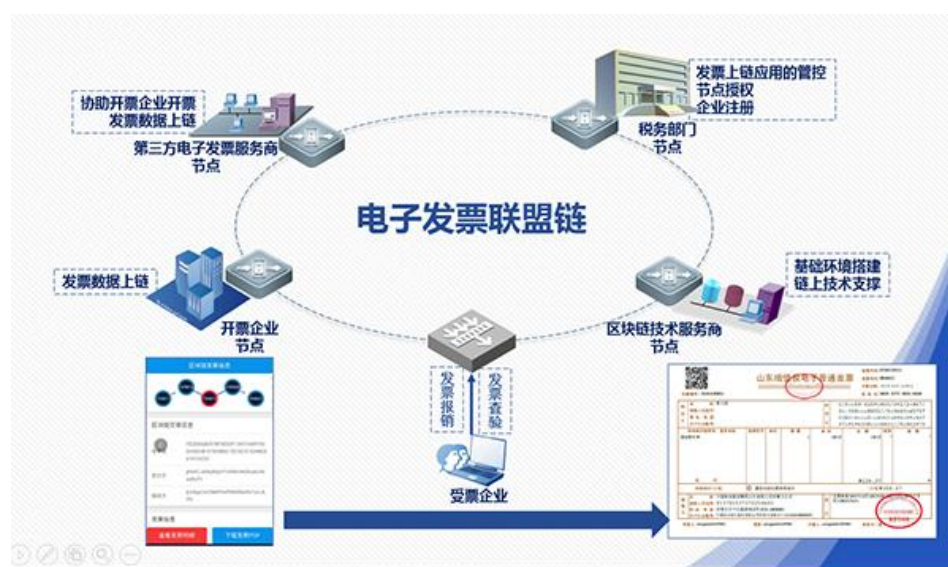


资料来源：中国台湾地区财政部，方正证券研究所

四、电子发票：三大风口构筑长期空间，收入放量指日可待

- 三大风口构筑未来长期发展空间，收入放量指日可待。
- 其二，区块链落地可待，降低税控盘依赖，扩大客户面积。
 - 区块链电子发票核心是去中心化，链上每个发票相关方可追溯发票的来源、去向等信息，实现全场景流通，深度解决信息不对称、重复报账等漏洞，最大限度提升安全、降低篡改风险。
 - 但当前发票仍然靠税控盘加密以控制税收信息，而由于航信、百望（总参三）垄断税控盘，客户可直接从税控盘生成电子发票，因此东港作为纯服务平台，开票便利性低、客源深受限制。
- 当前东港积极开发区块链技术，与井通科技共同成立区块链实验室，并与蚂蚁云合作，构建税务部门、第三方服务平台、区块链技术服务商、开票企业、受票企业“五位一体”的电子发票新生态，区块链政策&技术落地后，可降低电子发票对税控盘的依赖，为公司提供广阔的电子发票客户空间；此外，区块链技术也可引用于传统票证业务，如公司为北京车管所制作号牌等电子证件。

图 37：东港与井通科技的电子发票产业联盟



资料来源：瑞宏网，方正证券研究所

四、电子发票：三大风口构筑长期空间，收入放量指日可待

- 三大风口构筑未来长期发展空间，收入放量指日可待。
- 其三，非税票据空间广、盈利模式更清晰，公司积极争取试点。
 - 非税票据针对非税收入，2017年非税收入规模约2.8万亿元，2008-2017年CAGR达18.6%。非税票据的来源一部分是财政系统建立的非税票据管理平台，另一部分是与各单位（如医院、学校等）数据衔接的应用系统。2018年期财政部持续推进非税票据电子化改革，带来广阔发展空间。
 - 由于电子发票无法直接收费，盈利模式尚不清晰，而且客源受到税控设备的限制。而非税电子票据管控灵活，盈利空间更大，单一客户体量也更大。公司经过电子发票领域多年的产品服务经验积累，已具备完备的非税票据解决方案，积极争取作为全国第二个试点单位攫取大客户资源享受试点推广带来的政策红利。此外，将区块链技术应用用于非税票据可使其更加安全有效。

图 38：非税收入规模近年快速扩张

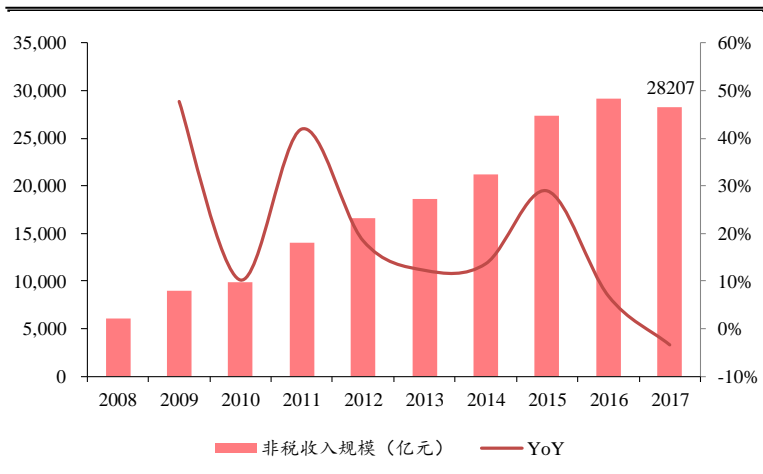


图 39：非税票据电子化相关政策

时间	政策	内容
2012	《关于推进财政票据电子化改革的方案》	依托网络技术手段，完善和推广财政票据电子化管理系统（即非税收入管理系统票据管理子系统），实现电子开票、自动核销、全程跟踪、信息共享，发挥“以票控费、以票促收”的作用
2017	《关于全面推行财政票据电子化系统的通知》	2018年1月1日起在国税系统全面开展财政票据电子化改革，统一部署、安装财政票据电子化管理系统，启用机打财政票据，停用手打财政票据
2018	《关于全面推开财政电子票据管理改革的通知》	推开财政电子票据管理改革；各地区原则上使用财政部统一开发建设的财政电子票据管理系统

资料来源：Wind，各部委网站，方正证券研究所

四、电子发票：电子发票行业规模测算与盈利模式探讨

➤ 电子发票&电子非税票据行业规模测算：保守预计行业规模600亿元以上。

1) 电子发票税控费用：税控设备每年升级费用200-300元，按市场主体实有户数8000万家，假设未来电子发票渗透率50%，推算税控设备市场规模约80亿元（但东港股份并非税控设备市场参与者）。

2) 电子发票系统费用：当前只能通过提供个性化系统收费，因而两种方法测算市场规模：

【方法一】开票系统+增值应用费用：开票方面：每张电子发票分摊开票系统费0.1元/张（小微企业开票系统500元/年，对应客户1万张的开票数以及电子发票50%渗透率），假设电子发票规模1000亿张，开票系统渗透率40%，推算开票市场规模40亿元。增值方面：根据台湾地区增值费用占电子发票全收入（含税控设备）的80%，推算增值市场规模480亿元，开票+增值系统规模520亿元。

【方法二】整体系统费用：围绕企业电子发票系统的全部相关收入（包含增值），预计8000万工商户中大型企业50万家/中型100万/小微3900万/个体3950万，假设大型企业收费100万元&渗透率10%，中型企业收10万元&渗透率5%，小微企业收5000元&渗透率1%，则整体系统市场规模570亿元。

3) 非税电子票据收费：由于2017年非税收入28223亿元，假设票据面值300元/张，且电子票据渗透率50%，则开具规模47亿张，因非税电子票据有按张收费的可能，按照台湾地区0.1-0.15元/张的开票费，推算开票市场规模7亿元，假设增值应用占全部收入的30%，非税电子票据市场规模10亿元。

图 40：电子发票&电子非税票据行业规模测算

方法	项目	过程	规模	方法	项目	过程	规模
方法一	税控设备	企业数8000万家*渗透率50%*设备升级费200元	80亿元	方法二	税控设备	企业数8000万家*渗透率50%*设备升级费200元	80亿元
	开票系统	开票1000亿张*开票系统渗透率40%*收费0.1元/张	40亿元		整体系统	大型企业50万家*系统费用100万元*渗透率10% 中型100万*10万*5%；小微3900万*0.5万*1%	570亿元
	增值应用	占电子发票全部收入的80%	480亿元		非税票据	票据94亿张*渗透率50%*0.1元/张+增值收费	10亿元
	非税票据	票据94亿张*渗透率50%*0.1元/张+增值收费	10亿元				
	合计		610亿元		合计		660亿元

资料来源：方正证券研究所

五

其他业务：档案存储业绩高增，彩票业务先发优势显著

5.1

档案储存：行业尚处蓝海，东港业绩高速扩张

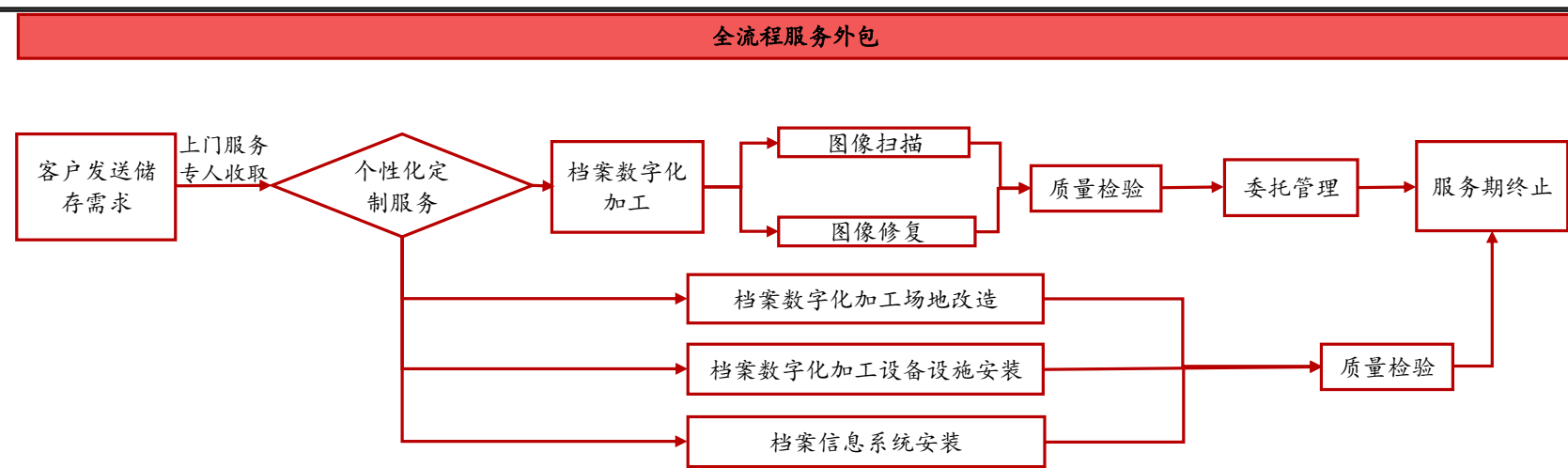
5.2

彩票业务：自助售彩终端投放加速，东港先发优势显著

五、档案储存：行业尚处蓝海，东港业绩高速扩张

- ▶ 档案信息化储存外包行业发展空间广阔，市场尚处蓝海，东港受益于行业红利，业绩高速扩张。
- 档案信息化储存势在必行：我国档案存储电子化尚处起步期，在人力成本上升及政策红利背景下，行业规模快速扩张。一方面，政策推动行业发展：十三五期间信息化是主要方向，档案信息化储存处于政策红利期，其中政府部门已率先布局实物档案信息化。另一方面，企业选择意愿较高：档案数字化储存有效降低纸质档案的储存成本与风险，提高调阅便利度，而且物联网、云计算、大数据等促进档案存储纵深发展。而当前企业层面档案信息化渗透率较低，未来空间广阔。
- 档案数字化外包空间广阔：由于档案数字化存档事务繁杂，人力与设备需求量大，客户自行承担成本高，而第三方整体外包可有效降低成本，依靠技术研发提升存档质量，保障后期维护，提升管理效率，因而档案存储外包是档案信息化存储的主要途径。

图41：档案储存业务运作模式



五、档案储存：行业尚处蓝海，东港业绩高速扩张

- 格局方面，行业正处蓝海，集中度向龙头靠拢。**1) 当前我国档案储存多为零碎的收集整理工作，因而性价比高的小型区域供应商为行业主体，而随着客户对档案信息化的要求更加完整&深入，研发领先、管理规范、拥有保密资质的大型供应商市占率将大幅提升。2) 头部企业之间，目前布局档案储存业务侧重不同，东港主要与财税等政府机构合作；信息发展重点覆盖食品安全与政法单位；同友科技则集中于公检司法及能源医疗行业。
- 东港档案储存业务情况：**东港股份2015年起布局档案储存业务，包括档案物理储存和数字化加工&存储业务。公司目前已在全国设立18个储存中心，覆盖北、上、广等大中型城市，客户来源主要是政府机构（如税务部门、人社局）、事业单位及部分金融机构。2017年公司档案储存业务收入约6000万元，同比增长约100%，毛利率较高，市占率居行业前列。

图 42：档案储存市场规模持续增长

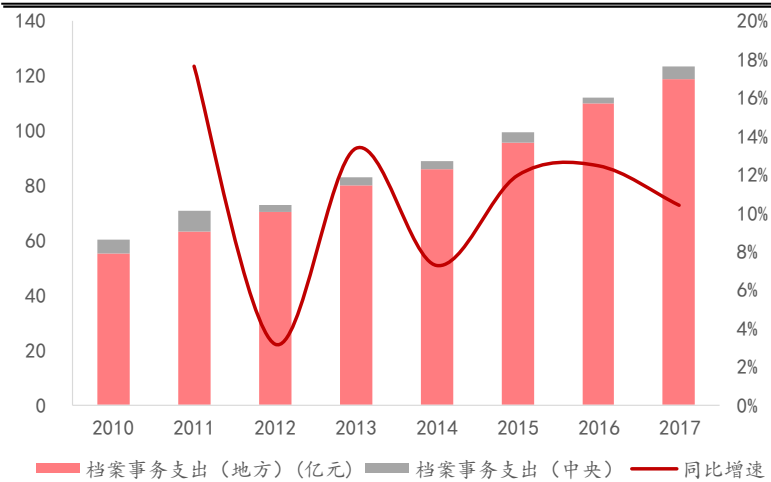


图 43：档案储存头部企业侧重点各不相同

企业	开展业务	2017规模	2017毛利率	业务目标客户
东港股份	档案数字化加工	约6000万	约40%	财税金融领域政府机关、企事业单位，多为传统业务的高粘性客户群体
	档案信息管理平台系统开发与集成			
	数字化加工场地改造			
	数字化加工设备设施的安裝			
	实物储存			
信息发展	应用软件开发与销售	1.36亿	40.25%	档案局、食品流通追溯系统相关的机关、企事业单位、政法部门
	档案技术支持与服务	3.12亿		
	系统集成设备销售	1.12亿		
同友科技	数据储存	1.98亿	34.50%	遍及政府、军队、军工、教育、医疗、制造、金融、能源、视频监控等关键领域
	数据容灾	1.74亿		
	数据保护	760万		

资料来源：Wind，公司官网，方正证券研究所

五、档案储存：行业尚处蓝海，东港业绩高速扩张

- **东港档案储存业务流程：**1) 服务前期：搭建瑞云档案管理信息平台e存网，根据客户需求提供个性化定制服务。主要包括专业化档案存储与管理、实务档案数字化加工、档案信息系统开发等服务。2) 服务后期：提供储存空间及档案安全保护，对损坏的硬盘数据进行修复和实时备份。
- **东港档案储存未来看点：**收入端，其一，档案储存作为印刷业务链的延伸，公司传统业务客户有继续渗透的空间，需求尚未完全打开。其二，持续中标政府大额招标业务可有效累积信誉，先发优势显著，形成稳定&广阔的客户来源。其三，公司业务间具有**技术共享性**，在档案处理过程中加入RFID、全程溯源技术支持，有效提高服务质量与产品附加值。其四，公司作为龙头受益于行业发展，世界500强企业采用档案外包超过85%。**成本端**，渡过前期人力、场地大规模投入期，公司产能利用率提升、单位成本降低、规模效应显著，对作为价格接受者的小型供应商有挤出效应。

图 44：东港股份档案储存外包业务主要中标情况

时间	招标公司/机构	内容	服务期	中标金额
2016-01	北京市国税局	全市国税系统存量税务档案管理：提供纸质税收征管档案的整理、数字化至上架的全部工作	3年	2998万元
2017-07	北京经济开发区人社局	档案数字化项目：3万份流动人员人事档案数字化加工，运行平台系统集成、人事档案数字化成果的数据迁移、人事档案数字化加工场地改造和加工环境设备设施的安装工作，2017年年底交付	-	358.16万元
2017-10	安徽省国税局	发票仓储服务项目：实物储存	1年	85万元
2018-02	北京市朝阳区地税	税务档案整理服务项目：承担各门类税务档案的收集、整理、立卷、入库、验收等归档工作	1年	234.09万元
2018-04	北京市东城区地税	税务档案外包服务：负责对东城区地税局在税收征管各环节形成的各门类税务档案的的收集、整理、立卷、扫描、验收、入库等归档工作	-	105.18万元
2018-04	北京市朝阳区社保基金管理中心	档案代保管服务：9400箱的档案代保管服务：档案装箱、运输、储存服务、档案调阅	1年	68.99万元
2018-07	济南市历城区国税局	档案数字化管理服务：200万页纸质税收征管档案的整理、数字化加工至上架全部工作	1年	97.34万元
2018-12	北京市土地权籍事务中心	实物地质资料存储项目	1年	162.58万元
2018-12	北京经济开发区人社局	档案软件及服务项目：运行平台系统集成、人事档案数字化成果的数据迁移、人事档案数字化加工场地改造和加工环境设备设施的安装工作	3年	262.61万元

五、彩票业务：自助售彩终端投放加速，东港先发优势显著

- 彩票行业销售额稳步增长。2017年全国彩票销售额达4267亿元，同比增长8.12%，当前彩票销售渠道主要是线下专营店，覆盖范围有限，且因人工成本和场地租金上升而推广受阻，因此自助售彩终端应运而生，以其灵活便利的投注方式吸引客户，对实体投注站形成有效补充。当前自助终端渗透率仍低，未来发展空间大，而且福彩中心加大自助终端推行力度，2018年政府逐渐调高购买预算。
- 东港股份2016年开展彩票业务，包括自助销售终端（福彩）、彩票O2O、投注站服务平台及福彩自助查询机业务，其中，自助销售终端是主要业务，销售/租赁自助彩票设备及终端系统为主要的盈利来源。细分来看，自助终端有三种运营模式：1) 销售/租赁设备及终端系统：公司研发系统，机器外部代工，销售自助售彩机器并提供系统维护服务。2) 自营运营模式：建立彩票销售渠道，抽成8-10%彩票销售佣金。3) 系统服务模式：公司提供结算、兑奖服务，按照交易额收取服务费。

图 45：彩票管理政策明朗，销售业绩快速增长

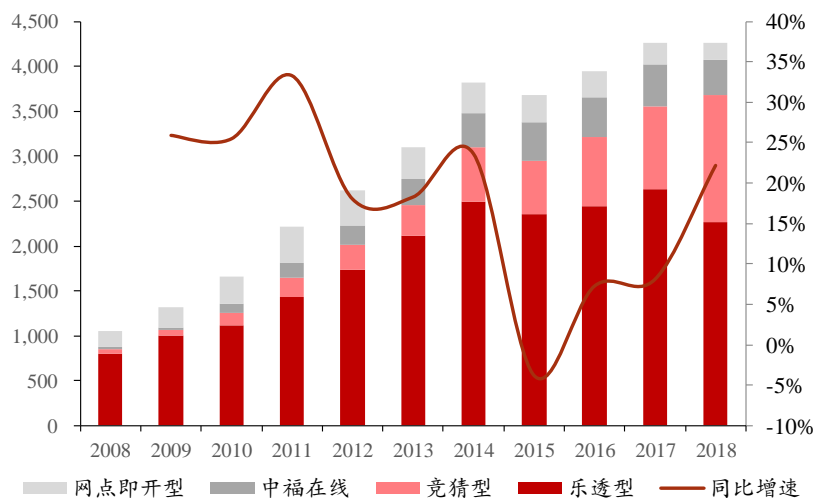


图 46：实体投注站与自助售彩终端主要优缺点

模式	主要优点	主要缺点
传统实体投注站	<ul style="list-style-type: none"> 提供销售人性化服务（历史中奖信息、走势图分析） 志同道合的彩民朋友，从情感角度老彩民更愿意选择传统实体投注站 	<ul style="list-style-type: none"> 人工成本和场地租金上升，实体投注站很难维持过去的发展数量 实体投注站覆盖范围有限
自助彩票销售终端	<ul style="list-style-type: none"> 可实现自主、自助购彩，人性化的人机互动交易方式，符合并顺应了年轻人的消费购买习惯 投注方便灵活，无时间限制，一般安装在超市等公共场所，丰富彩票销售渠道 	<ul style="list-style-type: none"> 新模式尚未普及，彩民缺乏内心认同感，市场接受度有限 投入初期总量小单台设备成本较高，后期维护费用高 中奖后仍需到彩票站兑奖，兑奖不便

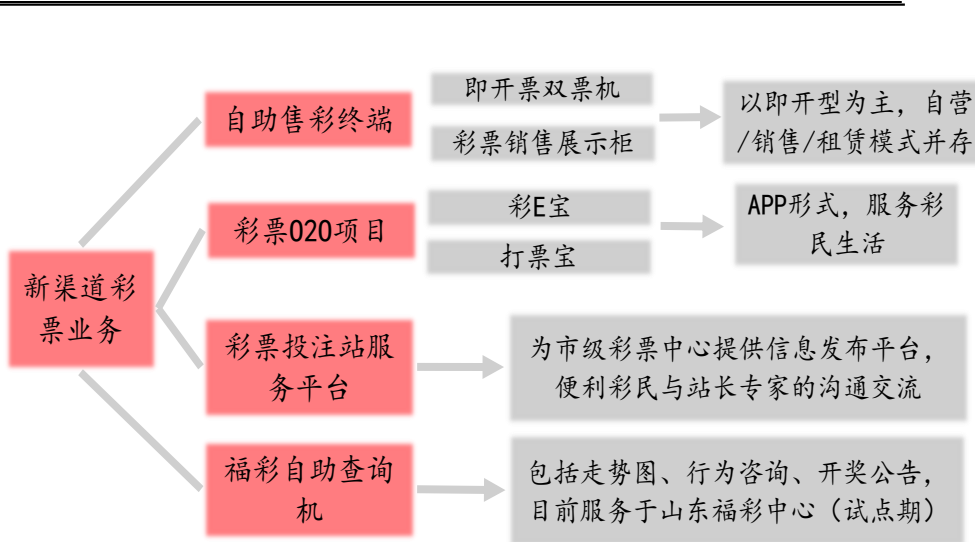
五、彩票业务：自助售彩终端投放加速，东港先发优势显著

- 东港发展彩票业务先发优势显著，保持客户粘性，持续开发新品，项目中标率高。
- 研发持续加码，推动新品开发。公司在信息服务领域布局多重业务，技术上具有共享性，尤其是数据保密、信息安全等领域较同行有优势。公司自助终端产品也呈多样化，彩票展示柜已占有一定市场地位，即开票双票机已开始试点运营，在全国布局超1万台，未来市场空间广阔。
- 先发优势显著，项目持续中标。一方面，公司过去承接大量彩票印刷业务，与彩票发行中心建立稳定的合作关系，因而可以快速获取客源、扎根市场；另一方面，福彩中心的自助售彩机采购采用单一源头集中采购模式，客户忠诚度极高，而公司近三年多次中标国家与各地市福彩发行中心项目，客户粘性强、品牌积累充分，未来持续放量可期。

图 47：东港股份即开型彩票销售机主要中标情况

时间	招标单位	地区	服务项目 (即开型福彩销售展示柜)	数量 (台)	中标金额 (万元)
2016-06	福利彩票 发行管理 中心	国家级	展示柜及系统租赁服务	3400	2168.18
2017-05		山东省	展示柜营销活动采购	-	99.80
2017-07		国家级	展示柜及系统租赁服务	3000	2197.77
2017-08		陕西省	展示柜及系统租赁服务	880	648.83
2017-10		江西省	展示柜配套设施租赁	-	79.80
2017-12		蚌埠市	展示柜配套设施及租赁服务	-	9.35
2018-01		甘肃省	展示柜配套设施及服务采购	200	81.90
2018-04		江西省	展示柜运营维护服务	-	17.80
2018-05		山东省	展示柜营销活动采购	-	199.67
2018-07		青海省	电子销售展示柜采购	40	49.92
2018-08		山东省	展示柜配套设备采购	739	1045.99
2018-09		国家级	展示柜及系统租赁服务	3000	2196.90
2018-11		新疆	展示柜及系统租赁服务	1000	367.00
2018-12		山西省	展示柜配套设备采购	150	238.50

图 48：公司新渠道彩票业务总体布局





投资建议：估值安全边际高，业绩增长确定性强

六、投资建议：估值安全边际高，业绩增长确定性强

- 盈利预测：预计东港股份2018-2020净利润分别为2.67/3.12/3.51亿元，EPS为0.73/0.86/0.97元，对应PE为19.7/16.9/15.0X。公司作为票据印刷行业龙头，传统主业稳中有增，新业务贡献业绩弹性，估值安全边际高，分红具备吸引力（股息率约3.2%），首次覆盖给予强烈推荐评级。

图 49：东港股份盈利预测

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1429.50	1607.03	1817.98	2044.29
(+/-) (%)	-4.15	12.42	13.13	12.45
净利润	232.11	267.29	311.51	351.17
(+/-) (%)	5.91	15.16	16.54	12.73
EPS (元)	0.64	0.73	0.86	0.97
P/E	22.65	19.67	16.87	14.97

图 50：可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002117.SZ	东港股份	14.45	0.73	0.86	0.97	19.67	16.87	14.97
002229.SZ	鸿博股份	7.94	0.03	0.17	0.40	265.55	47.37	19.81
002235.SZ	安妮股份	5.58	0.23	0.30	0.35	23.98	18.77	16.02

资料来源：Wind，方正证券研究所，收盘价日期为2019年1月9日

六、投资建议：估值安全边际高，业绩增长确定性强

图 51：东港股份收入拆分（单位：百万元）

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	926.70	1110.88	1256.25	1491.36	1429.50	1607.03	1817.98	2044.29
YoY	13.4%	19.9%	13.1%	18.7%	-4.1%	12.4%	13.1%	12.4%
营业成本	561.07	658.80	754.74	889.47	862.47	975.42	1094.21	1229.55
毛利率	39.5%	40.7%	39.9%	40.4%	39.7%	39.3%	39.8%	39.9%
印刷类业务								
收入	870.14	1020.09	1071.37	1230.26	1159.67	1231.17	1318.44	1398.71
YoY	9.9%	17.2%	5.0%	14.8%	-5.7%	6.2%	7.1%	6.1%
成本	518.38	587.92	635.03	740.73	691.92	766.00	817.29	875.14
毛利率	40.4%	42.4%	40.7%	39.8%	40.3%	37.8%	38.0%	37.4%
覆合类业务								
收入	42.81	84.69	168.75	174.28	148.18	195.41	256.51	328.78
YoY		97.8%	99.3%	3.3%	-15.0%	31.9%	31.3%	28.2%
成本	36.28	69.25	111.60	111.41	111.36	113.23	149.50	191.35
毛利率	15.2%	18.2%	33.9%	36.1%	24.8%	42.1%	41.7%	41.8%
技术服务								
收入			8.42	75.27	99.35	152.57	209.57	279.99
YoY				794.4%	32.0%	53.6%	37.4%	33.6%
成本			5.04	34.50	52.80	87.83	117.38	152.01
毛利率			40.2%	54.2%	46.9%	42.4%	44.0%	45.7%
其他业务								
收入	13.75	6.10	7.71	11.55	22.31	27.88	33.46	36.80
YoY	90.9%	-55.6%	26.3%	49.9%	93.1%	25.0%	20.0%	10.0%
成本	6.41	1.62	3.07	2.83	6.39	8.36	10.04	11.04

资料来源：Wind，方正证券研究所

附录：资产负债表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1317.72	1564.43	2043.89	2572.19
现金	750.49	921.73	1319.73	1760.17
应收账款	324.92	359.65	406.86	457.50
其他应收款	30.17	52.83	59.77	67.21
预付账款	20.06	43.89	49.24	61.48
存货	145.16	139.22	160.90	178.15
其他	46.94	47.10	47.40	47.68
非流动资产	919.09	971.09	897.99	816.13
长期投资	31.86	31.86	31.86	31.86
固定资产	758.04	834.49	760.77	678.88
无形资产	122.63	98.18	98.80	98.84
其他	6.56	6.56	6.56	6.56
资产总计	2236.81	2535.51	2941.88	3388.33
流动负债	659.22	690.63	785.48	880.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	195.54	202.96	230.99	258.32
其他	463.67	487.66	554.49	622.44
非流动负债	59.47	59.47	59.47	59.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	59.47	59.47	59.47	59.47
负债合计	718.68	750.09	844.94	940.22
少数股东权益	2.75	2.75	2.75	2.75
股本	363.78	363.78	363.78	363.78
资本公积	249.78	249.78	249.78	249.78
留存收益	901.82	1169.11	1480.62	1831.79
归属母公司股东权益	1515.38	1782.67	2094.18	2445.35
负债和股东权益	2236.81	2535.51	2941.88	3388.33

附录：利润表（百万元）

利润表	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1429.50	1607.03	1817.98	2044.29
营业成本	862.47	975.42	1094.21	1229.55
营业税金及附加	21.92	24.64	27.87	31.34
营业费用	121.41	125.35	141.80	159.45
管理费用	192.48	208.91	236.34	265.76
财务费用	-0.92	-11.26	-13.83	-19.80
资产减值损失	1.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.92	20.00	25.00	25.00
营业利润	262.98	303.96	356.58	402.98
营业外收入	8.96	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	271.36	314.23	366.22	412.83
所得税	40.53	46.94	54.71	61.67
净利润	230.82	267.29	311.51	351.17
少数股东损益	-1.28	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	232.11	267.29	311.51	351.17
EBITDA	304.76	343.05	396.28	444.90
EPS (元)	0.64	0.73	0.86	0.97

附录：现金流量表（百万元）

现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	325.57	263.32	368.79	410.45
净利润	230.82	267.29	311.51	351.17
折旧摊销	73.54	70.35	78.53	86.71
财务费用	0.47	0.00	0.00	0.00
投资损失	-19.92	-20.00	-25.00	-25.00
营运资金变动	37.32	-44.05	13.38	7.43
其他	3.35	-10.27	-9.64	-9.85
投资活动现金流	410.38	-92.08	29.21	29.99
资本支出	-158.52	-112.08	4.21	4.99
长期投资	548.11	0.00	0.00	0.00
其他	20.78	20.00	25.00	25.00
筹资活动现金流	-267.92	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-5.00	-5.00	-5.00
其他	-267.92	5.00	5.00	5.00
现金净增加额	468.04	171.24	398.00	440.45

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层
11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China