

同有科技 (300302) 研究报告

报告时间 : 2017.09.18	勿为兄	首次覆盖	评级 : 买入	期限 : 中长线
-------------------	-----	------	---------	----------

公司简介

同有科技于 2012 年成功登陆 A 股市场，成为中国唯一上市专业存储企业，是国内领先的、拥有自有品牌和自主知识产权的自主可控大数据存储基础架构提供商，主要从事数据存储、数据保护、容灾等技术的研究、开发和应用，业界少数拥有多项自主知识产权的专业存储厂商之一。

产品覆盖了存储高、中、端领域，销售模式主要分为区域性营销和渠道营销。区域营销侧重于行业客户，主打 NeteStor 品牌，以项目定制模式为主，属于中高端存储；渠道方面包括中小政府、企业等 SMB 市场，主要以“小金刚”产品为主。

财务分析

首先通过《全景表》对公司进行一个简要的全面了解。公司从营收及利润端统计来看，属于较快增长态势。现金流整体波动较大，资产负债率平均 25% 左右不算高，销售净利率呈现增长态势，说明公司产品的竞争力在加强。具体数据的形成原因需要仔细探究。具体财务数据分析如下：

同有科技全景表										
同有科技 (300302), 2012年3月21日上市, 单位: 亿 公司地处北京										
年份	营业收入 (亿)	同比增长	扣非净利润 (亿)	同比增长	经营现金流净额 (亿)	同比增长 (%)	股东权益 (亿)	资产负债率 (%)	销售净利率	ROE
2016	4.27	18.28%	1.24	96.83%	-0.7	-124.91%	7.2	18.15%	27.31%	17.88%
2015	3.61	46.15%	0.63	173.91%	2.81	836.67%	5.74	37.74%	18.25%	11.49%
2014	2.47	11.76%	0.23	35.29%	0.3	-183.33%	5.05	15.16%	10.52%	5.13%
2013	2.21	9.95%	0.17	-41.38%	-0.36	-700.00%	4.82	11.51%	8.87%	4.07%
2012	2.01	-15.19%	0.29	-29.27%	0.06	-86.05%	4.67	13.12%	14.63%	6.29%
2011	2.37	12.86%	0.41	28.13%	0.43	34.38%	1.65	29.37%	17.58%	25.20%
2010	2.1	40.94%	0.32	146.15%	0.32	540.00%	1.23	29.82%	15.28%	25.85%
2009	1.49	31.86%	0.13	85.71%	0.05	-73.68%	0.58	46.13%	9.32%	23.62%
2008	1.13	#DIV/0!	0.07	#DIV/0!	0.19	#DIV/0!	0.35	58.50%	5.12%	
2007		#DIV/0!		#DIV/0!		#DIV/0!				
2006										
市值	65.7	每股收益	0.23(元)	现金流利润比	71.53%	募资总额	3.15	负债率平均	2016年PE	67.92
流通市值	38.36	每股净资产	1.69 (元)	股息率平均	0.24%	派现总额	0.49	25.13%	2016年PB	9.21
复合增长率 (2009~2016)	16.23%		38.01%		-245.79%		43.31%	-12.48%	16.60%	-3.90%

数据来源：根据历年财务数据整理制作而得

具体财务数据分析如下：

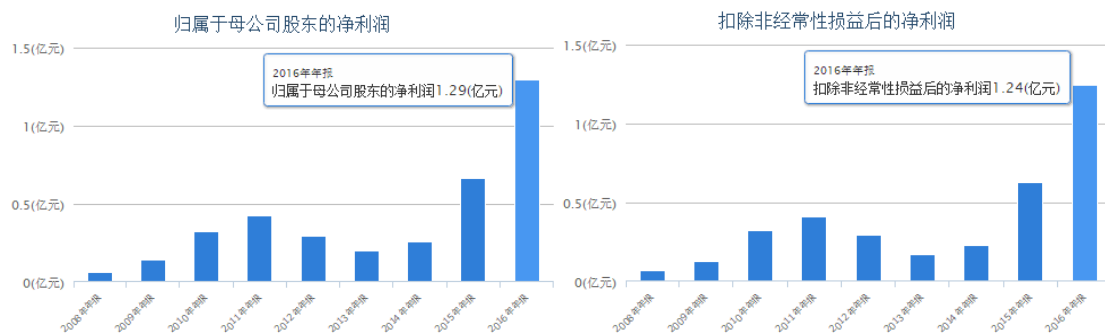


数据来源：Choice 金融终端数据整理而得

公司营收整体呈现增长态势。由《全景表》可知，公司 2009 年到 2016 年 7 年间的营收复合增速为 16.23%，属于较高速度的一个增长态势。2011 年到 2014 年的营收端的下滑对应的是行业所面临的国外产品的竞争压力。

15 年公司营收同比大增 46%，原因是“越来越多的高端及容灾产品进入到重要用户的核心关键业务，产品中的软件占比随之大幅提升，有效地提升了产品的毛利率水平，业绩大幅增加提高了公司的市场竞争力。”（来自 15 年年报）

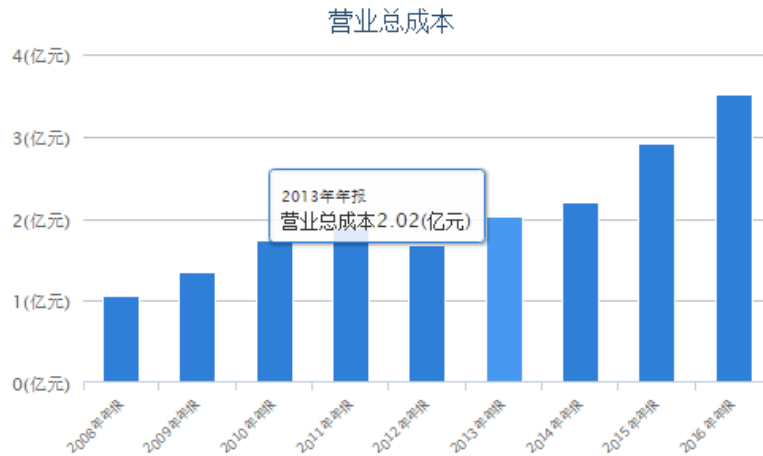
17 年公司中报显示，公司营收同比下降了 27.31%，中报中的原因解释为：“国内存储大单影响营收同比下降。去年同期，公司成功实施了国内最大的单个国产存储项目，该项目具有一定的偶然性，对去年同期业绩产生较大程度积极影响，本报告期营业收入相比去年同期下降，剔除该项目影响，本报告期业绩与历史同期相比有所增长。”由此可知，公司业务整体仍属于扩张的状态，只是剔除偶然性大单的影响，增长比《全景表》中的 16.23% 要慢一些。



数据来源：Choice 金融终端数据整理而得

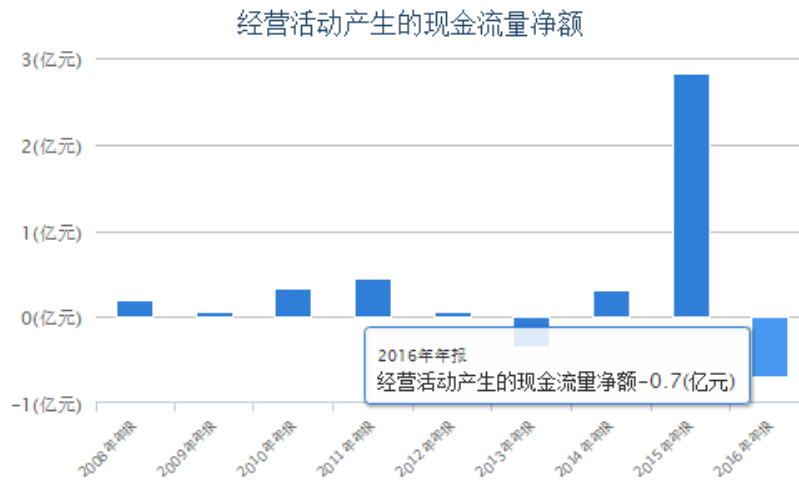
公司的净利润情况的表动与营收的变动一致。尤其是《全景表》所显示的公司的扣非净利润的近 7 年复合增速可以达到 38%，属于高速增长。如果以 2012 年的上市时点来考察，发现公司的净利润在 2012 和 2013 年减少得厉害。这期间

伴随的是公司成本的迅速增加。公司的成本在近年处于持续增长的状态。



数据来源：Choice 金融终端数据整理而得

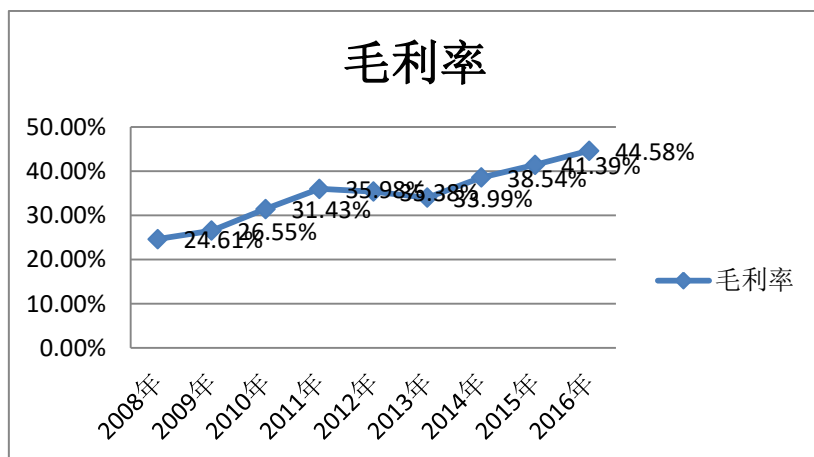
2017 年中报当中，公司净利润同比减少 72.96%，业绩变动原因说明为：“研发投入增加与软件退税减少影响收益。公司持续推进产品与服务的升级革新，围绕云平台、全闪存、全国产方向，不断加大研发投入，着重于市场主流的软件定义存储、存储虚拟化、NVMe 的多控虚拟化、分布式存储、底层资源池化技术等不断研发创新，加速布局闪存市场，研发投入较上年同期有所增加，由此导致本报告期净利润有所下降。”



数据来源：Choice 金融终端数据整理而得

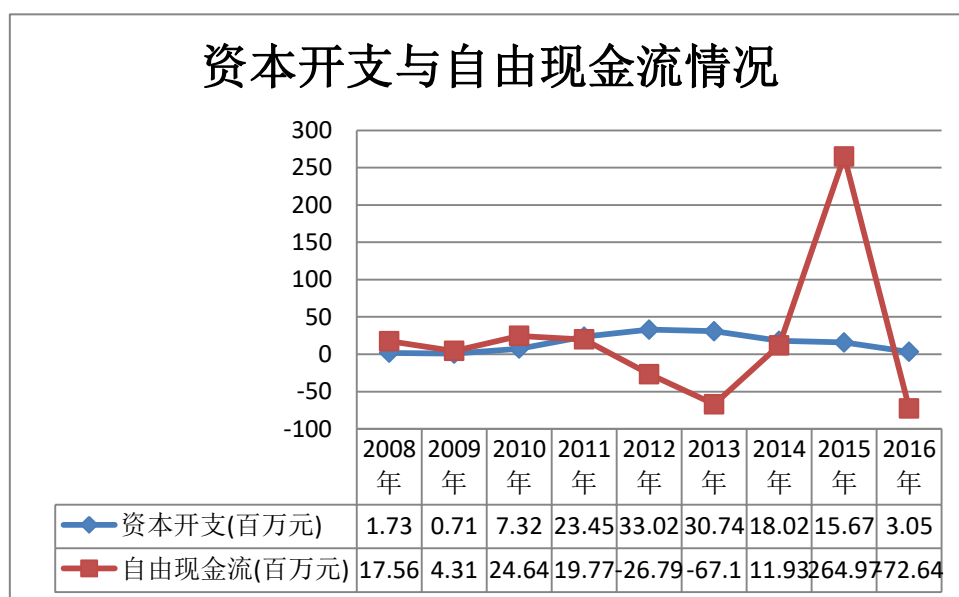
受特殊行业（军工）改革影响，16 年预收账款和经营性现金流金额大幅减少。2016 年公司经营性现金流金额为-6959 万元，预收账款 127 万元；去年同期上述数据分别为 2.81 亿元和 1.17 亿元。主要系公司 2015 年 12 月 17 日收到某保密单位某涉密信息化项目的采购合同，合同金额共计 5,699.49 万元，以及 2016 年 1 月 6 日，公司收到某特殊机构客户与公司签订的存储、备份及容灾系统采购合同，合同总金额约 2.1 亿元人民币。16 年年报提及，上述两项目均已执行完毕。2015 年特殊行业信息化项目启动，公司连斩大订单，公司现金流和

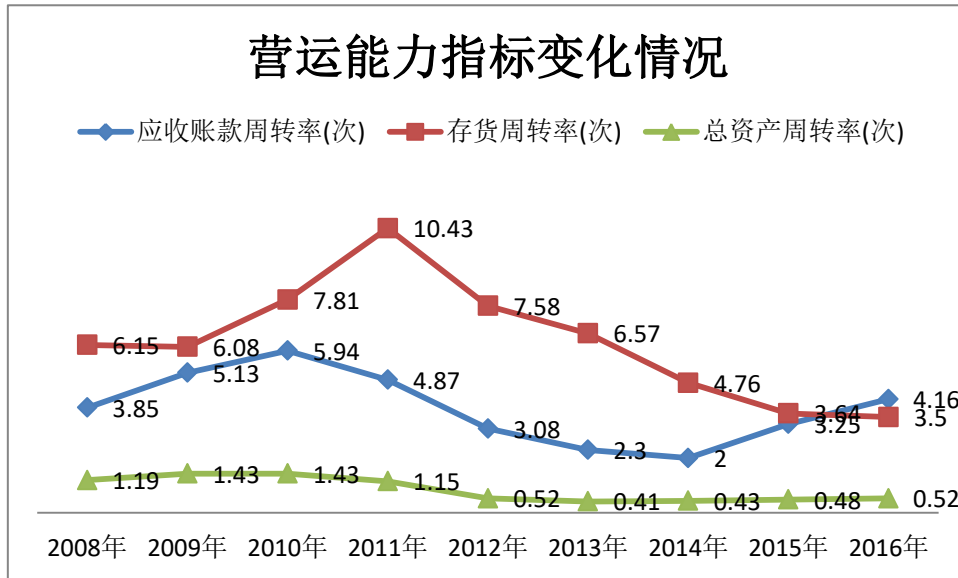
预收账款均大幅增长；2016年，特殊行业改革，信息化项目受到影响。公司是少数在特殊行业拥有全部相关资质的专业存储厂商，已连续两届受邀参加军民融合发展高技术成果展，具有强大的优势。军工行业的盈利回暖对于同有科技的盈利及现金流状况改善，影响较大。



数据来源：由历年财务数据整理制作而得

自2008到2016年，同有毛利率介于24%与45%之间，较为平稳地增长，未像大多制造业产品一样出现下滑。即使是需求最平淡的2011Q1到2014Q3，毛利率也介于31%与42%之间。偏高的毛利率反映对行业客户的议价权。2014H2到2015H1第一次毛利率上浮来自新产品“双活灾备”的高毛利率。根据IT168存储频道2014年7月报道，同有科技双活数据中心解决方案的技术特性赢得商业成功。灾备属于高软件附加值的产品，2014、2015年的毛利率平均可以达到60%。预计灾备产品对毛利率的刺激在17年仍将延续。存储的定制化需求、软件附加值制约同质化恶性价格竞争，公司产品竞争力的持续增强在毛利率中得到反映。

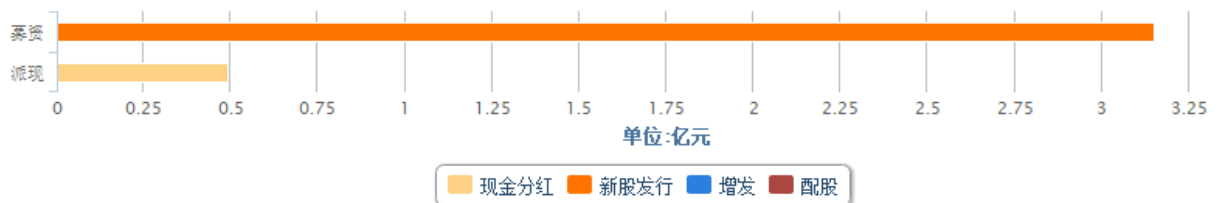




数据来源：由历年财务数据整理制作而得

由营运能力指标变动图反映出，公司的总资产周转率与存货周转率趋于下降，主要原因在 16 年年报中解释为：“公告产品已深入高端客户的关键业务和核心应用、高端客户对国产化替代更加谨慎。部分重点行业客户结构调整，项目运作周期延长。”而好的现象是应收账款周转率的上升，结合年报说明，表明公司的营运能力应该并不是下降的。公司的营运跟随业务的变化而调整。

同有科技上市以来募资1次共计3.15亿元，公司总计向股东派现6次共0.49亿元



数据来源：Choice 金融终端数据整理而得

总结：

整体来看，公司作为在存储领域的老牌企业，业务依然处于扩张的状态，而且从 15 年开始，业务扩张速度重新加快。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，在军工领域具有较强的优势。而**军工行业改革是 17 年影响同有科技经营状况的重要因素**，预计随着军工行业改革的推进，军工行业特殊存储的硬性需求会让同有业绩重新回暖。

公司产品**毛利率持续的提升是一个重要的信号**，表明公司产品的竞争力在市场中处于优势地位，亦表明公司在存储领域的竞争力较强。总之，同有科技是有看头的。

行业状况

存储的初期形态是硬盘，为增加存储量、增强应对磁盘损坏的能力，磁盘阵列（即 RAID，即 Redundant Array of Independent Disks）技术得到应用。为克服软件 RAID 占用内存、占用 CPU 的缺点，RAID 卡出现。为了应对存储量进一步提升的需求，磁盘柜得到发明。早期磁盘使用的小型计算机系统接口（SCSI，即 Small Computer System Interface）不能满足速度要求，网状通道（FC，即 Fibre Channel）接口替代 SCSI，存储速度 9 显著增加。随着用户需求培育，大量小文件的存储需求增加，网络附加存储（NAS，即 Network Attached Storage）技术适用于此类情况。为优化存储量、速度、安全性，IPSAN（即使用互联网小型计算机接口 10 技术的存储局域网络 11）技术出现。数据量增加刺激了备份和容灾应对突发损坏的需求。虚拟磁带库（VTL，Virtual Tape Library）技术以低成本方式解决备份问题。远程文件复制、远程磁盘镜像、快照数据保护、连续数据保护技术是数据保护领域较先进的技术。

信息时代与数据休戚相关，无论信息处理还是信息传输无一可脱离数据，而信息存储系统作为数据的驻留地，为各行各业存储着宝贵的数据资源，一旦丢失，将造成无法挽回的损失和后果。所以，数据存储攸关国家各核心领域的安全命脉，新一届政府已经明确将大数据列入国家未来产业发展战略规划中。政府将从国家战略的角度不断改革各项政策，推动我国信息产业逐步走向自主可控，加快相关硬件、软件及服务产品的国产化进程。目前国内医疗、制造以及能源等行业已经将大数据以及分析类应用纳入计划中。IT 产业的发展趋势是有利于国内大数据基础架构厂商持续发展的大环境。

国产化是解决国家信息安全的根本途径，政府及众多企业对自主可控的呼声愈来愈高，存储系统作为数据安全的重要保障，受到了越来越多的关注。长期以来，我国信息技术产业基础领域能力较弱，在存储介质、CPU 等关键产品方面依然落后国际先进水平，特别是存储介质受制于人严重制约了国产自主可控存储的发展。为此，国产存储厂商通过布局基于 NVMe 领域闪存技术，既可以充分发挥闪存介质的高性能，也弥补了国产厂商在存储介质领域的短板，从而提升国产存储系统的整体表现和核心竞争力。同时，政府部门、研究机构与重点企业等各方力量协同攻关，加大了在关键领域的投入，增强了产业体系化创新能力。在政策、资本和市场需求的推动下，中国已开启了信息技术创新驱动的新时代，通过整合国家资源，国产存储厂商将迎来巨大的发展机遇。

与 EMC、IBM 和 NetApp 等国外存储厂商相比，国内品牌目前还处于发展阶段。同有科技在存储行业的积累应该是国内厂商当中最深厚的，甚至可以说“见证了中国企业存储行业的发展”。谈到同有与国内存储领域的领军企业——华为（曾经的华赛）、浪潮相比，各公司发展的侧重点和特点有所不同。华为和浪潮的

自主研发较强。而同有，包括后来成立的与他们颇有渊源的联创信安，还有深圳的迪菲特(DFT)等公司，他们的优势主要是在于深入了解了各行业的需求，并在销售端与客户和下级渠道之间多年来建立了稳定、牢固的关系。

从同有、浪潮一直到迪菲特、UIT、众志和达等等；质量、兼容性上相对可靠，性价比较高，再加上销售策略；使他们在行业发展较快的一段时间内几乎可以说垄断了大部分国内渠道市场。目前，在面对像国内存储厂商中华为、浪潮等几家规模较大的厂商时，他们能够做到在每个省都有自己的维修站和备件库。此时如果依然能保持产品的盈利能力，那么说明同有科技的竞争力并不脆弱，反而在经营状况回暖时，业绩可能有较大的弹性。

市场竞争格局

国内存储行业的竞争者可分成 4 种：以 IBM、惠普、戴尔、浪潮、曙光、联想等为代表的**传统 IT 综合厂商**；以 EMC、NetApp、同有、创新科、蓝鲸等为代表的**专业存储厂商**；以中兴、华为、思科、华三等为代表的**传统通信厂商**；以及以海康、大华、东方网力、南自信息等为主的**安防厂商**。

目前国内存储市场中**低端领域占比已经高达 70%以上**。在中低端存储市场领域，与国际巨头相比，同有科技的自有品牌产品可控性更强、**性价比更高**，且可根据客户应用进行**定制，本土化服务更为灵活**；与国内综合型厂商相比，业务更**精专**，专业经验更为丰富，**产品线更完善**，且存储方案更具开放性；与国内专业存储厂商相比，**规模更大、解决方案更成熟和完善**，营销服务覆盖度更广，且自主产品更具品牌优势。

高端存储领域过去一向是使用国外厂商的硬件设备，纵观当前市场上的高端存储，高性能、高可靠、可用性、可扩展性等指标清一色成为传统存储的标配。跟传统的存储不同，同有科技打造的大数据存储，不仅能满足传统存储对于性能、容量、安全、扩展等方面的需求，更具备对应用的感知能力，以及对应用的智能交付能力。重磅推出的**智能感知高效大数据存储**，是其面向高端存储市场的战略性产品。

近几年火灾、地震等自然灾害频发，数据容灾的重要性愈加凸显。越来越多的用户开始建立基于光纤的**同城容灾中心**和基于高带宽的**异地容灾中心**。然而，极高的带宽链路要求和费用限制了很多中低端用户的应用。同有科技推出基于 IP 窄带的**数据容灾**，让用户在低带宽的 IP 网络通信条件下，仍然能进行数据容灾，并保障业务连续性，为容灾系统的全面推广提供了极大的便利。同有科技在 2006 年从教育等低端领域切入开始打破国外垄断，2010 年同有的容灾业务成功切入**政府、军队军工和医疗**等中高端领域，并随着部分模块组件的自主研发和替代，大幅提高了容灾业务的毛利率。

（**存储、保护、容灾**是数据保护的三个级别。数据存储是在不同的应用环境下，为满足用户对数据保护存在高性能、高可靠性和高扩展性等方面的需求，将数据以合理、安全、有效的方式保存到存储介质上实现有效访问；数据保护是为保证数据的完整性、真实性和可用性等，采取有效的技术手段，防止数据的丢失或损坏，并在发生数据丢失或损坏时能够完整、真实、快捷地将其恢复；容灾是把本地关键应用数据或关键应用系统在异地建立可用的复制，这样，在本地发生灾难时，可以迅速切换到异地系统上，以实现业务的连续性。）

服务军工存储

2015年7月，同有科技成为入选第一期国防军工板块上市公司名单中唯一专业国产存储厂商。到目前为止，同有科技连续10余年为军队军工客户提供数据安全服务，累计提供了数千套存储系统，成为**军队信息化领域**最大的国产存储系统供应商之一。随着军民融合各项政策的逐步落地，公司的先发优势会愈加明显。

同有科技具有**军工二级保密资质，稀缺性凸显**。在军工信息长周期中，存储是军工信息化的关键基础设施，广泛应用于军队军工各部门数据中心，范围广、市场空间广阔。在**国产化替代和军队军工信息化**叠加下，业绩进入中高速增长期，存储行业较高的软件属性，令产品毛利率较高。2015年11月中标中石化800套存储订单，继中电科约5700万存储订单后，在2016年1月再次获得某特殊机构约2.1亿存储订单。

同有在**17年中报**中的表述表明公司在军工存储行业的优势明显：“特殊行业的先发优势——军民融合深度发展作为重大国家战略，是党和国家“四个全面”战略布局的重要组成部分，是实现富国强军相统一的必由之路，到2020年基本实现机械化、信息化建设取得重大进展已经成为中国国防建设的首要目标。国防信息化建设将催生大规模的信息系统投入，作为核心的存储必然会迎来重大发展机会。

同有科技通过在特殊行业数十年的精耕细作，产品及方案已经覆盖了特殊行业的各类核心业务，在主要的细分领域均建立了具有示范效应的样板工程。目前同有科技是少数在特殊行业拥有全部相关资质的专业存储厂商。随着特殊行业信息化建设的快速发展，同有科技将不断扩大在该领域的领先优势。”

总结：

同有科技所处的行业是国家意志存在的战略安全行业，同有在存储领域的优势，体现为**综合性优势**。与国际及国内优秀厂商如华为相比，它的研发实力虽然稍逊一筹，但在保持较高水准（毛利提升即是证明）的基础上，高性价比是它的

优势。同有的董事长在总结同有的优势时，也重点提到了性价比优势。“双活灾备、总线技术积累、实时重复数据删除、自动分层、存储虚拟化等代表技术”，也表明同有的技术水平比市场预期要高。其次，作为国内的老牌存储企业，同有的**技术及经验积累极为深厚**。它的客户有部委、军队即是证明，这是同有的竞争壁垒之一。目前的 A 股，如果去看存储企业，同有肯定排在第一。

重要事项分析

2017 年 8 月 29 半年报显示，公司 Q2 业绩低于预期。公告中对原因作出解读：**1.产品已深入高端客户的关键业务和核心应用、高端客户对国产化替代更加谨慎。部分重点行业客户结构调整，项目运作周期延长。2.2016 年同期实施了国内最大的单个国产存储项目，具有一定的偶然性，剔除该项目影响，本期业绩与历史同期有所增长。去年同期 2016Q2 的预收款下降 8000 万元，意味着 2016Q2 收入 1.26 亿元中至少 0.8 亿元来自偶然大型订单。剔除此单后，2016Q2 收入仅 0.46 亿元，营业利润接近盈亏平衡，验证公司论述。3.报告期内围绕云平台、全闪存、全国产方向，研发投入较上年同期有大幅增加。4.2017 年上半年收到的软件产品增值税退税款相比同期减少约一千余万。由于税务局退税节奏不同，增值税退税区分大小年，大年退前一年 10 月至当年 11 月增值税退税，中年退前一年 12 月至当年 11 月退税，小年退前一年 12 月至当年 9 月退税。今年北京地区为中小年，广联达、启明星辰、同有科技等一季报退税递延均为证据。**

其次，董事长仍有增持。公司董事长兼总经理周泽湘先生的通知，基于对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，周泽湘先生于 2017 年 6 月 2 日、6 月 5 日、7 月 18 日通过深圳证券交易所证券交易系统增持公司股份共计 100 万股（具体内容详见公司于 6 月 5 日、7 月 1 日在中国证监会指定的创业板信息披露网站披露的公告），2017 年以来，截至目前周泽湘先生共计增持公司股份 1,188,300 股。增持情况如下：

股东名称	增持时间	本次增持前		本次增持数量	本次增持后	
		持有数量	占总股本比例		持有数量	占总股本比例
周泽湘	2017/7/19	81,890,297	19.44%	50,000	81,940,297	19.45%
周泽湘	2017/7/27	81,940,297	19.45%	138,300	82,078,597	19.48%

数据来源：2017 年 7 月 21 日公司公告

盈利状况与估值

中期成长是公司当前主要投资逻辑。以安全软件行业的领军企业启明星辰为例，其行业属性与地位均类似启明星辰。启明星辰 2016 年净利润 2.65 亿。假设公司内生成长为 10 亿元营收时，其净利润率达到 30%，对应 3 亿元利润，市值为 200 亿元左右。2016 年同有的净利润为 1.29 亿，对应市值应该在 100 亿左右。考虑到其成长性与稀缺性，给予“买入”评级。

可以在 2017H2 寻找再投资的机会。2017H2 特殊行业收入恢复值得期待，虽然 17Q2 利润低于预期引起投资者悲观预期，但分拆可比口径后的较快增长更值得关注。股价持续低位盘整，为中长期投资创造了机会，而且 2018-2020 年，随着军工行业改革推进，该行业收入转化成盈利的利润弹性应该还是比较大的。

