

2017年03月08日

证券研究报告·新股分析报告

亿联网络(300628) 通信

合理价格区间

206-274元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

统一通信行业巨头 多因素助推业绩增长

投资要点

- **全球 TOP2 SIP 话机提供商，畅销国际国内市场。**公司致力于为中小型企业用户提供先进的统一通信终端，包括 SIP 桌面电话终端、DECT 无线电话终端、VCS 高清视频会议系统以及其他相关配件。
- **2015 年公司在全球及中国的 SIP 电话终端的市场份额分别为 20.0% 及 29.2%，为全球第二大、中国最大的 SIP 电话终端供应商。**公司深耕海外市场（2016 年海外营收占比高达 95.56%），产品行销于全球 106 个国家和地区。
- **市场需求旺盛，行业发展迅速。**统一通信产业正处在快速发展的阶段，2014-2016 年全球统一通信终端产品的销售额均保持着 15% 左右的增长率，随着 VoIP 技术的成熟及传统通信厂商的参与，产业有望进一步快速发展。据 Frost & Sullivan 预计，到 2019 年，全球统一通信终端产品出货量和营收将分别达 4930 万台和 100 亿美元。巨大的市场需求将给统一通信行业包括系统、终端和服务领域企业带来确定的盈利空间和业绩保证。
- **科研实力强劲，构建深厚技术壁垒。**公司研发投入保持 26.15% 的年复合增长率。科研人员占公司员工的比例为 41.30%。强大的研发实力和投入使公司在全球范围内拥有 71 项专利、在国内拥有 31 项软件著作权。在统一通信领域最为核心的音视频技术方面，公司研发出的自有音频引擎和视频引擎成为公司差异化竞争的关键点。在日新月异的通信行业，公司在研发领域的大量投入为公司建立了重要的竞争优势。
- **盈利预测：**估算 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 6.86 元、7.42 元和 9.90 元。参照可比公司大唐电信(600198)、烽火通信(600498)、中兴通讯(000063)、星网锐捷(002396)，以及公司主要竞争对手 PLCM US 77 倍的市盈率。考虑到中美市场资产定价差异以及公司的成长性和在 A 股市场的稀缺性，我们给予公司 2017 年 30-40 倍市盈率，对应合理价值区间为 206 元-274 元。
- **风险提示：**现有产品被替代，原材料价格波动风险，汇率波动风险，募投项目进度或不及预期风险，国际贸易争端风险。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 923.74 | 1169.82 | 1510.21 | 1934.37 |
| 增长率 | 39.56% | 26.64% | 29.10% | 28.09% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 432.32 | 512.42 | 554.32 | 739.42 |
| 增长率 | 74.59% | 18.53% | 8.18% | 33.39% |
| 每股收益 EPS(元) | 5.79 | 6.86 | 7.42 | 9.90 |
| 净资产收益率 ROE | 53.74% | 18.17% | 16.94% | 18.96% |
| PE | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PB | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

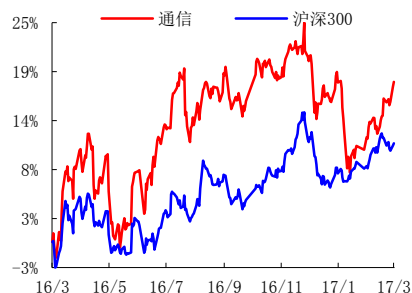
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 黄弘扬
 电话: 18996272777
 邮箱: hhy@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

本次发行情况

| | |
|------------------------------|-------|
| 发行前总股本(万股) | 5,600 |
| 本次发行(万股) | 1,867 |
| 发行后总股本(万股) | 7,467 |
| 2016 年每股收益(摊薄后)(元) | 7.72 |
| 2016 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元) | 7.50 |

主要指标 (2016) 年

| | |
|---------|-------|
| 每股净资产 | 14.37 |
| 毛利率 | 63.13 |
| 流动比利 | 7.86 |
| 速动比率 | 7.00 |
| 应收账款周转率 | 7.92 |
| 资产负债率 | 11.34 |
| 净资产收益率 | 71.36 |

目 录

| | |
|------------------------------------|---|
| 1 公司概况：全球领先的统一通信终端解决方案提供商 | 1 |
| 2 行业分析：上游市场竞争充分，下游行业空间广阔 | 4 |
| 2.1 上游市场竞争充分，原材料价格稳定 | 4 |
| 2.2 下游需求旺盛，市场前景可观 | 5 |
| 2.3 SIP 协议众望所归，带动 SIP 终端市场增长 | 6 |
| 2.4 云计算助推中小企业发展统一通信 | 6 |
| 3 募投项目 | 7 |
| 4 盈利预测 | 8 |

图 目 录

| | |
|----------------------------------------------|---|
| 图 1: 公司业务定位..... | 1 |
| 图 2: 公司主要产品简介..... | 1 |
| 图 3: 2013 年以来主营业务收入及增速..... | 1 |
| 图 4: 2013 年以来毛利及增速..... | 1 |
| 图 5: 2016 年主营业务营业收入结构..... | 2 |
| 图 6: 2016 年主营业务毛利结构..... | 2 |
| 图 7: 2013 年以来主要产品毛利率情况..... | 2 |
| 图 8: 2015 年按销售金额统计 SIP 电话终端市场份额..... | 3 |
| 图 9: 2016 年公司主营业务收入按地区划分..... | 3 |
| 图 10: 2012 年以来 SIP 终端产品结构..... | 3 |
| 图 11: 2013 年以来高端产品 T4 系列营收及占比情况..... | 3 |
| 图 12: 2014 年以来公司研发投入及增速..... | 4 |
| 图 13: 2016 年员工专业结构..... | 4 |
| 图 14: 2016 年原材料采购比重..... | 4 |
| 图 15: 2013 年来主要原材料均价走势（元）..... | 4 |
| 图 16: UC 解决方案市场价值链..... | 5 |
| 图 17: 2013-2019E 全球及中国 UC 终端解决方案市场总销售收入..... | 5 |
| 图 18: 2013-2019E 全球及中国 SIP 电话终端销售收入..... | 6 |
| 图 19: UC 云服务系统网络架构..... | 7 |
| 图 20: 自建式托管式对比..... | 7 |

表 目 录

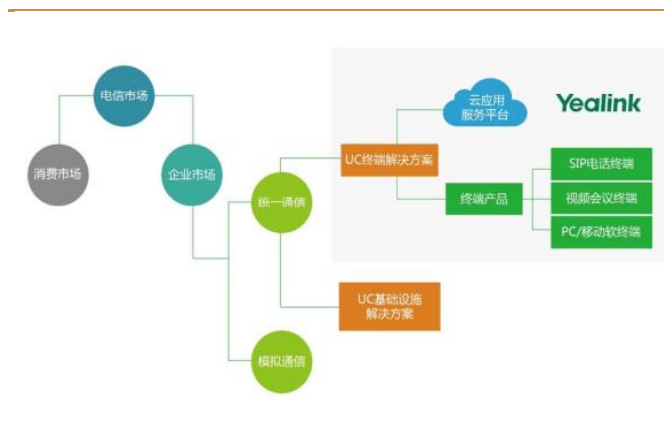
| | |
|---------------------|---|
| 表 1: 募投项目..... | 7 |
| 表 2: 分业务收入及毛利率..... | 8 |
| 附表: 财务预测与估值..... | 9 |

1 公司概况：全球领先的统一通信终端解决方案提供商

厦门亿联网络技术股份有限公司专注于企业统一通信终端解决方案的自主研发、销售和服务，是全球领先的统一通信终端解决方案提供商。统一通信(Unified Communication)终端解决方案包括桌面终端、视频会议终端及软件终端等技术设备及软件，可使企业用户在任何时间任何地点以任何设备进行音频、视频及数据通讯，是帮助企业实现互联互通的通信效果智能、高效的企业通信终端解决方案。

公司成立以来主要从事多类先进 SIP 电话终端的设计、开发与销售。经过多年的努力和发展形成包括 SIP 桌面电话终端、DECT 无线电话终端、VCS 高清视频会议系统的三个产品大类以及其他相关配件产品。公司主要客户为包括 British Telecom、Telefonica 等在内的大型电信运营商以及花旗银行、卡塔尔航空、京东、搜狐等知名企业。在市场上具有相当的知名度和市场份额。

图 1：公司业务定位



数据来源：公司公告，西南证券整理

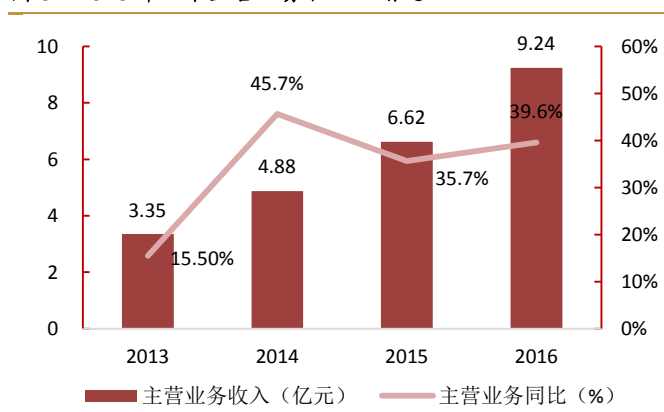
图 2：公司主要产品简介

| 产品类别 | 产品图片 | 产品描述 |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| SIP 桌面电话终端 |  | 公司的 SIP 桌面电话终端支持高清语音以及为中小企业专门设计的自动配置、升级以及交互功能，具有高兼容性、方便使用及易部署的特点。产品本身符合全球电信行业最高音质标准 TIA920。 |
| DECT 无线电话终端 |  | DECT 无线电话终端主要满足固定场所特定范围内的无线通信需求，公司的 DECT 无线电话终端支持高清语音、PoE、企业通讯录、会议及企业的其他特定需求，且易于部署。公司的 DECT 无线电话终端可远程升级及维护手柄，从而减少设备管理及现场维护成本。 |
| VCS 高清视频会议系统 |  | 公司 VCS 高清视频会议系统具有网络适用性强、易部署、维护简单及兼容性强的特点。此外，该产品亦具备以下关键功能：(1) 在 8% 的网络丢包率情况下，产品仍可进行优质视频通信；(2) 产品可支持前向纠错及智能带宽调整的功能，可在微弱的网络连接环境下快速作出调整，确保正常通信；(3) 产品支持每秒一兆比特 (Mbps) 的 1080P 全高清视频。 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

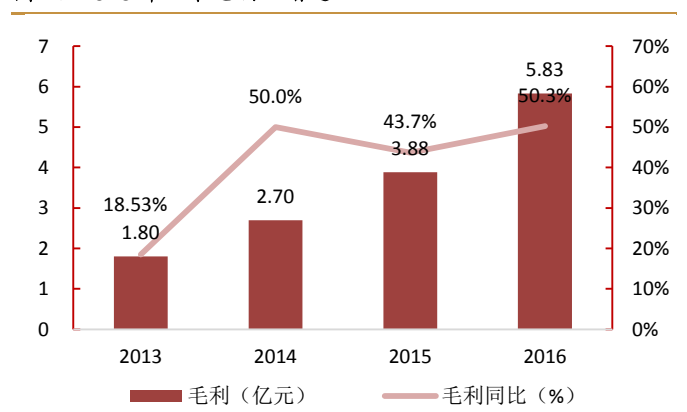
公司业绩状况：公司近两年营业收入保持每年 35% 以上的高速增长。其中 2016 年实现主营业务收入 9.24 亿元，同比增长 39.6%；毛利 5.83 亿元，同比增长 50.3%。公司的营收增长得益于全球统一通信行业的快速发展以及公司领先的产品技术和良好的品牌知名度。本次募集资金到位后，更有利于公司进一步提升品牌和产品的竞争力以及拓展国内外的销售网络，公司销售收入可保持稳定的增长。

图 3：2013 年以来主营业务收入及增速



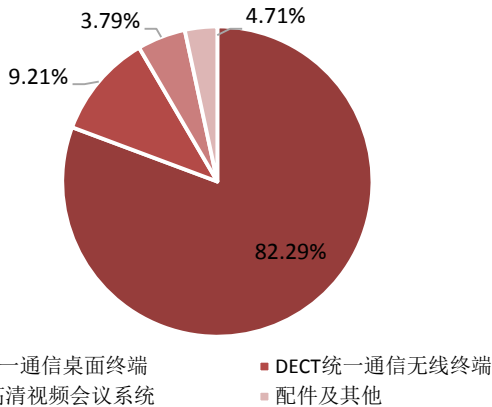
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2013 年以来毛利及增速

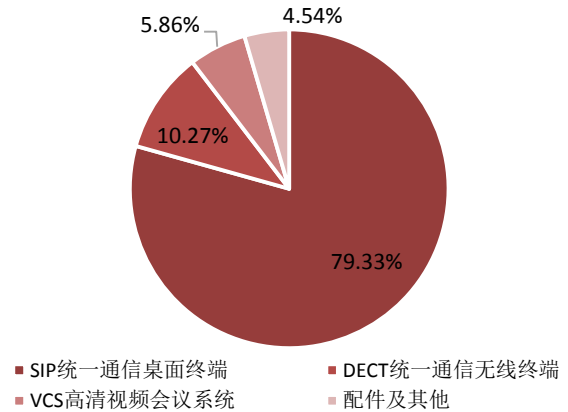


数据来源：公司公告，西南证券整理

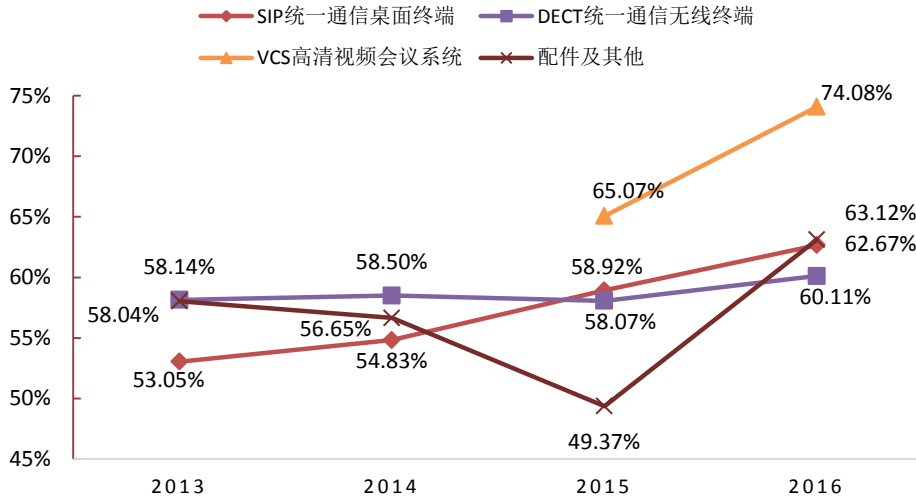
2016 年公司业务收入主要来自于基于 SIP 协议的统一通信终端产品，该系列产品占公司主营业务收入的 80.69%，贡献 79.33% 的毛利，近年来由于公司不断推出 T4 系列等高端产品，带动了 SIP 桌面电话终端整体毛利率的提高。VCS 高清会议视屏系统是 2015 年初推出的新产品，可贡献 5.86% 的毛利，其自身毛利率达到 65.07%。公司 2016 年综合毛利率为 63.13%，由于在国内市场没有完全可比的上市公司，参考国外同行业可比公司如 Polycom、Cisco 等，公司毛利率基本处于同等水平。

图 5：2016 年主营业务营业收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

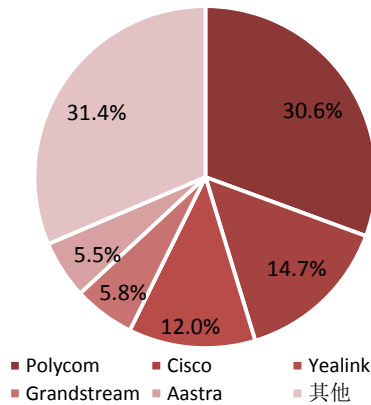
图 6：2016 年主营业务毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

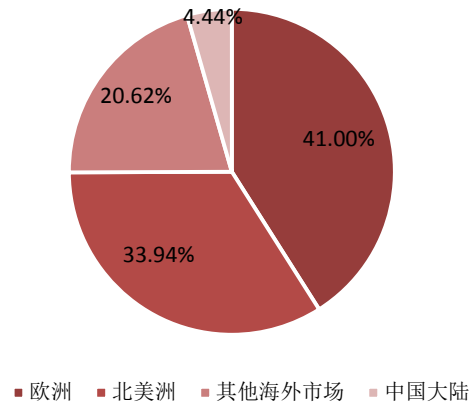
图 7：2013 年以来主要产品毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司深耕海外市场，根据 2015 年数据统计公司 SIP 电话终端销售量全球第二、销售收入全球第三，销售收入占全球市场份额的 12.0%。公司同时也是中国最大的 SIP 电话终端供应商。截止 2016 年公司产品销售遍布全球 106 个国家及地区，其中欧洲和北美地区是公司销售收入的主要来源，2016 年欧洲和北美市场的销售收入占比分别为 41.0% 和 33.9%。欧洲市场销售占比的持续提升主要是因为西欧渠道销售及运营商销售占比均大幅提升。随着云服务的普及以及中小企业对办公效率期望值的提高，中国的统一通信终端解决方案市场亦将迎来巨大的市场机遇。

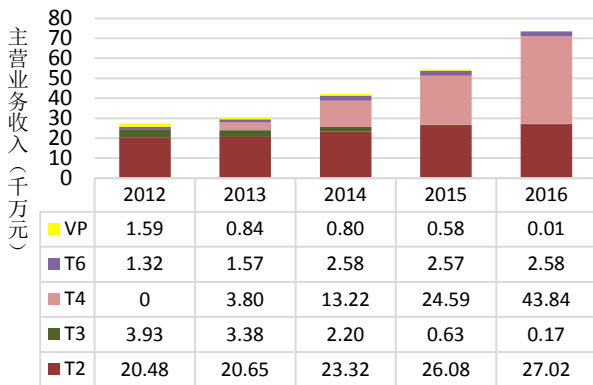
图 8：2015 年按销售金额统计 SIP 电话终端市场份额


数据来源：公司公告，西南证券整理

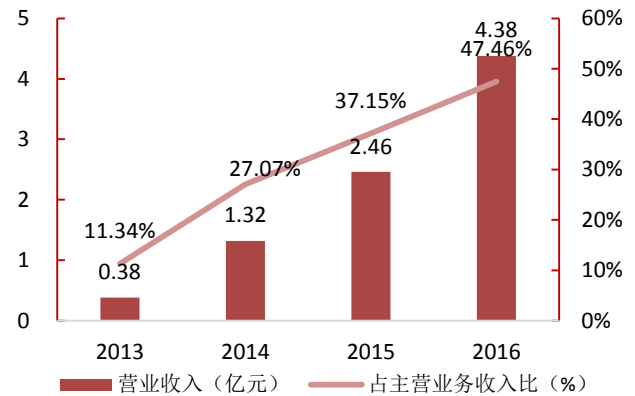
图 9：2016 年公司主营业务收入按地区划分


数据来源：公司公告，西南证券整理

核心业务 SIP 电话终端产品结构不断优化，公司业绩或稳定增长。一方面公司继续巩固在中低端市场的占有率，T2 系列产品的销量和收入持续增长，2016 年实现营业收入 2.70 亿元，占 SIP 终端产品的 29.25%；另一方面公司积极推广中高端产品 T4 系列，其单价和毛利均高出其他产品并逐步替代 T3 系列产品。2014 年以来 T4 系列的营业收入均保持 25% 以上的增速，占公司主营业务收入的比例逐年提高，2016 年 T4 系列产品实现营业收入 4.38 亿元，占 SIP 终端产品的 47.46%。VP 系列为支持多方接入的视频电话终端，因公司 2015 年推出 VCS 高清视频会议系统，研发投入的转移以及视频系列产品的升级换代导致 VP 系列的销量从 2015 年起持续下降。

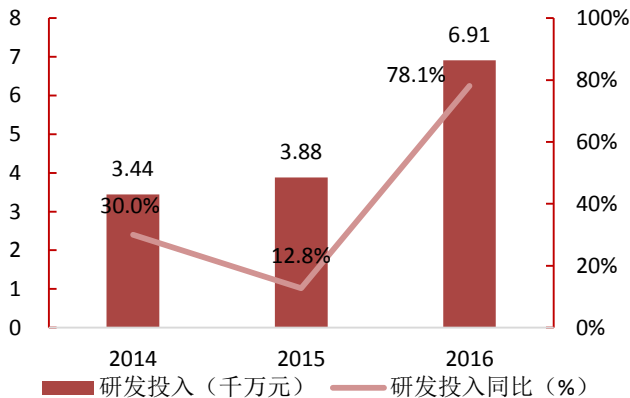
图 10：2012 年以来 SIP 终端产品结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

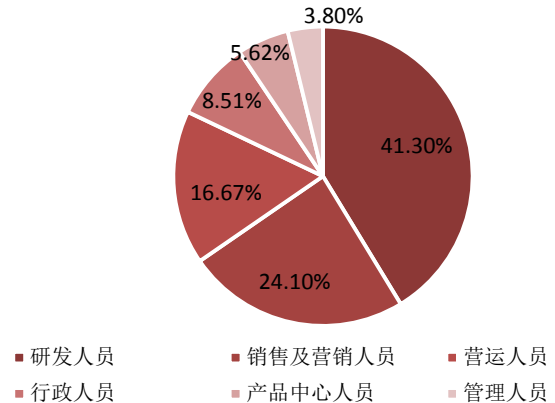
图 11：2013 年以来高端产品 T4 系列营收及占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司专注于开发及推出专有创新产品及技术。2014-2016 年间，公司均保持 3000 万元以上的研发投入，年复合增长率约为 26.15%。截至 2016 年底，公司共有研发人员 228 名，占公司员工比例 41.30%。强大的研发实力和投入使公司在世界范围内拥有 71 项专利，在国内拥有 31 项软件著作权。在统一通信最为核心的音视频技术方面，公司成功研发出自己的音频引擎和视频引擎，为便捷实现软件移植和平台切换打下良好基础，同时省去了不菲的向第三方购买音视频引擎的授权费用。研发实力是亿联网络进行差异化竞争的一个关键点。在日新月异的通信行业，公司在研发领域的大量投入为公司建立了重要的竞争优势。

图 12: 2014 年以来公司研发投入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

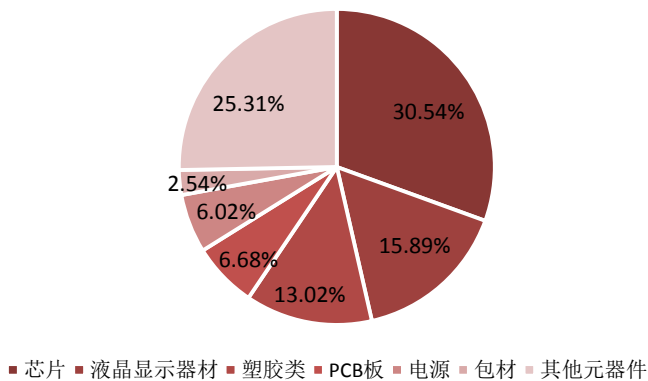
图 13: 2016 年员工专业结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

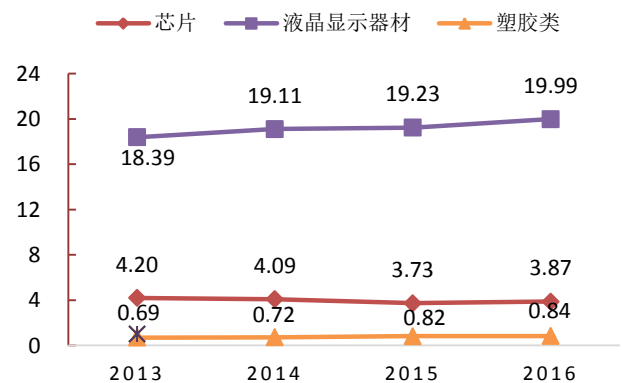
2 行业分析: 上游市场竞争充分, 下游行业空间广阔

2.1 上游市场竞争充分, 原材料价格稳定

公司现有产品为统一通信终端产品, 原材料采购成本占到公司主营业务成本的 84% 左右。其中芯片、液晶显示器材及塑胶类原材料为公司产品的主要原材料, 分别占到采购比重的 30.54%、15.89% 和 13.02%。由于上游芯片、电子元器件制造、模块设计与制造等行业均为已经充分竞争的成熟产业, 公司原材料采购单价均保持平稳或呈现缓慢下跌趋势, 有利于控制主营业务成本。

图 14: 2016 年原材料采购比重


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 2013 年来主要原材料均价走势 (元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 下游需求旺盛，市场前景可观

统一通信终端解决方案下游行业包括授权经销商、运营商、平台商、行业客户及最终用户等。随着 VoIP 技术的成熟及传统通信厂商的参与，下游用户可以根据其行业属性选择不同的统一通信服务类型购买，同时也可以通过购买由平台商提供的全面配套服务使用统一通信终端。中小企业的快速发展将带动企业对先进 UC 终端解决方案的需求，统一通信行业将迎来广阔的发展前景。

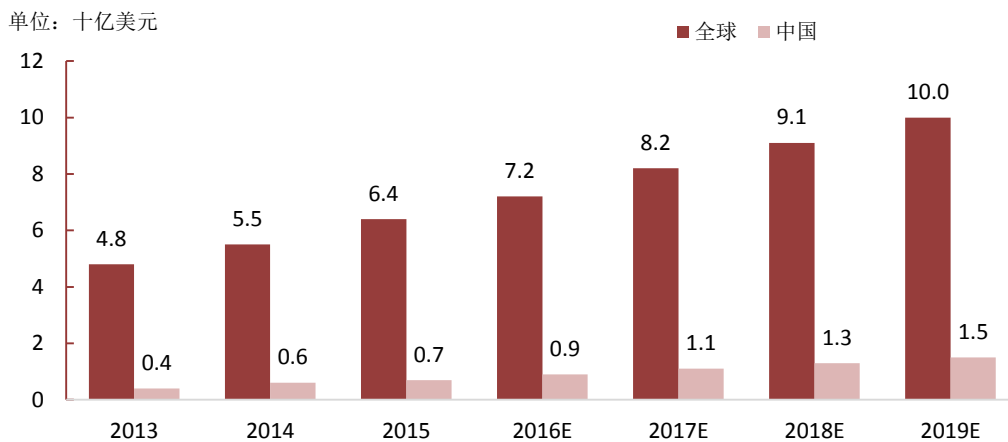
图 16: UC 解决方案市场价值链



数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

全球 UC 终端解决方案 2015 年销售收入为 64 亿美元, 预计 2015-2019 年可保持 11.8% 的年复合增长率, 并于 2019 年达到 100 亿美元。中国 UC 终端解决方案市场得益于国内经济的发展及企业通信消费的需求增长, 预计 2015 年销售规模为 7 亿美元, 2015-2019 年可保持 21.0% 的年复合增长率, 并于 2019 年达到 15 亿美元的销售收入。

图 17: 2013-2019E 全球及中国 UC 终端解决方案市场总销售收入

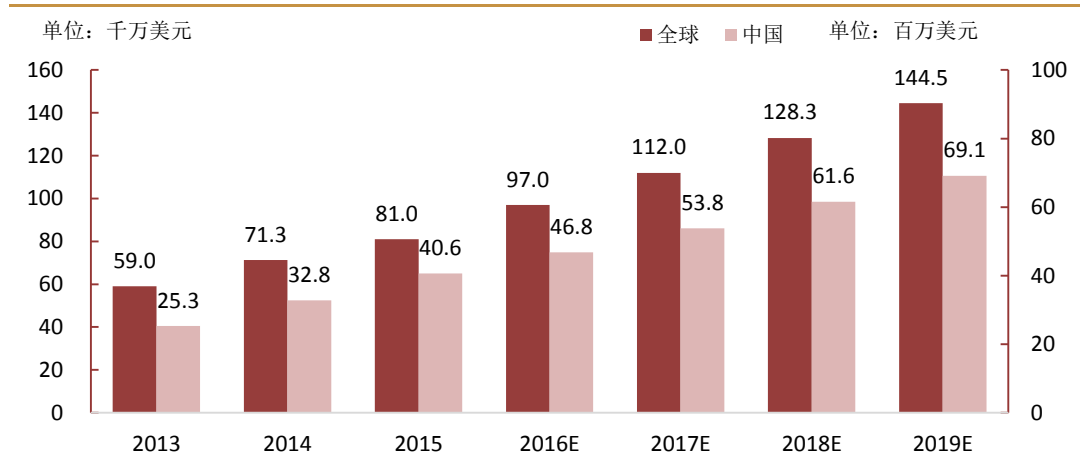


数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

2.3 SIP 协议众望所归，带动 SIP 终端市场增长

公司的核心产品为 SIP 统一通信桌面终端。SIP 电话终端可以通过“SIP 协议”连结所有终端组件，实现统一通信的标准化。因此 SIP 的规模性及灵活性已经使 SIP 电话终端成为实施 VoIP 的首选类别。当前，不仅 Microsoft Lync 支持 SIP 协议，连原本完全封闭的 Cisco 系统都开始宣布支持 SIP 协议。IP 电话必将整体向 SIP 电话迁移。根据 Frost & Sullivan 的统计，2015 年 SIP 电话终端全球市场销售规模达到 8.1 亿美元，2015-2019 年复合增长率将达到 15.6%，并于 2019 年实现 14.5 亿美元的销售收入。中国 SIP 电话终端的销售收入同期可达到 14.3% 的年复合增长率，并于 2019 年达到 0.7 亿美元。公司作为全球 SIP 电话终端市场销量第二、收入第三的公司，必将受益于行业的快速发展。

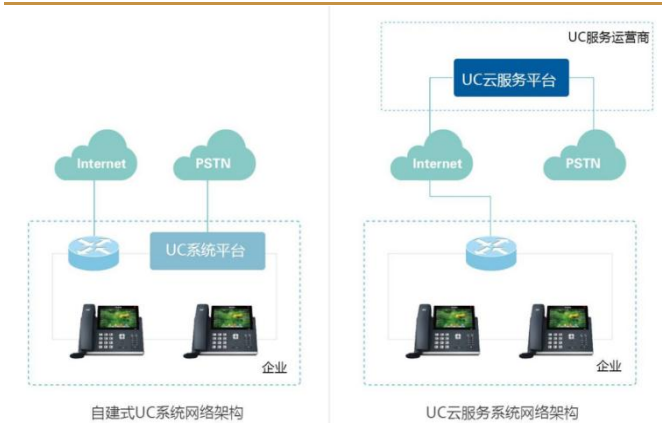
图 18：2013-2019E 全球及中国 SIP 电话终端销售收入



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

2.4 云计算助推中小企业发展统一通信

云计算的快速发展促进统一通信终端设备在中小企业市场的推广。云计算技术实现了虚拟化、自动负载均衡和按需分配，使大容量统一通信服务 (UC as a Service) 成为可能。不同于传统的企业自建式的统一通信系统，基于云端模式下，企业不再需要购买昂贵的管理系统设备，只需要与统一通信服务提供商签订合同，按月支付使用费即可享受统一通信服务。基于云模式的统一通信无论从技术难度上，还是从费用上都可以极大的降低使用门槛，对统一通信终端产品在中小企业市场上的普及起到推动作用。

图 19：UC 云服务系统网络架构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：自建式托管式对比

| | 自建式 | 托管式 |
|------|-----------------------------|----------------------------|
| 系统模式 | 管-端模式 服务平台及终端都在企业内部 | 云-端模式 服务平台在云端，只有终端在企业内 |
| 采购方式 | 自己采购，自己搭建 | 采用合约租赁的方式 |
| 前期投入 | 高，需要一次性购买服务平台及终端设备 | 低，只需购买终端及按月付费 |
| 维护费用 | 高，不仅需要专门的机房，还需要有专门的系统管理人员 | 低，整体系统由服务提供商维护 |
| 扩展性 | 差，当企业规模扩大时，需要继续购买甚至替换成高容量设备 | 好，当企业规模扩大时，只需要再增加购买服务即可 |
| 目标市场 | 大企业及行业客户 | 主要是中小企业客户； 也有部分大企业及行业客户 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 募投项目

公司本次拟公开发行不超过 1867 万股流通股，占发行后总股本的 25%，发行后总股本不超过 7467 万股。扣除发行费用后，将投资于以下项目：

表 1：募投项目

| 序号 | 项目名称 | 预计投资总额 (万元) | 拟投入募集资金 金额 (万元) | 占比 | 项目概况 |
|----|-------------------|----------------|--------------------|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 | 统一通信终端的升级和产业化项目 | 42,883.28 | 42,883.28 | 27.0% | 进行对百兆系列终端的升级换代、千兆系列终端的研发和无线视频系列终端的研发，并逐步投入实行产业化 |
| 2 | 高清视频会议系统的研发及产业化项目 | 37,355.80 | 37,355.80 | 23.5% | 构建和开发包括集成多点控制单元功能的系统终端一体机 VC400、单路终端 VC120、高清摄像机 VCC18、会议电话 VCP40、全向拾音器 VCM30、扩展麦克风 CPE80、遥控器 VCR10 等多项高清视频会议系统终端产品 |
| 3 | 研发及云计算中心建设项目 | 24,826.31 | 24,826.31 | 15.6% | 包括“VoIP 音频引擎技术研究”、“视频引擎技术研究”、“DECT 集群技术”、“视频会议 MCU 技术研究”、“云通信平台软件技术研究”5 个统一通信平台及终端设备产品的核心基础技术研究课题 |
| 4 | 云通信运营平台建设项目 | 43,908.00 | 43,908.00 | 27.6% | 研发并运营一套基于云平台的统一通信平台，即“云通信运营平台”系统产品 |
| 5 | 补充流动资金 | 10,000.00 | 10,000.00 | 6.3% | —— |
| | 合计 | 158,973.39 | 158,973.39 | 100% | —— |

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次募集资金投资项目将进一步帮助公司提升在统一通信领域的产品竞争力和服务能力，帮助公司开发无线、视频通信等高端设备并抢占高端市场份额，丰富产品线，全面布局统一通信产业链。

4 盈利预测

假设 1: 全球 UC 终端解决方案市场以及 SIP 电话终端市场在 2016-2019 年可分别保持 11.8% 和 15.6% 的年复合增长率。

假设 2: 国际市场经济形式稳定, 北美、欧洲等主要目标国家和地区不会与中国发生贸易争端。

假设 3: 募集资金及时到位, 募投项目顺利推进。

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 11.70 亿元、15.10 亿元和 19.34 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 5.12 亿元、5.54 亿元和 7.39 亿元。估算 2017 年、2018 年和 2019 年每股收益 6.86 元、7.42 元和 9.90 元。

表 2: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-----|--------|----------|----------|----------|
| SIP 统一通信桌面终端 | 收入 | 736.37 | 905.74 | 1,132.17 | 1,403.89 |
| | 增速 | 35.23% | 23.00% | 25.00% | 24.00% |
| | 毛利率 | 62.67% | 63.00% | 65.00% | 68.00% |
| DECT 统一通信无线终端 | 收入 | 95.36 | 140.05 | 204.86 | 295.57 |
| | 增速 | 56.33% | 46.86% | 46.28% | 44.28% |
| | 毛利率 | 60.11% | 62.00% | 63.00% | 64.00% |
| VCS 高清视频会议系统 | 收入 | 46.04 | 73.76 | 112.85 | 162.50 |
| | 增速 | 83.43% | 60.20% | 53.00% | 44.00% |
| | 毛利率 | 74.08% | 74.00% | 72.00% | 70.00% |
| 配件及其他 | 收入 | 41.90 | 50.28 | 60.34 | 72.40 |
| | 增速 | 34.51% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| | 毛利率 | 63.12% | 62.00% | 60.00% | 60.00% |
| 合计 | 收入 | 923.74 | 1,169.82 | 1,510.21 | 1,934.37 |
| | 增速 | 39.56% | 26.64% | 29.10% | 28.09% |
| | 毛利率 | 63.13% | 63.53% | 65.05% | 67.26% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 923.74 | 1169.82 | 1510.21 | 1934.37 | 净利润 | 432.32 | 512.42 | 554.32 | 739.42 |
| 营业成本 | 340.57 | 426.62 | 527.79 | 633.36 | 折旧与摊销 | 5.14 | 11.06 | 27.94 | 43.46 |
| 营业税金及附加 | 10.32 | 12.03 | 15.98 | 20.28 | 财务费用 | -37.39 | -34.37 | -38.80 | -38.81 |
| 销售费用 | 59.93 | 79.56 | 101.13 | 130.21 | 资产减值损失 | 2.68 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 管理费用 | 99.23 | 127.61 | 302.04 | 386.87 | 经营营运资本变动 | -116.31 | -59.96 | -73.35 | -92.85 |
| 财务费用 | -37.39 | -34.37 | -38.80 | -38.81 | 其他 | 63.81 | -32.87 | 1.00 | -0.86 |
| 资产减值损失 | 2.68 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 经营活动现金流净额 | 350.24 | 400.28 | 475.11 | 654.36 |
| 投资收益 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 资本支出 | -21.55 | -102.34 | -267.03 | -40.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.04 | 0.13 | 0.08 | 其他 | -0.04 | 1.04 | 1.13 | 1.08 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -21.59 | -101.30 | -265.90 | -38.92 |
| 营业利润 | 448.41 | 555.39 | 599.19 | 799.53 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 13.59 | 10.35 | 11.34 | 11.39 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 462.00 | 565.75 | 610.53 | 810.91 | 股权融资 | 0.00 | 1589.73 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 29.68 | 53.33 | 56.21 | 71.49 | 支付股利 | -70.00 | -86.46 | -102.48 | -110.86 |
| 净利润 | 432.32 | 512.42 | 554.32 | 739.42 | 其他 | -1.94 | 34.31 | 38.80 | 38.81 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -71.94 | 1537.57 | -63.69 | -72.05 |
| 归属母公司股东净利润 | 432.32 | 512.42 | 554.32 | 739.42 | 现金流量净额 | 284.38 | 1836.55 | 145.52 | 543.38 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 545.51 | 2382.05 | 2527.57 | 3070.95 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 140.68 | 181.46 | 232.74 | 297.78 | 销售收入增长率 | 39.56% | 26.64% | 29.10% | 28.09% |
| 存货 | 89.11 | 150.87 | 188.48 | 230.10 | 营业利润增长率 | 60.98% | 23.86% | 7.89% | 33.43% |
| 其他流动资产 | 33.72 | 42.70 | 55.13 | 70.61 | 净利润增长率 | 74.59% | 18.53% | 8.18% | 33.39% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 58.11% | 27.86% | 10.57% | 36.69% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 59.80 | 153.59 | 395.18 | 394.23 | 毛利率 | 63.13% | 63.53% | 65.05% | 67.26% |
| 无形资产和开发支出 | 36.94 | 34.47 | 32.00 | 29.52 | 三费率 | 13.18% | 14.77% | 24.13% | 24.73% |
| 其他非流动资产 | 1.65 | 1.62 | 1.59 | 1.56 | 净利率 | 46.80% | 43.80% | 36.70% | 38.23% |
| 资产总计 | 907.42 | 2946.76 | 3432.69 | 4094.75 | ROE | 53.74% | 18.17% | 16.94% | 18.96% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 47.64% | 17.39% | 16.15% | 18.06% |
| 应付和预收款项 | 100.64 | 123.78 | 157.20 | 189.99 | ROIC | 129.35% | 104.43% | 70.28% | 72.41% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 45.05% | 45.48% | 38.96% | 41.57% |
| 其他负债 | 2.28 | 2.85 | 3.53 | 4.23 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 102.92 | 126.64 | 160.73 | 194.23 | 总资产周转率 | 1.29 | 0.61 | 0.47 | 0.51 |
| 股本 | 56.00 | 74.67 | 74.67 | 74.67 | 固定资产周转率 | 65.41 | 16.89 | 6.57 | 5.37 |
| 资本公积 | 24.81 | 1595.87 | 1595.87 | 1595.87 | 应收账款周转率 | 7.75 | 7.38 | 7.50 | 7.46 |
| 留存收益 | 723.63 | 1149.59 | 1601.42 | 2229.98 | 存货周转率 | 3.17 | 2.68 | 2.67 | 2.63 |
| 归属母公司股东权益 | 804.51 | 2820.13 | 3271.96 | 3900.52 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 98.01% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 804.51 | 2820.13 | 3271.96 | 3900.52 | 资产负债率 | 11.34% | 4.30% | 4.68% | 4.74% |
| 负债和股东权益合计 | 907.42 | 2946.76 | 3432.69 | 4094.75 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 7.86 | 21.77 | 18.69 | 18.89 |
| | | | | | 速动比率 | 7.00 | 20.58 | 17.52 | 17.71 |
| | | | | | 股利支付率 | 16.19% | 16.87% | 18.49% | 14.99% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 5.79 | 6.86 | 7.42 | 9.90 |
| | | | | | 每股净资产 | 10.77 | 37.77 | 43.82 | 52.24 |
| | | | | | 每股经营现金 | 4.69 | 5.36 | 6.36 | 8.76 |
| | | | | | 每股股利 | 0.94 | 1.16 | 1.37 | 1.48 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| EBITDA | 416.16 | 532.08 | 588.34 | 804.17 | | | | | |
| PE | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| PB | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| PS | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| EV/EBITDA | -1.31 | -4.48 | -4.30 | -3.82 | | | | | |
| 股息率 | N/A | N/A | N/A | N/A | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 徐也 | 机构销售 | 010-57758595 | 18612694479 | xye@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 010-57758566 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |