

5G 网络规划深度受益，高教业务夯实产业基础

——国脉科技 (002093.SZ) 首次覆盖报告

公司动态

◆**国脉科技：国内领先的物联网服务提供商。**公司是国内领先的民营网络设计规划企业，围绕物联网方向积极布局教育、医疗、园区服务等业务，致力于实现物联网全产业链布局。2017年公司实现收入15.16亿元 (YoY+23%)，归母净利润1.63亿元 (YoY+111%)。

◆**中短期成长性：民营设计龙头有望受益于5G网络建设。**公司核心业务需要提供从咨询规划、设计、优化到维护的一体化解决方案，具备较高门槛。我们预计5G网络投资规模将达到1.2万亿元，为4G时期的1.5倍左右。公司的网络规划设计业务在4G建设时期得到国内运营商及企业客户的认可，在高峰建设期公司该项业务收入规模达到约3亿元，我们预计5G建设高峰期该项业务收入规模有望达到约5亿元。

◆**长期成长空间：物联网将是公司未来发展方向。**大规模物联网 (mMTC) 是5G的三大主流应用场景之一，公司启动“最后一公里物联网大数据战略”，目前已布局车联网、医联网和基因检测等重点方向。公司物联网技术服务业务收入占比约50-60%，但毛利率仅5.4%，公司目前正在进行业务优化与结构调整，2018年起已将低毛利率的终端业务等逐步进行剥离，未来盈利能力有望提升。公司的物联网科学园运营业务旨在打造物联网生态，以“产业+园区配套”的模式对物联网上下游产业链进行扶持及业务孵化。

◆**成长根基：公司旗下本科学校福州理工学院为5G和物联网产业布局奠定坚实基础。**福州理工学院2015年升格为本科应用型高等学校，国脉科技5G和物联网业务需要大量工程师资源，而学院能够为公司储备大量的实习生及校招生源，有望助力公司主业未来快速发展。未来在校人数有望达1.0~1.2万人，学费约2.5万元/年，我们预期未来公司教育业务收入有望稳定在约2.5-3.0亿元。近期职教产业利好政策出台，港股高教类公司大幅上涨，我们认为市场对于福州理工学院存在较大预期差。

◆**估值与评级。**控股股东国脉集团分别于2016年出资1.5亿元以11.74元认购定增、于2018年出资2.6亿元以约7.80元增持股份。我们预计公司2018~2020年归母净利润1.35、1.76和2.46亿元。结合5G产业链可比公司的估值水平，我们给予公司目标价10.00元 (2019年PE 56X)，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：5G网络建设进度不及预期、公司业务转型进度不及预期。**

◆业绩预测和估值指标

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 1,231 | 1,516 | 1,039 | 1,030 | 1,102 |
| 营业收入增长率 | 147.42% | 23.20% | -31.50% | -0.84% | 7.02% |
| 净利润 (百万元) | 77 | 163 | 135 | 176 | 246 |
| 净利润增长率 | 84.18% | 110.49% | -17.08% | 30.00% | 40.00% |
| EPS (元) | 0.08 | 0.16 | 0.13 | 0.17 | 0.24 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 2.72% | 5.43% | 4.18% | 5.19% | 6.85% |
| P/E | 99 | 47 | 56 | 44 | 31 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年2月20日

买入 (首次)

当前价/目标价：7.61/10.00元

分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsec.com

石崎良 (执业证书编号：S0930518070005)

021-52523856

shiqil@ebsec.com

联系人

冷玥

lengyue@ebsec.com

吴希凯

wuxk@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：10.08

总市值(亿元)：76.67

一年最低/最高(元)：5.71/10.20

近3月换手率：80.08%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | -5.91 | 7.50 | 6.18 |
| 绝对 | 2.66 | 11.90 | -7.11 |

资料来源：Wind

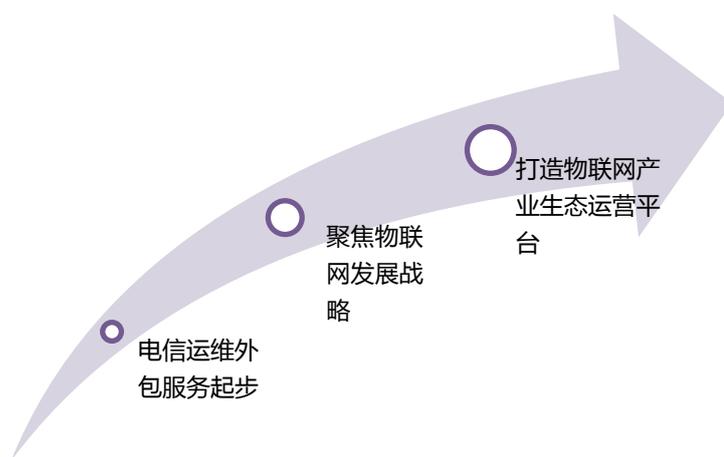
1、国脉科技：国内领先的物联网服务提供商

国脉科技：国内领先的物联网服务及解决方案提供商。公司是国内领先的信息通信技术外包服务提供商，依托通信设备维修领域积累的先进经验，布局网络规划设计市场，目前已成为国内领先的民营网络设计规划企业。此外，公司围绕物联网主业积极布局教育、医疗、园区服务等业务，致力于实现全产业链布局。2017 年公司实现业务收入 15.16 亿元 (YoY+23.20%)，归母净利润 1.63 亿元 (YoY+110.58%)，经营活动净现金流与利润高度匹配，实现业绩高质量的快速增长。

公司积极进取，不断优化业务构成。2018H1，公司聚焦主业，逐步收缩低毛利业务，对报表中的业绩构成进行进一步调整，突出公司布局物联网的业务主线，2018H1 公司实现物联网技术服务收入 3.50 亿元 (YoY-7.61%)，收入占比达 54.55%；实现物联网咨询与设计服务收入 0.83 亿元 (YoY+5.02%)，收入占比达 13.00%；实现物联网科学园运营与开发服务收入 1.46 亿元 (YoY-7.22%)，收入占比达 22.86%；实现教育业务收入 0.54 亿元 (YoY+22.17%)，收入占比达 8.45%；实现其他业务收入 0.07 亿元 (YoY+12.50%)，收入占比达 1.14%。

发展历程：电信运维外包服务起步，聚焦物联网战略，致力构建物联网产业生态运营平台。公司创立之初专注于第三方电信外包服务供应商的定位，致力于为客户提供标准规范化、跨越多设备厂家、贯穿多产品线的完整而丰富的通信服务解决方案。2010 年，公司拓展业务领域，积极布局云计算、大数据、物联网全球三大热点领域。从 2016 年开始，公司聚焦物联网发展战略，以物联网、大数据及云计算创新技术为新动能，以福州理工学院“工程师+讲师+技术股东”产教融合模式为技术支撑，打造“物联网+大数据+人工智能”产业生态运营平台，力争公司在新经济时代占据先发优势。

图 1：国脉科技发展历程



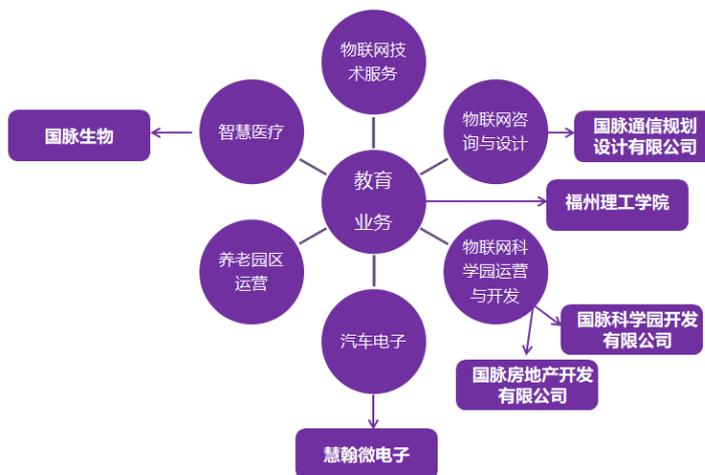
资料来源：公司官网、光大证券研究所

2、业务概览：围绕物联网主线，布局平台生态

国脉科技及实控人国脉集团围绕物联网主线，全面布局相关业务，构建平台生态。国脉科技及实控人国脉集团围绕物联网主线，充分利用“福州理

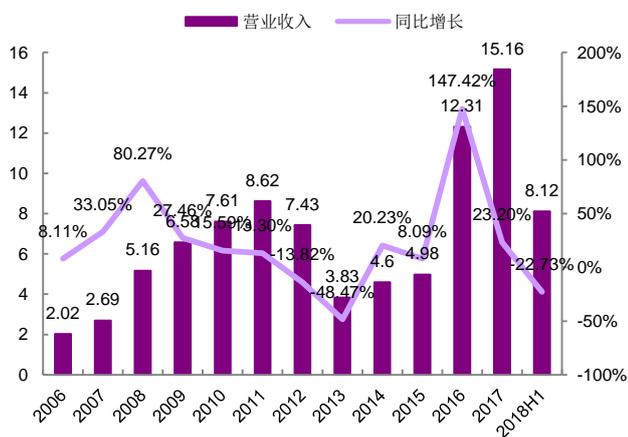
工学院”的人才集聚能力，依托“福州理工学院”在物联网技术服务、物联网咨询及设计、物联网科学园运营开发等领域持续推进，通过并购国脉通信规划设计有限公司提升网络咨询规划能力，通过旗下科学园开发有限公司及房地产开发有限公司致力于科学园区运营，隶属于国脉集团的“慧翰微电子”则在车联网领域不断推进。此外，公司基于物联网在医疗等领域的应用，计划推进园区运营、基因检测等产品及服务。

图 2：国脉集团部分业务版图



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 3：国脉科技营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 4：国脉科技净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.1、中短期成长：民营设计龙头有望受益于 5G 网络建设

公司核心业务之一物联网咨询与设计需要提供从咨询规划、设计、优化到维护的一体化解决方案，5G 建设的启动将成为网络规划设计领域的发展

机遇。网络规划设计主要包括勘察、规划、设计，是5G网络建设启动之前的必经环节。在光大证券通信团队2018年11月发布的《5G，元年开启，万物互联》报告中，我们参考4G阶段基站的建设数量，我们预计5G阶段宏基站数量将达到约600万个，并建设超过1000万个小基站，网络投资规模将达到1.2万亿元左右。5G投资规模为4G的1.5倍左右，我们预计未来每年5G相关的网络规划设计投入约150-200亿元，网络规划设计作为5G建设的先导环节，将率先受益于移动通信网络的代际升级。

网络规划设计院资产证券化或将加速。网络规划设计行业门槛较高，具备甲级行业资质的公司较少。国内网络规划设计领域的参与企业主要可以分为3类：（1）运营商控股的设计院；（2）国有改制的省级设计院；（3）国内民营设计院，比如国脉科技（002093.SZ）和吉大通信（300597.SZ）等。运营商控股设计院通常与运营商等合作关系更为密切，市场份额能够达到80%左右，改制设计院及民营设计院市场份额合计在20%左右；在民营设计院中，网络规划设计业务收入能超过1.5亿元的仅有2~3家。我们认为，民营设计院有望通过收购兼并改制的省级设计院来扩大网络规划设计业务规模，如2017年恒实科技（300513.SZ）公告以17.88亿元对价收购辽宁邮电规划设计院99.854%股权，辽宁邮电承诺2016年、2017年和2018年的扣除非经常性损益后净利润将分别为1.05、1.20和1.37亿元。

图 5：网络规划设计环节



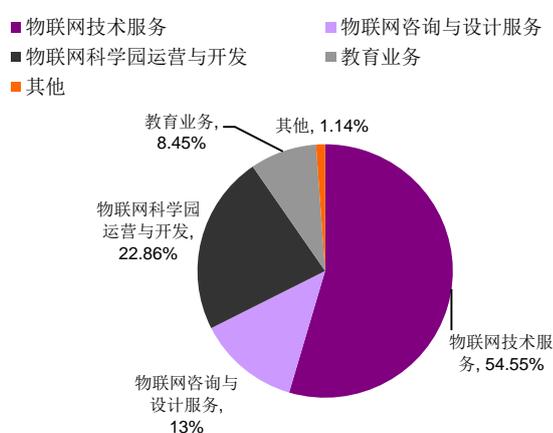
资料来源：杰赛科技招股说明书、光大证券研究所

国脉科技在4G时期积累了丰富的网络设计规划经验，有望在5G建设时期进一步巩固市场地位。国脉科技的网络规划设计业务在4G建设时期已经得到了国内运营商及企业客户的认可，在高峰建设期，公司该项业务收入规模达到近3亿元。5G网络建设投入预计将为4G时期的1.5倍左右，达到1.2万亿元。5G时代定义了三大场景：eMBB（增强移动宽带）、mMTC（大连接物联网）、URLLC（超高可靠超低时延通信）。未来更快的上传下载速度、炫酷的VR娱乐体验、城市物联、无人驾驶、远程医疗都将成为可能。由于网络规划设计较高的难度，相关的开支也有望大幅增加。由于5G网络投资规模有望达到4G的1.5倍左右，我们认为在未来5G网络建设高峰期，国脉科技网络设计规划业务有望达到近5亿元。

2.2、长期空间：物联网将是公司未来发展方向

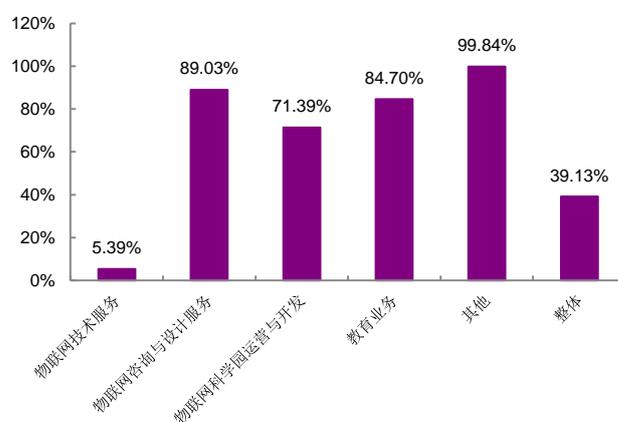
公司核心业务之二物联网技术服务业务正在进行业务优化与结构调整，未来有望大幅提升盈利能力。2018年起公司围绕战略布局，进行新一轮的业务调整，优化业务结构，提升盈利能力。国脉科技在物联网服务及解决方案领域积极探索，围绕客户需求，提供多种产品及服务。随着公司的品牌认可度、技术积累及行业经验的不断提升，战略规划逐步清晰，公司需要围绕业务主线，对业务结构进行不断的调整和优化。在目前的公司布局中，物联网技术服务收入毛利率仅在5.39%左右，但收入占比达到54.55%，公司2018年起将针对物联网技术服务业务进行精简，将毛利率较低的终端业务等进行剥离，有效优化业务结构，提升公司的盈利能力。2017年收入9.40亿元；2018H1收入3.50亿元（YoY-7.61%）。

图 6：2018H1 国脉科技收入构成（单位：%）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 7：2018H1 国脉科技毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司核心业务之三物联网科学园运营与开发服务旨在基于物联网技术服务基础，打造物联网生态体系。公司以“产业+园区配套”的科技地产发展模式，致力于物联网科学园及园区配套的规划建设、运营和物业服务。目前已建及在建的项目用地约1100亩，建筑面积约100万平方米。此外，公司充分利用拥有的地产资源，致力于打造高端社区，推出基于物联网技术的老人健康监测设备、基因检测工具等系列产品，基于物联网技术积累，构建物联网产业生态体系。2017年该业务收入约2.99亿元。

图 8：物联网科技园效果图



资料来源：公司官网

衍生业务：优质车联网资产慧翰微电子。公司实控人国脉集团旗下公司“慧翰微电子（832245.OC）”在汽车电子领域设计和开发高可靠性、低成本无线通讯产品、嵌入式软件和解决方案。公司在上海、厦门设有研发中心，主要产品包括汽车前装蓝牙、WiFi、2G/3G 无线通讯等模块和传输层嵌入式软件中间件、和车联网远程控制单元等。慧翰微电子曾经挂牌新三板，2016 年实现 2.33 亿元收入和 1648 万元净利润。

衍生业务：全面医疗信息化的国脉生物。公司的医疗信息化产品包括基因测序、非接触式传感器、医联网等，基因测序引进德国马普所的团队，将全基因组测序成本降到千元人民币级，而目前市面上测序成本在万元级别。非接触式传感器可用于老人监测场景，构建生活模型和生理特征的模型，不需要接触可实现对老人的监护。医联网用计算生物技术、物联网技术、生命医学传感技术实现从个人基因遗传数据、个人生活习惯和个人生理特征等的健康医疗数据的精准记录，构建医疗健康大数据闭环。

2.3、成长根基：公司旗下本科学校福州理工学院为 5G 和物联网产业布局奠定坚实基础

公司核心业务四之教育业务，集聚高素质技术人才，提升公司盈利能力，为 5G 和物联网业务奠定坚实基础。公司旗下的福州理工学院充分利用发展过程中形成的规范化教学管理和良好校企合作机制，提升教育教学水平，以其特有的应用型、技术技能型人才培养模式，为企业、行业提供具备工程实践能力和技术开发能力的应用型、复合型人才。学院在产、学、研融合的模式上为公司物联网业务和技术发展带来的良好的协同效应，支撑公司物联网业务发展。

福州理工学院 2015 年升格为本科应用型高等学校。福州理工学院前身为 2004 年创建的福州海峡职业技术学院。2015 年 4 月经国家教育部正式批准，在福州海峡职业技术学院基础上正式升格为本科应用型高等学校。2016 年，学校被省教育厅确定为“福建省普通本科高校向应用型转变试点项目”院校，采用“工程师+讲师+技术股东”的产教融合协同创新“众创模式”；2017 年，学校数字福建车联网实验室获批省发改委重点实验室，移动通信

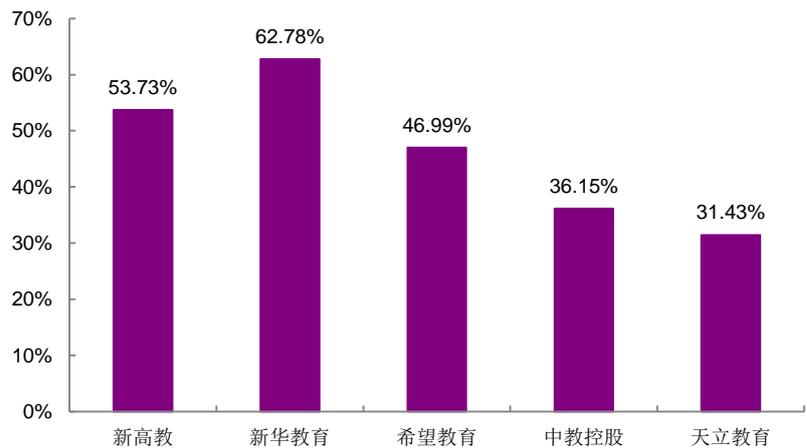
和物联网福建省高校工程研究中心通过省教育厅验收；2018年，学校工业物联网应用服务型制造公共服务平台获得省经信委省级公共服务平台，获得省级教学成果奖二等奖2项。学校举办方国脉科技一直以福州理工学院为产业创新基地，坚持“产教融合”的物联网发展战略为业务发展产生了较大的协同创新效应。

福州理工学院与国脉科技业务协同效应明显。学校开设42个本专科专业，重点建设物联网、云计算与大数据、互联网+建筑、互联网+金融、互联网+商业等五大专业群。学校计划到2020年，形成30个左右的本科专业和若干有特色的专业方向；现设有工学院、建筑学院、商学院、文理学院、马克思主义教研部和继续教育学院等6个二级教学单位。2018年年底，福州理工学院的在校生规模超过7200人，未来随着学院专业设置的不断完善和本科生占比的逐步提升，在校生人数有望达到1~1.2万人；学院目前收费标准在2.5万元/年左右，我们预期2021年之后公司教育业务的收入有望稳定在约2.5-3.0亿元。公司的核心业务网络规划设计属于人力密集型行业，福州理工学院能够为公司储备大量的实习生及校招生源，相比竞争对手竞争优势明显。

教育政策持续利好产教融合和校企合作，政策红利驱动港股高教板块持续大涨。2017年12月20日，国务院办公厅印发《关于深化产教融合的若干意见》，旨在深化职教和高教为指导思想，以产教融合为主要目标。2018年2月5日，《职业学校校企合作促进办法》正式发布，促进校企合作为主要目标，与《关于深化产教融合的若干意见》形成政策组合拳，共同促进职业教育的快速发展。2019年2月13日，国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，要求着力培养高素质劳动者和技术技能人才，完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变；由追求规模扩张向提高质量转变；由参照普通教育办学模式向企业社会参与、专业特色鲜明的类型教育转变。

国脉科技教育业务有望深度受益政策红利。在国家政策红利驱动下，产教融合、校企合作将是大势所趋。国脉科技利用旗下的福州理工储备高水平技术人才，企业的高级技术人才可被学院聘用，向学生传授技术知识及实践经验。学生在校期间能够以实习生的身份，参与到企业的规划设计项目中来，提升将知识运用于实践的能力。对于国脉科技来说，福州理工学院可作为进行技术研发的基地，同时通过在校生参与企业实习的方式降低人工成本，并为未来的校园招聘储备后备力量。

图 9：2019 年 1 月 1 日~2019 年 2 月 20 日港股高校类股票涨幅



资料来源：Wind、光大证券研究所

3、盈利预测

我们判断 5G 规模测试将从 2019 年启动, 预计 2020 年开始大规模建设, 因此公司的物联网咨询及设计服务业务有望自 2019 年起开始步入成长轨道, 在 2020 年随着网络大规模建设增速加快; 物联网技术服务业务由于削减部分毛利率偏低的业务, 因此收入规模有所下降, 预计 2019 年收入规模依然有所下降, 2020 年趋于稳定; 物联网科学园运营服务及教育业务保持平稳增长。结合公司各项业务的发展情况, 我们预计公司 2018~2020 年将实现营业收入 10.39 亿元/10.30 亿元/11.02 亿元, 实现归母净利润 1.35 亿元/1.76 亿元/2.46 亿元, 对应 EPS 为 0.13 元、0.17 元、0.24 元。

表 1：国脉科技业务收入拆分

| | 2016 | 2017 | 2018H1 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 物联网技术服务 | 954.51 | 939.81 | 349.50 | 489.30 | 440.37 | 453.58 |
| YoY | | -1.54% | | -30% | -10% | 3% |
| 物联网咨询及设计服务 | 182.73 | 170.43 | 83.27 | 151.38 | 158.95 | 182.80 |
| YoY | | -6.73% | | 1% | 5% | 15% |
| 物联网科学园运营与开发服务 | | 296.94 | 146.45 | 263.61 | 276.79 | 290.63 |
| YoY | | | | -10% | 5% | 5% |
| 教育 | 80.81 | 92.92 | 54.13 | 119.09 | 136.95 | 157.49 |
| YoY | | 14.99% | | 10% | 15% | 15% |
| 其他 | 12.86 | 16.36 | 7.36 | 15.46 | 17.00 | 17.85 |
| YoY | | 27.22% | | 5% | 10% | 5% |
| 合计 | 1230.92 | 1516.47 | 640.71 | 1038.84 | 1030.07 | 1102.35 |
| YoY | | 23.20% | -3.84% | -31.50% | -0.84% | 7.02% |

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

表 2: 国脉科技各项业务毛利率

| 毛利率 | 2016 | 2017 | 2018H1 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 物联网技术服务 | 9.32% | 6.96% | 5.39% | 5.40% | 5.40% | 5.40% |
| 物联网咨询及设计服务 | | 61.99% | 89.03% | 89.05% | 89.07% | 89.10% |
| 物联网科学园运营与开发服务 | 93.78% | 92.36% | 71.39% | 71.40% | 71.42% | 71.43% |
| 教育 | 81.45% | 81.34% | 84.70% | 84.80% | 84.83% | 84.87% |
| 其他 | 96.15% | 94.56% | 99.84% | 99.00% | 99.50% | 99.50% |
| 合计 | 27.50% | 32.84% | 39.13% | 44.83% | 48.17% | 49.57% |

资料来源: Wind、光大证券研究所预测

表 3: 国脉科技盈利预测

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1230.92 | 1516.47 | 1038.84 | 1030.07 | 1102.35 |
| 营业收入增长率 | 147.42% | 22.22% | -31.50% | -0.84% | 7.02% |
| 净利润(百万元) | 77.35 | 162.80 | 135.00 | 175.50 | 245.70 |
| 净利润增长率 | 84.18% | 110.58% | -17.08% | 30.00% | 40.00% |
| EPS | 0.08 | 0.16 | 0.13 | 0.17 | 0.24 |
| P/E | 98 | 49 | 60 | 46 | 33 |

资料来源: 公司公告、光大证券研究所预测 注: 股价为 2018 年 2 月 20 日收盘价

4、安全边际

(1) 控股股东国脉集团计划自 2018 年 10 月 8 日起 6 个月内, 累计增持比例不低于公司总股本的 3%, 不超过公司总股本的 6% (不低于 3,022.5 万股, 不高于 6,045 万股)。截至 2019 年 1 月 8 日, 国脉集团累计增持公司股份 32,515,758 股, 占公司总股本 3.23%。大部分股份的增持价格为 8.00 元, 总出资约 2.6 亿元。现价仅为 7.80 元, 仍低于公司控股股东的增持价。

(2) 2016 年 12 月, 公司向包括国脉集团在内的 7 名认购对象定向发行 1.23 亿股普通股, 发行价格为 11.74 元/股, 国脉集团认购 1277.68 万股, 耗资约 1.5 亿元。

(3) 2016 年 12 月 28 日, 公司公告发布限制性股票激励计划, 向 16 名中高层管理人员及技术人员授予限制性股票, 授予价格为 5.69 元/股;

(4) 2016 年 12 月 30 日, 公司总经理以成交均价 10.87 元/股增持 102.12 万股公司股份;

(5) 公司财务质量稳健, 截至 2018Q3 拥有货币资金及银行理财约 15 亿元, 经营性净现金流与利润高度匹配; 历史并购较为谨慎, 2018Q3 商誉规模仅为 2759 万。

5、投资建议

目标估值。国脉科技目前的净利润主要由通信业务贡献, 公司通信业务处于 5G 产业链, 19 年起有望进入快速成长期, 5G 产业链可比小市值公司 2019 年的估值水平约 56x, 我们认为国脉科技核心业务所处的网络设计规划领域, 在 5G 建设时期具备较大需求空间, 估值可以参考其他弹性较大的 5G

产业链环节小市值公司的估值水平，因此给予国脉科技 19 年 56XPE 计算，对应公司目标市值约 100 亿元，对应目标价格 10.00 元。

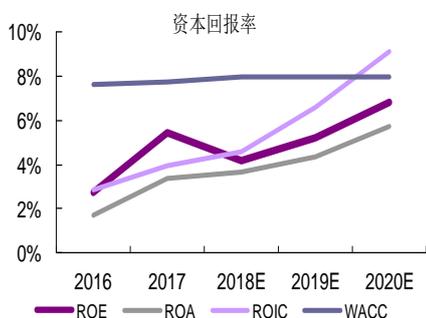
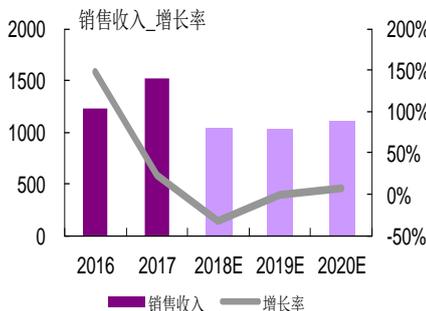
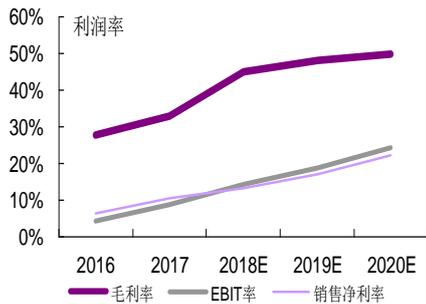
投资建议和投资评级。公司教育业务为各个业务线奠定坚实发展基础，且受益于国家职教领域相关政策。虽然运营商资本开支的缩减和部分项目周期的迟滞，公司短期业绩或有小幅波动；但是中期网络规划设计业务有望受益于 5G 资本开支趋势、且长期物联网发展战略清晰。我们预计公司 18~20 年有望实现归母净利润 1.35 亿元/1.76 亿元/2.46 亿元。我们给予国脉科技 19 年 56XPE，对应目标价约 10.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比通信公司 PE 估值列表

| 公司简称 | 股票代码 | 市值 (亿元) | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | | PE (X) | | | |
|-----------|-----------|------------|------------|---------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 通宇通讯 | 002792.SZ | 78.42 | 34.82 | 0.49 | 0.37 | 0.58 | 1.39 | 71 | 94 | 60 | 25 |
| 世嘉科技 | 002796.SZ | 49.70 | 44.29 | 0.31 | 0.47 | 0.75 | 2.18 | 143 | 94 | 59 | 20 |
| 新易盛 | 300502.SZ | 57.54 | 24.14 | 0.47 | 0.25 | 0.48 | 0.68 | 51 | 97 | 50 | 36 |
| 平均 | | | | | | | | 88 | 95 | 56 | 27 |
| 国脉科技 | 002093.SZ | 78.89 | 7.83 | 0.16 | 0.13 | 0.17 | 0.24 | 47 | 57 | 44 | 31 |

数据来源：Wind、光大证券研究所预测 注：通宇通讯、国脉科技为光大证券研究所预测，其余为万得一致预测，股价为 2019 年 2 月 20 日收盘价

风险提示：5G 网络建设进度不及预期、公司业务优化转型进度不及预期。



| 利润表 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,231 | 1,516 | 1,039 | 1,030 | 1,102 |
| 营业成本 | 892 | 1,018 | 573 | 534 | 556 |
| 折旧和摊销 | 32 | 32 | 80 | 93 | 100 |
| 营业税费 | 9 | 82 | 56 | 56 | 60 |
| 销售费用 | 89 | 66 | 104 | 103 | 99 |
| 管理费用 | 182 | 200 | 197 | 144 | 121 |
| 财务费用 | 33 | 48 | -2 | -8 | -15 |
| 公允价值变动损益 | 16 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 31 | 81 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 67 | 184 | 151 | 201 | 282 |
| 利润总额 | 78 | 184 | 161 | 210 | 294 |
| 少数股东损益 | 1 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 77 | 163 | 135 | 176 | 246 |

| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 4,572 | 4,680 | 3,704 | 4,041 | 4,265 |
| 流动资产 | 3,130 | 3,065 | 2,506 | 2,884 | 3,154 |
| 货币资金 | 1,662 | 480 | 553 | 981 | 1,209 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 191 | 267 | 209 | 207 | 222 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 8 | 9 | 6 | 6 | 6 |
| 存货 | 1,172 | 1,167 | 658 | 613 | 638 |
| 可供出售投资 | 90 | 92 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 191 | 238 | 238 | 238 | 238 |
| 固定资产 | 528 | 510 | 620 | 641 | 614 |
| 无形资产 | 130 | 128 | 125 | 124 | 123 |
| 总负债 | 1,719 | 1,674 | 465 | 654 | 666 |
| 无息负债 | 801 | 1,082 | 447 | 636 | 648 |
| 有息负债 | 918 | 591 | 18 | 18 | 18 |
| 股东权益 | 2,853 | 3,007 | 3,239 | 3,388 | 3,598 |
| 股本 | 988 | 1,008 | 1,008 | 1,008 | 1,008 |
| 公积金 | 1,366 | 1,478 | 1,492 | 1,509 | 1,534 |
| 未分配利润 | 469 | 607 | 713 | 844 | 1,030 |
| 少数股东权益 | 11 | 9 | 9 | 9 | 9 |

| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|--------------|---------------|-------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 153 | 221 | 321 | 500 | 300 |
| 净利润 | 77 | 163 | 135 | 176 | 246 |
| 折旧摊销 | 32 | 32 | 80 | 93 | 100 |
| 净营运资金增加 | 185 | 910 | -143 | -242 | 48 |
| 其他 | -141 | -884 | 249 | 474 | -94 |
| 投资活动产生现金流 | -75 | -1,039 | 225 | -52 | -52 |
| 净资本支出 | -51 | -29 | -114 | -52 | -52 |
| 长期投资变化 | 191 | 238 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -215 | -1,248 | 339 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 1,376 | -375 | -473 | -20 | -20 |
| 股本变化 | 123 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 30 | -327 | -573 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 192 | 281 | -636 | 189 | 13 |
| 净现金流 | 1,454 | -1,193 | 73 | 429 | 228 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 147.42% | 23.20% | -31.50% | -0.84% | 7.02% |
| 净利润增长率 | 84.18% | 110.49% | -17.08% | 30.00% | 40.00% |
| EBITDA 增长率 | 5.89% | 93.99% | 38.20% | 24.90% | 28.06% |
| EBIT 增长率 | 8.97% | 149.82% | 10.95% | 30.04% | 37.82% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 99 | 47 | 56 | 44 | 31 |
| PB | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 77 | 46 | 31 | 24 | 18 |
| EV/EBIT | 123 | 57 | 48 | 35 | 25 |
| EV/NOPLAT | 121 | 66 | 58 | 42 | 29 |
| EV/Sales | 5 | 5 | 7 | 7 | 6 |
| EV/IC | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 27.51% | 32.84% | 44.83% | 48.17% | 49.57% |
| EBITDA 率 | 6.94% | 10.92% | 22.03% | 27.75% | 33.21% |
| EBIT 率 | 4.36% | 8.83% | 14.31% | 18.77% | 24.17% |
| 税前净利润率 | 6.30% | 12.11% | 15.53% | 20.36% | 26.63% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 6.28% | 10.74% | 13.00% | 17.04% | 22.29% |
| ROA | 1.72% | 3.38% | 3.65% | 4.34% | 5.76% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 2.72% | 5.43% | 4.18% | 5.19% | 6.85% |
| 经营性 ROIC | 2.86% | 3.95% | 4.56% | 6.62% | 9.12% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 2.52 | 1.89 | 5.66 | 4.57 | 4.89 |
| 速动比率 | 1.57 | 1.17 | 4.17 | 3.60 | 3.90 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 3.09 | 5.07 | 179.45 | 187.70 | 199.40 |
| 有形资产/有息债务 | 4.74 | 7.46 | 197.08 | 215.90 | 228.36 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.08 | 0.16 | 0.13 | 0.17 | 0.24 |
| 每股红利 | 0.01 | 0.02 | 0.03 | 0.03 | 0.05 |
| 每股经营现金流 | 0.15 | 0.22 | 0.32 | 0.50 | 0.30 |
| 每股自由现金流(FCFF) | -0.14 | -0.77 | 0.19 | 0.44 | 0.22 |
| 每股净资产 | 2.82 | 2.98 | 3.21 | 3.35 | 3.56 |
| 每股销售收入 | 1.22 | 1.51 | 1.03 | 1.02 | 1.09 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|--|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上； |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%； |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%； |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%； |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上； |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

| 机构业务总部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|--------|-----|---------------|-------------------------|------------------------|
| 上海 | 徐硕 | 021-52523543 | 13817283600 | shuoxu@ebscn.com |
| | 李文渊 | | 18217788607 | liwenyuan@ebscn.com |
| | 李强 | 021-52523547 | 18621590998 | liqiang88@ebscn.com |
| | 罗德锦 | 021-52523578 | 13661875949/13609618940 | luodj@ebscn.com |
| | 张弓 | 021-52523558 | 13918550549 | zhanggong@ebscn.com |
| | 黄素青 | 021-22169130 | 13162521110 | huangsuqing@ebscn.com |
| | 邢可 | 021-22167108 | 15618296961 | xingk@ebscn.com |
| | 李晓琳 | 021-52523559 | 13918461216 | lixiaolin@ebscn.com |
| | 郎珈艺 | 021-52523557 | 18801762801 | dingdian@ebscn.com |
| | 余鹏 | 021-52523565 | 17702167366 | yupeng88@ebscn.com |
| | 丁点 | 021-52523577 | 18221129383 | dingdian@ebscn.com |
| | 郭永佳 | | 13190020865 | guoyongjia@ebscn.com |
| | 北京 | 郝辉 | 010-58452028 | 13511017986 |
| 梁晨 | | 010-58452025 | 13901184256 | liangchen@ebscn.com |
| 吕凌 | | 010-58452035 | 15811398181 | lvling@ebscn.com |
| 郭晓远 | | 010-58452029 | 15120072716 | guoxiaoyuan@ebscn.com |
| 张彦斌 | | 010-58452026 | 15135130865 | zhangyanbin@ebscn.com |
| 庞舒然 | | 010-58452040 | 18810659385 | pangsr@ebscn.com |
| 中青雯 | | 021-22169527 | 15921857444 | shenqw@ebscn.com |
| 深圳 | | 黎晓宇 | 0755-83553559 | 13823771340 |
| | 张亦潇 | 0755-23996409 | 13725559855 | zhangyx@ebscn.com |
| | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603 | wangyuanfeng@ebscn.com |
| | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561 | zhangjingwen@ebscn.com |
| | 苏一耘 | | 13828709460 | suyy@ebscn.com |
| | 常密密 | | 15626455220 | changmm@ebscn.com |
| 国际业务 | 陶奕 | 021-52523546 | 18018609199 | taoyi@ebscn.com |
| | 梁超 | 021-52523562 | 15158266108 | liangc@ebscn.com |
| | 金英光 | | 13311088991 | jinyg@ebscn.com |
| 私募业务部 | 周梦颖 | 021-52523550 | 15618752262 | zhoumengying@ebscn.com |
| | 安玲娴 | 021-52523708 | 15821276905 | anlx@ebscn.com |
| | 张浩东 | 021-52523709 | 18516161380 | zhanghd@ebscn.com |
| | 吴冕 | 0755-23617467 | 18682306302 | wumian@ebscn.com |
| | 吴琦 | 021-52523706 | 13761057445 | wuqi@ebscn.com |
| | 王舒 | 021-22169419 | 15869111599 | wangshu@ebscn.com |
| | 傅裕 | 021-52523702 | 13564655558 | fuyu@ebscn.com |
| | 王婧 | 021-22169359 | 18217302895 | wangjing@ebscn.com |
| | 陈潞 | 021-22169146 | 18701777950 | chenlu@ebscn.com |
| | 王涵洲 | | 18601076781 | wanghanzhou@ebscn.com |
| | 黄小芳 | 021-52523715 | 15221694319 | huangxf@ebscn.com |