

评级：增持 首次评级

公司深度研究

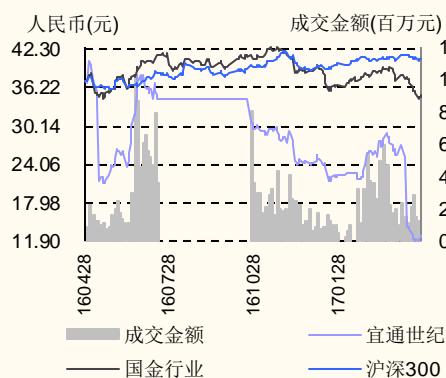
市场价格（人民币）：12.80元

## 细估物联网 CMP 与 AEP 运营业绩弹性

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	216.83
总市值(百万元)	5,682.31
年内股价最高最低(元)	40.32/11.90
沪深300指数	3446.72



### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.274	0.385	0.331	0.448	0.626
每股净资产(元)	3.18	5.31	3.64	4.09	4.72
每股经营性现金流(元)	0.46	0.23	0.33	0.42	0.67
市盈率(倍)	227.86	63.29	38.62	28.54	20.44
行业优化市盈率(倍)	22.77	22.77	22.77	22.77	22.77
净利润增长率(%)	31.71%	172.81%	62.76%	35.31%	39.61%
净资产收益率(%)	8.61%	7.24%	9.10%	10.97%	13.28%
总股本(百万股)	228.80	443.93	838.43	838.43	838.43

### 投资逻辑

- 物联网业务迎来高成长，潜力巨大：根据 GSMA 统计，2016 年底中国物联网 M2M 连接数 1.9 亿，到 2020 年连接数有望增长到 10 亿以上，年均复合增速在 50% 左右。而今年 NB-IoT 商用有望促进物联网连接数迅速增长的同时推动更多创新商业运营模式的诞生。
- 双重布局物联网运营平台 CMP/AEP，充分受益物联网连接数增长：宜通世纪通过收购天河鸿城，与全球物联网服务平台领导者 Jasper 进行战略合作，抢占物联网行业制高点，为国内运营商提供物联网平台运营服务。Jasper 平台到 2016 年底注册用户达 3000 万，实现净利润 819 万元。到 2019 年有望达到 2 亿连接，实现 1.4 亿毛利，业绩弹性巨大。子公司基本立于与德国 Cumulocity 合作，致力于物联网设备云平台和应用平台的开发，已于 2016 年 12 月上线运营。公司携手国际物联网巨头，有望助力公司强化竞争壁垒，带来全新的平台型商业模式。随着接入数未来的快速攀升，而运营成本低相对稳定，预期 2019 年有望规模盈利。
- 收购倍泰健康，加速布局智慧产业：4 月 8 日证监会批准公司收购倍泰健康。倍泰健康是智能医疗物联网分析综合方案提供商和医疗信息服务运营商，受益“健康中国”战略和“分级诊疗”制度全面实施，仅健康一体机产品在卫计委销售端的市场规模将近 60 亿元。目前公司在手订单数量丰厚，与多家广电网运营商签订合作协议，为物联网垂直应用打开成长空间。

### 投资建议

- 我们认为宜通世纪的 CMP/AEP 物联网运营平台先发优势明显，物联网连接数爆发将带来未来收入和毛利率的大幅提升，而收购倍泰健康有望拓宽智慧业务成长空间。经过一段时间调整，公司估值已经落入合理区间，长期看好公司在物联网运营领域的布局，给予公司“增持”评级。

### 估值

- 预期公司 2017-2019 年净利润 2.8 亿，3.8 亿，5.3 亿元，对应 EPS 0.33, 0.45, 0.63 元，对应 33, 28, 20 倍 PE。

### 风险

- 物联网连接数或激活率发展不及预期；
- 近期增发股解禁可能带来短期二级市场波动。

周明巍 分析师 SAC 执业编号：S1130514090004  
 (8621)60230234  
 zhoumingwei@gjzq.com.cn

林仕霄 联系人  
 linsx@gjzq.com.cn

## 内容目录

第一， 公司为物联网行业领先企业.....	4
1) 公司布局物联网、智慧医疗和大数据.....	4
2) 公司业绩增长迅速.....	4
第二， 物联网业务迎来高成长.....	6
1) 国内物联网市场潜力巨大.....	6
2) 联合 Jasper 抢占物联网 CMP 入口.....	8
3) 联合 Cumulocity 布局 AEP 平台.....	10
第三， 加码布局智慧运营产业.....	11
1) 收购倍泰健康进入智慧医疗产业.....	11
2) 内生外延完善智慧产业.....	14
第四， 盈利预测与投资建议.....	15
第五， 风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1：公司股权结构.....	4
图表 2：公司营业收入及增速.....	5
图表 3：公司归母净利润及增速.....	5
图表 4：公司整体毛利率和净利率情况.....	5
图表 5：公司主要产品.....	5
图表 6：公司分产品收入情况（亿元）.....	6
图表 7：公司分产品毛利率情况（%）.....	6
图表 8：物联网行业应用范围.....	6
图表 9：全球物联网投资金额.....	6
图表 10：物联网各层次作用.....	7
图表 11：物联网组网平台.....	7
图表 12：中国物联网 M2M 连接数.....	7
图表 13：三大运营商物联网连接数（亿）.....	7
图表 14：全球物联网连接数预测.....	8
图表 15：2010-2016 中国物联网市场规模.....	8
图表 16：三大 CMP 平台对比.....	8
图表 17：Jasper 平台合作模式.....	9
图表 18：Jasper 平台主要用户.....	9
图表 19：物联网平台运营服务流程.....	9
图表 20：爱云信息分成比例.....	9
图表 21：中国联通计划 SIM 新增订购数（万张）.....	10
图表 22：Cumulocity 主要客户结构.....	10
图表 23：Quark IOE 云平台主要功能 .....	11

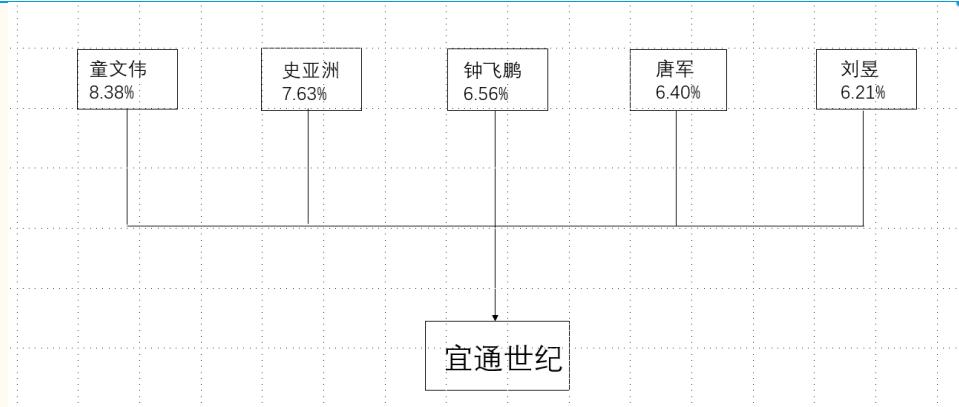
图表 24: 倍泰健康服务体系 .....	12
图表 25: 倍泰健康一体机.....	12
图表 26: 倍泰健康亭.....	12
图表 27: 2016 智慧医疗企业收入规模 (亿元) .....	13
图表 28: 2016 智慧医疗企业市场份额.....	13
图表 29: 倍泰健康净利润承诺 (单位: 亿元).....	13
图表 30: 宜通世纪智慧运营布局.....	14
图表 31: 智慧产业业务体系 .....	15
图表 32: 盈利分项预测 .....	16

## 第一，公司为物联网行业领先企业

### 1) 公司布局物联网、智慧医疗和大数据

- 宜通世纪是国内领先的通信技术服务商。主要为电信运营商和设备商提供包括核心网、无线网、传输网等全网络层次的通信网络工程建设、维护、优化等技术服务。并提供一体化、全方位的业务支撑与 IT 应用的系统解决方案。公司于 2012 年 4 月在创业板上市。
- 宜通世纪的实际控制人为童文伟、史亚洲、钟飞鹏、唐军、刘昱，持有广东宜通世纪科技股份有限公司股份比例：分别为 8.38%、7.63%、7.13%、6.40%、6.21%。

**图表 1：公司股权结构**



来源：公司公告，国金证券研究所

- 作为通信技术服务行业的专业公司，公司一直服务于运营商与设备商，在国内多个区域开展通信网络。公司一直专注于通信网络技术的研究和通信软硬件产品的开发工作，持续加大研发投入，截至 2016 年底，公司共取得发明专利 6 项、实用新型专利 6 项、外观设计专利权 7 项、软件著作权 107 项及商标 41 项。
- 通过公司近几年的布局，逐步形成了以物联网、智慧医疗和大数据为核心的新业务发展战略。在物联网领域，公司通过并购天河鸿城进入物联网核心领域，结合公司原有在物联网相关领域的布局，使公司的业务由人与人通信向人与物通信，物与物通信延展。

### 2) 公司业绩增长迅速

- 近年来公司营业收入增长迅速，主要由于公司主营业务一体化维护收入持续增长的同时，收购并表了天河鸿城，JASPER 平台在 2016 年已实现净利润 819 万元。
  - 2016 年，公司实现营业收入 18.21 亿元，同比增长 53.74%；净利润 2.01 亿元，同比增长 197.62%
  - 近五年来，公司整体毛利率保持稳定。2016 年公司销售毛利率为 22.58%，销售净利率为 9.16%。2016 年度公司毛利率比 2015 年度增加了 0.92%，主要原因是天河鸿城并表，天河鸿城的主要收入来源于通信设备销售业务，该业务的毛利率较高，并表后提高了公司业务综合毛利率。
  - 2016 年度天河鸿城实际实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 8473 万元，完成业绩承诺。

图表 2：公司营业收入及增速



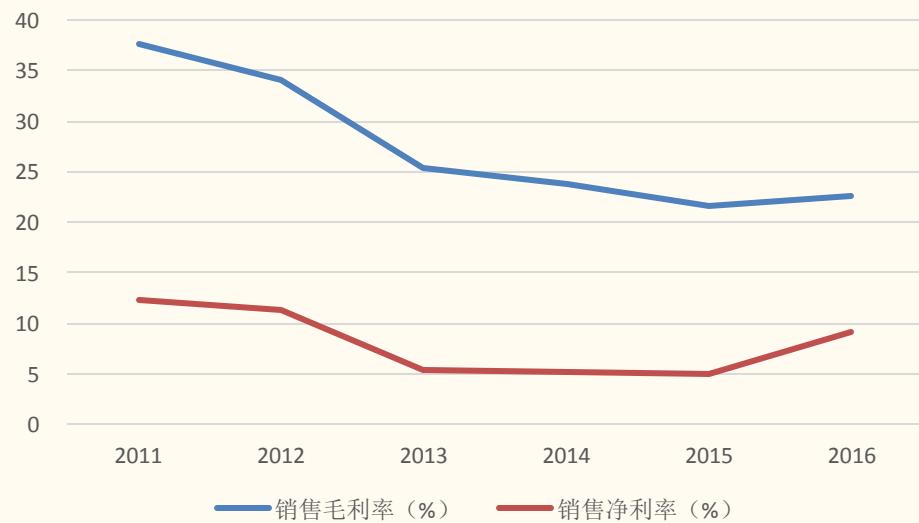
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司整体毛利率和净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司主营业务覆盖通信网络工程服务、通信网络维护服务、通信网络优化服务、系统解决方案和通信设备销售业务。

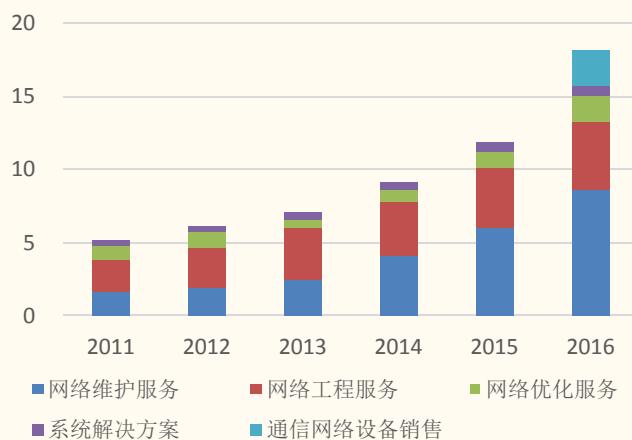
图表 5：公司主要产品

主营业务	主要产品
通信网络工程服务	包括核心网工程、无线网工程、传输网工程
通信网络维护服务	主要包括无线网和传输网的一体化维护和技术支持服务
通信网络优化服务	核心网优化、无线网优化、传输网优化
系统解决方案	运营商内部各种网络支撑系统
通信设备销售业务	供各类基站天线以及网优测试仪表

来源：公司公告，国金证券研究所

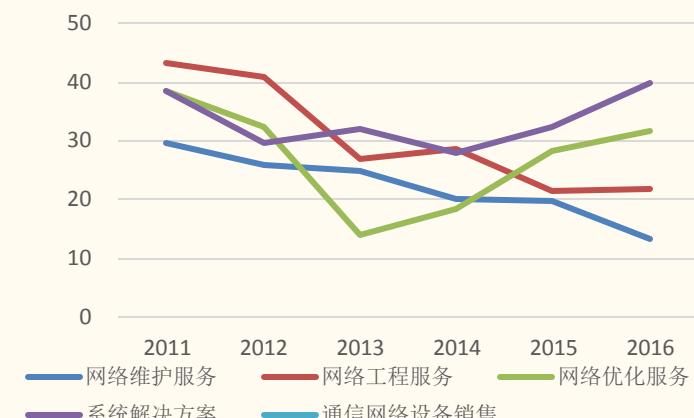
- 从分产品看，2016 年通信网络维护服务收入 8.66 亿元，同比增长 44.3%，仍为公司主要收入来源。网络工程服务收入 4.53 亿元，保持稳定的增长。

图表 6：公司分产品收入情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司分产品毛利率情况 (%)



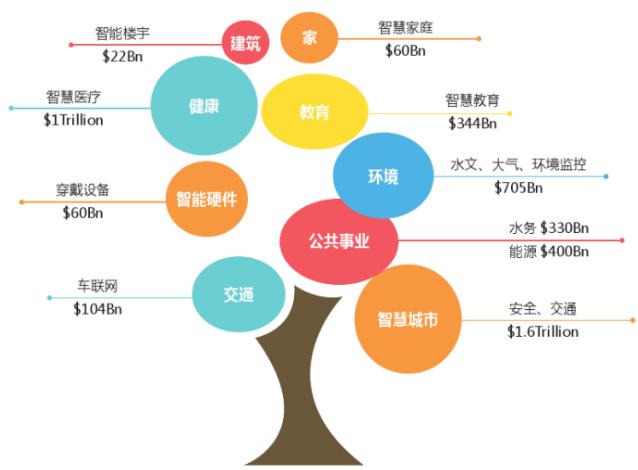
来源：公司公告，国金证券研究所

## 第二，物联网业务迎来高成长

### 1) 国内物联网市场潜力巨大

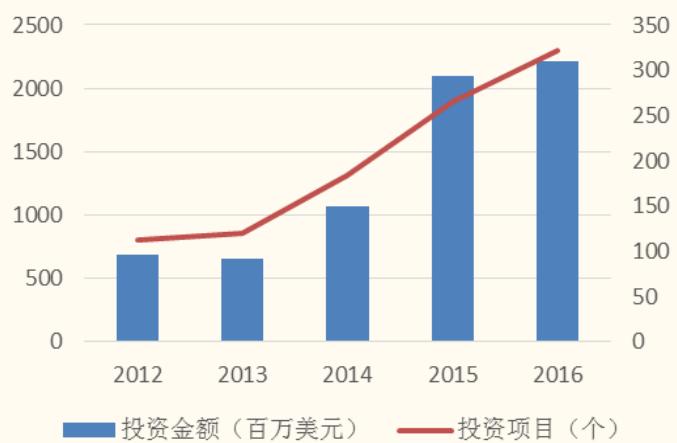
- 物联网是物物相连的互联网，其基础是感知信息，传递信息是关键，核心是利用信息进行应用创新从而解决行业痛点。物联网作为信息化时代的重要发展阶段，是继计算机、互联网之后世界信息产业发展的又一次浪潮。在全行业数字化转型汇总，IoT 扮演了关键角色，技术创新下的海量链接，极大地提升了社会运转的效率，并将在多个领域加速渗透，整个 IoT 市场将快速打开。

图表 8：物联网行业应用范围



来源：华为，国金证券研究所

图表 9：全球物联网投资金额



来源：CB-Insight，国金证券研究所

- 物联网主要由感知层，网络层和应用层组成。

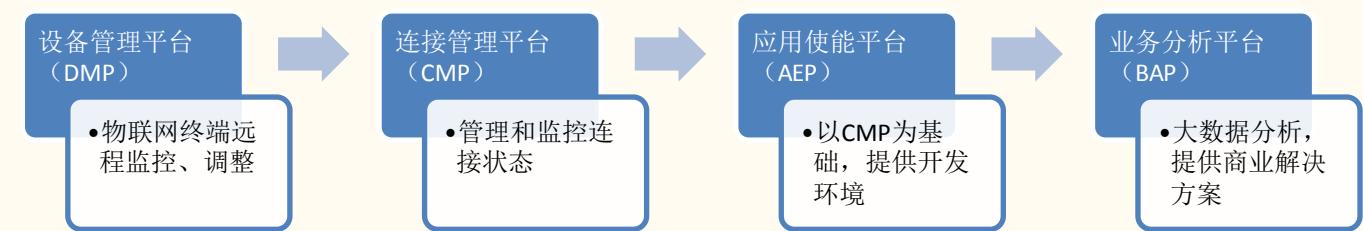
图表 10：物联网各层次作用

层次	主要作用
感知层	实现对物理世界的感知识别，信息采集并通过通信模块传输到网络层和应用层，主要包括传感器，RFID，通信模块等
网络层	主要负责信息的传递，主要由因特网以及局域网组成。
应用层	主要由计算机基础设施以及以此为基础的各种物联网应用。

来源：百度百科，国金证券研究所

- 根据设备管理、连接管理等不同功能，物联网组网过程中通常需要四大类平台：设备管理平台（DMP）、连接管理平台（CMP）、应用使能平台（AEP）、业务分析平台（BAP）。

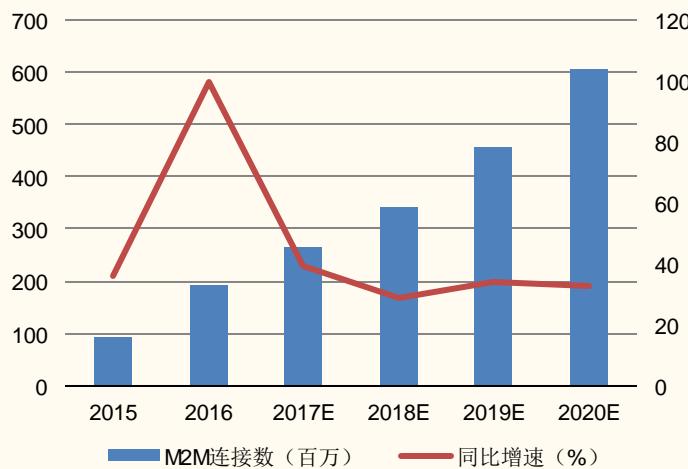
图表 11：物联网组网平台



来源：百度百科，国金证券研究所

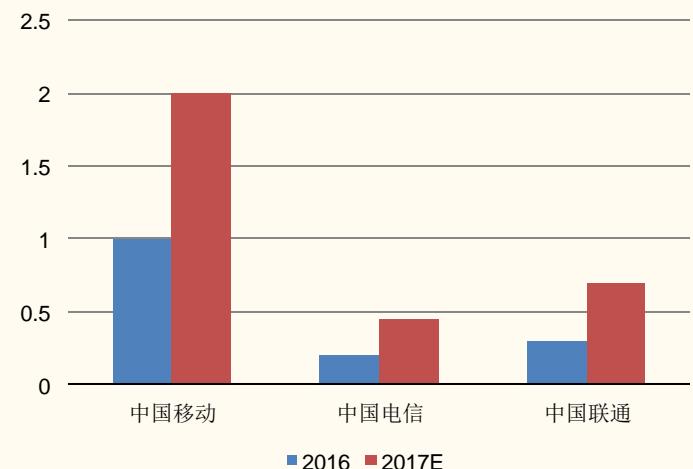
- 根据 GSMA 统计，2016 年底，中国物联网 M2M 连接数 1.9 亿，根据中科院物联网研发中心预计，2016 年国内物联网行业整体收入超过万亿。同时根据最新数据显示，中国移动物联网用户数约 1 亿，2017 年目标数 2 亿。中国电信物联网用户数接近 2000 万，预计 2017 年净增加 2500 万户。中国联通物联网用户数接近 3000 万，计划 2017 年实现 7000 万目标数。

图表 12：中国物联网 M2M 连接数



来源：GSMA，国金证券研究所

图表 13：三大运营商物联网连接数 (亿)

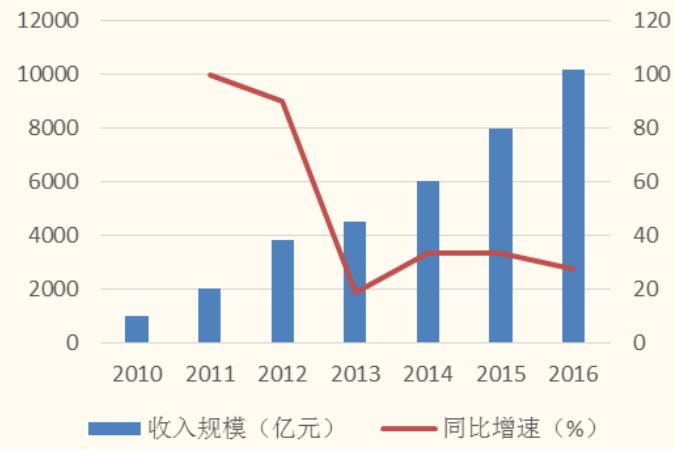


来源：运营商公告，互联网，国金证券研究所

- 根据 Machina Research 报告，2015 年全球物联网连接数量为 60 亿个，根据预期，到 2025 年这一数字将增至 270 亿个。同期，物联网收入机会将从 7500 亿美元增至 3 万亿美元，其中总收入中的 1.3 万亿美元将通过设备、连接和应用收入直接来自于终端用户。剩余部分则将来自于上下游资源，包括应用开发、系统集成、托管和数据货币化。全球物联网连接数持续上升，中国的物联网连接数居世界第一，占全球总量的 27%，欧洲第二、美国第三占 19%（数据来源：中研普华、中国 IT 通讯网、The

MotleyFool)。收入上，中国市场物联网行业增长高速，近4年增速均在30%左右。

**图表 14：全球物联网连接数预测**

**图表 15：2010-2016 中国物联网市场规模**


来源：Machina Research，国金证券研究所

来源：CB-Insight，国金证券研究所

## 2) 联合 Jasper 抢占物联网 CMP 入口

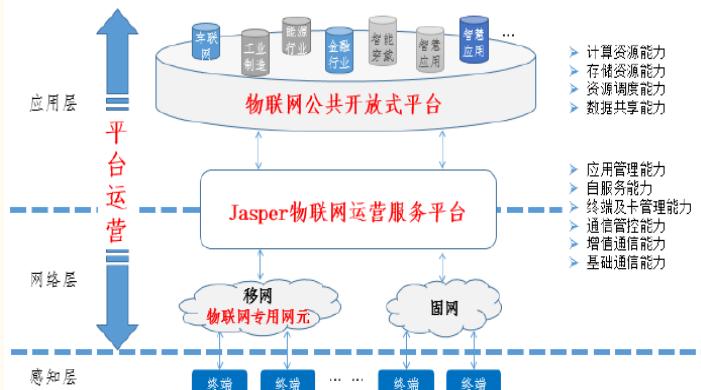
- 宜通世纪于 2016 年 1 月公告收购天河鸿城 100% 股权。天河鸿城子公司爱云信息与全球物联网服务平台领导者 Jasper 进行战略合作，为中国联通提供物联网平台和运营服务，同时，通过自身独立销售渠道，天河鸿城根据客户差异化需求，为客户提供包括物联网基础通信管理、物联网应用开发、资产和硬件设备管理、数据管理等在内的物联网行业系统集成方案。
- Jasper 是全球物联网 CMP 平台领先企业，优势明显。目前全球 CMP 平台分为 Jasper、爱立信 DCP 和 Vodafone GDSP 三个平台。目前国内中国联通和 Jasper、宜通世纪合作，采用收入分成模式，中国移动和华为在 CMP 领域进行合作，中国电信与爱立信 DCP 合作。

**图表 16：三大 CMP 平台对比**

平台	Jasper	DCP	GDSP
合作运营范围	超过 100 家运营商网络	20+/bridge 联盟	Vodafone 体系内
连接数	15000 万	5000 万	4000 万
合作模式	收入分成	收入分成	一定比率使用费
平台特点	联盟优势、灵活计费	通信运营、设备管理、云等方面具有优势	SIM 卡安全管理、价格优势

来源：国金证券研究所

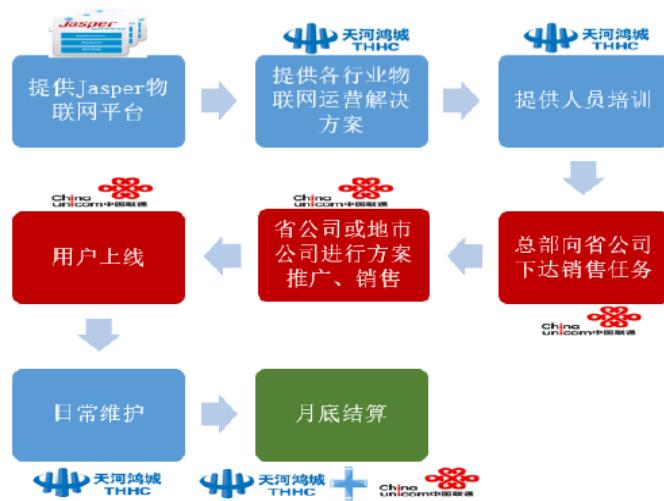
图表 17: Jasper 平台合作模式



来源：公司公告，国金证券研究所

- 天河鸿城子公司爱云信息与全球物联网服务平台领导者 Jasper 进行战略合作，为中国联通提供物联网平台和运营服务。其基于中国联通物联网平台，各行业企业用户可实现对终端设备的智能化识别、定位、跟踪、监控和管理，最终实现高效、节能和智慧运营。
- 爱云信息与中国联通、Jasper 分别约定分成比例，计算服务费。

图表 19: 物联网平台运营服务流程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18: Jasper 平台主要用户



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20: 爱云信息分成比例

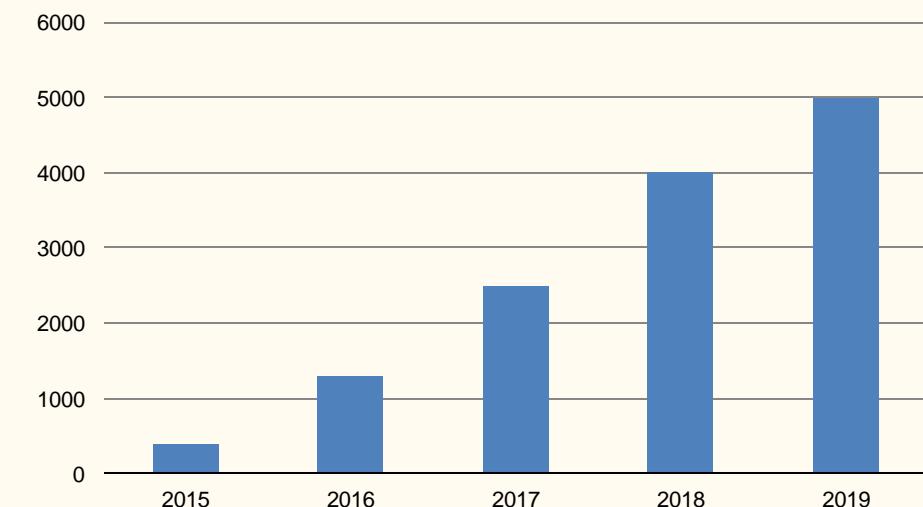
爱云信息直接从中国联通获得分成比例	
中国联通基于M2M解决方案的月收入(万元)	爱云信息分成比例
0-1200	14%
1200-3000	11%
3000-6000	7%
6000以上	6%

Jasper从爱云信息获得的分成比例	
中国联通基于M2M解决方案的月收入(万美元)	Jasper分成比例
0-200	10.25%
200-500	8.20%
500-1000	4.10%
1000以上	3.08%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 自中国联通物联网平台上线后，2015 年 6-11 月 SIM 卡订购数量实现较快增长，激活用户达到 103 万张。在物联网快速发展背景下，中国联通将大力推进物联网的承载能力建设，物联网业务有望成为中国联通移动网络基础业务的关键组成部分，并成为强而有力的业务增长点。

**图表 21：中国联通计划 SIM 新增订购数 (万张)**


来源：公司公告，国金证券研究所

- 天河鸿城 2016 年实现营业收入 2.78 亿元，净利润 0.83 亿元。根据收购公告预测，天河鸿城承诺 2017 年净利润不低于 1.15 亿，到 2020 年实现营业收入 5 亿，净利润超过 1.6 亿元，但 CMP 与 AEP 平台将为其未来带来巨大业绩弹性，详见图表 32。

### 3) 联合 Cumulocity 布局 AEP 平台

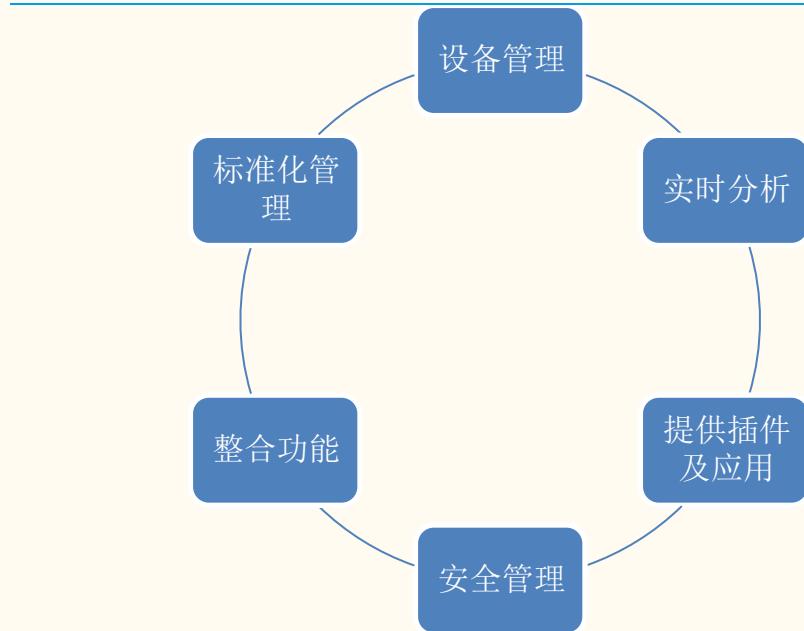
- Cumulocity 为欧洲领先的 AEP 平台和物联网解决方案供应商，目前是对接第三方系统 API 最多的 AEP 平台。能够提供拖拽式快捷开发应用、插入自己开发的套件、商业建模等，平台同时还提供设备连接、设备管理、数据管理等基本功能。

**图表 22：Cumulocity 主要客户结构**


来源：公司官网，国金证券研究所

- 根据麦肯锡分析，未来物联网价值链的最大份额将在软件和服务方面，至 2025 年，软件和服务提供商营业收入占比将达到 85%，平台将是产业生态的核心，应用使能平台(AEP)和连接管理平台(CMP)领域可能出现行业巨头。在物联网价值链中，平台所占的产值为 20%，但平台下游的物联网应用开发商所占产值为 60%，其他为平台上游企业的价值。离开上下游的合作共赢和开放的生态，AEP 平台无法发挥任何作用。根据 NOKIA 预测，2025 年物联网产业链产值达到 4000 亿欧元，则平台所占产值约为 800 亿欧元，其中 AEP 平台市场规模达到约 400 亿欧元。
- 公司控股的基本立子（北京）科技发展有限公司与德国 Cumulocity 公司合作，共同研发物联网使能平台，在国内进行物联网设备云平台运营，成立自己的销售队伍，并在 2016 年 12 月份实现上线运营。
- Quark IOE 平台的主要功能包括设备管理、实时分析、提供插件、安全管理、整合功能、标准化管理等功能。

图表 23: Quark IOE 云平台主要功能



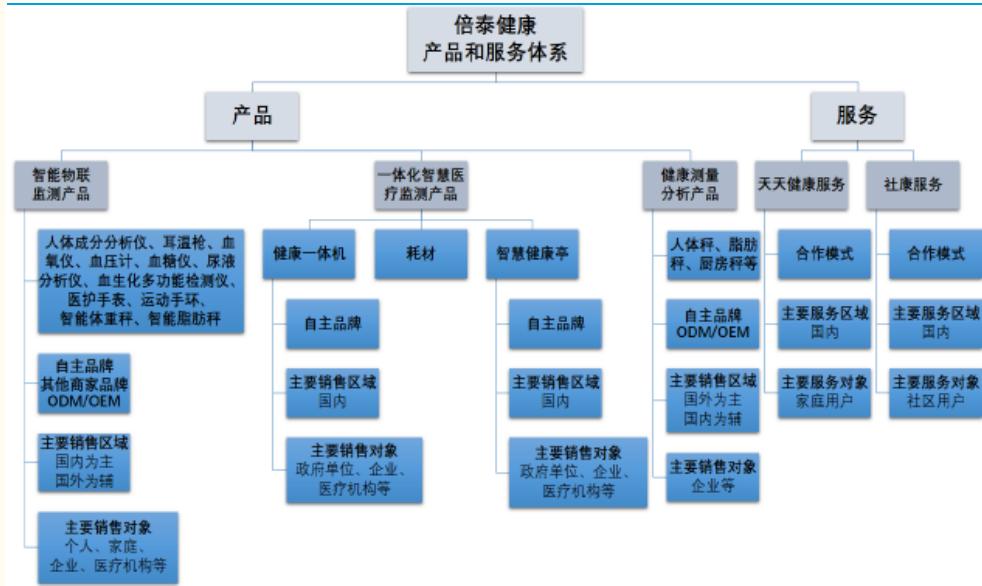
来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，宜通世纪的 AEP 平台将借助 Jasper CMP 平台的物联网终端，形成协同效应。两者将整合通信协议，对物联网终端进行管理。AEP 平台将借助 Jasper 平台已有的网络，接入优质物联网资源，使得客户有更大的选择粘性。其 IOT 合作生态系统巨大较大的优势，可帮助企业从通信模块、系统集成、系统服务，到通讯运营商、应用软件提供厂商生态等支持。

### 第三，加码布局智慧运营产业

#### 1) 收购倍泰健康进入智慧医疗产业

- 2016 年 10 月，公司公告发行股份及现金结合的方式收购倍泰健康 100% 股权，作价 10 亿。该收购事项已于 4 月 8 日获得证监会批准。
- 倍泰健康创立于 1994 年，是智慧医疗领域一家集研发、生产、销售、服务于一体的国家级高新技术企业。倍泰健康借助新一代信息技术，采取“产品+服务”业务模式，主要经营健康一体机、智慧健康亭等一体化智慧医疗监测产品，并提供“天天健康”家庭健康管理服务和社区健康管理服务。基于上述产品和服务体系，倍泰健康能够为客户提供覆盖多个基层医疗应用场景的智慧健康管理产品和服务。

**图表 24：倍泰健康服务体系**


来源：公司公告，国金证券研究所

- 倍泰健康的主要产品包括健康一体机、健康亭等一体化智慧医疗检测产品。

**图表 25：倍泰健康一体机**


来源：公司官网，国金证券研究所

**图表 26：倍泰健康亭**

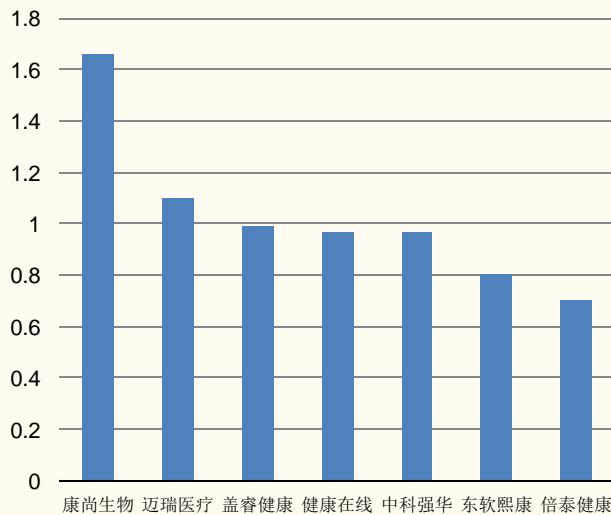

来源：公司官网，国金证券研究所

- 我们认为，随着智慧医疗产业支持政策的不断出台，智慧医疗产业的发展前景及商业模式逐渐明朗，其盈利能力逐渐显现，有效刺激了上下游行业客户对智慧医疗产品的需求。“健康中国”战略和“分级诊疗”制度全面实施，医疗体系迎来“预防-治疗-康复”的一体化模式转变，而智慧医疗是一体化医疗体系的重要支撑，相关产业迎来历史发展机遇。在智慧医疗产业中，发展速度较快的两个板块为区域医疗信息化（区域卫生系统建设）和健康管理信息化（个人健康管理）。目前，倍泰健康深耕智慧医疗核心业务板块，潜在市场空间巨大。
- 根据数据显示，截至 2015 年，我国有乡村人口 61866 万人，乡镇医生和卫生员人数 106 万人，有基层医疗卫生机构 917335 个，其中村卫生室 645470 个。目前财政部、卫计委正在推行健康一体机项目医疗设备购置项目。仅考虑村卫生室且不考虑产品的折旧更替，按照一个村卫生室配置一

台健康一体机，一台健康一体机采购价格 0.9 万元测算，健康一体机在卫计委销售端的市场规模将近 60 亿元。

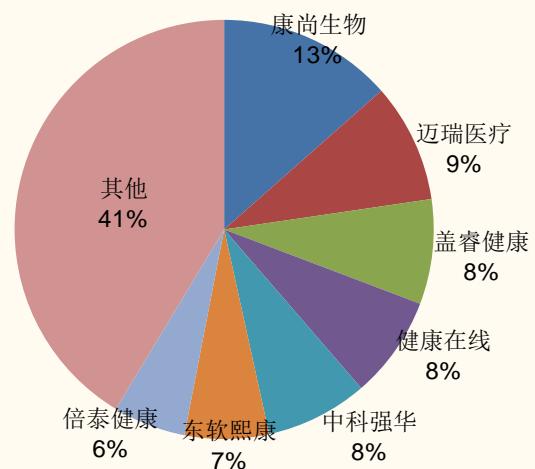
- 倍泰健康的健康一体机等一体化智慧医疗监测产品的主要竞争对手包括包括迈瑞医疗、江苏康尚生物医疗科技有限公司、广东健康在线、深圳中科强华、盖睿健康等企业。截至 2016 年 8 月 31 日，倍泰健康的健康一体机在各省市卫计委招标市场中占据约 5.59% 的份额，在总共近 50 家中标企业中排名第七。

图表 27：2016 智慧医疗企业收入规模（亿元）



来源：收购公告，国金证券研究所

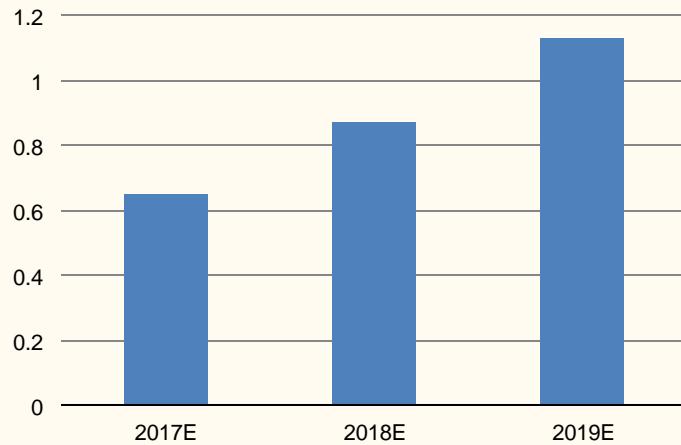
图表 28：2016 智慧医疗企业市场份额



来源：收购公告，国金证券研究所

- 倍泰健康的一体化智慧医疗监测产品，至 2016 年末，已与江西一保通信息科技股份有限公司等行业客户签订了合作协议，上述大额合同总金额超过 8,700 万元；其他健康管理产品，截至 2016 年末，与康奈尔、福田科技等大客户已签订但未履行完毕的有关其他健康管理产品的合同金额已超过 5000 万元；健康管理服务，截至 2017 年 2 月 3 日，倍泰健康及其子公司已与 39 家地方广电网络运营商和 1 家电信运营商订立了合作协议，其中 26 家广电网络运营商为排他性协议。
- 倍泰健康承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度和 2019 年度累计实现的净利润不低于 3.1 亿元，2016 年已实现净利润 0.49 亿元。

图表 29：倍泰健康净利润承诺（单位：亿元）

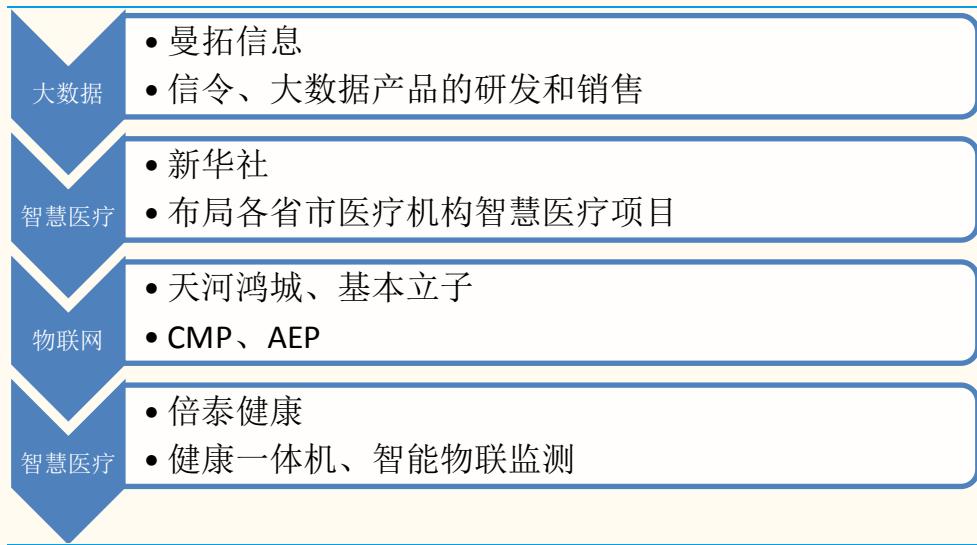


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2) 内生外延完善智慧产业

- 宜通世纪以通信服务技术和系统解决方案起家，逐步进入物联网、智慧医疗和大数据为核心的新业务发展战略。
- 在大数据业务上，公司以子公司曼拓信息为平台，研发 DPI 系统，提供咨询和精准营销。物联网方面，并购天河鸿城后，通过子公司爱云信息与 Jasper 战略合作，为中国联通提供 CMP 平台，另一方面，设立 10 亿规模物联网并购基金加速物联网布局。在智慧医疗领域，通过与新华社合作，布局各省市医疗机构智慧医疗项目，收购倍泰健康拓宽医疗垂直应用领域业务。

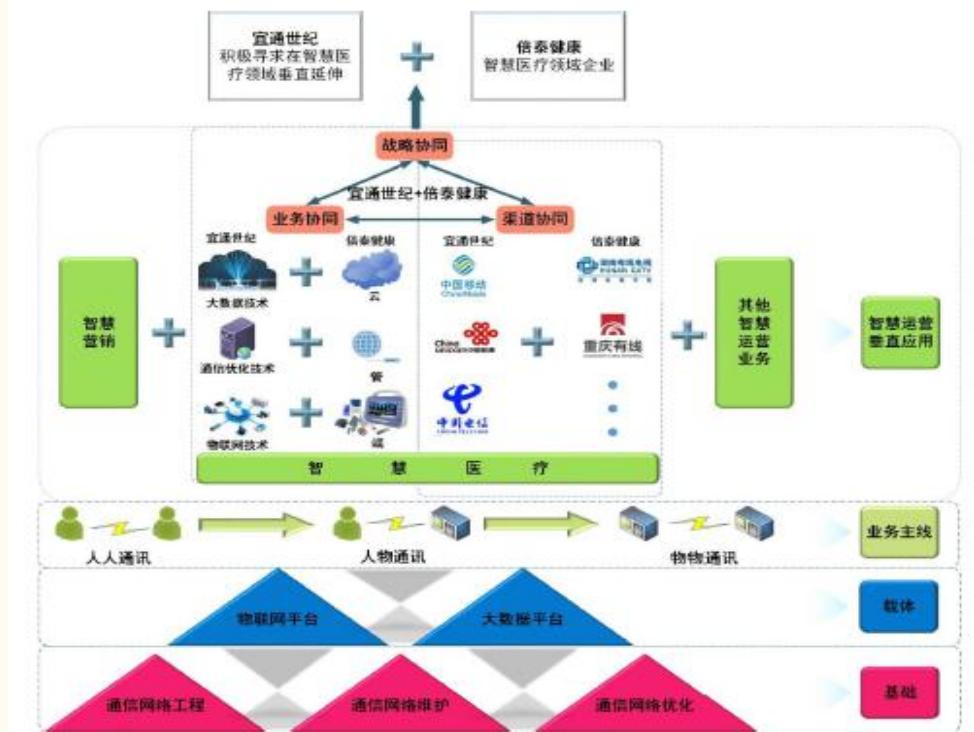
图表 30：宜通世纪智慧运营布局



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，在通信产业转型发展潮流背景下，未来的趋势势必会从“移动通信网络服务商”向“移动通信网络智慧运营服务商”的升级。宜通世纪已成功抢占物联网 CMP 平台业务入口，并以其为支撑拓展下游的 AEP 平台和行业系统集成方案业务。随着 NB-IoT 标准的制定和规模化商用，可穿戴设备、监测设备等智慧物联设备之间可实现更低成本、更低功耗的连接，物联网技术在智慧医疗等垂直领域的应用也将更加全面、深入，智慧业务存在广阔的发展空间。

图表 31：智慧产业业务体系



来源：公司公告，国金证券研究所

#### 第四， 盈利预测与投资建议

- 公司连续中标中国移动多个省市一体化维护项目，中标中国铁塔，中国联通一体化维护项目。公司网络工程和网络优化业务同样受益公司中标的网优项目以及公司在以信令技术为基础的高端优化业务方面的市场占有率的逐渐提升。预计通信网络技术服务及解决方案 2017, 2018 年维持稳中有升，2019 年随着 5G 逐步商用，通信网络服务增速回升至 20% 或以上。
- 预计 2017-2019 年天河鸿城除实现通信网络设备稳步成长以外，物联网 CMP 平台和 AEP 平台均将获得快速发展，其中 CMP 平台已经实现盈利，AEP 平台在 2018 年可获得毛利率转正，2019 年获得规模盈利。
- 预计 2017-2019 年倍泰健康按备考业绩实现净利润 0.65、0.87、1.13 亿元。  
(详见下表)

图表 32 盈利分项预测

报告期	2016	2017E	2018E	2019E
<b>通信网络技术服务</b>				
收入	149,846.56	164831.22	173072.78	199033.69
增速		10.0%	5.0%	15.0%
成本	122,930.05	136809.91	143650.40	163207.63
毛利	26,916.52	28021.31	29422.37	35826.06
毛利率(%)	18.0%	17.0%	17.0%	18.0%
<b>通信网络设备销售 (天河鸿成)</b>				
收入	24,947.43	27442.17	28814.28	34577.14
增速		10.0%	5.0%	20.0%
成本	13,646.85	15093.20	16424.14	19017.43
毛利	11,300.58	12348.98	12390.14	15559.71
毛利率(%)	45.3%	45.0%	43.0%	45.0%
<b>系统解决方案</b>				
收入	7,301.00	8031.10	8834.21	10601.05
增速		10.0%	10.0%	20.0%
成本	4,404.40	5220.22	5742.24	6890.68
毛利	2,896.60	2810.89	3091.97	3710.37
毛利率(%)	39.7%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>CMP 平台(包括与 JASPER 平台合作)</b>				
ARPU (元/月)	6.00	5.80	5.00	4.00
年底连接数 (万)	3000	7000	12500	20000
平均连接数	1,500	5000	9750	16250
增长率 (YOY)		233.3%	95.0%	66.7%
激活率	50%	60%	64%	68%
销售收入(扣除 Jasper 的分成以后)	1620	6264	11232	15912
增速		286.7%	79.3%	41.7%
成本	1,458.00	1,603.80	1,764.18	1,940.60
毛利	162.00	4,660.20	9,467.82	13,971.40
毛利率(%)	10.0%	74.4%	84.3%	87.8%
<b>AEP 平台</b>				
一般连接的连接数(万)	0	100	400	800
一般连接 ARPU (元/月) (扣除 Cumulocity 的分成以后)	1.00	1.00	1.00	1.00
高价值连接的连接数(万)		5	10	20
高价值连接 ARPU (元/月) (扣除 Cumulocity 的分成以后)		1.00	2.00	3.00
销售收入	1260	5040	10320	
增速		300.0%	104.8%	
成本	4032	4435.2	4878.72	
毛利	-2772	604.8	5441.28	
毛利率(%)	-220.0%	12.0%	52.7%	
<b>倍泰健康</b>				
收入	25000	32000	40000	

增速		28.0%	25.0%
成本	13888	18042	23560
毛利	8512	11058	14440
毛利率(%)	38.0%	38.0%	38.0%
<b>合计</b>			
收入	183715	230228	256093
增速		25.3%	11.2%
成本	142439.30	176647.12	190058.16
毛利	41275.69	53581.37	66035.11
毛利率	22.5%	23.3%	25.8%
毛利增长率		29.8%	23.2%
			34.7%

来源：公司年报，国金证券研究所预测整理

### 投资建议与估值

- 预期公司 2017-2019 年净利润 2.78 亿，3.76 亿，5.25 亿元，对应 EPS 0.33, 0.45, 0.63 元，对应 33, 28, 20 倍 PE。
- 我们认为宜通世纪的物联网 CMP/AEP 运营平台先发优势明显，未来几年有望获得爆发式成长，且一旦网络规模做大，未来被替换难度或竞争对手进入到行业壁垒将非常高。而收购倍泰健康也拓宽智慧业务成长空间。随着 CMP/AMP 规模的逐渐扩大，公司整体毛利率水平有望逐渐攀升，毛利增速将快于营收增长，而净利润增长也会快于毛利增长。给予公司“增持”评级，长期看好。

### 第五，风险提示

- 物联网连接数或激活率发展不及预期；
- 近期增发股解禁可能带来短期二级市场波动。

### 附录：三张报表预测摘要

**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>911</b>	<b>1,184</b>	<b>1,821</b>	<b>2,328</b>	<b>2,590</b>	<b>3,104</b>
增长率	30.1%	53.7%	27.9%	11.2%	19.9%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-694</b>	<b>-928</b>	<b>-1,410</b>	<b>-1,783</b>	<b>-1,919</b>	<b>-2,207</b>
%销售收入	76.2%	78.3%	77.4%	76.6%	74.1%	71.1%
<b>毛利</b>	<b>216</b>	<b>257</b>	<b>411</b>	<b>546</b>	<b>671</b>	<b>897</b>
%销售收入	23.8%	21.7%	22.6%	23.4%	25.9%	28.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-23</b>	<b>-26</b>	<b>-31</b>
%销售收入	1.6%	1.3%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>营业费用</b>	<b>-25</b>	<b>-25</b>	<b>-31</b>	<b>-42</b>	<b>-47</b>	<b>-56</b>
%销售收入	2.7%	2.1%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
<b>管理费用</b>	<b>-122</b>	<b>-140</b>	<b>-170</b>	<b>-217</b>	<b>-243</b>	<b>-295</b>
%销售收入	13.4%	11.8%	9.4%	9.3%	9.4%	9.5%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>55</b>	<b>76</b>	<b>195</b>	<b>264</b>	<b>355</b>	<b>515</b>
%销售收入	6.0%	6.4%	10.7%	11.3%	13.7%	16.6%
<b>财务费用</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>40</b>	<b>60</b>	<b>69</b>
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-1.7%	-2.3%	-2.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>-4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
%销售收入	6.0%	n.a.	1.6%	1.0%	0.7%	0.5%
<b>营业利润</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>192</b>	<b>307</b>	<b>418</b>	<b>588</b>
<b>营业利润率</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.5%</b>	<b>10.6%</b>	<b>13.2%</b>	<b>16.2%</b>	<b>18.9%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<b>税前利润</b>	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>200</b>	<b>316</b>	<b>427</b>	<b>597</b>
<b>利润率</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.7%</b>	<b>11.0%</b>	<b>13.6%</b>	<b>16.5%</b>	<b>19.2%</b>
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-34</b>	<b>-38</b>	<b>-51</b>	<b>-72</b>
<b>所得税率</b>	<b>14.1%</b>	<b>11.3%</b>	<b>16.8%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>60</b>	<b>167</b>	<b>278</b>	<b>376</b>	<b>525</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>48</b>	<b>63</b>	<b>171</b>	<b>278</b>	<b>376</b>	<b>525</b>
<b>净利率</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>11.9%</b>	<b>14.5%</b>	<b>16.9%</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>235</b>	<b>293</b>	<b>1,131</b>	<b>2,716</b>	<b>3,070</b>	<b>3,627</b>
<b>应收账款</b>	<b>393</b>	<b>449</b>	<b>598</b>	<b>702</b>	<b>781</b>	<b>936</b>
<b>存货</b>	<b>150</b>	<b>162</b>	<b>340</b>	<b>381</b>	<b>410</b>	<b>472</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>71</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
<b>流动资产</b>	<b>787</b>	<b>910</b>	<b>2,139</b>	<b>3,808</b>	<b>4,271</b>	<b>5,046</b>
%总资产	81.6%	83.6%	65.8%	95.6%	96.2%	96.9%
<b>长期投资</b>	<b>50</b>	<b>40</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>29</b>
<b>固定资产</b>	<b>85</b>	<b>88</b>	<b>126</b>	<b>125</b>	<b>122</b>	<b>118</b>
%总资产	8.8%	8.0%	3.9%	3.1%	2.8%	2.3%
<b>无形资产</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>929</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>14</b>
<b>非流动资产</b>	<b>178</b>	<b>179</b>	<b>1,112</b>	<b>177</b>	<b>169</b>	<b>161</b>
%总资产	18.4%	16.4%	34.2%	4.4%	3.8%	3.1%
<b>资产总计</b>	<b>965</b>	<b>1,088</b>	<b>3,251</b>	<b>3,985</b>	<b>4,440</b>	<b>5,207</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>235</b>	<b>287</b>	<b>792</b>	<b>781</b>	<b>847</b>	<b>982</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>93</b>	<b>136</b>	<b>148</b>	<b>250</b>
<b>流动负债</b>	<b>285</b>	<b>356</b>	<b>885</b>	<b>917</b>	<b>994</b>	<b>1,233</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>16</b>
<b>负债</b>	<b>290</b>	<b>361</b>	<b>890</b>	<b>929</b>	<b>1,007</b>	<b>1,249</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>676</b>	<b>727</b>	<b>2,357</b>	<b>3,052</b>	<b>3,428</b>	<b>3,953</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>965</b>	<b>1,088</b>	<b>3,251</b>	<b>3,985</b>	<b>4,440</b>	<b>5,207</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.208	0.274	0.385	0.331	0.448	0.626
每股净资产	2.954	3.177	5.310	3.641	4.089	4.715
每股经营现金净流	0.167	0.457	0.231	0.325	0.425	0.667
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.03%	8.61%	7.24%	9.10%	10.97%	13.28%
总资产收益率	4.92%	5.75%	5.25%	6.97%	8.47%	10.08%
投入资本收益率	6.97%	9.30%	6.86%	7.60%	9.11%	11.45%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	29.12%	30.07%	53.74%	27.86%	11.24%	19.87%
EBIT增长率	27.58%	39.36%	155.25%	35.47%	34.64%	44.98%
净利润增长率	23.32%	31.71%	172.81%	62.76%	35.31%	39.61%
总资产增长率	17.53%	12.77%	198.73%	22.57%	11.41%	17.27%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	132.1	114.8	90.7	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	74.2	61.4	64.9	78.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	88.0	86.5	80.2	86.0	86.0	86.0
固定资产周转天数	32.7	27.0	25.3	19.6	17.2	13.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-34.81%	-40.23%	-47.88%	-88.85%	-89.44%	-91.62%
EBIT利息保障倍数	-14.9	-30.9	-28.7	-6.6	-5.9	-7.4
资产负债率	30.02%	33.14%	27.37%	23.30%	22.69%	23.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	5	10
增持	0	0	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.29</b>	<b>1.23</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD