

奋达科技 (002681)

卡位智能音箱，外延推进打造长期增长引擎

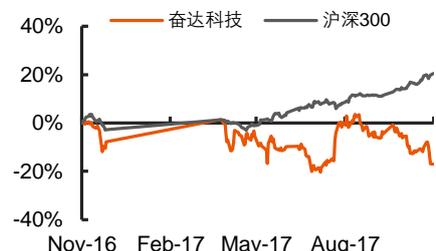
推荐 (首次)

现价: 11.59 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.fenda.com
大股东/持股	肖奋/37.50%
实际控制人	肖奋
总股本(百万股)	1,480
流通 A 股(百万股)	58
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	171.58
流通 A 股市值(亿元)	6.72
每股净资产(元)	4.04
资产负债率(%)	33.70

行情走势图



证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号
S1060514060002
0755-22625254
LIUSHUNFENG669@PINGAN.COM.CN

研究助理

徐勇 一般从业资格编号
S1060117080022
0755-33547378
XUYONG318@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **业绩持续增长，多因素驱动迈向业绩高速增长新纪元：**公司是国内领先的新型智能硬件及一体化解决方案提供商，产品涵盖电声产品、健康电器、智能穿戴、移动智能终端金属件四大系列。2017 年前三季度，受各业务持续增长驱动，公司实现营业收入 17.94 亿元，同比增长 29.44%；实现归母净利润 2.78 亿元，同比增长 15.65%。考虑到公司电声业务的增长趋势强化、健康产品的横向延伸，以及富诚达并表与欧朋达协同效应显著，预计公司 2017-2019 年业绩将保持 35% 以上的复合增长率。
- **迎“语音交互”时代浪潮，乘智能音箱席卷之风：**随着国际巨头智能音箱新产品逐步上市，以及国内京东、阿里、小米等互联网科技巨头大力拓展国内市场，2017 年全球智能音箱销量可突破千万台级别，未来 5 年内，其产值能达到接近百亿美元的规模。公司紧随行业发展浪潮，与京东（独家）、阿里（独家，“双十一”累计销量超过 100 万台）、BestBuy 合作并签下 3 亿元智能音箱订单，将在今年三四季度末开始出货。同时，公司采用 ODM 与 OBM 双轮驱动发展模式（ODM 为主，占 85% 以上），相较 OEM 模式拥有较高的盈利能力，同时，不会受 OBM 天花板效用以及竞争力不足发展缓慢影响，公司竞争优势明显。
- **外延推进完善精密制造布局，未来仍存并购预期：**公司 2014 年并购欧朋达将金属外观件纳入业务版图，2016 年，进一步收购苹果零部件供应商富诚达。一方面，欧朋达主营机壳、中框、按键等外观件，富诚达主营支架、卡托、灯盖等内部结构件，二者协同实现智能终端金属件内外兼修，共享客户资源，进一步增加在客户的产品种类及份额。另一方面，富诚达是苹果精密结构件的稳定供应商，今年承接了苹果 100 多个料号，相比去年的项目料号倍增，其中增加的双摄支架等料号单价达 1.5 美金，将显著提高公司产品的单机价值。未来随着 iPhone X 的热销，A 客户订单将逐步转为公司业绩，带来强劲的利润增长点。同时，我们预计公司在结构件产业链上仍然存在整合的预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1724	2104	2887	4445	5684
YoY(%)	59.6	22.0	37.2	54.0	27.9
净利润(百万元)	293	385	535	872	1053
YoY(%)	101.7	31.3	38.8	63.0	20.8
毛利率(%)	29.2	30.9	30.5	31.2	30.2
净利率(%)	17.0	18.3	18.5	19.6	18.5
ROE(%)	11.8	13.6	8.6	12.7	13.6
EPS(摊薄/元)	0.20	0.26	0.36	0.59	0.71
P/E(倍)	58.5	44.5	32.1	19.7	16.3
P/B(倍)	6.9	6.0	2.8	2.5	2.2

- **投资建议：**公司以多媒体音箱起家，顺应智能化发展浪潮进军智能音箱市场。先后收购欧朋达、富诚达完善精密制造布局，打造新的盈利增长极。预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 28.87/44.45/56.84 亿元，归母净利润分别为 5.35/8.72/10.53 亿元，对应的 EPS 分别为 0.36/0.59/0.71 元，对应 PE 为 32/20/16 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**金属外观件业务增速放缓的风险，智能音箱订单不及预期的风险，整合不达预期的风险。

正文目录

一、四大业务线驱动，多元协同开启高速增长期	6
1.1 深耕电声二十年，布局四大业务主赛道	6
1.2 多因素驱动迈向业绩高速增长新纪元	7
二、厚积薄发步入发展快车道，内生方面看点十足	10
2.1 迎“语音交互”时代浪潮，乘智能音箱席卷之风	10
2.2 健康产品不断升级，保持持续增长可期	17
2.3 享智能穿戴布局先发优势，未来与智慧医疗相结合	18
三、外延推进完善精密制造布局，未来仍存并购预期	19
3.1 外延收购欧朋达，切入金属外观件领域	19
3.2 收购富诚达，精密制造添“主内”猛将	21
3.3 打通精密制造全制程，迎行业高增长春风	24
3.4 内生+外延双重并线，未来仍存并购预期	28
四、投资策略	28
五、风险提示	29

图表目录

图表 1	奋达科技发展历程	6
图表 2	奋达科技业务构成图	7
图表 3	2017H1 公司营收构成情况	7
图表 4	2017H1 公司毛利构成情况	7
图表 5	2011-2017Q3 公司营收及增速	8
图表 6	2011-2017Q3 公司归母净利润及增速	8
图表 7	2011-2017Q3 公司毛利率和净利率	8
图表 8	2011-2017H1 公司各部分毛利率	8
图表 9	2011-2017Q3 公司各现金净流量流情况	9
图表 10	2011-2017Q3 公司研发投入及营收占比	9
图表 11	智能音箱市场的 AMC 模型	10
图表 12	智能音箱行业布局情况及对应优势	10
图表 13	智能音箱成为智能家居控制中心	11
图表 14	我国智能家居市场规模及增速	13
图表 15	我国智能家居市场活跃用户规模及增速	13
图表 16	AI 家庭终端渗透率有望迅速提升	13
图表 17	“双十一”天猫精灵官方销售告罄	14
图表 18	全球智能音响出货量预测	14
图表 19	全球智能音箱市场规模预测	14
图表 20	智能音箱业务同行业竞争格局	14
图表 21	奋达与可比公司音箱业务毛利率对比	15
图表 22	奋达与可比公司期间费用率对比	15
图表 23	公司与科技巨头合作模式（以京东为例）	16
图表 24	智能音箱为奋达带来业绩增量	16
图表 25	公司典型美发产品——FD-127	17
图表 26	公司典型美发产品——FD-133B	17
图表 27	2011-2017H1 公司毛发小家电业务营收及毛利情况	18
图表 28	MicroMax Watch 智能手表	18
图表 29	X Watch2 智能手表	18
图表 30	联想 VB10	19
图表 31	飞利浦 Health Watch	19
图表 32	欧朋达发展历程	20
图表 33	2012-2017H1 欧朋达营收及净利润情况	20
图表 34	欧朋达主要产品	21
图表 35	欧朋达主要客户	21
图表 36	富诚达 7 年实现营收超 100 倍增长	21

图表 37 富诚达主要从事产品范畴	22
图表 38 富诚达与欧朋达可实现客户协同	23
图表 39 富诚达主要竞争对手	23
图表 40 富诚达单台 CNC 营收、产能情况	24
图表 41 我国智能手机出货量及增速	25
图表 42 全球智能手机出货量及增速	25
图表 43 全球智能穿戴设备出货量（万台）	25
图表 44 2017Q2 全球智能穿戴前五大企业出货量（万台）	25
图表 45 低、中、高端机型金属外壳升级路线	26
图表 46 智能手机金属结构件渗透率	27
图表 47 其他消费电子金属结构件渗透率	27
图表 48 iPhone 手机季度销售量及同比增速	27
图表 49 华为、vivo 智能手机出货量及市场份额	28

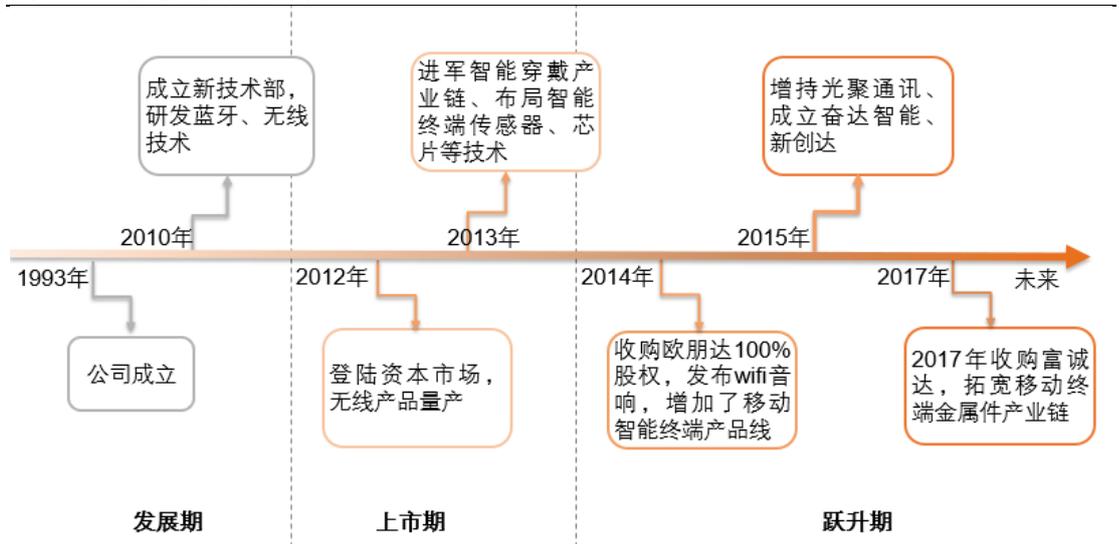
一、四大业务线驱动，多元协同开启高速增长期

1.1 深耕电声二十年，布局四大业务主赛道

公司是国内领先的新型智能硬件及一体化解决方案提供商及服务商。公司成立于 1993 年，以研发和制造扬声器起步，2012 年登陆资本市场。经过二十多年的发展和沉淀，形成了电声技术、无线技术、软件技术、精密制造四大核心能力，是目前少数能提供软、硬、云一体化服务的智能硬件企业。技术方面，公司具有自主研发音频芯片、无线模组、以及传感器的能力，并搭建了软件、硬件、无线通讯、apps、云服务等专业技术团队，是国内唯一有芯片技术的企业。

公司坚定推进内生与外延双线发展战略。自 2014 年以来，公司秉承内生增长加外延协同战略路线，收购欧朋达将移动终端金属外观件纳入业务版图，并在此基础上，进一步收购苹果零部件供应商富诚达，实现智能终端金属件的产业链内外延伸，显著增强公司核心竞争力。依托自身技术不断积累以及外延节奏提速，公司致力于成为“持续领先的消费电子产品垂直整合制造与服务的高科技企业”的长期战略正稳步推进。

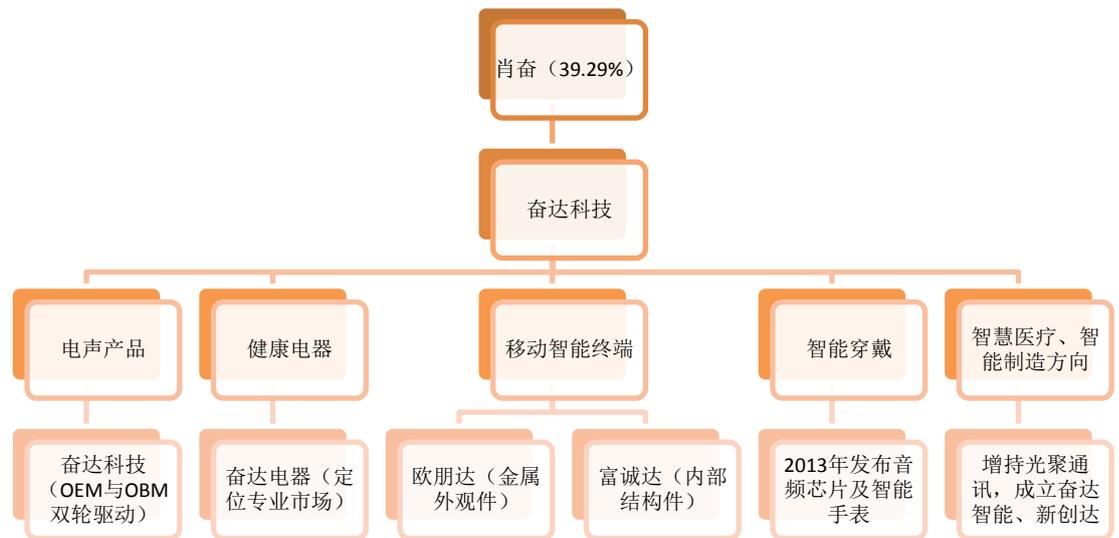
图表1 奋达科技发展历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四大业务线协同发展，打开成长新空间。公司产品涵盖电声产品、健康电器、智能穿戴、移动智能终端金属件四大系列，目前正积极布局移动医疗产品。**1) 电声产品：**随着人工智能作为第三代交互方式成为主流，公司与 bestbuy、阿里、京东合作，未来较长时间内将成为公司电声板块最重要的驱动因素；**2) 健康电器：**主要包括直发器、卷发器等产品，聚焦于美国专业市场，与 Sally beauty、HOT 等国际专业美发企业长期合作；**3) 智能穿戴：**公司 2010 年开始储备布局，6 年技术积累构筑显著先发优势，未来将与大健康、移动医疗相结合，成为公司业绩增长的重要发力点；**4) 移动智能终端：**苹果零部件供应商富诚达并表增厚公司业绩，同时将与欧朋达协同实现对产业链的延伸。

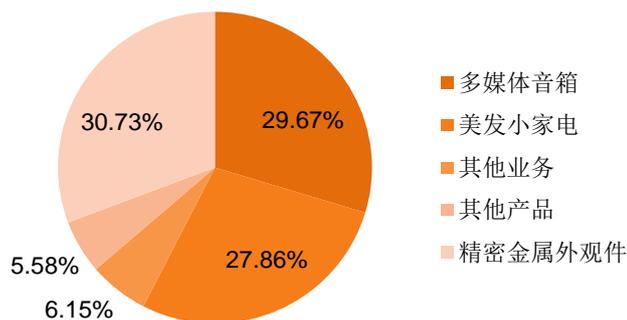
图表2 奋达科技业务构成图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

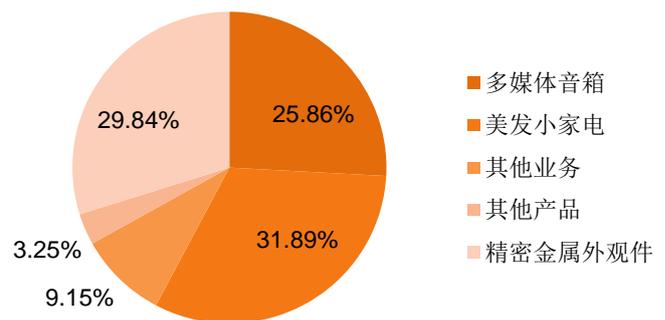
公司业务构成：2017年上半年，公司电声产品实现销售收入2.70亿元，营收占比29.67%，毛利占比25.86%，随着公司与科技巨头合作的智能音箱产品三四季度出货，电声业务的增长趋势将进一步强化，成为公司重要的长期业绩驱动力；受益于产品线的横向延伸，公司健康电器实现销售收入2.54亿元，营收占比27.86%，毛利占比31.89%；受订单延期的影响，公司移动智能终端金属外观件产品实现销售收入2.80亿元，营收占比30.73%，毛利占比29.84%，增幅低于预期，但随着富诚达并表，四季度有望得到改善。

图表3 2017H1 公司营收构成情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 2017H1 公司毛利构成情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

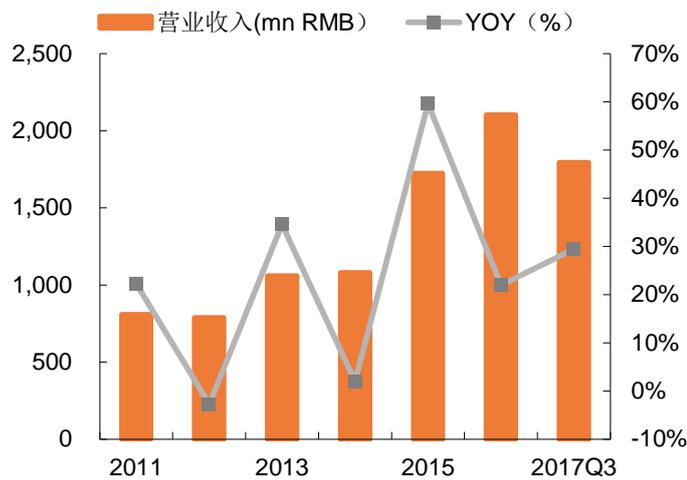
1.2 多因素驱动迈向业绩高速增长新纪元

➤ 业绩持续增长，归母净利5年复合增长率超35%

2012-2016年，公司产业规模不断扩大，盈利能力不断增强，实现营收复合增长21.72%；净利润复

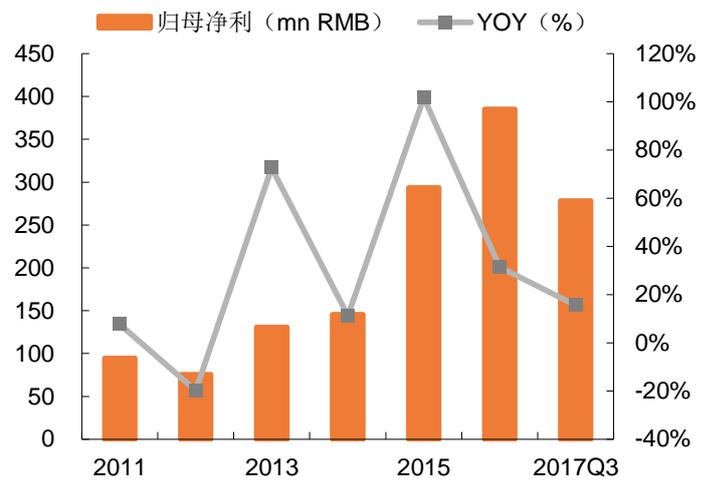
合增长率 38.46%。销售毛利率由 2012 年的 24.98% 增长至 2016 年的 30.88%，提高了约 5.90 个百分点。2017 年前三季度，受各业务持续增长驱动，公司实现营业收入 17.94 亿元，同比增长 29.44%；实现归母净利润 2.78 亿元，同比增长 15.65%。考虑到公司电声业务的增长趋势强化、健康产品的横向延伸，以及富诚达并表与欧朋达协同效应显著，预计公司 2017-2019 年业绩将保持 35% 以上的复合增长率。

图表5 2011-2017Q3 公司营收及增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

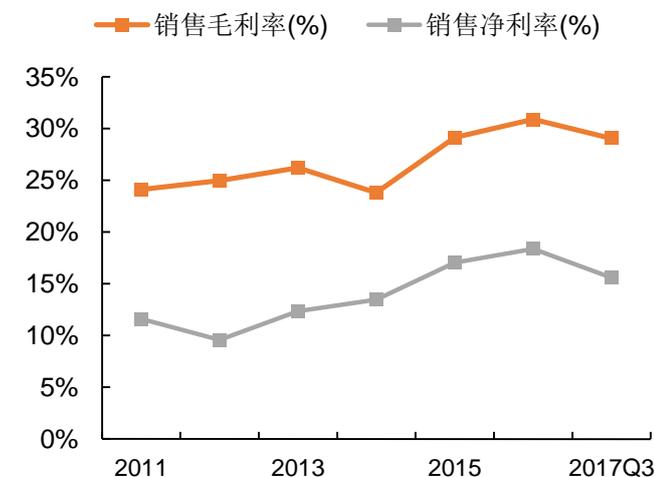
图表6 2011-2017Q3 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

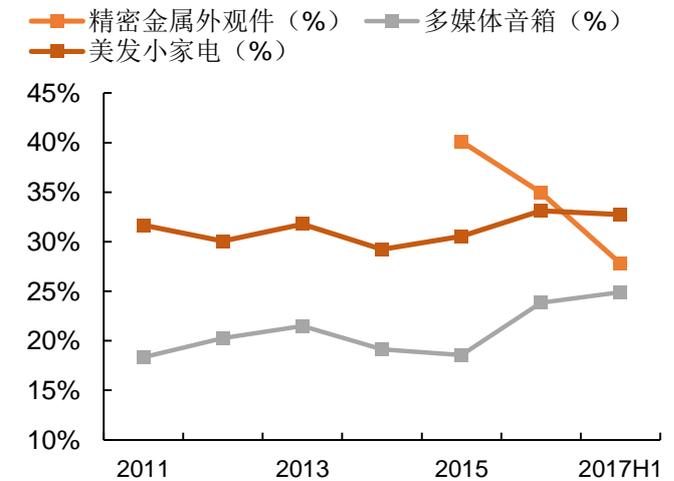
毛利率方面: 2017 年上半年，公司整体毛利率 28.59%，较 2016 年全年下降 2.29 个百分点，主要由于欧朋达投入加大，金属件外观业务毛利率下滑所致。分业务来看，公司电声产品毛利率 24.92%，较 2016 年上升 1.08 个百分点；健康电器毛利率 32.72%，较 2016 年下降 0.39 个百分点；精密金属外观件毛利率 27.77%，较 2016 年下降 7.19 个百分点，主要是欧朋达产品竞争加剧，毛利率下滑，而随着苹果新品发售，富诚达新品供应，外观件的盈利能力仍然可观。

图表7 2011-2017Q3 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2011-2017H1 公司各部分毛利率

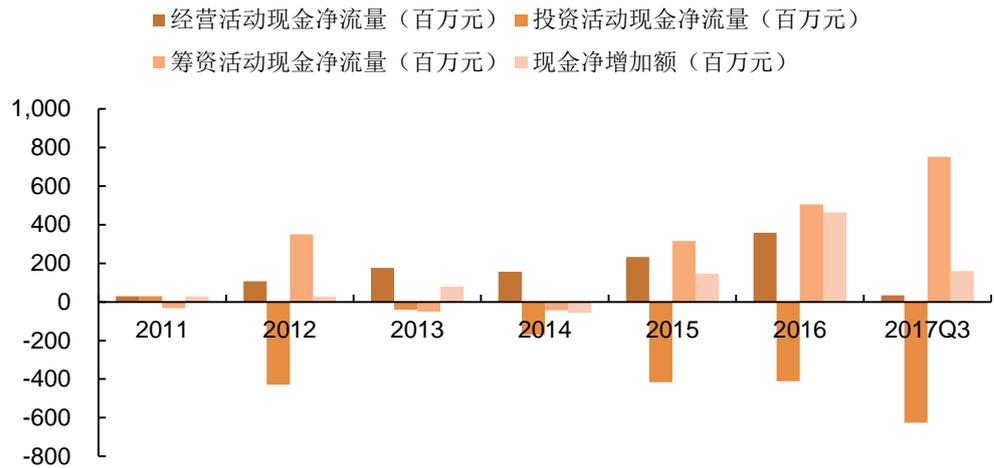


资料来源: Wind, 平安证券研究所

➤ 与业绩增长趋同，公司现金流优质

2009年以来，公司经营活动现金流以及现金净增加额均保持稳定增长，与公司业绩增长协同。2017年上半年，公司经营活动现金流-3978.29万元，现金净增加额-4.98亿元，主要系公司积极为下半年的旺季提前备以及为A客户提前预备产能所致。前三季度经营现金流3401万元，负现金流情况已扭转，考虑到下半年为公司各项业务旺季，以及公司已经充分做好产能预备，全年保持一贯优质现金流可期。

图表9 2011-2017Q3 公司各现金净流量流情况

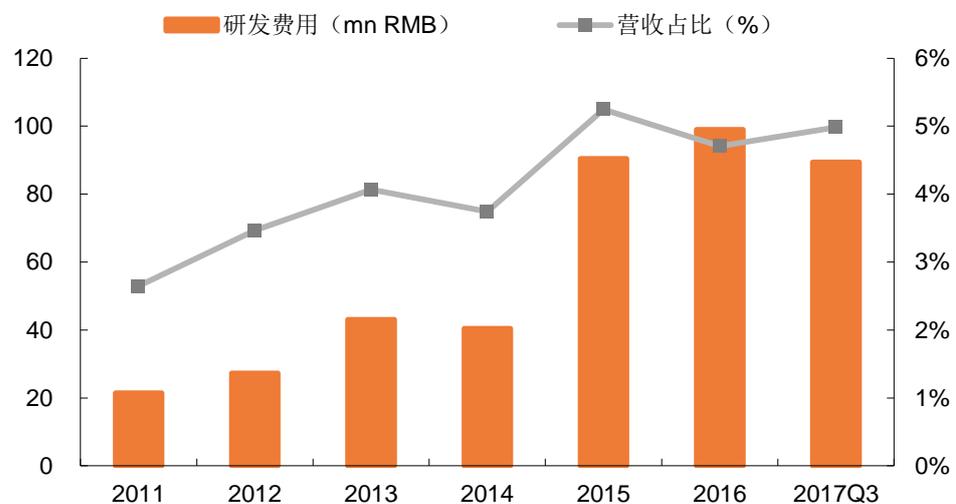


资料来源: Wind, 平安证券研究所

➤ 自主创新为立身之本，研发投入持续加码

公司一直重视自主创新，持续增加研发投入，进一步提升公司产品市场竞争力，2016年度，公司研发投入近一亿元，占营收比例为4.71%。研发投入主要运用于智能可穿戴产品、金属及新型材料外观件开发、柔性自动化生产线和健康电器等。2017年前三季度，公司研发投入8938万元，与2015、2016整年投入趋近，全年有望投入创新高。公司研发投入持续增加，不断增强自主研发与技术成果的转化实力，有利于公司进一步提升产品的市场竞争力和占有率。

图表10 2011-2017Q3 公司研发投入及营收占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、厚积薄发步入发展快车道，内生方面看点十足

2.1 迎“语音交互”时代浪潮，乘智能音箱席卷之风

2.1.1 巨头抢滩智能音箱，“语音交互”时代来临

第三方数据显示，我国智能语音市场主要分为四个时期：探索期（2007-2011）、市场启动期（2012-2016）、高速发展期（2017-）和应用成熟期。在探索期，深度学习算法的应用大大推动了语音识别领域的发展进程，其中具有代表性的是苹果在2011年推出了Siri语音助手；在市场启动期，各厂商发布了带有的语音识别的智能终端，具有代表性的是亚马逊发布智能音箱Echo，体现了人机交互功能；预计从今年开始智能语音将进入高速发展期。

图表11 智能音箱市场的AMC模型



资料来源：易观，平安证券研究所

自亚马逊2014年携Echo爆红全球开始，国内外科技巨头、互联网巨头、技术厂商、内容厂商、传统音箱厂商、创业企业等相继进入智能音箱市场。2017年被业界视为国内人工智能元年，智能音箱作为智能家居入口和家庭人工智能交互的切入点，自年初以来市场不断升温，吸引各路厂商竞相进入，成为今年智能硬件市场一大热点。在国内外巨头加速布局驱动下，智能音箱行业出现“群雄争霸”局面。目前企业智能音箱的企业已近50家，还有至少500家与之相关的硬件企业或技术提供商活跃在前沿阵线。

图表12 智能音箱行业布局情况及对应优势

企业类型	代表企业	产品	发布时间	售价	优势
科技企业	亚马逊	Echo	2014.11	179 美元	研发技术、研发团队、研发成本等优势
	谷歌	Google Home	2016.5	129 美元	
	苹果	HomePod	2017.6	349 美元	
	微软	Invoke	研发	-	
互联网企业	京东	叮咚	2015	399 元	终端智能设备与大数据资源优势
	阿里	天猫精灵 X1	2017.7	499 元	
	百度	以 DuerOS、apollo 为支撑	2017.7	-	

企业类型	代表企业	产品	发布时间	售价	优势
		布局			
	小米	小爱同学	2017.7	299 元	
	腾讯	耳朵	研发	-	
技术厂商	科大讯飞	智能音箱 X1	2014.12	699	核心芯片优势
内容厂商	酷狗	酷狗潘多拉	2016.11	1990 元	内容与服务优势
	喜马拉雅	小雅	2017.6	999 元	
传统音箱厂商	飞利浦	小飞	2015.9	399 元	音频技术优势、传统音箱客户优势
	JBL	Go smart	2016.11		
传统家电企业	海尔	研发阶段	-	-	家电产品实力
创业企业	聚熵科技	小智超级音箱	2014.11	899 元	硬件技术、算法先发优势
	Rokid	Rebble	2014.12	1399 元	

资料来源：互联网资料，平安证券研究所

智能音箱是传统音箱上增加了智能化功能，主要体现在两方面：一、技术上具备 WIFI 连接，可语音交互；二、可提供音乐、有声读物等内容服务，信息查询，外卖，O2O 等互联网服务，以及场景化智能家居控制能力。目前市场上的智能音箱存在两种，一种是以亚马逊 Echo 为代表的智能助手类音箱，以语音交互技术为重点，成为智能家居的控制中心，国内的叮咚音箱，天猫精灵同属这种类型；另一种是以内容分享为主的内容智能音箱，将音箱作为音乐、有声读物等流媒体内容的载体，国内以小雅为代表。

图表13 智能音箱成为智能家居控制中心



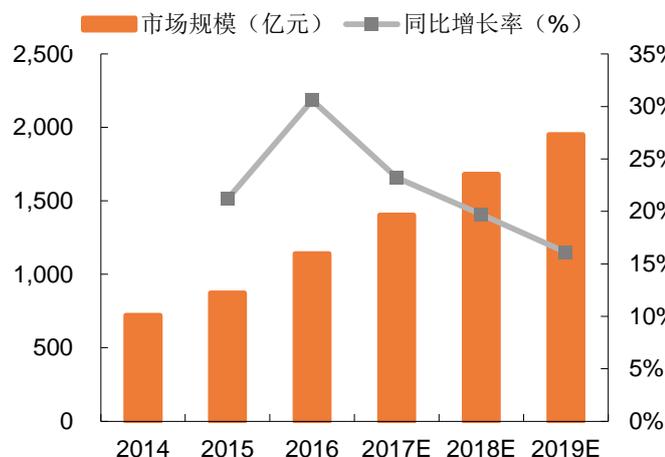
资料来源：中商情报网，平安证券研究所

➤ 智能音箱成智能家居控制中心，入口价值凸显

目前，智能音箱主要应用于智能家居领域，智能音箱以语音交互为核心，正逐步搭建智能家居生态体系，并在电视、路由器等家电设备中广泛使用。另外，智能音箱背后的智能家居市场巨大，行业巨头纷纷进入智能音箱领域，究其根本，是看中了语音交互功能带来的互联网服务的变革。预计到2018年，全球智能家居市场规模达700亿美元，而我国到2017年智能家居市场规模预计超过200

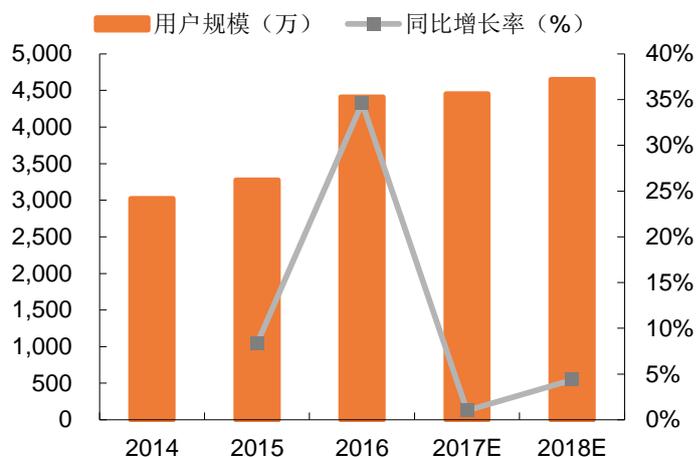
亿美元，未来两年年复合增速超过 15%，巨大的智能家居市场将引爆我国智能音箱市场。随着语音技术不断成熟，智能音箱作为语音交互入口，将迎来巨大市场空间。

图表14 我国智能家居市场规模及增速



资料来源：易观，平安证券研究所

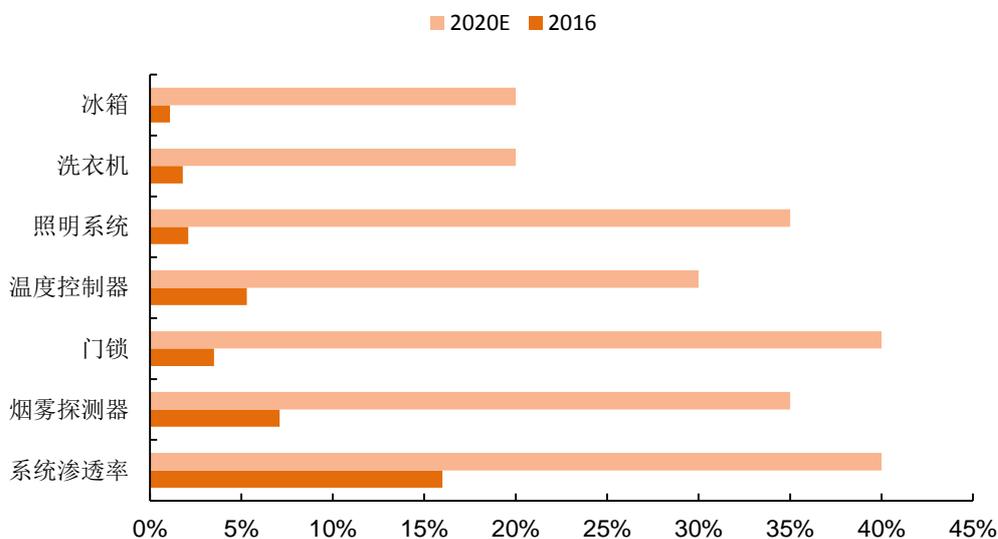
图表15 我国智能家居市场活跃用户规模及增速



资料来源：易观，平安证券研究所

从目前情况看，大部分音箱的主要功能都还集中于在音箱原有功能上增加更多的内容，只是通过语音操控来体现智能化，这也一度让智能音箱被人戏称为家庭中的“大玩具”。但作为被巨头认可的未来 AI 家庭终端平台的选择，智能音箱市场规模会与 AI 家庭终端形成相互促进的关系，AI 家庭终端渗透率的提升将为智能音箱进入千家万户创造良好的条件，未来将会具有更加丰富的想象空间。

图表16 AI 家庭终端渗透率有望迅速提升



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

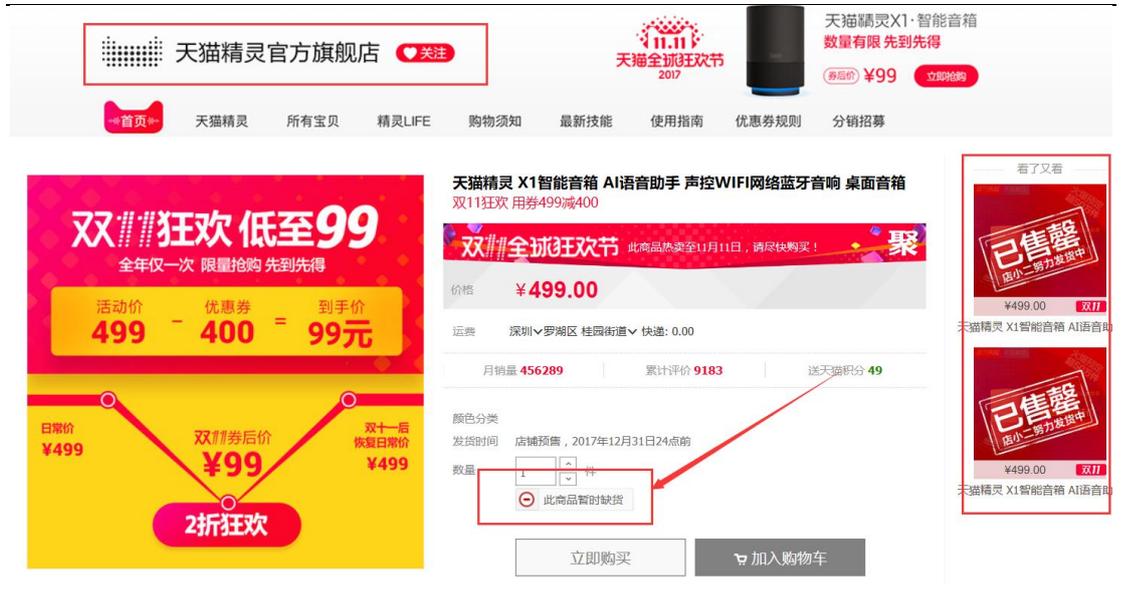
2.1.2 迎智能音箱浪潮，奋达拥有显著竞争优势

➢ 全球智能音箱出货量将大幅突破千万台

根据研究机构 Strategy Analytics 预测，随着国际巨头智能音箱新产品逐步上市，以及国内京东、阿里、小米等互联网科技巨头大力拓展国内市场，2017 年全球智能音箱销量可突破千万台级别，未来 5 年内，其产值能达到接近百亿美元的规模。另据工信部预测，2017 年全球智能语音产业规模可达 112.4 亿美元，未来五年复合年均增长率可超 30%。中国市场方面，随着下半年小米智能音箱小爱、

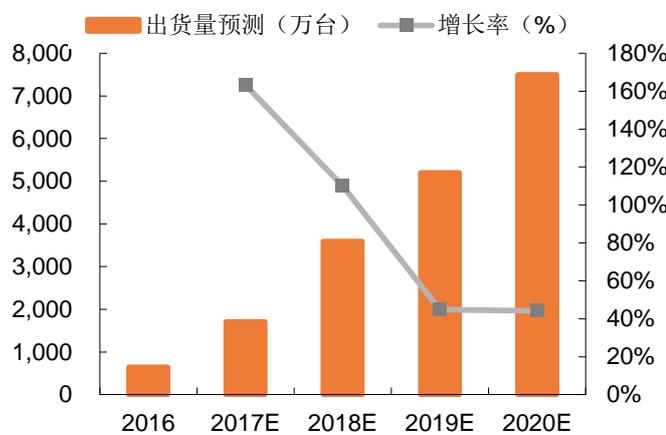
阿里天猫精灵（“双十一”累计销量突破 100 万台）、京东叮咚 2 发布，今年下半年至 2018 年智能音箱市场将迎来井喷式发展，在全球市场中占比逐渐增加，成为全球智能音箱市场增长的主要动力。

图表17 “双十一”天猫精灵官方销售告警



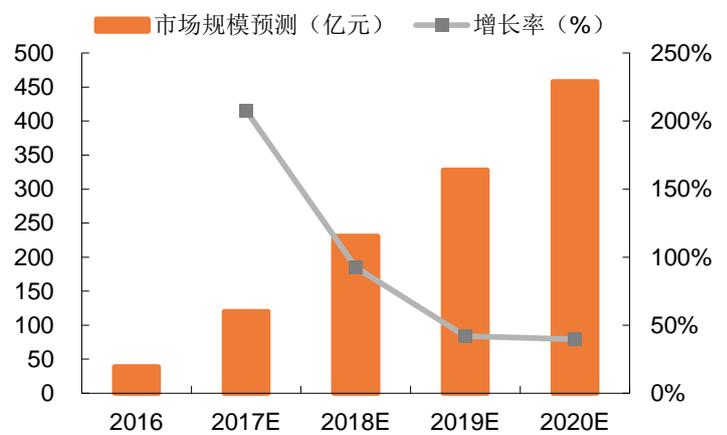
资料来源：天猫官网，平安证券研究所

图表18 全球智能音响出货量预测



资料来源：Strategy Analytics，平安证券研究所

图表19 全球智能音箱市场规模预测



资料来源：Strategy Analytics，平安证券研究所

➢ 错位竞争竞争格局初显，奋达拥有显著竞争优势

目前智能音箱主要分为两个流派：一是互联网及科技巨头凭借其人工智能技术抢占智能音箱市场；二是传统音箱厂商依托品牌优势与科技企业合作推出自主智能音箱品牌，目前第一种占绝对主导地位。在国内市场上，由于国内科技企业对于“中国话”有更为深刻的理解（叮咚 2 新增方言语音识别），相比国际巨头具有较大本土化优势，同时定价更为亲民，因此后来居上赶超进程将愈加明显。

图表20 智能音箱业务同行业竞争格局

公司名称	公司简介	主要客户	业务模式	竞争优势
国光电器	公司前身为广州国光电声总厂，注册资本 4.17	苹果、哈曼、亚马逊、飞利浦、	OEM/ODM	1、以大扬声器起家，拥有深厚技术积累；

公司名称	公司简介	主要客户	业务模式	竞争优势
	亿元，具备扬声器关键零部件、扬声器单元、音箱系统及电子功放一体化的综合配套能力。	索尼等		2、与国际一线品牌合作代工，拥有稳定业务来源 3、扬声器切入苹果 echo 产业链，增添业绩增长动力。
漫步者	公司成立于 2001 年，注册资本 5.88 亿元。是一家集产品创意、工业设计、研发、规模化生产、自主营销于一体的专业化音频企业。产品涵盖多媒体及家用音响、耳机、汽车音响、专业音响等四大品类上百种型号。	面向 C 端客户	OBM	1、专注于自主品牌研发，形成了一个包含产品 ID 概念设计、电路设计、扬声器设计、结构设计等较为全面稳定的核心研发团队； 2、以用户为中心，树立良好的品牌效应。
奋达科技	公司成立于 1993 年，2012 年登陆资本市场。形成了电声技术、无线技术、软件技术、精密制造四大核心能力，是目前少数能提供软、硬、云一体化服务的智能硬件企业	京东、阿里、bestbuy 等	ODM/OBM	1、采用 ODM(85%以上)与 OBM 双轮驱动模式，较 OEM 拥有较高盈利能力； 2、OBM 有天花板效应传统厂商走 OBM 发展缓慢，竞争力不足； 3、国内巨头智能音箱产品拥有本土化优势，性价比高。

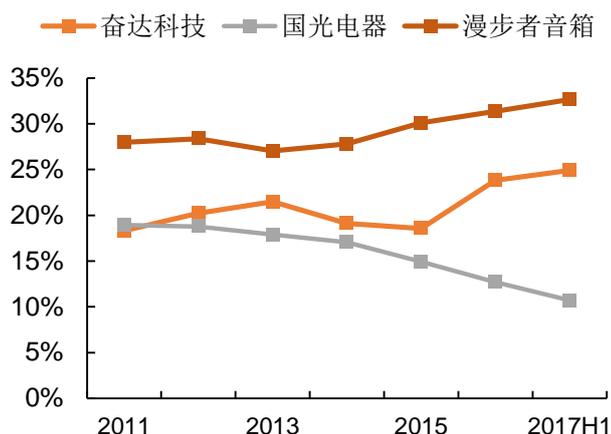
资料来源：公司网站，平安证券研究所

与同行业国光电器、漫步者相比，公司与国内巨头合作，将直接受益。同时，公司采用 ODM 与 OBM 双轮驱动发展模式（ODM 为主，占 85%以上），相较 OEM 模式拥有较高的盈利能力，同时，不会受 OBM 天花板效用以及竞争力不足发展缓慢影响，公司竞争优势明显。

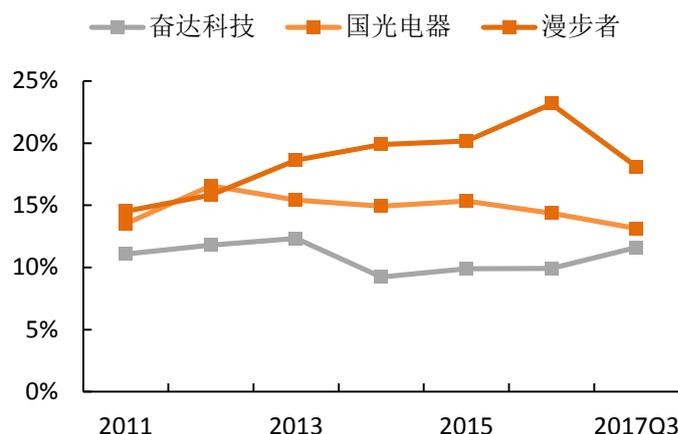
对公司盈利能力进一步分析，可以发现公司在毛利率拉升以及成本控制双重影响下，公司净利率提升 9 个百分点，期间费用率下降 1.89 个百分点。同行业相比，公司销售毛利率、净利率、成本率优于国光电器，期间费用率优于国光与漫步者。

图表21 奋达与可比公司音箱业务毛利率对比

图表22 奋达与可比公司期间费用率对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.1.3 与科技巨头合作，智能音箱带来业绩增量

公司以扬声器起家，在音响领域拥有深厚的经验技术积累。目前已与京东、阿里、bestbuy 签下 3 亿元智能音箱订单，将在今年三四季度末开始出货，并将延续到明年一季度。后续在巨头智能音箱战略不断推进以及今年订单完成形成标杆效应的双重催化下，公司有望斩获更多订单，为公司业绩增长增添强劲动力。

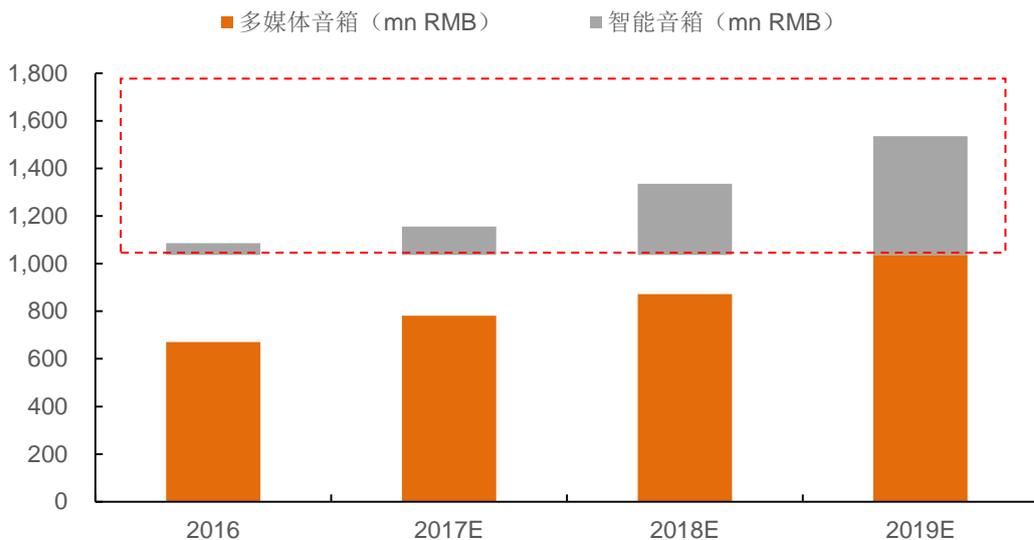
图表23 公司与科技巨头合作模式（以京东为例）



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

另外，随着智能语音音箱风口的来临，在上述科技企业积极布局的驱动下，如房地产、酒店等行业应用市场对智能语音音箱也提出新需求，希望通过智能音箱实现对窗帘、灯具、电器等设备的控制，同时提供查询用餐时间、会议安排，呼叫酒店用车以及酒店客房服务等。公司有望以现有经验技术为优势，实现客户的各行业拓展，多领域深度合作共享中国消费升级新盛宴。在现有基础上，进一步提升智能音箱客户的深度与广度，为公司带来显著利润增量。

图表24 智能音箱为奋达带来业绩增量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 健康产品不断升级，保持持续增长可期

公司美发电器业务主要包括直发器、卷发器、电吹风等产品，主要面向国外高端专业市场，客户包括 Farouk Systems、Sally Beauty、HOT 等国际知名品牌。公司美发电器产品主要由全资子公司奋达电器研发生产，奋达电器于 2015 年与公司合并整合，实现了公司与子公司之间的优势资源互补，管理架构优化等，大幅提高了业务之间的协同效应，管理效率明显提升。经过多年的深耕细作，公司目前已成为国际专业美发市场国内第一品牌，拥有较大的市场影响力。

图表25 公司典型美发产品——FD-127



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

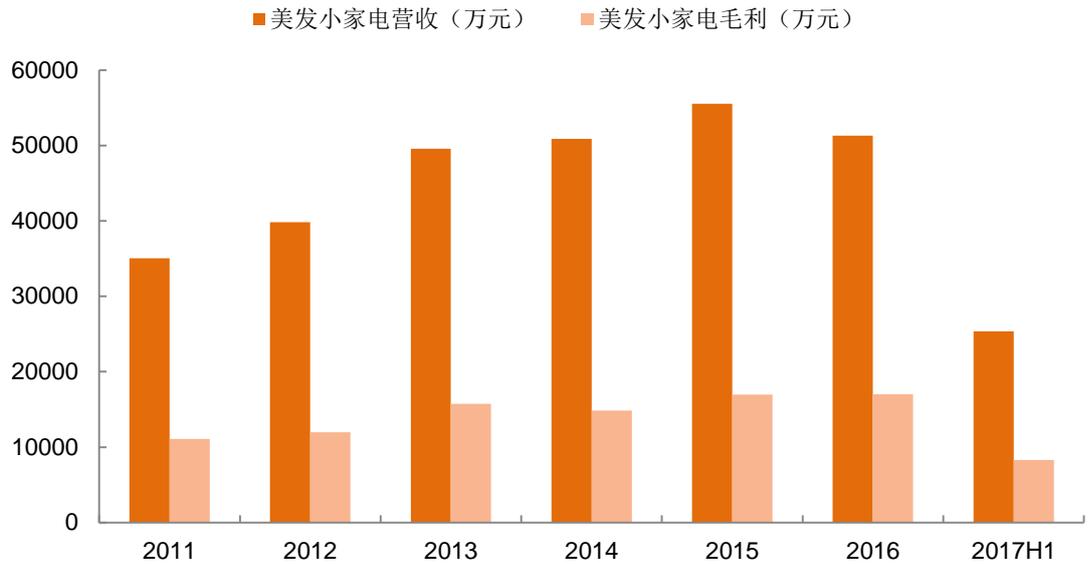
图表26 公司典型美发产品——FD-133B



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

2011 年至今，公司美发小家电业务持续增长。2017 年上半年，公司美发小家电业务实现营收 2.54 亿元，毛利 8295 万元，在四大业务中营收占比 27.86%，是公司重要的业绩驱动力。由于美发小家电主要集中在欧美等地区，市场容量相对较小，变化也较小，持续增长具有较大稳定性。在此基础上，公司不断加大研发与技术革新，逐步实现产品横向拓展，**将直发器与智能穿戴相结合，推出与国际品牌松下等相媲美的产品，并逐步向家用市场扩展，实现市场容量的进一步扩大，未来有望保持超过行业 15% 的增长。**

图表27 2011-2017H1 公司美发小家电业务营收及毛利情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 享智能穿戴布局先发优势，未来与智慧医疗相结合

为发展智能穿戴产品，公司成立奋达 X-Lab 项目部，是国内较早布局智能穿戴的企业之一。在研究实力方面，奋达 X-Lab 项目部汇聚了国内外顶尖的技术研究人员，除了瞄准现在和近期的消费电子市场，同时也紧追踪美国特别是硅谷的前沿技术，不断孵化出符合未来技术潮流趋势的概念产品。因此，在智能穿戴方面公司已经成为国内少数在硬件设计、软件开发、精密制造、云平台和数据服务具有显著技术优势，同时拥有智能装备制造领域的最新产品、创新技术、前沿工艺的企业之一。

奋达 X-Lab 研发的智能手表/手环主要有 MicroMax Watc 智能手表、X Watch2 智能手表以及 XBAND-Puzzle 智能手表等，可以实现与手机连接，随时查询手机中的来电、短信、通讯录、日历、电子邮件、社交信息或控制音乐播放等功能。同时，跑步或骑自行车时佩戴，可以将人体体征数据化，自动计算卡路里、里程距离与速度等数据，并可上传至社交平台，有利于回顾和分享每日的运动状况。X Watch2 智能手表还可实现自由设置，低功耗，触摸液晶屏显示等功能。

图表28 MicroMax Watch 智能手表



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表29 X Watch2 智能手表



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

另一方面，公司与华为、联想、飞利浦合作，推出华为畅玩系列手环、联想 VB10、以及飞利浦 Health Watch 为代表类产品。并通过 ISO13485 认证，完成飞利浦 Health Watch 美国 FDA 列名信息的注册，进一步提升公司相关产品专业性水平，显著增强公司智能穿戴领域市场竞争力。此外，公司智能穿戴业务未来将与大健康、移动医疗相结合，实现从头到脚产品全覆盖，以无感配戴形式对运动及心理情况进行检测。2016 年，公司与飞利浦在医疗级智能穿戴产品方面进行了深度合作，进一步强化了公司在智能穿戴设备领域的领先优势。

图表30 联想 VB10



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表31 飞利浦 Health Watch



资料来源：公司官网，平安证券研究所

三、外延推进完善精密制造布局，未来仍存并购预期

3.1 外延收购欧朋达，切入金属外观件领域

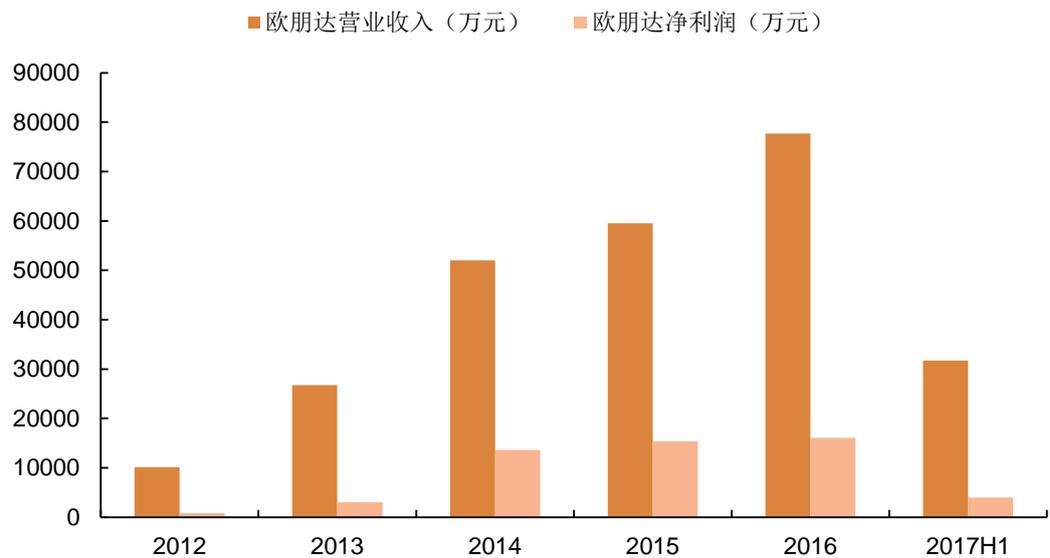
2014 年，公司以 11.18 亿元收购欧朋达 100% 股权，欧朋达承诺 2014-2016 年度扣非净利润分别不低于 11,000 万元、13,200 万元、15,840 万元，并于 2015 年 2 月完成过户，公司自此将智能终端金属外观件纳入自身业务版图，截止到目前，欧朋达均超额完成业绩目标。2017 年上半年，由于 2016 年底欧朋达投入较大资金购置 CNC 等设备进行产能扩充，导致费用分摊增大，以及 vivo 等客户去库存导致订单延期，导致开工率不足，利润率下滑。后续随着下半年随着订单的逐渐恢复和产能利用率的提升，欧朋达业绩将达到正常水平，持续成为公司重要的外延增长极之一。

图表32 欧朋达发展历程



资料来源：欧朋达官网，平安证券研究所

图表33 2012-2017H1 欧朋达营收及净利润情况



资料来源：Wind，平安证券研究所（注：欧朋达2014年营收为公告预测值）

欧朋达定位于高端移动消费电子产品金属及新型材料外观件开发级供应商，与诸多国内外知名电子消费品厂商形成了极为紧密的合作关系。通过收购欧朋达，公司将业务延伸至移动电子消费品产业链上游-金属及新型材料外观件领域，进一步强化了公司在精密制造方面的核心能力。同时，借助公司终端产品的整体设计经验，欧朋达能够更高维度地进行外观件产品的开发设计，增强客户黏性。从客户协同来看，公司构建了以华为、小米、TCL、飞利浦、等核心客户为基础的客户体系，欧朋达覆盖了索尼、摩托罗拉、步步高、小米、三星、诺基亚、HTC等优质大客户，主要客户互不重叠，未来存在较大的相互渗透的空间。

图表34 欧朋达主要产品



资料来源：欧朋达官网，平安证券研究所

图表35 欧朋达主要客户

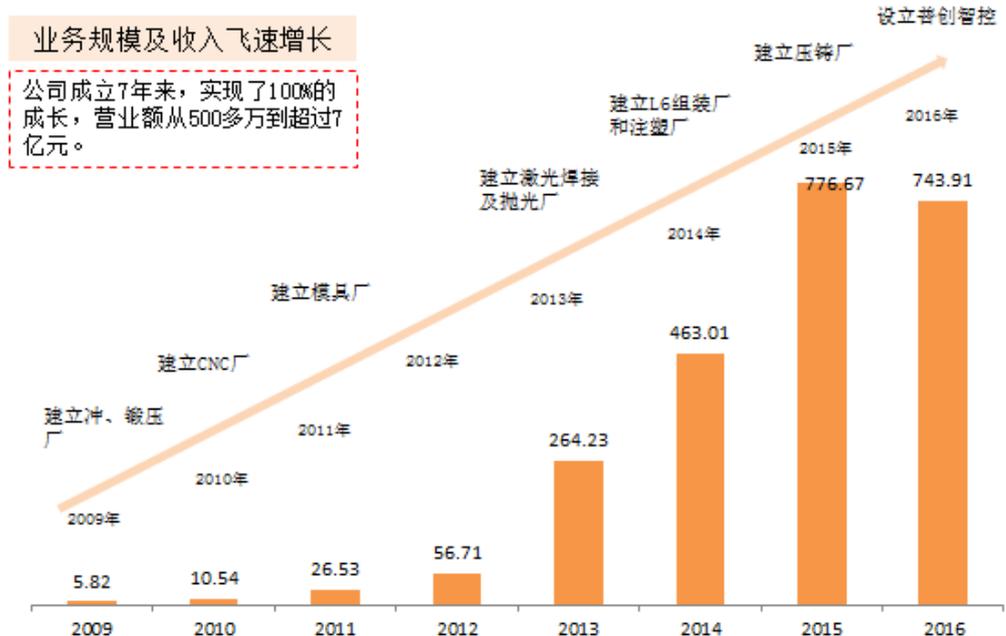


资料来源：欧朋达官网，平安证券研究所

3.2 收购富诚达，精密制造添“主内”猛将

2017年3月，公司以28.95亿元收购富诚达100%股权，并于今年9月完成并表，富诚达承诺其2017-2019年扣非净利润分别不低于2.00亿元、2.60亿元、3.50亿元。富诚达在手机通讯等消费电子类精密金属结构件领域竞争优势显著，盈利能力较为突出，2009年成立至今，富诚达实现技术和人才培育的经营战略100%的成长，营业额从500多万元到超过7亿元的规模。公司通过外延并购将富诚达收入麾下，将显著增厚公司业绩。

图表36 富诚达7年实现营收超100倍增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

富诚达主业为全球 3C（计算机、通讯、消费性电子）、汽车及健康行业的精密零部件的技术开发与生产制造，产品涵盖智能手机精密金属结构件（包括音量键支架、静音键支架、电源键支架、指纹键装饰圈、手机中框、手机后盖等）、智能穿戴精密金属结构件（智能手表表圈、底盖等）以及其他工艺类似的精密金属结构件。此外，富诚达产品还涉及汽车零部件、自动化设备等业务领域。

图表37 富诚达主要从事产品范畴

产品范畴	产品名称	主要内容	产品范畴	产品名称	主要内容
智能手机金属结构件	音量键支架		智能穿戴金属结构件	手表外框+圈口	
	静音键支架			手表底盖	
	数据接口		平板电脑结构件	按键支架	
	中框			数据接口	
	卡托		散热类结构件	散热扣 fin	
	手机按键			冷挤散热器	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

富诚达 2013 年获得了 Apple 的 AVL 供应商资质，参与了 iPhone 系列多款产品精密金属结构件的研发和生产，目前承接 120 余个料号，涵盖 iPhone、智能穿戴等系列产品，与 Apple 在技术开发、产品设计等方面的日益深度合作是富诚达重要的营收来源（占比达 90%）。公司也介入华为的平板、智能穿戴等项目，并在积极开拓手机项目，未来将不断加深与华为之间的合作，2-3 年内实现 10-20% 的营收占比，以减小客户单一的风险。另外，富诚达已进入 Google、AVC、Intel、富士康、FLEXTRONICS 等全球知名品牌厂商的供应商体系，以确保持续获得产品订单，为未来稳定快速发展打下良好基础。

欧朋达主营机壳、中框、按键等外观件，富诚达主营支架、卡托、灯盖等内部结构件，二者协同实现智能终端金属件内外兼修；欧朋达与富诚达产品有望相互渗透，共享客户资源，进一步增加在大客户的产品种类及份额。

图表38 富诚达与欧朋达可实现客户协同



资料来源：公司公告，平安证券研究所

在国内同行业公司中，科森科技 2014 年进入 iPhone 产业链体系，并与富诚达一起为苹果新产品提供金属结构件料号，是富诚达较为强劲的竞争对手，但相对于富诚达产品，科森科技在苹果产业链中标志类及手机机壳产品占比较大，与富诚达存在错位竞争关系。同时，安洁科技今年 7 月收购金属外观件生产商威博精密，将成为富诚达未来潜在竞争对手。领益科技借壳江粉磁材，2008 年进入苹果产业链，但以模切产品为主，2013 年开始发展冲压、CNC、组装等业务。

图表39 富诚达主要竞争对手

公司名称	主要客户	主要产品	简介
安洁科技	苹果、OPPO、vivo 等智能手机厂商	功能器件、金属外观件	供货几乎涵盖苹果全系列产品，苹果产业链内产品与富诚达不重合，2017 年 7 月收购威博精密增添金属件业务。主要生产按键类、手机后盖、卡托和装饰件类。
科森科技	苹果、索尼等手机及平板厂商	精密内部结构件（与富诚达产品部分重合）	2014 年进入 IPHONE 产业链，标志类产品在苹果供应链中占比较大，其次为手机外壳。2017 年新增金属中框
江粉磁材	苹果、华为、OPPO、VIVO 等	消费电子产品模切、CNC、冲压等精密功能器件等（与富诚达产品部分重合）	2008 年进入苹果产业链，以模切产品为主，2013 年发展冲压、CNC、紧固件、组装等业务。
宏明双新	苹果等	手机电池接触块、听筒、屏蔽罩类零件等	前身创立于 1958 年，致力于 3C 核心领域的精密零组件的研发和制造，与富诚达产品不重合。

资料来源：公司网站，平安证券研究所

富诚达以人才培育为基础，通过对市场发展的精准定位，在客户、技术、质量、设备方面集聚了显著的竞争优势。通过此次整合，公司与富诚达将实现三方面的协同：

- **业务协同：**在 2015 年布局移动电子消费品产业链上游的基础上，将产品线由智能手机精密金属外观件拓展至移动智能终端（智能手机、平板电脑、智能穿戴等）的关键精密金属结构件产品，实现产业链的横向延伸，为公司占据智能终端行业领先地位积累了极大的优势；
- **客户协同：**凭借富诚达 A 客户渠道优势，公司有望由此进一步增加苹果产业链供应料号，助力公司精密金属件制造业务实现量与价齐飞，进一步增加在大客户的产品种类及份额。

- **产能协同:** 与欧朋达协同, 解决公司产能不足问题。2017 年上半年, 由于欧朋达自身产能所需, 公司投入 100 台 CNC 设备, 由此拖累欧朋达业绩略低于预期。富诚达 2016 年有 703 台 CNC 设备, 单台营收 106 万, 随着欧朋达投资加大, 未来富诚达生产环节中的 CNC、表面处理可由欧朋达实现, 以满足富诚达目前产能不足的现象, 双方产能协同作用明显, 将显著提升公司整体效益。

图表40 富诚达单台 CNC 营收、产能情况

富诚达		
项目	2016 年	2015 年
CNC 设备数量 (年度加权)	703	543
营业收入 (万元)	74735.16	78217.33
每台 CNC 对应的营收金额 (万元/台)	106.31	144.5
产量 (万 pcs)	63960	63312
每台 CNC 对应的产量 (万 pcs)	90.98	116.6
领益科技		
CNC 设备数量 (年度加权)	2351	1826
营业收入 (万元)	119922.2	87327.51
每台 CNC 对应的营收金额 (万元/台)	51.01	47.82
产量 (万 pcs)	62421.88	41317.51
每台 CNC 对应的产量 (万 pcs)	26.55	22.63
威博精密		
CNC 设备数量 (年度加权)	1136	546
营业收入 (万元)	105284.7	53360.41
每台 CNC 对应的营收金额 (万元/台)	92.68	97.73
产量 (万 pcs)	35118.61	13932.01
每台 CNC 对应的产量 (万 pcs)	30.91	25.52

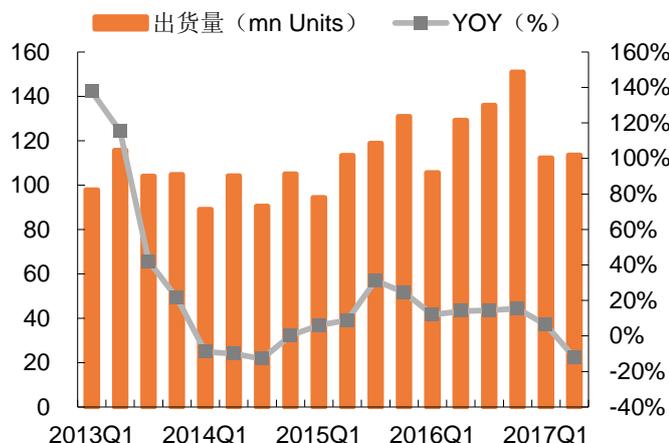
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

3.3 打通精密制造全制程, 迎行业高速增长春风

- **下游智能手机出货量增长强劲**

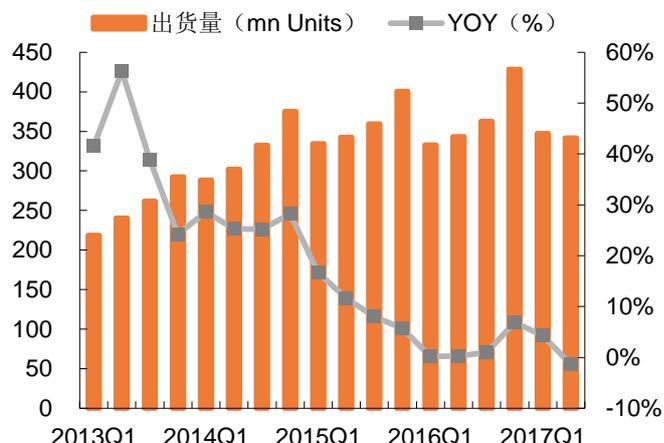
智能手机精密结构件与金属外观件的市场需求与下游终端产品发展密切相关。受 4G 网络全面布局、移动互联网、物联网、云计算等新兴技术高速发展, 未来全球消费电子市场持续活跃。产品性能的不断提高和产品外观的快速更新换代, 给精密金属件市场带来巨大需求空间。根据 IDC 研究报告显示, 2016 年全球智能手机出货量 14.7 亿部, 2017 年全球智能手机的销售量将比 2016 年实现更大的增速, 预计到 2020 年全球智能手机出货量将达到 17.58 亿部。国内市场上, 以华为、OPPO、vivo、小米等为代表的中国智能手机制造商, 依靠高性价比产品、市场化营销以及“走出去”战略, 实现了销售量和市场份额的快速攀升、市场影响力的提高。IDC 数据显示, 2016 年度, 国内智能手机市场累计出货 4.67 亿部, 同比增长 8.7%, 高于全球同期水平。伴随着我国智能手机品牌产品出货量持续增长, 智能手机金属结构件的需求也将不断增加。

图表41 我国智能手机出货量及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

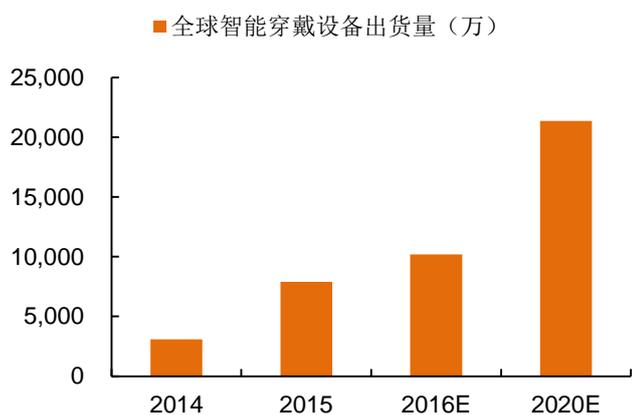
图表42 全球智能手机出货量及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

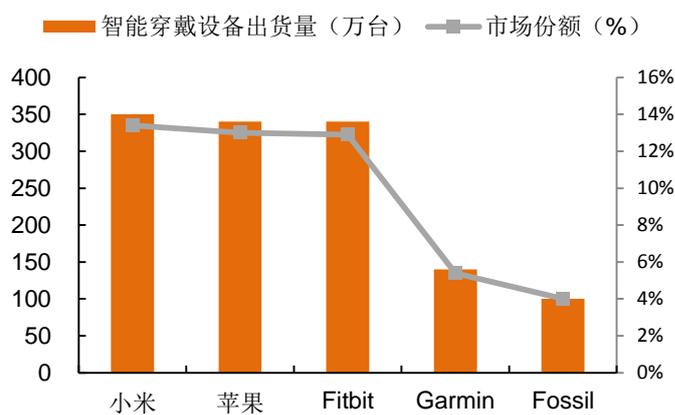
除智能手机外,公司金属结构件产品也应用到智能可穿戴设备。IDC 数据显示,全球可穿戴设备 2015 年的出货量 7,900 万台,全球可穿戴设备 2016 年的出货量将达到 1.019 亿台,预计 2020 年之前可穿戴设备出货量将以两位数的速度增长,2020 年出货量将达到 2.136 亿部。根据 IDC 发布报告显示,2017 年第二季度全球智能可穿戴设备出货量为 2630 万部,同比增长 10.3%,其中、小米出货 350 万台,以 13.4%的市场份额排名首位。随着全球可穿戴设备的兴起以及中国本土企业市场竞争力逐渐加强,中国可穿戴设备市场也将迎来发展的黄金时期。富诚达与华为合作为其提供智能穿戴产品精密结构件产品,未来将不断加深与华为之间的合作,并逐渐将客户横向覆盖,不断拓展国内可穿戴设备的业务,与智能手机同步发展,助力公司迈向高速成长的新纪元。

图表43 全球智能穿戴设备出货量 (万台)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表44 2017Q2 全球智能穿戴前五大企业出货量 (万台)



资料来源: wind, 平安证券研究所

➢ 无线充电成趋势,金属中框单价提升带来巨大增量市场

2015 年以来,在苹果等品牌引领下,掀起了手机金属化浪潮。金属外观件迅速得到了消费者青睐,同时精密结构件在消费电子产品中渗透率快速提升。虽然目前智能手机有往玻璃后盖发展趋势,但是基于三方面考虑,我们认为对公司金属件业务中期影响不大: 1) 尽管高端智能终端外观件出现了玻璃、陶瓷等新材料替代金属外壳,但同时金属中框加工工艺、质量、良率提出了更高的要求,

单体价格会明显提升，不锈钢中框的价值在 220 元左右，而铝合金中框的价值在 150 元-180 元，单价提升将带了大规模增量市场；2) 中端机型的金属外观件渗透率未来将持续提升，玻璃及陶瓷替代是一个长期的过程；3) 玻璃材料以及陶瓷材料，均离不开精密的拉伸技术、锻造技术以及 CNC 技术，欧朋达拥有的深厚技术沉淀将为公司持续创造受益。

图表45 低、中、高端机型金属外壳升级路线



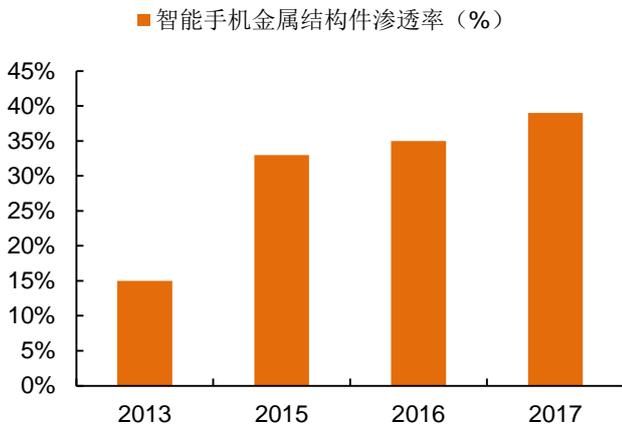
资料来源：公司公告，平安证券研究所

根据 IDC 预计，全球智能手机出货量 2017-2019 年分别为 14.71 亿部、15.44 亿部、15.9 亿部，按照金属外观件渗透率 2017-2019 年 40%、43%、49%计算，**预计 2017-2019 年全球金属外观件市场规模分别为 591 亿元、563 亿元、569 亿元；金属中框 2017-2019 年市场规模分别为 132 亿元、417 亿元、830 亿元；整体金属机壳市场 2017 年接近千亿元人民币，于 2019 年达 1800 亿人民币左右。**

➢ 消费电子金属结构件渗透率不断提高

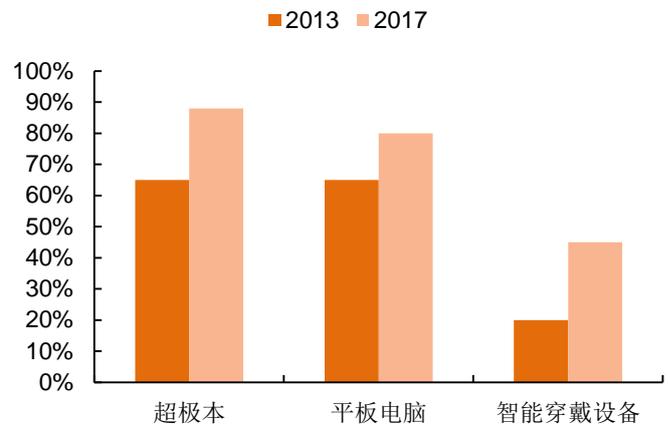
多功能化、大屏幕、轻薄化是智能手机发展的方向，导致机身结构件的面积减少。而精密金属结构件相较于塑胶结构件具有更好的拉力强度，同时无线充电等新功能的增加将带来对电磁屏蔽结构件的需求。据 Gartner 数据显示，智能手机中金属结构件的渗透率自 2013 年以来迅速提高，2013 年金属结构件在智能手机、超级本、平板电脑、可穿戴设备等设备的渗透率分别为 15%、65%、65%、20%，预计 2017 年将分别提高至 39%、88%、80%、45%。根据第一手机界研究院预测，全球金属结构件市场规模将持续高速增长，预计 2017 年将达到 210 亿美元。

图表46 智能手机金属结构件渗透率



资料来源: gartner, 平安证券研究所 (2017 年为预测值)

图表47 其他消费电子金属结构件渗透率

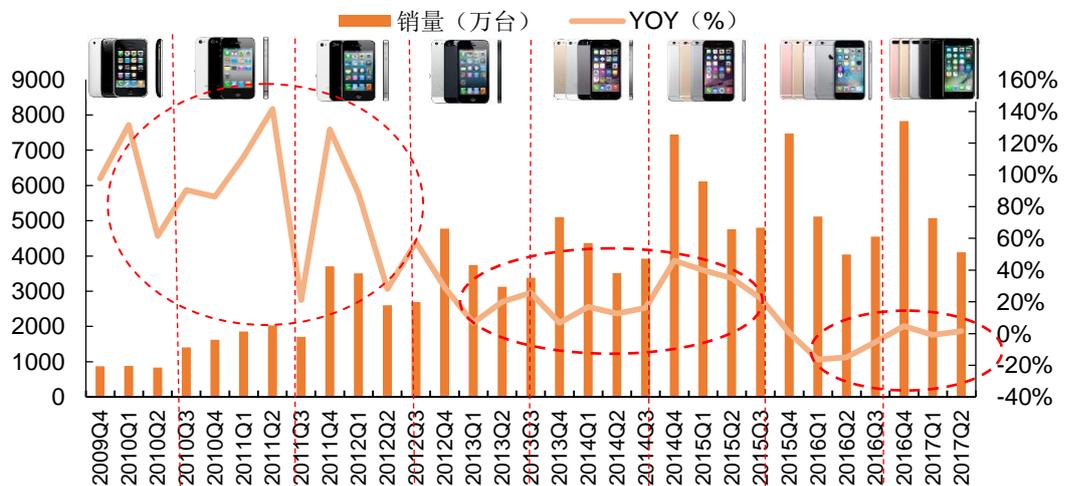


资料来源: gartner, 平安证券研究所 (2017 年为预测值)

► 依托大客户市场地位, 创持续增长需求

Apple 是全球极具影响力的品牌厂商, 同时也是富诚达最大最优质的客户。苹果智能手机 iPhone 系列自发布以来, 无论外观还是功能都改变原有智能机产品设计, 极大的推动了智能手机、平板电脑乃至整个移动互联网的快速发展。根据 IDC 数据显示, 2016 年 Apple 智能手机销量达到 2.15 亿部, 在全球智能手机市场占比达到 14.6%。富诚达作为苹果的金属内部结构件主要供应商, 与苹果手机出货量形成线性相关关系。

图表48 iPhone 手机季度销售量及同比增速



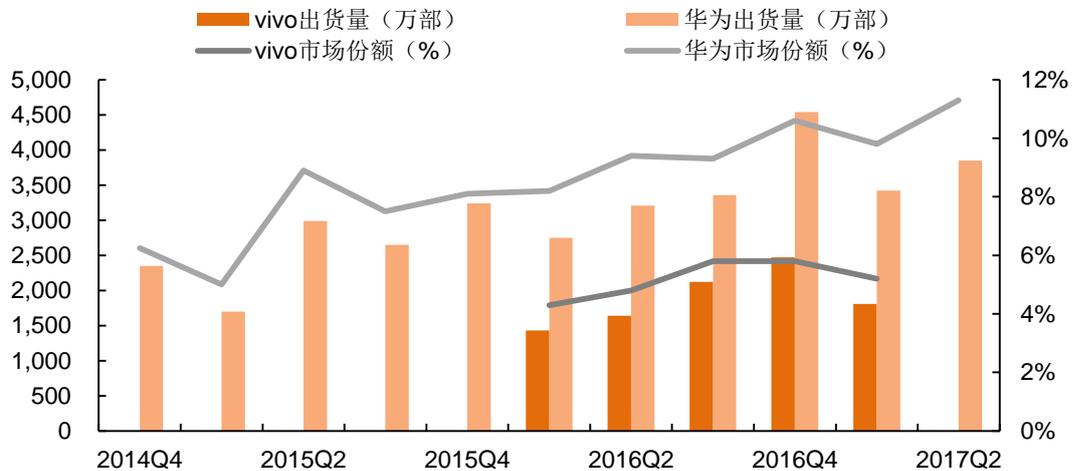
资料来源: 苹果官网, 平安证券研究所

与苹果销量紧密相关, 新增高价料号带来单机价值提升助力业绩稳定增长。富诚达是苹果精密结构件的稳定供应商, 根据我们对苹果产业链的分析以及公司公开资料显示, 富诚达今年承接了苹果 120 多个料号, 相比去年 38 个料号显著提升, 其中增加的双摄支架等料号单价达 1.5 美金, 将显著提高公司产品的单机价值。根据数据显示, 2017 年公司接受 A 客户订单已达 15 亿左右, 未来随着 iPhone X 的热销, A 客户订单将逐步转为公司业绩, 带来强劲的利润增长点。

除苹果外, 公司金属件业务还延伸至华为、vivo、小米等产业链, 构成公司重要的营收来源。根据调研资料显示, vivo 是欧朋达最大的客户, 营收占比超过 50%。因此, 国内例如华为、vivo 等品牌

的迅速崛起也为公司金属件业务增添增长动力。根据wind数据显示,华为2016年出货量1.39亿部,同比增长31%,2017第二季度出货量3850万部,市场份额由2016年10.6%提升至11.3%;vivo方面,近期市场份额略有下滑,但预计随着全面屏vivo X20上市发售,将显著增强品牌市场竞争力。

图表49 华为、vivo 智能手机出货量及市场份额



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 内生+外延双重并线，未来仍存并购预期

坚定内生增长加外延协同战略不动摇，未来仍存并购预期。公司通过并购欧朋达、富诚达实现向精密金属件制造的跨越式发展，与公司主业产生优秀的协同效应。公司与欧朋达的整合成为深交所点名优秀整合案例，彰显公司管理层对于外延推进的独到认识，另一方面，富诚达依托其优秀的客户合作关系，未来完成业绩承诺预期较大，将显著增厚公司业绩。因此，公司将继续寻求与行业内优秀公司的整合机会，与内生转型升级协同，助力公司“持续领先的消费电子产品垂直整合制造与服务的高科技企业”长期战略的加速推进，我们长期看好公司的未来发展。

四、投资策略

业绩持续增长，多因素驱动迈向业绩高速增长新纪元：公司是国内领先的新型智能硬件及一体化解决方案提供商及服务商。2012年上市至今，公司实现销售收入复合增长27.86%；净利润复合增长率51.07%，远超营收增长水平。2017年上半年，受各业务持续增长驱动，公司实现营业收入9.10亿元，同比增长21.29%；实现归母净利润1.30亿元，同比增长5.61%。考虑到公司电声业务的增长趋势强化、健康产品的横向延伸，以及富诚达并表与欧朋达协同效应显著，预计公司2017年业绩将保持35%以上的复合增长增长。

迎“语音交互”时代浪潮，乘智能音箱席卷之风：随着智能音箱作为人工智能入口趋势越加明显，公司紧随行业发展浪潮，与京东、阿里、bestbuy合作并签下3亿元智能音箱订单，将在今年三四季度末开始出货，并将延续到明年一季度。后续在巨头智能音箱战略不断推进以及今年订单完成形成标杆效应的双重催化下，公司有望斩获更多订单，为公司业绩增长增添强劲动力。根据研究机构Strategy Analytics预测，2017年全球智能音箱销量可突破千万台级别，未来5年内，其产值能达到接近百亿美元的规模。公司与国内互联网及科技巨头合作，采用ODM/OBM双轮驱动的模式，相

比同行拥有较高毛利率、发展迅速等优势，预计电声业务将较长时间内将成为公司电声板块最重要的驱动因素。

外延推进完善精密制造布局，未来仍存并购预期：公司以精密制造为未来发展重点。2014 年通过并购欧朋达将金属外观件纳入业务版图，目前已成为公司第一大营收来源。2016 年，公司进一步收购苹果零部件供应商富诚达，实现智能终端金属件产业链的横向延伸，自此打通精密制造全制程，并与公司在业务、客户、产能方面产生优秀的协同效应，将显著增厚公司业绩。未来，公司将继续坚定内生加外延双线发展战略不动摇，继续寻求与行业内优秀公司的整合机会。

公司以多媒体音箱起家，顺应智能化发展浪潮进军智能音箱市场。先后收购欧朋达、富诚达完善精密制造布局，打造新的盈利增长极。预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 28.87/44.45/56.84 亿元，归母净利润分别为 5.35/8.72/10.53 亿元，对应的 EPS 分别为 0.36/0.59/0.71 元，对应 PE 为 32/20/16 倍，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

五、风险提示

金属外观件业务增速放缓的风险，智能音箱订单不及预期的风险，整合不达预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1868	5305	6063	6743
现金	836	3758	3702	4104
应收账款	533	871	1291	1473
其他应收款	29	79	87	125
预付账款	10	14	22	24
存货	414	531	910	960
其他流动资产	46	52	52	56
非流动资产	2278	2444	2794	3054
长期投资	80	73	66	59
固定资产	549	738	1060	1297
无形资产	139	156	168	183
其他非流动资产	1510	1476	1500	1515
资产总计	4146	7749	8857	9797
流动负债	816	1115	1649	1782
短期借款	122	122	122	122
应付账款	376	642	910	1105
其他流动负债	319	351	617	555
非流动负债	489	403	327	244
长期借款	472	386	310	227
其他非流动负债	17	17	17	17
负债合计	1306	1518	1976	2026
少数股东权益	3	4	6	8
股本	1247	1480	1480	1480
资本公积	604	3287	3287	3287
留存收益	1099	1497	2164	2992
归属母公司股东权益	2837	6226	6876	7763
负债和股东权益	4146	7749	8857	9797

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	359	277	590	913
净利润	387	535	873	1056
折旧摊销	64	71	102	134
财务费用	-17	-38	-92	-121
投资损失	-4	-7	-7	-7
营运资金变动	-109	-285	-287	-149
其他经营现金流	39	0	0	0
投资活动现金流	-411	-230	-446	-387
资本支出	690	172	357	267
长期投资	0	6	7	7
其他投资现金流	279	-51	-81	-113
筹资活动现金流	506	2875	-201	-124
短期借款	122	0	0	0
长期借款	367	-86	-76	-83
普通股增加	629	234	0	0
资本公积增加	-531	2683	0	0
其他筹资现金流	-81	44	-125	-40
现金净增加额	465	2922	-57	402

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2104	2887	4445	5684
营业成本	1454	2005	3057	3969
营业税金及附加	11	17	25	32
营业费用	42	72	107	131
管理费用	184	231	361	479
财务费用	-17	-38	-92	-121
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	7	7	7
营业利润	422	606	994	1202
营业外收入	19	13	13	14
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	441	618	1005	1215
所得税	54	82	132	159
净利润	387	535	873	1056
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	385	535	872	1053
EBITDA	518	641	1015	1248
EPS (元)	0.26	0.36	0.59	0.71

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	22.0	37.2	54.0	27.9
营业利润(%)	28.4	43.4	64.0	20.9
归属于母公司净利润(%)	31.3	38.8	63.0	20.8
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	30.9	30.5	31.2	30.2
净利率(%)	18.3	18.5	19.6	18.5
ROE(%)	13.6	8.6	12.7	13.6
ROIC(%)	11.5	7.2	10.7	11.8
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	31.5	19.6	22.3	20.7
净负债比率(%)	-7.6	-50.6	-46.0	-47.0
流动比率	2.3	4.8	3.7	3.8
速动比率	1.8	4.3	3.1	3.2
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.36	0.59	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.19	0.40	0.62
每股净资产(最新摊薄)	1.92	4.21	4.64	5.24
估值比率	-	-	-	-
P/E	44.5	32.1	19.7	16.3
P/B	6.0	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	32.7	21.9	13.8	10.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033