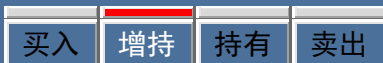


## 证券研究报告

## 行业研究——年报点评

## 海能达 (002583.SZ)



上次评级: 增持, 2018.2.7

边铁城 计算机行业分析师  
执业编号: S1500510120018  
联系电话: +86 10 83326721  
邮箱: biantiecheng@cindasc.com

蔡靖 研究助理  
联系电话: +86 10 83326728  
邮箱: caijing@cindasc.com

袁海宇 研究助理  
联系电话: +86 10 83326726  
邮箱: yuanhaiyu@cindasc.com

王佐玉 研究助理  
联系电话: +86 10 83326723  
邮箱: wangzuoyu@cindasc.com

## 相关研究

《海能达 (002583.SZ): 期间费用增长导致三季度业绩短期承压, 海外竞争力持续增强》17.10

《海能达 (002583.SZ): 定增股份上市, 加码公共安全产品升级和无线自组网业务》17.12

《海能达 (002583.SZ): 交付延迟影响净利润, 股东增持看好未来发展》18.2

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 多因素致利润下滑, 看好研发高投入带来的长期增长

2018年4月10日

**事件:** 4月2日, 公司发布2017年年度报告, 2017年公司全年实现营业收入人民币5,351,532,254.04元, 比上年同期增长55.77%; 归属于上市公司股东的净利润人民币244,862,897.35元, 比上年同期下降39.06%。

## 点评:

- **营业收入持续高增长。**2017年公司营业收入53.5亿, 同比增长55.77%, 为近年来最高。2013-2016年公司营收增速分别为48.27%, 15.80%, 27.09%, 38.66%。公司营收快速增长的原因有以下几点: 1. 通过前期的大规模投入, 公司实力不断增强, 业务逐渐进入收获期。2017年数字产品销售收入41.6亿元, 同比增长65.95%。2. 公司于2017年完成对赛普乐和诺赛特的收购, 财务并表分别贡献6.7亿元和1.3亿元。3. OEM产品快速增长, 2017年OEM产品销售收入4.9亿元, 同比增长60.59%。2017年公司在宽窄带融合产品实现突破, 销售收入达2,537.81万元, 未来有望放量, 成为公司新的增长点, 带动公司营收快速增长。此外, 随着公司完成对赛普乐和诺赛特的收购, 公司Tetra产品的整体技术水平将快速提高, 助力公司继续向龙头摩托罗拉发起挑战。
- **利润短期波动, 多因素致其下滑。**2017年归属于上市公司股东的净利润为2.45亿元, 比上年下降39.06%。造成净利润下跌的有多重因素: 1. 公司4季度部分订单的交付延迟, 造成收入确认未达预期。2. 管理费用因研发投入增大及海外子公司并表而大幅增长, 报告期内公司管理费用129,771万元, 同比增长91.31%。3. 公司持续加大力度拓展全球营销网络的广度和深度, 同时加大了数字新产品的推广力度, 报告期内销售费用91,393万元, 同比增长53.52%。4. 财务费用2017年也大幅提高, 报告期内财务费用9,432万元, 同比增长570.43%, 主要原因是收购、基建等专项项目和日常经营的资金需求, 公司贷款余额增加, 导致财务费用增加较快。5. 因收购赛普乐和诺赛特2017年公司产生一次性费用为4,023万元。随着研发人员的配置完成, 以及收购费用的一次性支出, 我们判断2018年费用的压力将有所缓和。
- **高研发投入压缩短期利润空间, 长期来看是公司赶超的推动力。**我们认为要理性看待公司净利润的下滑。近年来公司投入大量资金进行研发, 短期来看研发费用的快速增长会使业绩承压, 但从长期来看, 研发实力的提高将会增强公司产品技术壁垒, 提升公司在产业链中的地位。此外, 公司目前处于快速扩张期, 为了抢占市场份额, 大量投入不可避免。随着公司营收的提高, 份额的增长, 未来规模效应带来业绩拐点值得期待。结合公司所处行业来看, 专网通信市场规模近千亿元, 海能达作为龙头在多方面有优势, 看好公司未来发展。
- **盈利预测:** 我们预测公司2018-2020年EPS为0.39、0.52、0.64元, 2018-2020年PE为30、22、18。公司营收持续

高增长，看好公司高研发投入带来的长期增长，维持“增持”评级。

➤ **风险因素：**整合标的低于预期，市场拓展低于预期。

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,435.50	5,351.53	8,082.48	10,604.89	12,960.04
同比(%)	38.66%	55.77%	51.03%	31.21%	22.21%
归属母公司净利润（百万元）	401.83	244.86	703.15	942.08	1,170.15
同比(%)	58.71%	-39.06%	187.16%	33.98%	24.21%
毛利率(%)	49.03%	47.04%	47.98%	48.03%	48.05%
ROE(%)	11.41%	4.71%	11.76%	13.90%	14.93%
EPS（摊薄）(元)	0.22	0.13	0.39	0.52	0.64
P/E	52	86	30	22	18
P/B	4.43	3.73	3.34	2.90	2.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年4月9日收盘价

**资产负债表** 单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,055.00	7,056.33	8,939.99	11,047.45	13,311.19
货币资金	504.38	1,591.89	1,268.13	1,890.23	2,192.71
应收票据	20.69	90.76	137.08	179.86	219.80
应收账款	2,265.68	3,218.69	4,618.75	5,529.94	6,758.03
预付账款	93.33	135.10	200.43	262.74	320.98
存货	887.55	1,699.74	2,395.46	2,864.55	3,499.53
其他	283.38	320.14	320.14	320.14	320.14
非流动资产	2,753.14	6,873.50	6,694.81	6,519.79	6,351.66
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,161.64	1,443.36	1,671.93	1,903.25	1,927.60
无形资产	291.81	3,390.03	3,201.82	3,013.62	2,825.41
其他	1,299.69	2,040.11	1,821.06	1,602.92	1,598.65
资产总计	6,808.14	13,929.83	15,634.79	17,567.24	19,662.85
流动负债	1,544.28	6,168.85	7,216.04	8,206.41	9,131.87
短期借款	235.85	2,506.16	2,506.16	2,506.16	2,506.16
应付账款	625.27	1,328.70	1,971.15	2,583.92	3,156.69
其他	683.16	2,333.99	2,738.73	3,116.33	3,469.02
非流动负债	508.93	2,110.54	2,110.54	2,110.54	2,110.54
长期借款	363.22	1,628.49	1,628.49	1,628.49	1,628.49
其他	145.71	482.05	482.05	482.05	482.05
负债合计	2,053.21	8,279.40	9,326.59	10,316.95	11,242.41
少数股东权益	0.00	0.25	0.25	0.24	0.24
归属母公司股东权益	4,754.93	5,650.18	6,307.96	7,250.04	8,420.19
负债和股东权益	6808.14	13929.83	15634.79	17567.24	19662.85

**重要财务指标** 单位:百万元

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,435.50	5,351.53	8,082.48	10,604.89	12,960.04
同比(%)	38.66%	55.77%	51.03%	31.21%	22.21%
归属母公司净利润	401.83	244.86	703.15	942.08	1,170.15
同比(%)	58.71%	-39.06%	187.16%	33.98%	24.21%
毛利率(%)	49.03%	47.04%	47.98%	48.03%	48.05%
ROE(%)	11.41%	4.71%	11.76%	13.90%	14.93%
EPS (摊薄)(元)	0.22	0.13	0.39	0.52	0.64
P/E	52	86	30	22	18
P/B	4.43	3.73	3.34	2.90	2.50
EV/EBITDA	35.52	38.22	22.24	18.37	15.67

**利润表** 单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,435.50	5,351.53	8,082.48	10,604.89	12,960.04
营业成本	1,751.03	2,834.12	4,204.46	5,511.49	6,733.21
营业税金及附加	37.20	50.48	76.25	100.04	122.26
营业费用	595.32	913.93	1,218.67	1,598.99	1,954.10
管理费用	678.34	1,297.71	1,717.47	2,253.47	2,753.92
财务费用	14.07	94.32	173.98	178.78	178.64
资产减值损失	79.74	86.84	143.47	174.30	201.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.14	9.11	4.47	5.57	6.39
营业利润	282.94	244.00	552.66	793.39	1,022.65
营业外收入	140.67	4.08	158.15	158.15	158.15
营业外支出	4.05	1.47	2.62	2.71	2.27
利润总额	419.56	246.62	708.19	948.83	1,178.53
所得税	17.73	1.75	5.04	6.75	8.38
净利润	401.83	244.86	703.15	942.08	1,170.15
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	401.83	244.86	703.15	942.08	1,170.15
EBITDA	585.21	666.26	1,144.83	1,385.78	1,624.94
EPS	0.23	0.13	0.39	0.52	0.64

**现金流量表** 单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-403.88	-243.26	-28.44	874.92	570.19
净利润	401.83	244.86	703.15	942.08	1,170.15
折旧摊销	151.52	320.72	259.44	267.70	273.18
财务费用	14.13	98.92	177.19	169.26	173.22
投资损失	-3.14	-9.11	-4.47	-5.57	-6.39
营运资金变动	-1,039.82	-955.67	-1,303.70	-669.30	-1,237.44
其它	71.61	57.02	139.95	170.77	197.45
投资活动现金流	-1,149.54	-2,965.00	-72.75	-83.57	-94.48
资本支出	-1,057.85	-1,419.57	-77.22	-89.15	-100.86
长期投资	903.30	-564.67	4.47	5.57	6.39
其他	-994.99	-980.76	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,514.13	4,290.50	-222.57	-169.26	-173.22
吸收投资	2,131.37	779.72	0.00	0.00	0.00
借款	-526.98	3,672.45	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	90.26	155.79	222.57	169.26	173.22
现金净增加额	-40.39	1026.80	-323.76	622.09	302.48

## 研究团队简介

**边轶城**，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

**蔡靖**，北京大学工商管理硕士，曾经从事手机研发，实验室管理等工作，IT 从业经验八年。2015 年加入信达证券，从事通信行业研究。

**袁海宇**，北京大学物理学学士、凝聚态物理专业硕士。2016 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

**王佐玉**，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，从事电子行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。