

# 宜通世纪(300310)

## —积极布局物联网产业，顺利实现战略转型

投资评级 增持 评级调整 首次评级 收盘价 9.39 元

### 投资要点：

宜通世纪是国内领先的通信技术服务商，在通信产业转型升级和世界运营智能化发的时代背景下，公司提出了从“移动通信网络服务商”向“移动通信网络智慧运营服务商”升级的战略发展目标。近年来，公司通过内生和外延式相结合的方式，积极布局物联网和智慧医疗垂直应用等领域，推动企业顺利实现战略转型。

2016年3月公司成功并购天河鸿城，与Jasper进行战略合作，为中国联通提供物联网CMP平台服务；2016年5月，公司投资成立“基本立子”并与Cumulocity进行合作打造物联网AEP平台。这使得公司在物联网领域抢占先机，顺利从“移动通信网络服务商”到“移动通信网络智慧运营服务商”的战略升级，为向下游物联网应用领域的拓展和延伸奠定基础。

随着公司的物联网平台业务布局的日益完善，公司积极拓展物联网应用业务。公司通过与新华社合作，打造以广西、湖南为试点的联播网和掌上亿元，并以此为模板在全国推广，同时参股西部天使、并购倍泰健康，拓宽智慧医疗垂直领域业务，顺利实现物联网在智慧医疗领域的应用。

随着公司业务布局的日益完善，未来随着5G进程的日益临近，以及物联网产业的快速发展，公司将显著受益，将再次买入快速发展期。预计2018-2020年，公司归属母公司股东净利润分别为：3.1、4.3和5.5亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：0.35、0.48和0.61元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为27、20和15倍。考虑到公司在物联网平台中的稀缺性和先发优势，未来将在物联网行业快

发布时间：2018年05月06日

### 主要数据

52周最高/最低价(元)	14.05 / 8.64
上证指数/深圳成指	3091.03/10426.19
50日均成交额(百万元)	142.08
市净率(倍)	2.33

股息率 0.54%

### 基础数据

流通股(百万股)	581.77
总股本(百万股)	893.98
流通市值(百万元)	5462.80
总市值(百万元)	8394.51
每股净资产(元)	4.03
资产负债率	18.90%

### 股东信息

大股东名称	童文伟
持股比例	7.49%

### 国元持仓情况

### 52周行情图



### 相关研究报告

《国元证券公司研究-宜通世纪(300310):业绩稳步增长，物联网业务进入快速成长期》2017-8-24

### 联系方式

研究员： 祚杰

执业证书编号:S0020511030006

电 话： 021-51097188-1875

电 邮： chujie@gyzq.com.cn

研究员： 常启辉

执业证书编号:S0020115080058

电 话： 021-51097188-1936

电 邮： changqihui@gyzq.com.cn

地 址： 中国安徽省合肥市梅山路18号  
安徽国际金融中心A座国元证券  
(230000)

## 目 录

通信网络技术服务领先企业 .....	7
通信技术服务业持续快速增长 .....	7
通信网络技术服务业务仍为公司核心业务 .....	9
竞争优势显著，传统业务保持稳定增长 .....	10
内生外延，助力公司战略转型 .....	12
物联网产业，即将迎来万亿市场空间 .....	14
物联网产业快速发展 .....	14
物联网产业结构 .....	16
并购天河鸿城，切入物联网平台业务 .....	19
天河鸿城 .....	19
成立基本立子，打造物联网 AEP 平台 .....	22
CMP+AEP 协同发展，助力公司战略转型 .....	22
布局智慧医疗，拓展物联网应用业务 .....	24
政策扶持，智慧医疗前景广阔 .....	24
并购倍泰健康，加快智慧医疗业务布局 .....	25
协同发展，提升综合竞争实力 .....	27
盈利预测和估值 .....	30
盈利预测 .....	30
相对估值和投资建议 .....	31
风险提示 .....	32



## 图文目录

图 1. 上市以来，公司业务发展进程 .....	7
图 2. 通信技术服务业务涉及领域 .....	7
图 3. 中国电信固定资产投资持续维持高位 .....	8
图 4. 通信网络技术服务业产业规模快速增长 .....	9
图 5. 2015 年通信网络技术服务业产业结构 .....	9
图 6. 公司主营业务收入增速情况 .....	9
图 7. 公司净利润增长情况 .....	9
图 8. 近年来，公司毛利率、净利率情况 .....	10
图 9. 公司各业务收入变化情况 .....	10
图 10. 2017 年主营业务收入结构 .....	10
图 11. 2017 年公司业务区域分布情况 .....	10
图 12. 2014 年，公司运维项目遍布全国 .....	11
表 1. 2012 年-2014 年公司各项通信网络技术服务合同业绩情况 .....	11
图 13. 公司业务迅速在全国推广 .....	12
图 14. 公司通信网络技术服务业务持续增长 .....	12
图 15. 公司继续保持高研发投入 .....	12
表 2. 宜通世纪历年研发投入情况 .....	13
图 16. 物联网概念图 .....	14
图 17. 全球物联网未来发展趋势预测 .....	14
表 3. 国家积极推动物联网产业发展 .....	15
图 18. 中国物联网市场规模迅速增长 .....	15

图 19. “十三五”期间，中国物联网迎来加速发展期 .....	16
图 20. 物联网网络架构图 .....	16
图 21. 目前中国物联网产业结构分布情况 .....	17
图 22. 物联网主要平台类型及其主要参与厂商 .....	17
图 23. 全球范围内物联网下游应用情况 .....	18
图 24. 中国物联网在各个应用领域的市场份额的占比情况 .....	18
图 25. 宜通世纪发展战略 .....	19
图 26. 天河鸿城的业务体系 .....	20
图 27. Jasper 物联网运营服务平台架构 .....	20
图 28. 天河鸿城为中国联通提供物联网平台和运营服务 .....	21
图 29. 中国联通物联网业务发卡量预测情况 .....	21
图 30. 天河鸿城净利润保持快速增长 .....	21
图 31. “立子云”平台功能 .....	22
图 32. 公司提供的物联网行业系统集成方案 .....	23
表 4. 近年来，国家关于智慧医疗的部分相关政策 .....	24
图 33. 2016-2020 年国内智慧医疗领域投资规模增长预测情况 .....	25
图 34. 倍泰健康主要产品及服务 .....	25
图 35. 倍泰健康收入增长迅速 .....	27
图 36. 倍泰健康净利润增长迅速 .....	27
表 5. 倍泰健康业绩承诺及完成情况 .....	27
表 6. 倍泰健康未来营业收入预测情况 .....	27
图 37. 倍泰健康管理云系统 .....	28
图 38. 倍泰健康主要产品及服务 .....	28

---

表 7. 2018-2020 年公司营收预测情况 .....	30
表 8. 宜通世纪盈利预测简表 .....	31
表 9. 相对估值指标对比 .....	31
附表 1. 利润表 .....	33
附表 2. 资产负债表 .....	33
附表 3. 现金流量表 .....	34

## 通信网络技术服务领先企业

宜通世纪，是一家提供通信网络技术服务和系统解决方案的高新技术企业，是国内领先的通信技术服务商，并于2012年在创业板上市。上市之后，公司借助资本市场，依托多年在通信行业和信息技术领域积累的经验，积极布局智慧医疗、基于运营商数据的大数据平台、物联网等领域，随着公司战略的逐步实现，实现从通信服务商向全网络智慧运营服务商转变。

图 1. 上市以来，公司业务发展进程



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

## 通信技术服务业持续快速增长

通信技术服务是指通信设备商、通信技术服务商以及系统解决方案提供商为运营商提供的各种技术服务及系统解决方案，主要包括：网络工程服务、网络维护服务、网络优化服务及相关系统解决方案的提供，其主要职能是为运营商提供一个稳定、高效的通信网络，并为其业务的开展提供可靠的技术支撑。

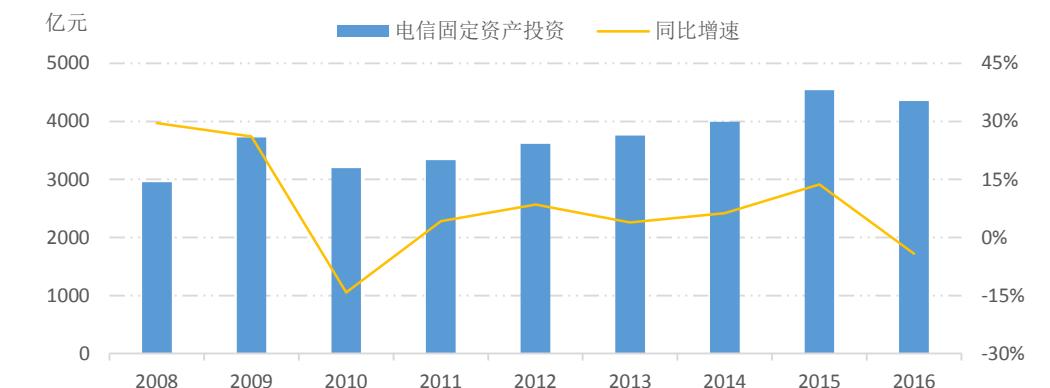
图 2. 通信技术服务业务涉及领域



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

作为电信产业的中间环节，伴随着中国电信行业的快速发展，中国通信技术服务业获得了快速增长。随着3G、4G网络的相继建设，以及“宽带中国”国家战略的推动，中国电信行业的固定资产投入持续保持高位，2015年之后一直保持在4,000亿以上的投资规模。2016年，中国电信固定资产投资额达到4,350.0亿元，相比2008年的2,953.7亿元，增长率47.3%。

图3. 中国电信固定资产投资持续维持高位

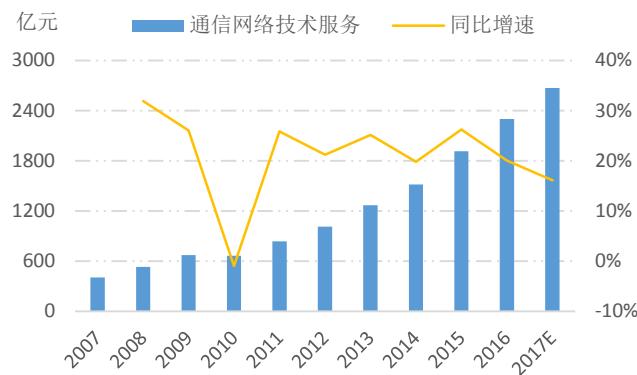


数据来源：工信部、wind资讯、国元证券研究中心

伴随着中国移动通信的快速兴起以及新一代的网络升级，中国的通信网络基础设施越来越完善，也越来越复杂，运营商的网络运营资产也在不断扩大，从而带动着中国整个通信技术服务业的高速发展。中国信息产业网数据显示，2007年我国通信网络技术服务业规模为403.2亿元，到2016年增长到2,298.1亿元，2017年预计已达到2,668.5亿元，增长5.6倍，10年复合增长率超过20%。在通信网络技术服务业中网络工程服务、网络维护服务的规模较大，网络优化服务的规模占比相比较小，仅占总体规模的6%左右。

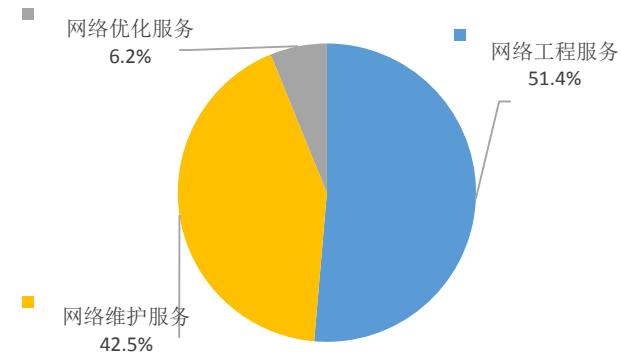
此外，随着5G的日益临近，这将会进一步带动国内通信基础设施的建设，保证了通信网络技术服务业市场规模的进一步快速增长。

图 4. 通信网络技术服务业产业规模快速增长



数据来源：中国信息产业网、wind 资讯、国元证券研究中心

图 5. 2015 年通信网络技术服务业产业结构



数据来源：中国信息产业网、wind 资讯、国元证券研究中心

## 通信网络技术服务业务仍为公司核心业务

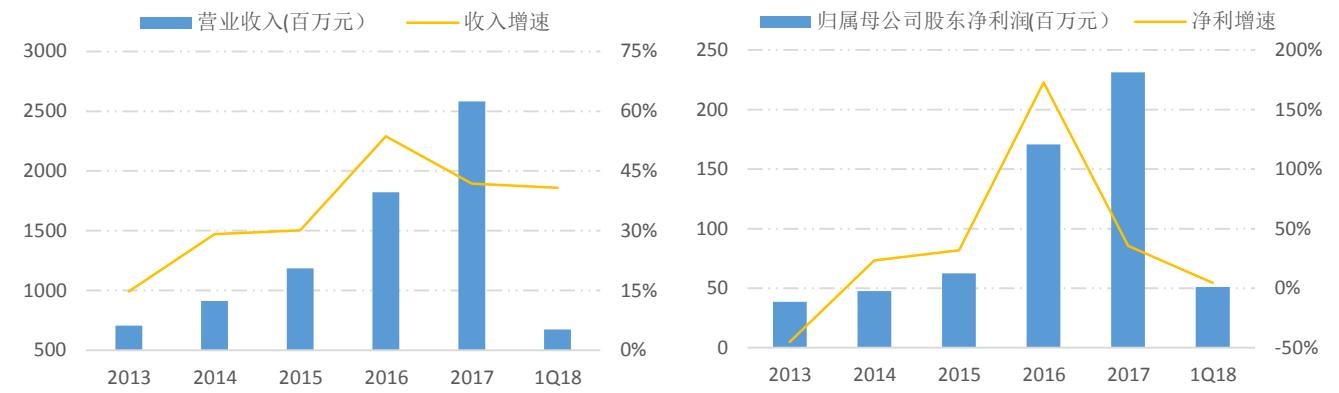
自成立以来，宜通世纪一直从事通信网络建设、维护、优化等技术服务及系统解决方案，主要为电信运营商和设备商提供包括核心网、无线网、传输网等全网络层次的通信网络工程建设、维护、优化等技术服务，并提供一体化、全方位的业务支撑与 IT 应用的系统解决方案。

近年来，随着公司新业务的布局，以物联网、智慧医疗和大数据为核心的新业务带动公司逐渐从通信服务商向全网络智慧运营服务商的转变，使得公司的核心竞争力得到了显著增强，获得持续的成长能力，不过传统的通信网络技术服务业务仍为公司收入和利润的主要来源。

- 2017 年度，公司实现营业收入 25.8 亿元，同比增长 41.8%；2018 年一季度，公司实现营业收入 6.7 亿元，同比增长 40.8%；2017 年度，公司实现归属母公司股东净利润 2.2 亿元，同比增长 35.5%；2018 年一季度实现归属母公司股东净利润 1.6 亿元，同比增长 4.6%；
- 2017 年度，公司业务毛利率水平为 22.3%，净利率水平为 8.4%，相比上年同期基本相当；2018 年一季度，公司业务毛利率水平为 20.8%，净利率水平为 7.1%，均略低于上年同期；
- 2017 年度，公司通信服务及设备业务实现收入 21.5 亿元，占公司营业总收入的 83.4%，相比上年同期增长 20.0%，其毛利率水平为 20.2%；另外，实现物联网业务 6,706.3 万元，相比上年同期增长 146.5%，规模占公司营业收入的 2.6% 的比重，相比上年同期提升了 1.1 个百分点，其毛利率水平为 42.5%；另外，公司的医疗设备及服务、租赁业务分别实现营业收入 36,109 万元、139 万元，分别占公司营业收入的 14.0%、0.1%。

图 6. 公司主营业务收入增速情况

图 7. 公司净利润增长情况

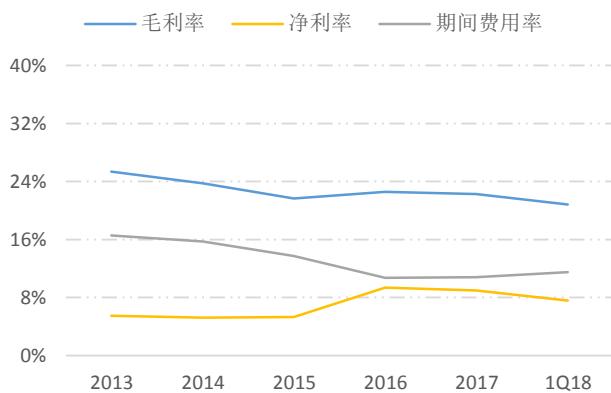


数据来源：公司公告、wind资讯、国元证券研究中心

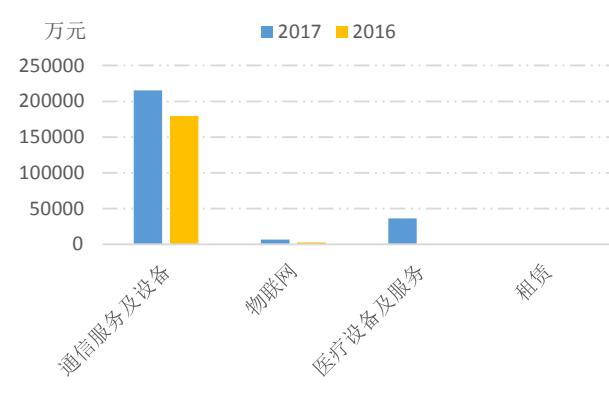
数据来源：公司公告、wind资讯、国元证券研究中心

图8. 近年来，公司毛利率、净利率情况

图9. 公司各业务收入变化情况



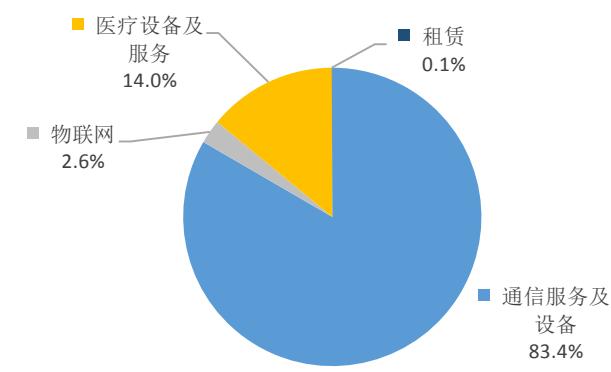
数据来源：公司公告、wind资讯、国元证券研究中心



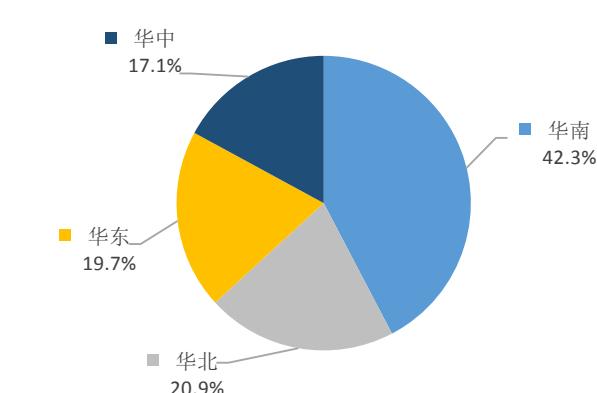
数据来源：公司公告、wind资讯、国元证券研究中心

图10. 2017年主营业务收入结构

图11. 2017年公司业务区域分布情况



数据来源：公司公告、wind资讯、国元证券研究中心



数据来源：公司公告、wind资讯、国元证券研究中心

## 竞争优势显著，传统业务保持稳定增长

随着信息通信技术的快速发展，中国通信网络基础设施的日益完善和复杂，在带动通信网络技术服务业快速发展的同时，也给通信网络技术服务业带来了越来越高的要求。为

了确保网络质量，提升竞争实力，运营商逐渐趋向于选择综合实力强的通信网络技术服务提供商，并与之建立长期的合作伙伴关系。

宜通世纪是国内领先的通信技术服务商，可以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。全方位、一体化的服务能力显著提升了公司的市场竞争力。

图 12. 2014 年，公司运维项目遍布全国



数据来源：公司网站、国元证券研究中心

一直以来，公司以一体化运维为拓展重点，突破区域限制，积极向外拓展业务。早在 2014 年，公司就已在全国范围内维护基站 43,708 个，室分及 WLAN 站点 166,158 个，传输 194,865 公里皮长，集客家宽站点 218,185 个，维护省份涉及广东、北京、广西、湖南、四川、江西、安徽、海南、宁夏、河北、辽宁、黑龙江、内蒙古、山东、浙江、云南等省、自治区。

表 1. 2012 年-2014 年公司各项通信网络技术服务合同业绩情况

单位 : 万元	2012	2013	2014
综合代维服务	21,114.61	36,049.67	40,361.89
无线网主设备施工	15,763.80	10,838.92	20,780.11
集客家宽客户端施工	17,046.31	14,712.56	22,221.35
室内覆盖及 WLAN 系统施工	7,629.57	11,594.22	10,267.00
传输网骨干汇聚层设备施工	4,858.59	5545.00	2439.06
传输网光缆线路及管道施工	9,450.88	13,763.11	20,147.30
核心网及数据增值类施工	5,464.69	3,324.82	5,023.68

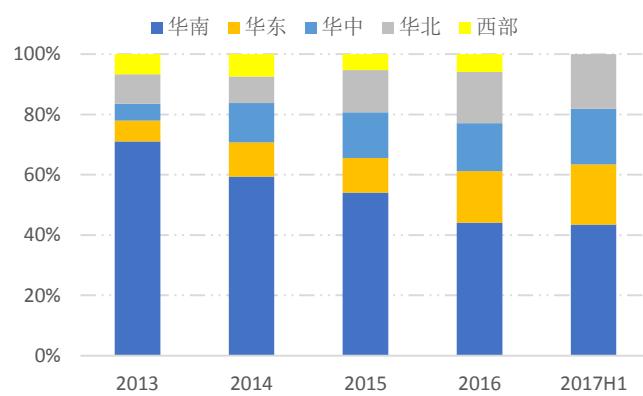
数据来源：公司网站、国元证券研究中心整理

2016 年，公司成功中标中国移动 9 个身份，中标中国铁塔、中国联通等运营商的一体化维护项目；同时，在维护业务进入的省市，工地加大以信令技术为基础的高端优化业务的市场推广，促进公司的高端网优业务的快速增长，成果中标多个省市的高端网游项目。

2017 年公司中标运营了中国移动 11 个省的项目，运营中国铁塔、中国联通和中国电信等运营商多个省市的项目；另外，公司还通过收购倍泰健康，成功切入了中国广电的市场领域；此外，公司在 2017 年参与了中国联通的混合所有制改革，投资 2 亿元通过信息产业基金参与中国联通的增发，同时当年 11 月公司还和中国联通签署了《战略合作框架协议》，旨在通信服务、产品提供、资源共享等领域双方建立合作伙伴关系，寻求深入合作的机会。

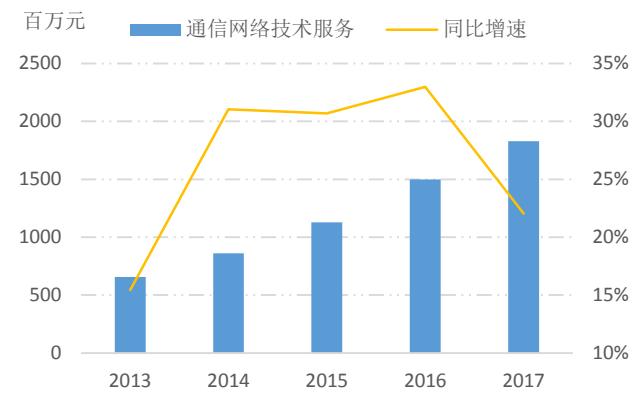
全方位、一体化的服务能力提升了公司的整体竞争实力，未来在随着通信网络技术服务业继续快速发展的趋势下，公司的传统主业将会进一步保持稳定增长，近年来，公司的通信网络技术服务业务保持了 30%以上的增速。

图 13. 公司业务迅速在全国推广



数据来源：公司公告、wind 资讯、国元证券研究中心

图 14. 公司通信网络技术服务业务持续增长



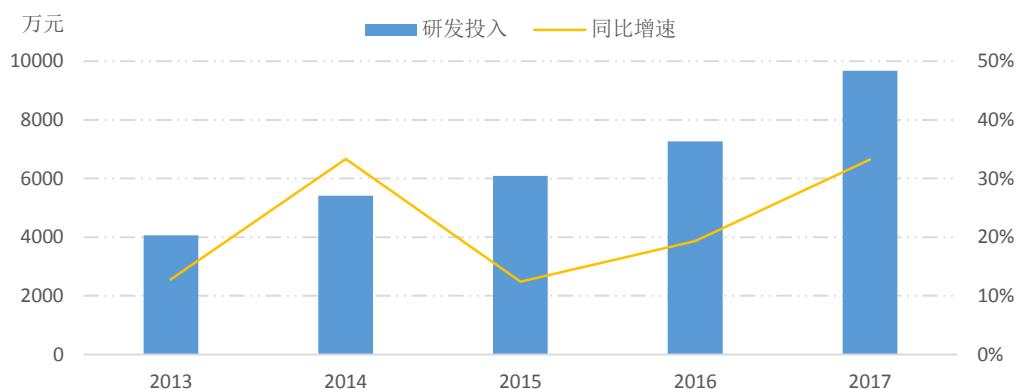
数据来源：公司公告、wind 资讯、国元证券研究中心

## 内生外延，助力公司战略转型

为了顺应通信行业转型升级和运营智能化的发展趋势，公司提出了从“移动通信网络服务商”向“移动通信网络智慧运营服务商”升级的战略发展目标，积极向智慧运营的方向拓展。基于此战略目标，公司以内生和外延并重的方式，推动“服务+产品”的发展方式，确保公司的发展战略的顺利实施。

对内，公司一直注重技术研发，以此来保持技术领先，抢占先发优势。2017 年公司进一步加大研发投入，并成立了物联网研究院，重点针对物联网技术的前瞻性研究，以及物联网平台、物联网垂直应用领域等应用性的研究。2017 年，公司研发投入金额达到 9,677.7 万元，同比增长 33.2%。

图 15. 公司持续保持高研发投入



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

**表 2. 宜通世纪历年研发投入情况**

	2015	2016	2017
研发人员数量（人）	754	1,391	1,589
研发人员数量占比	14.5%	23.5%	21.8%
研发投入金额（万元）	6,087.9	7,264.0	9,677.7
研发投入占营业收入比重	5.1%	4.0%	3.8%
研发支出资本化的金额（万元）	466.6	600.5	539.6
资本化研发支出占研发投入的比例	7.7%	8.3%	5.6%
资本化研发支出占当期净利润的比重	7.8%	3.6%	2.5%

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

对外，公司积极拓展和布局新的区域和新兴业务市场，坚持服务与产品并重，借助资本市场，多次通过外延式并购使得公司业务从通信产品和服务领域向物联网、大数据、智慧医疗等新兴信息服务领域迈进，从而实现公司从“移动通信网络服务商”向“移动通信网络智慧运营服务商”的战略转型。

- 2014 年 8 月，公司和新华通讯社广西分社签署了《全面战略合作框架协议》及《广西智慧医疗项目合作框架协议》，双方将共同合作新邮通、智慧医疗、智慧旅游、指挥交通、智慧教育、智慧社区等智慧城市和智慧运营类项目；其中，广西智慧医疗项目合作拟对投资建设、经营管理新华联播网广西智慧医疗项目开展全面合作。
- 2015 年 3 月，增资广州曼拓信息有限公司获得其 51% 的股份，携手运营商，布局大数据产品的研发、销售，为政府、银行、物流、车辆等行业提供咨询和运营服务。
- 2016 年 3 月，公司成功实施定向增发完成对天河鸿城 100% 股权的收购。通过并购天河鸿城，公司可以嫁接天河鸿城物联网平台和技术，有效延伸物物相连通讯业务触角，弥补物联网业务短板，丰富智慧运营应用技术。
- 2016 年 5 月，公司与樟树市天河星辰投资管理中心签署投资协议，共同出资人民币 2,000 万元设立“北京基本粒子科技发展有限公司”，致力于物联网设备云平台运营，物联网应用分发平台、物联网产品、应用开发及销售等业务。
- 2017 年 7 月，公司成功实施定向增发完成对倍泰健康 100% 股权的收购。通过对倍泰健康的并购，可以再结合公司现有物联网、大数据和智慧医疗业务的布局，嫁接标的公司的智慧医疗运营平台，实现在战略、渠道、业务上的多项协同，助力公司进一步拓宽智慧医疗垂直应用领域业务的成长空间。

## 物联网产业，即将迎来万亿市场空间

物联网是新一代信息技术的高度集成和综合运用，其英文名为：Internet of Things (IOT)，顾名思义就是“物物相连的互联网”，其中包含了两层含义：一、物联网的核心和基础仍然是互联网，是在互联网基础之上延伸和扩展的一种网络；二、其用户端延伸和扩展到了任何物品与物品之间的进行信息交换和通信。因此，物联网被称为继计算机、互联网之后世界信息产业发展的第三次浪潮。

图 16. 物联网概念图

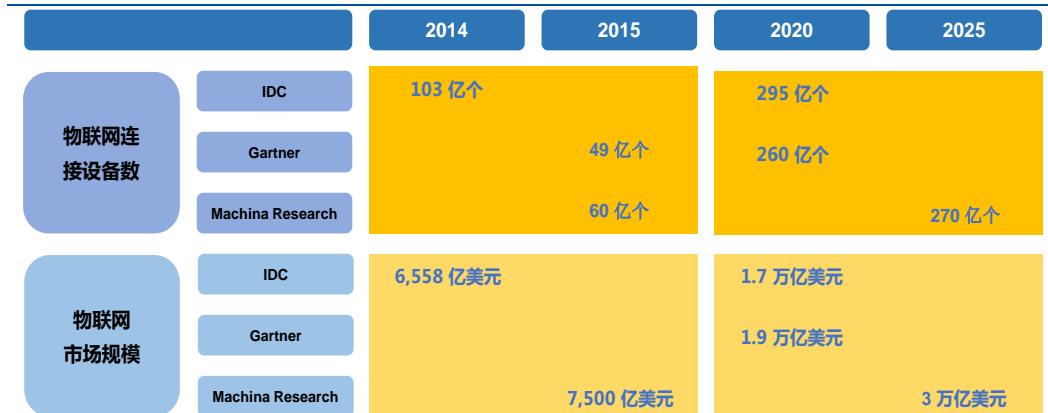


数据来源：互联网、国元证券研究中心

### 物联网产业快速发展

在全球范围内，物联网的发展在经历了概念驱动、示范应用引领之后，随着技术水平的显著进步以及下游应用领域持续拓展，物联网产业获得了快速发展，并正在加速推动全球进入万物互联的时代。根据 Gartner 的预测数据，2020 年全球联网设备数量将达到 260 亿个，相比 2015 年增长 4.3 倍，届时物联网涉及市场规模将达到 1.9 万亿美元。

图 17. 全球物联网未来发展趋势预测



数据来源：IDC、Gartner、Machina Research、国元证券研究中心

物联网成为继互联网、移动互联网之后又一个产业竞争制高点，生态构建和产业布局正在全球加速展开，中国政府对此高度重视。自 2009 年“感知中国”的概念提出以来，

物联网已被中国政府正式列为国家的五大新兴战略性产业之一，其后相关的产业政策持续出台，旨在推动中国的物联网产业快速发展和落地。

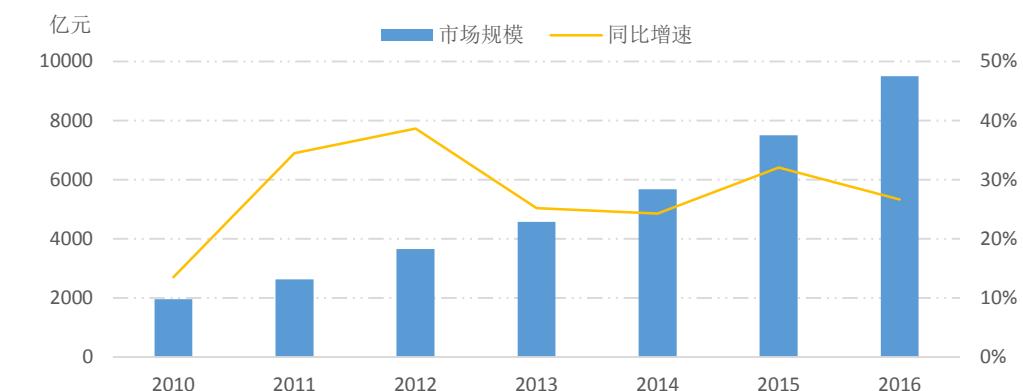
**表 3. 国家积极推动物联网产业发展**

时间	部门	政策
2013.02	国务院	国务院关于推进物联网有序健康发展的指导意见
2015.05	国务院	中国制造 2025
2015.07	国务院	国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见
2016.03	全国人大	国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要
2016.05	国务院	关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见
2016.11	国务院	“十三五”国家战略性新兴产业发展规划
2016.12	国务院	“十三五”国家信息化规划
2017.01	工信部	信息通信行业发展规划物联网分册（2016-2020 年）
2017.06	工信部	关于全面推进移动物联网（NB-IoT）建设发展的通知

资料来源：政府网站

随着中国政府的高度支持，“十二五”期间，中国物联网产业快速发展，产业体系初具规模，已形成包括芯片、元器件、设备、软件、系统集成、运营、应用服务在内的比较完善的物联网产业链。2015 年中国物联网产业规模达到 7,500 亿元，“十二五”期间年复合增长率为达到 25%。公众网络机器到机器（M2M）连接数突破 1 亿，占全球总量的 31%，成为全球最大市场。

**图 18. 中国物联网市场规模迅速增长**

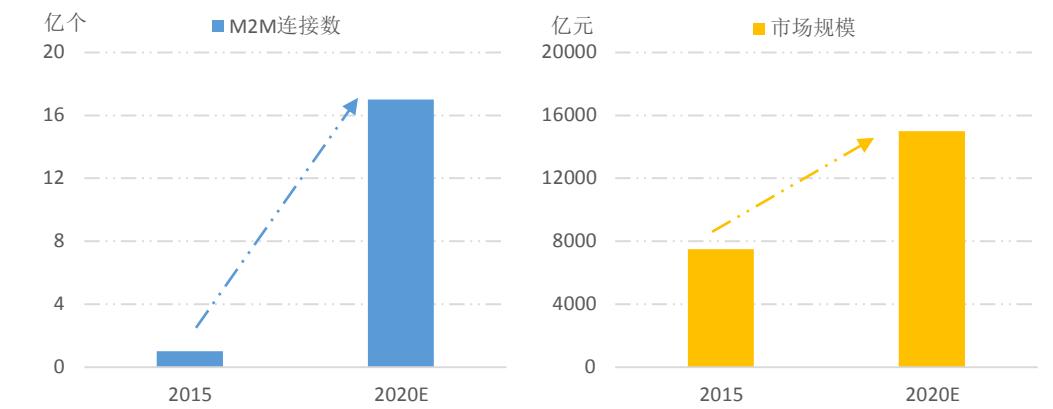


数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

另外，“十三五”时期是中国物联网加速进入“跨界融合、集成创新和规模化发展”的新阶段，与新型工业化、城镇化、信息化、农业现代化建设的深度融合，使得物联网产业将面临更加广阔的发展前景。根据《信息通信行业发展规划物联网分册（2016-2020 年）》，到 2020 年，中国将建成具有国际竞争力的物联网产业体系，包括感知制造、网络传输、智能信息服务在内的物联网总体产业规模突破 1.5 万亿元，公众网络 M2M 连接数突破 17 亿。

物联网已经成为继互联网之后又一个产业竞争制高点，生态布局和产业布局正在全球加速展开。中国物联网产业，在国家政策以及下游应用需求的驱动下正在快速发展，运营商、互联网和制造企业正在不断加大力度整合平台服务和产品制造等资源，积极构建产业生态体系。

图 19. “十三五”期间，中国物联网迎来加速发展期

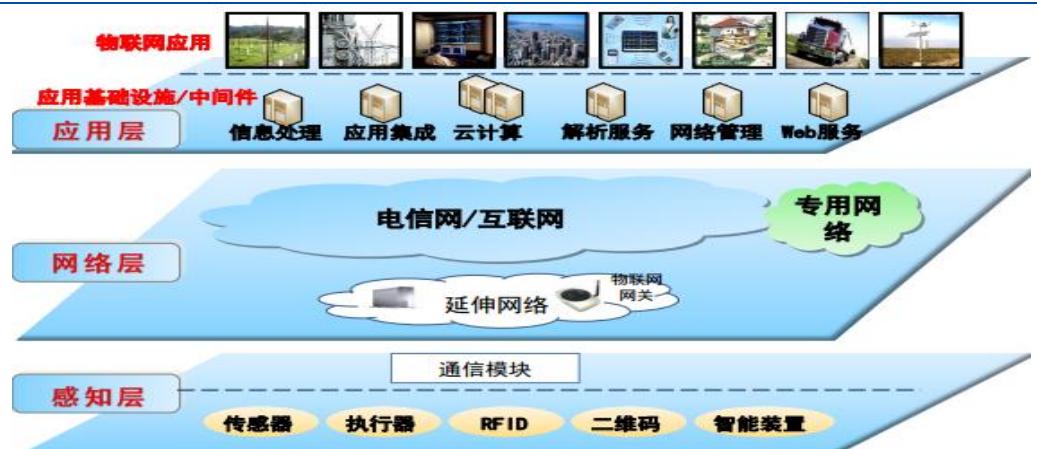


数据来源：《信息通信行业发展规划物联网分册（2016-2020 年）》 国元证券研究中心

## 物联网产业结构

从物联网产业结构来看，作为“物物相连的互联网”，物联网是通信网和互联网的拓展应用和网络延伸，具有更为复杂的网络架构，对此业内尚没有明确的界定，根据中国信息通信研究院的定义物联网的网络架构由感知层、网络层和应用层组成。

图 20. 物联网网络架构图



数据来源：中国信息通信研究院，国元证券研究中心

**感知层：**实现对物理世界的智能感知、信息采集处理和自动控制，并通过通信模块将物理实体连接到网络层和应用层；

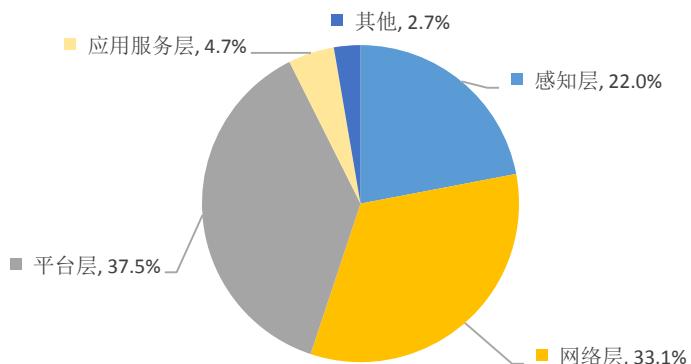
**网络层：**主要实现信息的传递、路由和控制，包括延伸网、接入网和核心网，可以依托公众电信网和互联网，也可以依托行业专业通信网络。

**应用层，又分为平台服务层和应用服务层。**其中，应用服务层：包括各种应用基础设施/中间件，向物联网应用服务商提供应用开发能力和统一接口，并为各行各业提供通用的服务能力，如数据路由、数据处理与挖掘、仿真与优化、业务流程和应用整合、通信管理、应用开发、设备维护服务等；应用服务层：根据业务需要，在平台服务层的基础之上实现物联网在众多领域的各种应用。

平台层在整个物联网体系架构中起着承上启下的关键作用，在行业中占据重要地位。根据前瞻产业研究院的数据，目前国内物联网的感知层、网络层、平台层、应用服务层的

产业占比分别为 22.0%、33.1%、37.5%、4.7%。

图 21. 目前中国物联网产业结构分布情况



数据来源：前瞻产业研究院、国元证券研究中心

作为在物联网架构中起着承上启下核心作用的平台层，在整个物联网架构中向下需要接入分散的物联网的感知层，汇集传感数据，向上需要面向应用服务商提供应用开发的基础性平台和统一的接口。因而，物联网平台层需要在云平台的基础之上提供相应功能服务，主要分为：设备管理平台（DMP）、连接管理平台（CMP）、应用支撑平台（AEP）、数据分析平台（BAP）。

- 设备管理平台（DMP）：DMP 平台构建于业务应用和终端设备之间，通过 API 接口为上层的应用提供终端设备的统一接入和管理功能，包括参数管理、设备维护、软件管理、任务管理、位置管理、生命周期管理等功能。
- 连接管理平台（CMP）：CMP 平台应用于运营商的网络之上，为运营商提供连接配置、计费出账、故障管理、资源配置及管理等功能，使得运营商能够更好地做好物联网连接管理服务。
- 应用支撑平台（AEP）：AEP 平台是一类面向开发者提供应用开发和统一数据存储两大功能的 PaaS 平台。物联网应用开发者在 AEP 平台上可实现应用的快速开发、部署和管理，无需考虑底层基础设施的扩展、数据管理和归集、通信协议、通信安全等问题。
- 数据分析平台（BAP）：基于物联网海量数据的智能分析以及相关的行业应用将体现出巨大的价值。数据分析平台则是挖掘物联网大数据的潜在价值、提升数据经济效益的工具。BAP 包括大数据分析服务和机器学习两大功能。

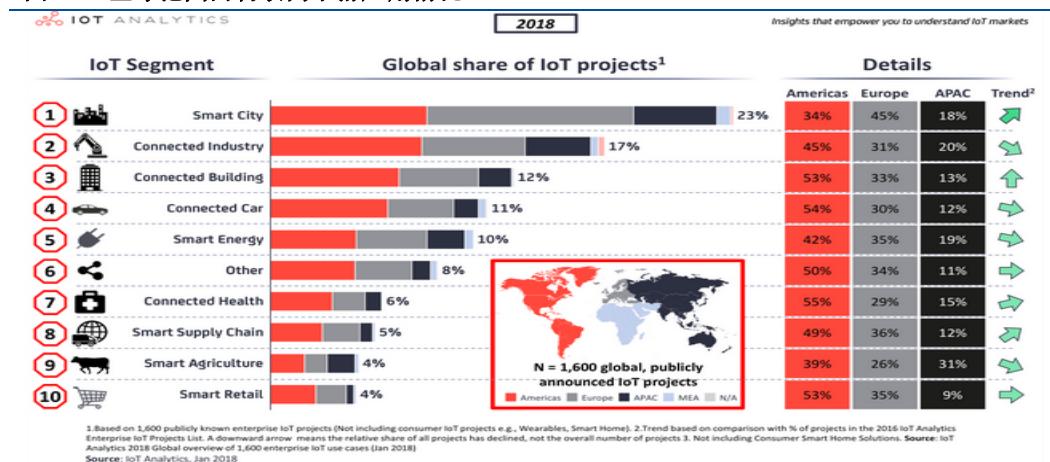
图 22. 物联网主要平台类型及其主要参与厂商

物联网平台类型	主要参与厂商
设备管理平台（DMP）	云服务商/互联网企业
连接管理平台（CMP）	IT服务商/垂直领域服务商
应用支撑平台（AEP）	电信运营商/M2M平台服务商
数据分析平台（BAP）	智能设备厂商

数据来源：中国信息通信研究院、国元证券研究中心

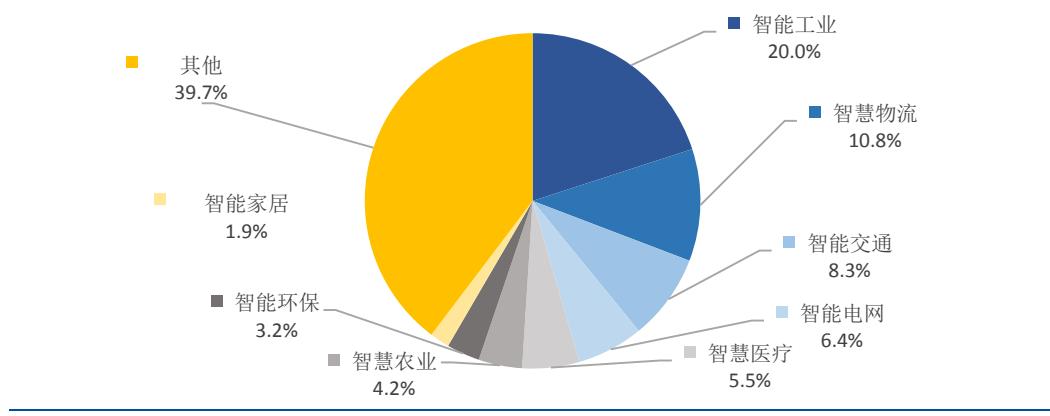
另外，随着物联网技术的不断进步以及相应基础设施的不断完善，目前已在智慧城市、智慧工业、智能物流、智慧交通、智能电力、智慧医疗、智慧农业、智慧环保、智能家居等领域已经有了显著应用，并得以快速推广。根据前瞻产业研究院的数据显示，在物联网的下游应用中，智慧工业、智慧物流、智能交通等领域的市场份额相对较高，累计达到 39.1%。

图 23. 全球范围内物联网下游应用情况



数据来源：IOT Analytics、国元证券研究中心

图 24. 中国物联网在各个应用领域的市场份额的占比情况

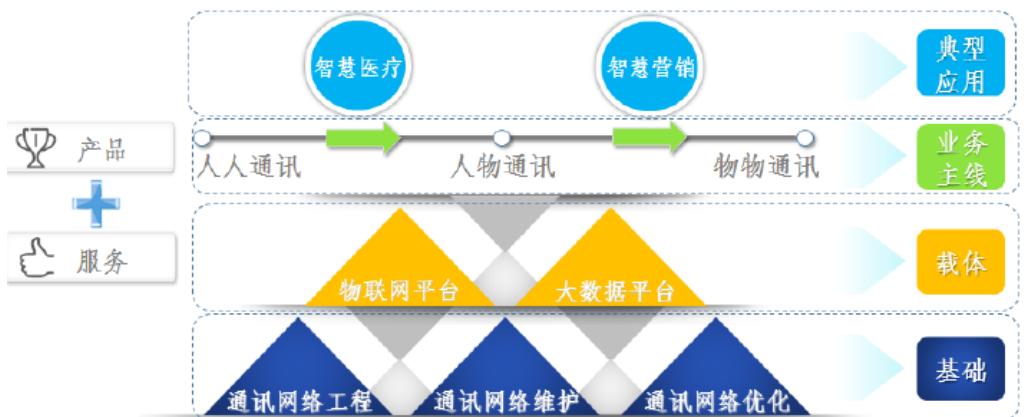


随着技术的持续创新以及下游应用领域的不断拓展，推动了整个物联网产业链上下游的联动发展，使得产业链中各相关企业带来了巨大的发展机遇。

## 并购天河鸿城，切入物联网平台业务

公司是一家提供通信网络技术服务和系统解决方案的高新技术企业，是国内领先的通信技术服务商。在通信产业发展潮流背景下，上市公司提出了从“移动通信网络服务商”向“移动通信网络智慧运营服务商”的战略升级，积极拓展智慧运营服务业务。

图 25. 宜通世纪发展战略



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

基于此，2016年3月公司成功实施定增方案并购天河鸿城100%股权，通过嫁接天河鸿城物联网平台和技术，使得公司顺利切入物联网平台领域，弥补物联网业务短板，丰富智慧运营应用技术。

2016年5月，公司与樟树市天河星辰投资管理中心共同投资成立“北京基本粒子科技发展有限公司”致力于物联网设备云平台运营，物理网应用分发平台、物联网产品、应用开发及销售等业务。

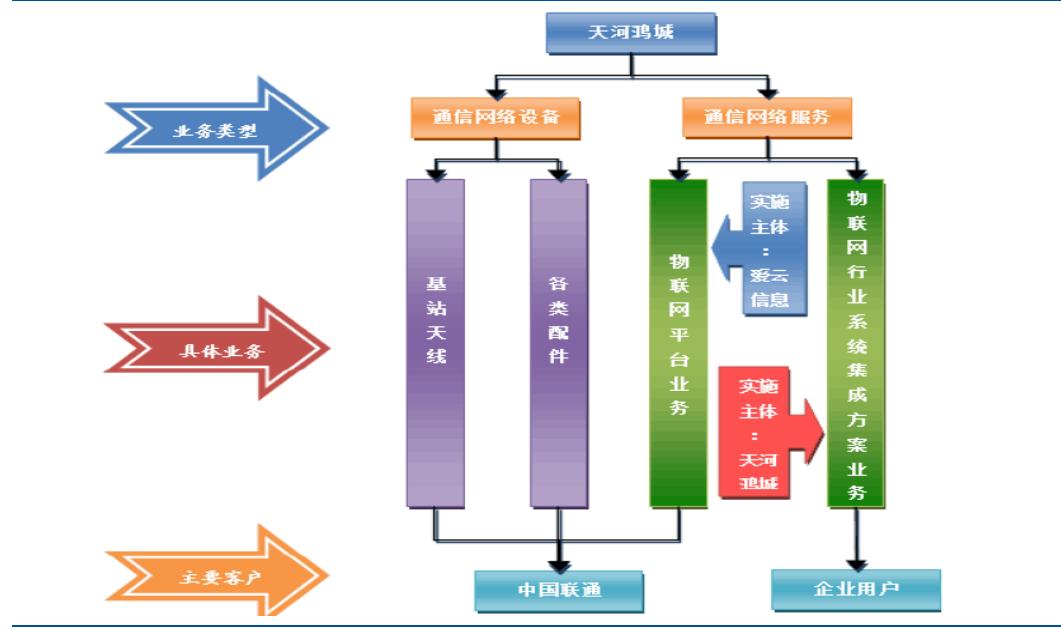
通过对天河鸿城的并购和“基本粒子”的成立，有效延展了公司在物联网领域内的有效布局，增强公司在物联网领域内的竞争地位，有助于公司实施其物联网发展战略和提升公司整体盈利水平。

### 天河鸿城

天河鸿城是一家致力于推广领导世界前沿技术的通信产品和物联网平台运营服务的高新技术企业。天河鸿城立足于国内通信市场，采用“产品+服务”的双轮驱动业务发展模式，致力于为客户提供技术领先的通信网络设备和通信网络服务。

对于通信网络设备业务，天河鸿城主要为客户提供基站天线及其配套的遥控部件和网络优化仪表等，其主要客户为电信运营商，该业务目前还是公司的主要收入来源。对于物联网业务，一方面天河鸿城子公司爱云信息与Jasper进行战略合作，为中国联通提供物联网平台和行业运营解决方案、平台维护、技术支持和人员培训等物联网运营服务；另一方面，天河鸿城通过自身独立销售渠道，根据客户差异化需求，为客户提供包括物联网在内的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。

图 26. 天河鸿城的业务体系

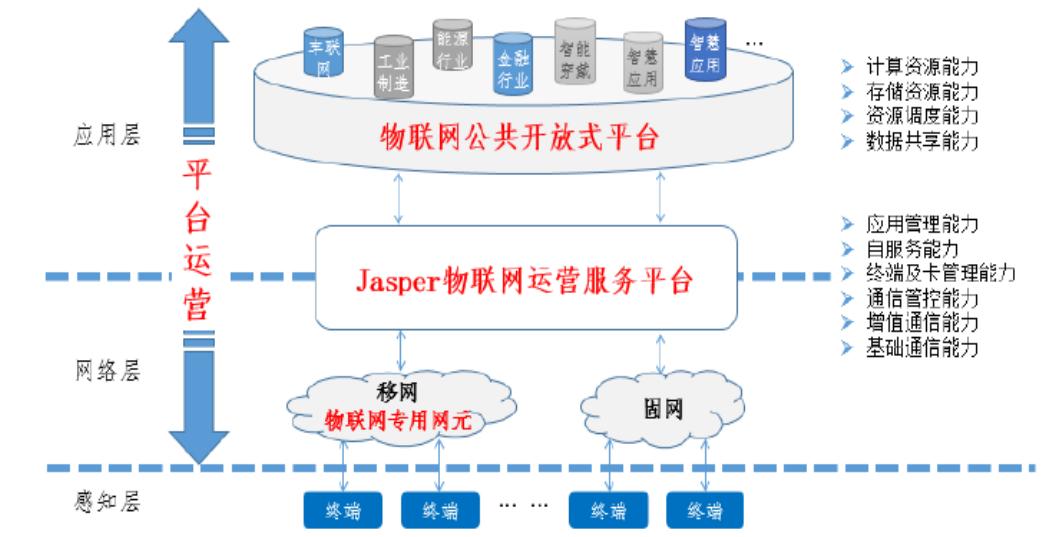


数据来源：公司公告、国元证券研究中心

Jasper 成立于 2005 年，主要为客户提供物联网平台服务，实现物联网网络架构中感知层与应用层的互动对接。根据美国研究机构 ABI 报告显示，Jasper 在全球物联网运营服务中排名第一。基于对物联网行业前景的综合判断，天河鸿城子公司爱云信息与全球物联网服务平台的领导者 Jasper 进行战略合作，为中国联通提供物联网平台和运营服务。

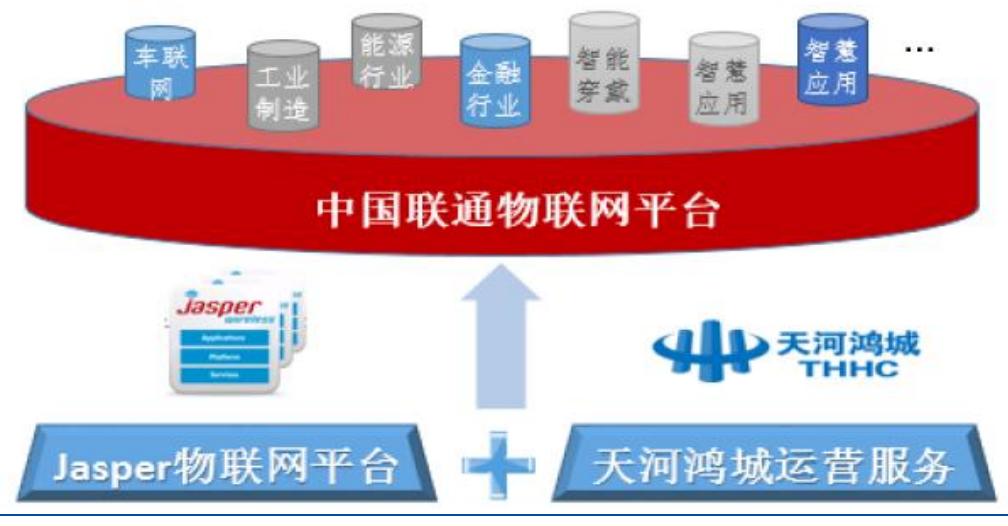
爱云信息通过为中国联通提供行业运营解决方案、平台维护、技术支持和人员培训等物联网运营服务，并根据网上用户数量、ARPU 和约定分成比例，实现服务分成盈利。未来随着中国联通物联网业务的快速发展，公司将获得充分收益，根据中国联通物联网中心对物联网业务的发展目标，到 2019 年，中国联通的物联网业务的 SIM 卡新增订购数预计将达到 5,000 万张，而 2015 年度仅为 400 万张，复合增长率达到 88.0%。

图 27. Jasper 物联网运营服务平台架构



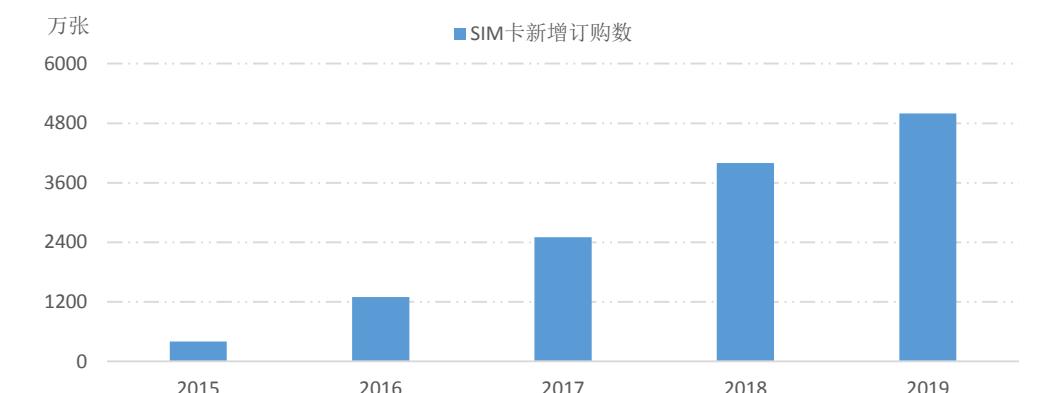
数据来源：公司公告、国元证券研究中心

图 28. 天河鸿城为中国联通提供物联网平台和运营服务



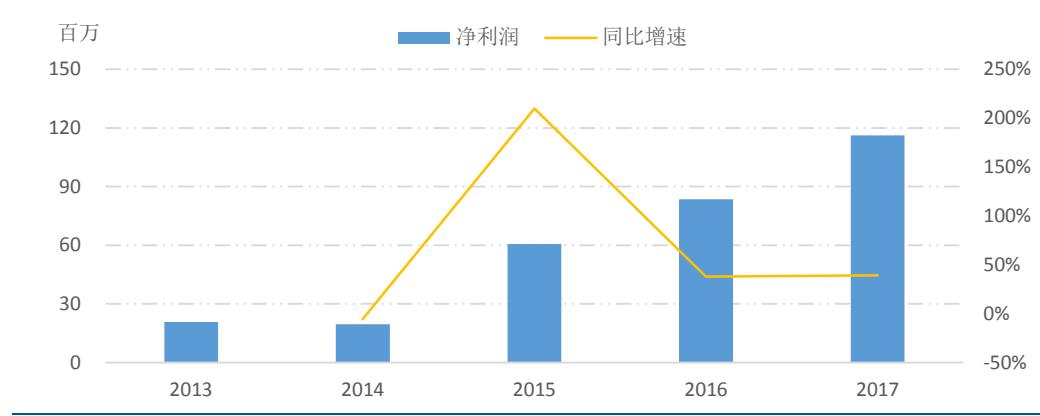
数据来源：公司公告、国元证券研究中心

图 29. 中国联通物联网业务发卡量预测情况



对天河鸿城的收购，使得公司顺利切入物联网服务平台业务的同时，获得新的利润增长点，未来随着物联网行业快速发展的同时，公司将充分收益。2017 年，天河鸿城实现收入 3.23 亿元，净利润 1.16 亿元，相比上年同期分别增长 15.4% 和 38.1%。

图 30. 天河鸿城净利润保持快速增速



## 成立基本立子，打造物联网 AEP 平台

公司通过并购天河鸿城顺利切入物联网 CMP 平台业务，2016 年公司投资成立“基本立子”并与德国 Cumulocity 公司合作，致力于物联网设备云平台运营，物联网应用分发平台、物联网产品、应用开发及销售等业务，公司借此积极拓展物联网 AEP 平台业务，Cumulocity 公司是欧洲领先的 AEP 平台和物联网解决方案提供商，前身是全球移动宽带专业公司诺基亚西门子网络(Nokia Siemens Networks)的一部分，2010 年单独分立出来，总部在德国。Cumulocity 公司的 AEP 平台拥有更加开放的平台政策，在提供设备连接、设备管理、数据管理等基本功能的同时，还具有拖拽式快捷开发应用、插入自己开发的套件、商业建模等功能。

基本立子与 Cumulocity 共同合作开发的物联网 AEP 平台为“立子云”物联网平台(Quark IoE)，可广泛应用于中国市场各个行业，并已于 2016 年 12 月实现上线运营。“立子云”平台目前已形成包括智能工业、智慧农业、智慧城市、智慧医疗、智能家居、车联网等多个垂直领域的行业应用解决方案。

图 31. “立子云”平台功能



数据来源：公司网站、国元证券研究中心

凭借着出色的销售能力和专业的技术实力，同时在和 Jasper 的物联网 CMP 平台产生的协同效应下，“立子云”上线以来发展迅速，截止到 2017 年年底，已与中国联通广东分公司、山东分公司、北京分公司、上海分公司、山西分公司开展合作运营 AEP 平台服务，已服务 20 多家工业企业、基础设施企业和智能设备企业。

为了进一步利用公司的资源、经验和技术创新优势，基本立子先后与樟树市致源和鑫投资管理中心，以及贵州燃气、中兴克拉、贵州华芯、贵州农金、金卡智能、辽宁思凯等公司合作，分别拟设立国德联科和中安云网。借此聚焦于物联网公共管理、智慧路灯管理、GPS 跟踪管理，以及智能抄表、智慧城市等领域。

## CMP+AEP 协同发展，助力公司战略转型

通过并购天河鸿城、投资设立基本立子，使得公司成功拓展了物联网平台运营业务：一方面通过子公司爱云信息与 Jasper 进行战略合作，为中国联通提供物联网连接管理平台 (CMP 平台)，开展物联网运营服务；另一方面通过基本立子与 Cumulocity 进行合

作打造物联网应用使能平台(AEP平台)。这使得公司在物联网领域抢占先机，顺利从“移动通信网络服务商”到“移动通信网络智慧运营服务商”的战略升级，并为进一步向下游物联网应用领域的拓展和延伸奠定了坚实的基础。

图 32. 公司提供的物联网行业系统集成方案



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

通过 Jasper 公司的 CMP 平台和公司的 AEP 平台产生的协同效应，公司的物联网业务发展迅速。公司通过与 Jasper 进行战略合作为中国联通提供的物联网连接管理平台截止到 2017 年底，注册用户数已经达到 6,335.8 万户，计费用户数达到 2,388.6 万户。同时，截止到 2017 年底，公司的 AEP 平台已经服务了 20 多家工业企业、基础设施企业和智能设备企业。得益于此，公司的物联网业务增长迅速。2017 年度，公司的物联网收入 6,706 万元，占公司收入比重虽仅为 2.6%，但同比增长 146.5%，毛利率水平为 42.5%。

为了进一步推动公司的物联网业务，公司在 2017 年参与了中国联通的混合所有制改革，同年还与中国联通签订了战略合作框架协议，双方同意在现有的合作上进一步强化物联网平台领域的合作，包括但不限于：

- 通过爱云信息与 Jasper 平台合作，为中国联通提供了全球领先的物联网连接管理平台，双方同意物联网管理平台合作在现有 5 年基础上延长至 10 年，并延伸现有的物联网连接管理平台为 NB-IOT 提供连接管理服务；
- 中国联通将宜通世纪作为物联网 DMP、AEP 重要合作伙伴之一。双方将围绕 DMP 和 AEP 平台展开合作为相关行业领域提供专业化支撑服务；
- 双方合作，共同打造具有中国联通自主知识产权的物联网平台及行业应用，为中国联通的客户提供优质的应用和服务。

在此基础之上，同时在公司的渠道、经验和技术等方面的优势的驱动下，公司的物联网平台用户数量的持续增长，推动公司物联网业务的快速发展，同时也为公司进一步向物联网应用领域的拓展和延伸提供了基础和保障。

## 布局智慧医疗，拓展物联网应用业务

随着公司的物联网平台业务布局的日益完善，公司积极拓展物联网应用业务。公司通过与新华社合作，打造以广西、湖南为试点的联播网和掌上亿元，并以此为模板在全国推广，同时参股西部天使、并购倍泰健康，拓宽智慧医疗垂直领域业务，顺利实现物联网在智慧医疗领域的应用。

### 政策扶持，智慧医疗前景广阔

健康是促进人的全面发展的必然要求，是经济社会发展的基础条件，党和国家历来高度重视人民健康。在 2017 年的十九大报告中就明确提出要实施健康中国战略，要完善国民健康政策，为人民群众提供全方位全周期健康服务。为推进健康中国的建设，中国政府已与 2016 年制定了《“健康中国 2030”规划纲要》。明确提出：持续推进覆盖全生命周期的预防、治疗、康复和自主健康管理一体化的国民健康信息服务，实施健康中国云服务计划，全面建立远程医疗应用体系，发展智慧健康医疗便民服务等。

在“健康中国”的国家战略，以及一系列相关政策的推动下，中国的医疗体系将迎来重大转变，从而为智慧医疗及其相关产业带来巨大的历史发展机遇。智慧医疗，是以先进的网络、通信、计算机以及数字技术，实现医疗信息的智能化采集、转换、存储、传输和后处理，及各项医疗业务流程的数字化运作，从而实现患者与医务人员、医疗机构、医疗设备之间的互动，逐步达到医疗信息化。

表 4. 近年来，国家关于智慧医疗的部分相关政策

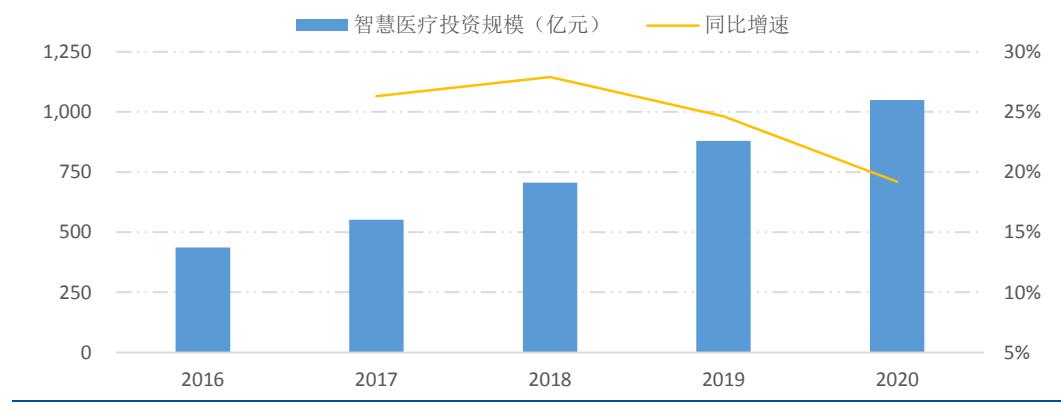
时间	部门	政策
2015.03	国务院	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020 年）》
2015.09	国务院	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》
2016.03	国务院	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》
2016.10	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》
2016.12	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》
2017.01	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》
2017.04	卫计委	《关于征求互联网诊疗管理办法（试行）》
2017.05	卫计委	《关于征求互联网诊疗管理办法和关于推进互联网医疗服务发展的意见（征求意见稿）》
2017.07	国务院	《新一代人工智能发展规划》

资料来源：政府网站、国元证券研究中心整理

在智慧医疗广阔前景的吸引下，包括 BAT 在内的众多互联网企业纷纷布局，迅速切入智慧医疗领域，从而带动了整个智慧医疗产业快速发展。根据中经社的数据显示，2016 年全国智慧医疗领域的投资规模近 500 亿元，预计到 2020 年，投资规模将超过 1,000 亿元。

得益于此，国内的智慧医疗产业势必快速增长。根据中研网数据显示，2015 年国内智慧医疗的市场规模约为 260 亿元，到 2020 年市场规模有望达到约 1,000 亿元，复合增长率约 30%。

图 33. 2016-2020 年国内智慧医疗领域投资规模增长预测情况



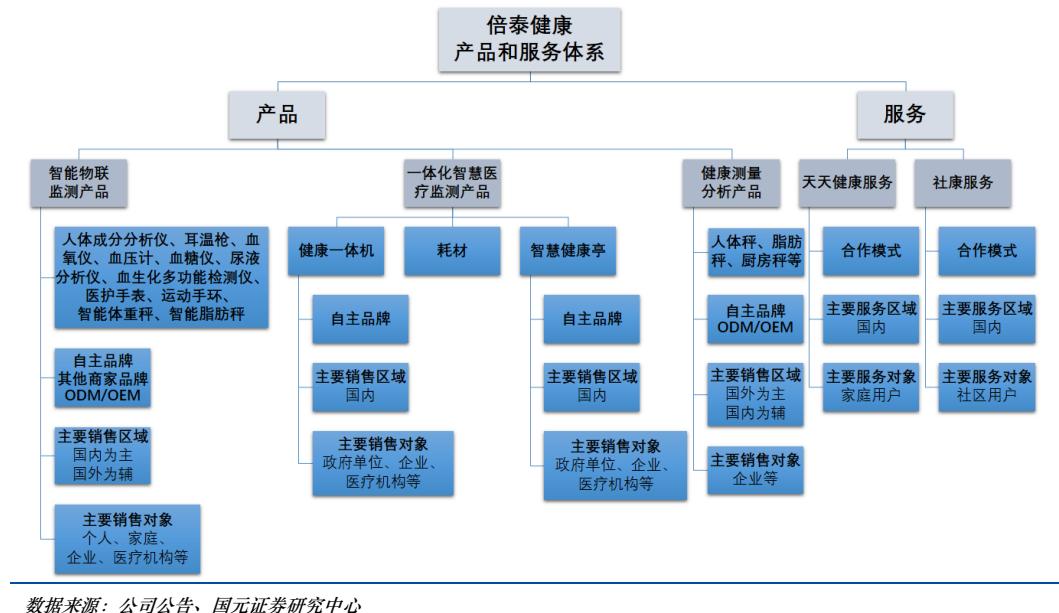
数据来源：中经社、国元证券研究中心

### 并购倍泰健康，加快智慧医疗业务布局

为实现公司在智慧医疗领域的业务发展，公司分别于 2014 年、2016 年和新华社广西分社、湖南分社建立战略合作关系，并布局广西、湖南等地的医疗机构智慧医疗项目，打造集网络、数据和传媒于一体的智慧医疗运营服务平台；此外，上市公司还通过参股西部天使，积极不聚了“易随诊”肿瘤随诊平台和数据库等业务。

基于上述业务布局，结合自身物联网平台资源的优势，公司于 2017 年成功并购倍泰健康，实现向智慧医疗等垂直领域的拓展。倍泰健康是智慧医疗领域一家集研发、生产、销售、服务于一体的高新技术企业，主要经营健康一体机、智慧健康亭等一体化智慧医疗检测产品，血生化多功能检测仪、人体成分分析仪、智能脂肪秤、智能体重秤、医护手表、耳温枪、血压计等智能物联监测产品，并提供“天天健康”家庭健康管理服务和社区健康管理服务。

图 34. 倍泰健康主要产品及服务



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

在产品端，标的公司在售的一体化智慧医疗监测产品和智能物联监测产品通过物联通讯模块功能和物联网技术，能够实现对用户心电、血压、血糖、血氧饱和度、尿酸、尿液分析、总胆固醇、人体成分、体温、体重、身高、睡眠、步伐等健康指标的监测和数据的上传、存储和管理。

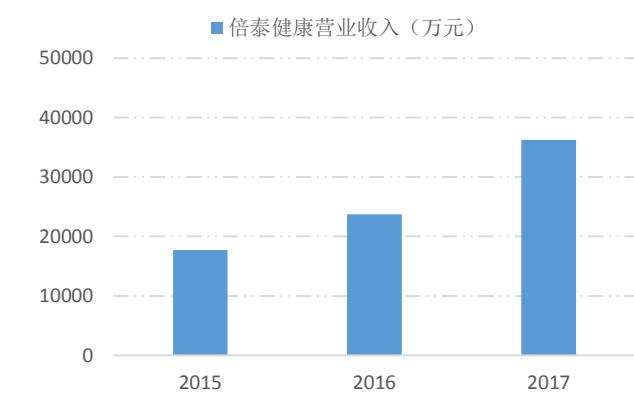
在服务端，标的公司与各地方广电网络运营商、电信运营商等采用合作模式，为家庭用户提供“天天健康”家庭健康管理服务；与政府相关部门或其下属事业单位、社区健康服务中心等单位进行合作，为当地社区居民提供社区健康管理服务。

倍泰健康深耕于智慧医疗领域，在行业内已具有一定的品牌优势和行业地位。上市公司通过嫁接倍泰健康的智慧医疗运营平台，结合自身现有物联网、大数据和智慧医疗业务布局，双方可在战略、渠道、业务上实现多项协同，有助于上市公司进一步拓宽智慧医疗垂直应用领域业务的成长空间。

在通信行业转型发展的潮流下，公司提出了从“移动通信网络服务商”向“移动通信网络智慧运营服务商”的战略升级。对倍泰健康的并购，使得公司在现有物联网平台和智慧医疗业务的基础上，进一步完善了智慧运营服务体系，提升核心竞争力的重要布局，同时也为公司培育了新的增长点。

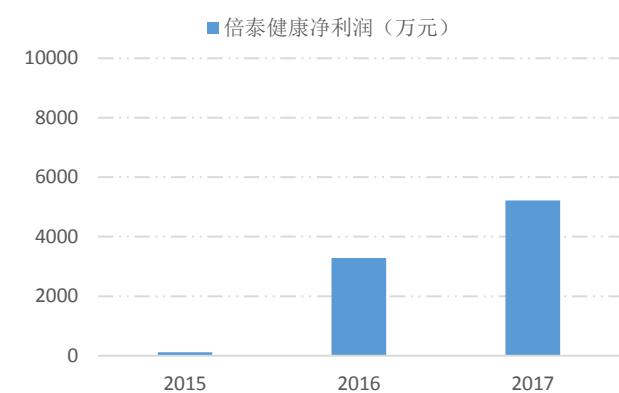
2017 年度，倍泰健康实现营业收入 3.6 亿元，同比增长 52.7%，占公司当期营业收入的 14.0%；同时实现净利润 5,222.1 万元，同比增长 59.7%。另外并购时的业绩承诺，2018 年倍泰健康在承诺口径下实际实现的净利润将不少于 9,183.3 万元，2018 年和 2019 年累计不低于 20,493.3 万元。

图 35. 倍泰健康收入增长迅速



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

图 36. 倍泰健康净利润增长迅速



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

表 5. 倍泰健康业绩承诺及完成情况

	截止 2016 年底	截止 2017 年底	截止 2018 年底	截止 2019 年底
累计承诺净利润（万元）	4,600	11,100	19,800	31,100
按业绩承诺口径计算的净利润(万元)	4,987.6	5,629.1	-	-

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

表 6. 倍泰健康未来营业收入预测情况

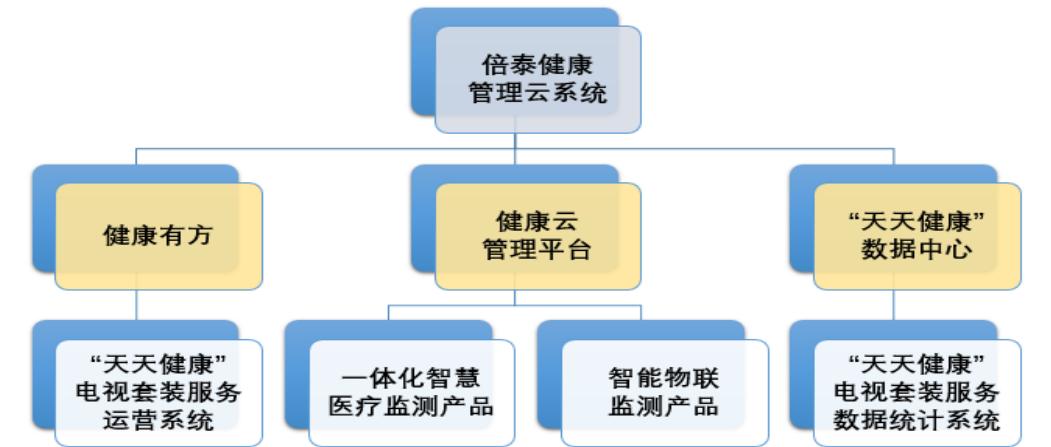
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
一体化智慧医疗监测产品	24,352.3	30,669.3	35,262.3	39,794.0
其他健康管理产品	15,840.9	17,329.8	18,580.9	19,936.2
健康管理服务	2,198.5	3,287.9	4,509.8	5,791.0
合计	42,391.7	51,287.0	58,353.0	65,521.3

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

## 协同发展，提升综合竞争实力

在智慧医疗行业快速发展的背景下，倍泰健康以“开放架构+创新合作”的理念，围绕“产品+服务”的主线，借助物联网、大数据、云存储等新一代信息技术、形成了以健康监测和管理为核心，以健康数据为支撑的，以基层健康筛查和分级诊疗为突破口，覆盖多个基层医疗应用场景的“云·管·端”的产品和服务体系。

图 37. 倍泰健康管理云系统



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

对公司来说，提出了以通信业务为基础，以物联网、大数据平台为载体，积极寻求在智慧医疗等垂直应用业务领域实现深度延伸的发展战略。目前公司已拥有了完善的物联网平台、大数据平台的优势资源，并购倍泰健康后，通过嫁接倍泰健康的“云-管-端”智慧医疗产品和服务体系，产生很好的技术协同效应，为上市公司进一步拓展智慧医疗垂直应用领域的相关业务，从而形成以人人通讯、人物通讯、物物通讯为业务主线，在智慧医疗垂直领域实现深度延伸的“服务+产品”的智慧运营服务体系。

图 38. 倍泰健康主要产品及服务



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

此外，在渠道方面，公司多年通讯行业的发展经历，已与国内主要电信运营商形成了长

期良好的合作关系；而倍泰健康则与重庆有线、湖南有线等多家地方广电网络运营商和

中国联通等电信运营商深入合作。因此通过此次并购交易，公司形成了覆盖中国移动、

中国联通、中国电信、广电网络等国内四大运营商的全方位业务渠道体系。

因此，对倍泰健康的并购完成，使得公司在向“移动通信网络智慧运营服务商”转型的过程

中，进一步完善了公司智慧运营服务体系，增强了公司整体盈利能力。未来随着物联网

行业、大健康产业的快速发展，公司将会得到充分收益。

## 盈利预测和估值

宜通世纪是国内领先的通信技术服务商，在通信产业转型升级和世界运营智能化发的时代背景下，公司提出了从“移动通信网络服务商”向“移动通信网络智慧运营服务商”升级的战略发展目标。近年来，公司通过内生和外延式相结合的方式，积极布局物联网和智慧医疗垂直应用等领域，推动企业顺利实现战略转型。

### 盈利预测

- 目前公司已成功切入物联网 CMP 平台和 AEP 平台领域，随着国内通信网络基础设施的不断完善，物联网的下游应用将会得到快速推广，从而带动整个物联网产业的快速发展，通过先发优势公司将会充分受益；
- 智慧医疗业务方面，公司完成对倍泰健康的并购形成了很好的协同效应。另外，在“健康中国”等国家战略的推动下，智慧医疗业务的市场空间将会持续快速发展，从而进一步提升公司的核心竞争力。
- 随着 5G 时代的即将来临，以及公司在通信技术服务领域的领先地位，未来公司的传统业务将会持续保持稳健发展。

表 7. 2018-2020 年公司营收预测情况

	2017	2018E	2019E	2020E
通信服务及设备				
收入（百万元）	2,152.9	2,626.6	3,283.2	4,104.0
增速	20.0%	22.0%	25.0%	25.0%
毛利率	20.2%	21.0%	22.0%	22.0%
物联网				
收入（百万元）	67.1	167.7	335.3	603.6
增速	146.5%	150.0%	100.0%	80.0%
毛利率	42.5%	44.0%	45.0%	45.0%
医疗设备及服务				
收入（百万元）	361.1	423.9	512.9	583.5
增速	-	17.4%	21.0%	13.8%
毛利率	31.0%	30.0%	32.0%	32.0%
租赁				
收入（百万元）	1.4	2.1	3.1	4.7
增速	-	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>合计</b>				
收入（百万元）	2,582.5	3,220.2	4,134.6	5,295.8
增速	41.82%	24.70%	28.39%	28.09%
毛利率	22.3%	23.4%	25.1%	25.7%

数据来源：公司公告、国元证券研究中心

基于上述的判断，我们预计 2018-2020 年，公司的营业收入分别为：32.2、41.3 和 53.0 亿元，同比增速分别为 24.7%、28.4% 和 28.1%。对应归属母公司股东净利润则

分别为：3.1、4.3 和 5.5 亿元，同比增速分别为 36.9%、37.5% 和 27.5%；按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：0.35、0.48 和 0.61 元/股。

**表 8. 宜通世纪盈利预测简表**

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,821.0	2,582.5	3,220.2	4,134.6	5,295.8
yoy	53.7%	41.8%	24.7%	28.4%	28.1%
销售毛利率	22.6%	22.3%	23.4%	25.1%	25.7%
归属母公司股东净利润	170.7	227.4	311.4	428.0	545.5
yoy	172.8%	33.2%	36.9%	37.5%	27.5%
销售净利率	9.2%	8.3%	9.2%	9.9%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	6.4%	8.1%	10.2%	11.7%
每股收益	0.19	0.25	0.35	0.48	0.61
PE	49.2	36.9	27.0	19.6	15.4

数据来源：公司公告、wind 资讯、国元证券研究中心

## 相对估值和投资建议

公司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。随着公司相继完成对天河鸿城和倍泰健康的并购，以及公司内生的发展，公司业务成功拓展到物联网平台、智慧医疗等领域。未来随着 5G 进程的日益临近，以及物联网产业的快速发展，公司将显著受益，将再次买入快速发展期。

根据前述的预测，按照公司的最新股价 9.39 元/股，对应 2018-2020 年的 PE 估值分别为 27、20 和 15 倍。另根据公司的主营业务，我们选取三维通信、高新兴、思创医惠、世纪鼎利跟公司进行估值比较，2018 和 2019 年行业平均估值为 27 和 22 倍。

**表 9. 相对估值指标对比**

公司简称	收盘价		EPS-摊薄			PE	
	2018-5-4	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
三维通信	8.82	0.09	0.41	0.47	103.3	21.5	18.8
高新兴	14.60	0.35	0.50	0.65	42.0	29.1	22.6
思创医惠	11.83	0.16	0.30	0.38	73.4	39.7	31.1
世纪鼎利	7.56	0.20	0.40	0.49	37.8	18.9	15.3
<b>平均值</b>					64.1	27.3	22.0
<b>宜通世纪</b>	<b>9.39</b>	<b>0.25</b>	<b>0.35</b>	<b>0.48</b>	<b>37.6</b>	<b>26.8</b>	<b>19.6</b>

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

注：除宜通世纪外，其余公司的 EPS 预测数据系 wind 一致预期

通过相对估值的比较，目前公司的估值和行业均值基本相当，考虑到公司在物联网平台中的稀缺性和先发优势，未来将在物联网行业快速发展的进程中将充分受益，会获得快于行业发展的成长性。对此，给予公司 2018 年 30 倍，2019 年 25 倍估值较为合理，对应股价为 10.5~12 元/股，给予公司“增持”的投资评级。

## 风险提示

- 1、物联网行业发展低于预期等风险；
- 2、5G 进程低于预期的风险；
- 3、“中兴事件”对通信行业才升的不利影响；
- 4、并购产生的协同效应不及预期的风险。

附表 1. 利润表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1820.95	2582.46	3220.21	4134.55	5295.77
减: 营业成本	1409.81	2007.37	2467.27	3096.60	3933.63
营业税金及附加	14.65	17.21	29.38	37.73	48.32
营业费用	31.23	54.05	61.18	82.69	111.21
管理费用	170.41	233.43	302.70	413.46	556.06
财务费用	-6.80	-8.25	-13.82	-15.88	-17.65
资产减值损失	12.69	25.81	27.80	43.20	55.40
加: 投资收益	3.22	0.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	192.18	253.29	345.69	476.76	608.81
加: 其他非经营损益	8.08	1.39	4.33	4.33	4.33
<b>利润总额</b>	200.26	254.68	350.02	481.09	613.14
减: 所得税	33.55	41.56	52.50	72.16	91.97
<b>净利润</b>	166.71	213.12	297.52	408.93	521.17
减: 少数股东损益	-4.03	-14.30	-13.91	-19.12	-24.36
<b>归属母公司股东净利润</b>	170.74	227.42	311.43	428.04	545.53

数据来源：公司公告、wind 资讯、国元证券研究中心

附表 2. 资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1062.94	737.03	764.96	821.33	971.52
应收和预付款项	604.02	1017.73	980.33	1584.27	1700.26
存货	339.58	318.04	519.90	531.77	804.17
其他流动资产	65.06	157.65	157.65	157.65	157.65
长期股权投资	19.72	21.30	21.30	21.30	21.30
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	126.13	250.11	246.27	241.03	235.59
无形资产和开发支出	927.89	1719.20	1710.32	1701.45	1692.58
其他非流动资产	10.42	198.35	197.94	197.53	197.53

<b>资产总计</b>	3155.76	4419.39	4598.67	5256.32	5780.59
短期借款	0.00	58.23	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	791.87	799.74	783.35	1092.03	1171.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.40	2.67	2.67	2.67	2.67
<b>负债合计</b>	794.27	860.64	786.02	1094.70	1174.21
股本	443.93	893.98	893.98	893.98	893.98
资本公积	1467.60	2037.10	2037.10	2037.10	2037.10
留存收益	445.83	629.20	897.00	1265.09	1734.22
<b>归属母公司股东权益</b>	2357.36	3560.28	3828.09	4196.18	4665.30
少数股东权益	4.13	-1.53	-15.44	-34.55	-58.92
<b>股东权益合计</b>	2361.49	3558.75	3812.65	4161.62	4606.38
<b>负债和股东权益合计</b>	3155.76	4419.39	4598.67	5256.32	5780.59

数据来源：公司公告、wind 资讯、国元证券研究中心

### 附表 3. 现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	102.93	75.98	170.75	174.79	302.75
投资性现金净流量	-227.42	-874.57	-56.32	-76.32	-96.32
筹资性现金净流量	956.86	495.72	-86.50	-42.11	-56.24
<b>现金流量净额</b>	832.37	-303.06	27.94	56.36	150.19

数据来源：公司公告、wind 资讯、国元证券研究中心



## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义
	二级市场评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐 行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上	回避 行业基本面差，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：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；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)