

研发稳固核心竞争力, M2M 终端定制成长可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年半年报, 实现营业收入 1.9 亿元, 相比去年同期增长 32.2%; 实现归母净利润 4871.0 万元, 同比增长 10.2%。
- **海外市场业绩增幅稳定, 研发与销售投入大幅提升。** 据公司半年报显示, 2018 年上半年公司主营业务收入达到 1.89 亿, 同比增长 32.2%。业绩的增长主要得益于公司新客户的开拓, 公司持续深耕境外市场, 开拓了非洲、中东等地区客户, 产品销售覆盖全球超过 140 个国家; 另一方面, 顺应国内物联网迅猛发展的态势, 公司也积极组建团队拓展国内市场。2018 年上半年, 公司销售费用合计 1268.1 万元, 比去年同期上升 81.22%, 同时研发费用为 2682.7 万元, 比去年同期增长 45.7%。这表明公司正加大市场投入, 提高核心竞争力, 积极开拓市场。
- **5G 商用标准完整出台, 带动 M2M 行业高速增长。** 2018 年 6 月, 国际通信行业标准化组织 3GPP 确定了 5G 独立组网标准, 标志着 5G 已经完成了标准化工作, 正式开始落地冲刺。5G 商用的落地需要移动互联网与物联网应用的融合发展和支持, 移为作为行业领先的物联网终端制造商, 其所在的 M2M 行业发展前景广阔。根据工信部预计, 到 2020 年, 全球联网设备数量将达到 260 亿个, 中国总体产业规模突破 1.5 万亿元, 公众网络 M2M 连接数突破 17 亿。
- **芯片级开发能力开拓市场, 个性化定制服务独树一帜。** 由于公司将芯片开发和流程设计作为其核心竞争力, 与市场上的追踪仪器厂商直接外购定位模块与通信模块相比, 公司投入大量的研发费用以维系公司的核心竞争力。高额的研发费用对 2018 年上半年业绩造成一定程度压力。但目前公司基于 5G 网络物联网应用的创新产品已投入生产销售, 旗下产品 GL300MA 于近日通过了美国电信运营商 AT&T 的认证测试并取得相关认证证书。在 5G 商用即将落地的背景下, 公司产品独具竞争力, 看好 2018 年下半年及以后的收入增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73 元、0.93 元、1.22 元, 随着新产品投入市场, 我们看好公司在物联网全新趋势性赛道中的潜力, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 物联网需求或不及预期、市场竞争加剧的风险、汇率波动的风险。

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 362.45 | 485.12 | 634.85 | 838.54 |
| 增长率 | 34.16% | 33.85% | 30.87% | 32.08% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 96.94 | 116.18 | 148.53 | 194.93 |
| 增长率 | 1.75% | 19.84% | 27.85% | 31.24% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.61 | 0.73 | 0.93 | 1.22 |
| 净资产收益率 ROE | 12.60% | 12.51% | 14.10% | 15.99% |
| PE | 35 | 29 | 23 | 17 |
| PB | 4.37 | 3.62 | 3.19 | 2.76 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

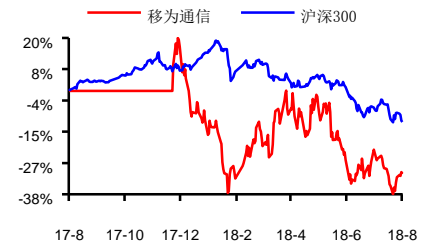
分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 王彦龙
电话: 010-57631191
邮箱: wangyanl@swsc.com.cn

联系人: 程硕
电话: 010-57631190
邮箱: chengsh@swsc.com.cn

联系人: 黄弘扬
电话: 021-58351773
邮箱: hhy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股) | 1.60 |
| 流通 A 股(亿股) | 0.97 |
| 52 周内股价区间(元) | 18.7-36.42 |
| 总市值(亿元) | 33.60 |
| 总资产(亿元) | 8.77 |
| 每股净资产(元) | 4.91 |

相关研究

目 录

| | |
|-------------------------------------|----------|
| 1 专业的 M2M 终端设备定制企业 | 1 |
| 2 乘 5G 商用东风，精确瞄准细分领域 | 3 |
| 2.1 5G 商用进入落地冲刺，带动 M2M 行业高速发展 | 3 |
| 2.2 车载追踪行业领先，个性化定制服务独树一帜 | 3 |
| 2.3 芯片级开发能力开拓市场 | 5 |
| 3 盈利预测与估值 | 5 |
| 4 风险提示 | 6 |

图 目 录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1: 公司近几年营业收入及增速 | 1 |
| 图 2: 公司近几年净利润及增速 | 1 |
| 图 3: 公司近几年以来三费率 | 1 |
| 图 4: 公司近几年地区营业收入占比 | 1 |
| 图 5: 公司及对标企业近年来毛利率情况 | 2 |
| 图 6: 公司 2014 年以来车载追踪产品收入及增长率 | 2 |
| 图 7: 公司 2017 年产品收入构成 | 2 |
| 图 8: 2013-2020 年全球物联网设备数量及预测 | 3 |
| 图 9: 车联网行业市场规模预测 | 4 |
| 图 10: 国内车载无线终端出货量及增长率 | 4 |
| 图 11: 公司所处产业链示意图 | 4 |
| 图 12: 移为通信主要产品 | 4 |
| 图 13: 2014 年以来公司研发支出及占收入比例 | 5 |

表 目 录

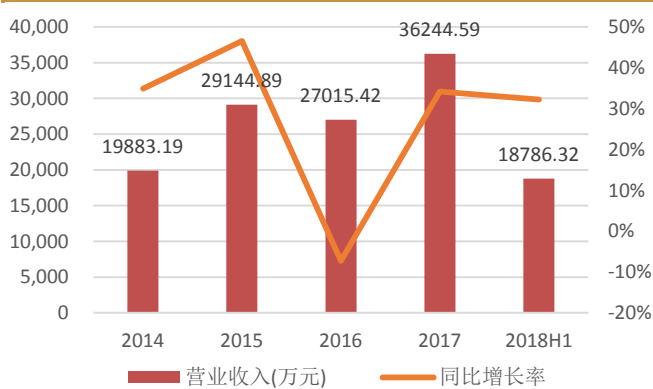
| | |
|-------------------------|---|
| 表 1: 分业务收入及毛利率 | 6 |
| 表 2: 无线通信模块可比公司估值 | 6 |
| 附表: 财务预测与估值 | 7 |

1 专业的 M2M 终端设备定制企业

国内领先的 M2M 设备供应商，自主研发增强核心竞争力。公司专注于物联网产业前端的信息采集领域，是业界领先的无线物联网设备和解决方案提供商。区别于行业内大多数需要向第三方采购模具进行组装的 M2M 模块集成厂商，公司直接面向下游需求，借助其强大的芯片研发设计能力自主进行终端定制，产品性能良好，反应快速。目前，公司产品已获得 CE, FCC 及 PTCRB 等认证，并采用直销模式，远销北美洲，南美洲，欧洲等 100 多个国家，成为这些国家的主流供应商之一，积累了优质稳定的客户资源。

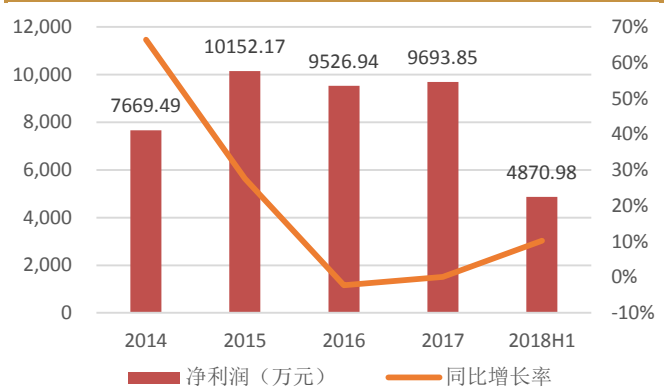
海外市场业绩增幅稳定，积极拓展国内市场。过去几年，公司处于市场拓展期，业绩稳步增长（2016 年，因为大客户 Octo 订单结束导致的营收略有下降），2014-2017 年期间营业收入年复合增长率为 22%。2018 年上半年，公司营收达到 1.89 亿，同比增长 32.2%，继续保持稳健增长。由于公司拓展业务，三费稍有增加，导致利润增幅略小，2014-2017 年期间净利润年复合增长率仅为 8%。2018 年上半年，公司归母净利润达到 4870.98 万元，同比增长 10.18%，高于预期。收入的稳定增长，得益于公司新客户的开拓，公司持续深耕境外市场，开拓了非洲、中东等地区客户，产品销售覆盖全球超过 140 个国家；另一方面，顺应国内物联网迅猛发展的态势，公司也积极组建团队拓展国内市场，不仅推出了包括 CL10、CV10、CD10 等多款专为国内市场打造的产品，也逐步与国内运营商建立了合作关系，拓展了销售渠道。

图 1：公司近几年营业收入及增速



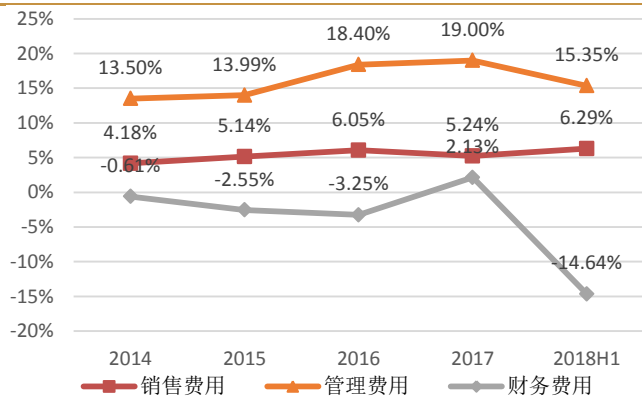
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司近几年净利润及增速



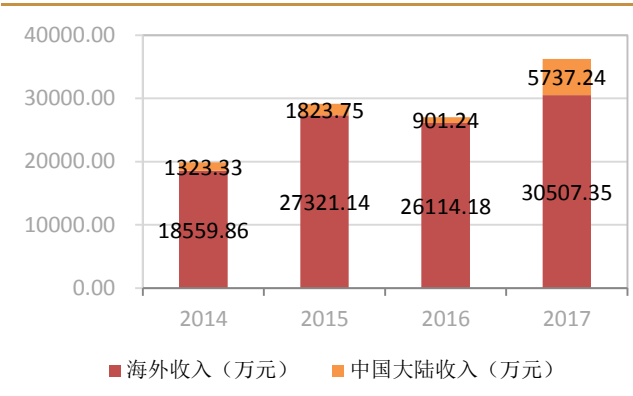
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司近几年以来三费率



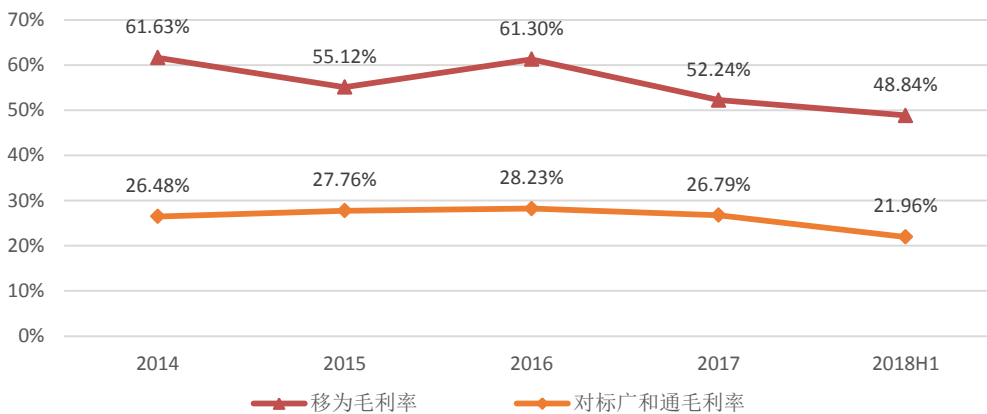
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司近几年地区营业收入占比



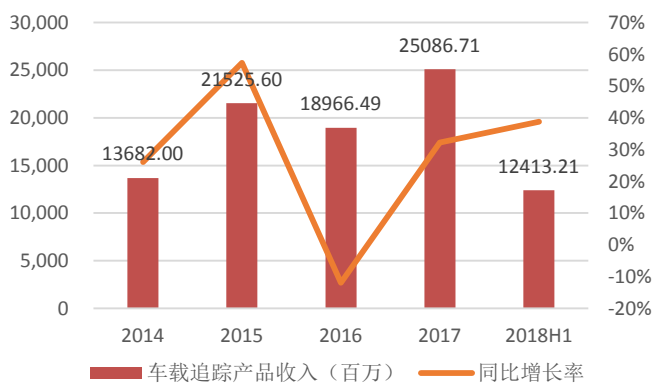
数据来源：公司公告，西南证券整理

销售与研发投入加大，毛利率长期处于高位。近年来，公司产品的毛利率保持在 50% 以上，远高于行业平均水平，主要原因一方面是公司注重品控，产品故障率低、反应速度快，深得海外用户喜爱，国外客户对质量更加看重，因此客户价格敏感性不太高，定价更占优势；另一方面是公司自行设计无线通信模块和定位模块的功能，不用外购通信模块，少了一个环节，具有成本控制优势。随着公司对于产品应用场景的了解以及积累使得公司不断为产品的用法进行改善，为客户提供优化，产品在产品质量性能、稳定性、抗干扰能力、大数据分析能力、信息采集和响应后台速度方面都具有核心竞争力，毛利率可以长期维持较高水准。2018 年上半年，公司扣非后净利润为 42,19.67 万元，同比增长 6.54%，显著小于收入增长水平，销售费用合计 1268.14 万人民币，比去年同期上升 81.22%，原因是销售人员及薪酬的增加；同时募投研发项目进展顺利，研发费用为 2682.74 万人民币，比同期增长 45.70%。主要缘于公司正加大市场投入，提高核心竞争力，积极开拓市场。

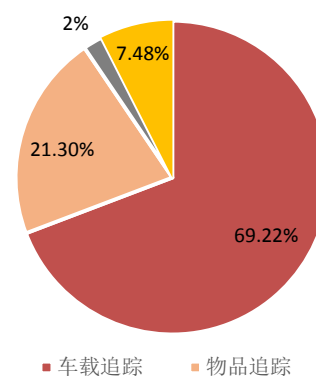
图 5：公司及对标企业近年来毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

深耕资产追踪管理。公司主要产品分三大类，即车载追踪通讯产品、物品追踪通讯产品和个人追踪通讯产品，均为资产管理及追踪类产品，可进行精确定位、追踪各类资产，满足各类客户管理需求。其中，车载追踪通讯产品占主流，其销售收入占营收的 70% 左右，是公司最主要的利润来源，2014-2017 年间车载追踪产品销售收入年复合增长 22%。除此之外，物品追踪通讯产品销售收入占 20% 左右，个人追踪通讯产品销售收入占 5% 左右。公司其他产品主要系公司销售的追踪通讯器的配件，如天线、电池等，占比较小。

图 6：公司 2014 年以来车载追踪产品收入及增长率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2017 年产品收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

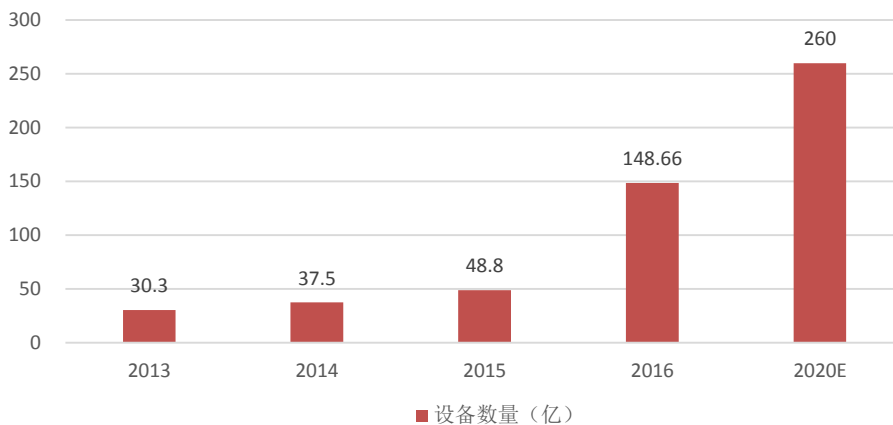
2 乘 5G 商用东风，精确瞄准细分领域

2.1 5G 商用进入落地冲刺，带动 M2M 行业高速发展

5G 商用标准完整出台，产业链加快步伐。2018 年 6 月，国际通信行业标准化组织 3GPP 确定了 5G 独立组网标准，标志着 5G 已经完成了标准化工作，正式开始落地冲刺。目前，全球 134 家运营商已经对 5G 技术进行了实地测试，基于独立组网标准的 5G 商用系统与 5G 智能手机的发布时间也纷纷被提上日程。5G 产业链发展步伐加速，加快了把先进理念、技术、优势转化成为生产力的速度，网络、基站系统、终端、物联网等产业链发展都将受益。5G 商用的落地需要移动互联网与物联网应用的融合发展和支持，而对于物联网产业来说，5G 将带动物联网行业飞速前进。进入 5G 时代，网络可支持的用户连接数增长到 100 万用户 / 平方公里，可以提供用户所需的连接灵活性，驱动标准物联网构建模块通信所需的核心工具。据前瞻产业研究院《中国物联网行业细分市场需求与投资机会分析报告》预计，2020 年国内物联网产业规模将达 2 万亿。这将意味着物联网思维方式和商业模式的将会全面变革。

物联网定制终端行业领先，M2M 前景可期。公司作为行业领先的物联网终端制造商，其所在的 M2M 行业发展前景广阔。政策方面，无线 M2M 终端作为物联网重要领域，是国家战略性新兴产业，中央和地方各级政府部门相继密集出台相关扶持政策，将有力推动国内市场需求的快速增长。用户发展方面，根据工信部预计，到 2020 年，具有国际竞争力的物联网产业体系基本形成，预计到 2020 年全球物联网设备数量将达到 260 亿个，公众网络 M2M 连接数突破 17 亿。技术方面，工信部在提出加快制定基于 LTE-V2X 的无线通信网络建设及关键技术标准体系，未来 LTE 技术将快速发展，到 2019 年，基于 LTE 技术的 M2M 将成为主流，基于 2G 技术的 M2M 终端将下降至 20%。

图 8：2013-2020 年全球物联网设备数量及预测



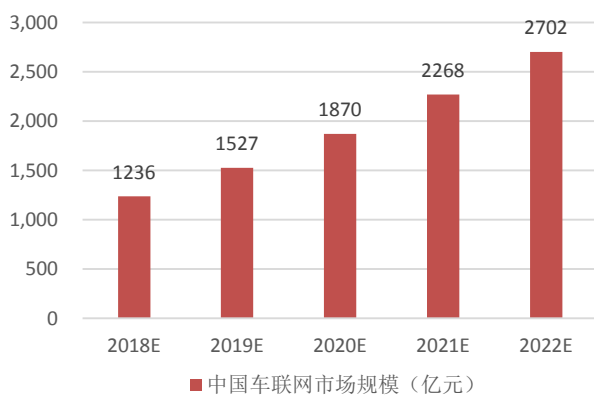
数据来源：GSMA，西南证券整理

2.2 车载追踪行业领先，个性化定制服务独树一帜

公司主营业务聚焦嵌入式无线 M2M 终端设备研发、销售业务，车联网助力车载追踪产品高速发展。公司所生产的 M2M 终端设备嵌入车队车辆、物品和人身上，采集如位置，驾驶习惯或温度信息，通过通信将信息传导至 M2 服务商，作为信息需求方则通过数据分析对

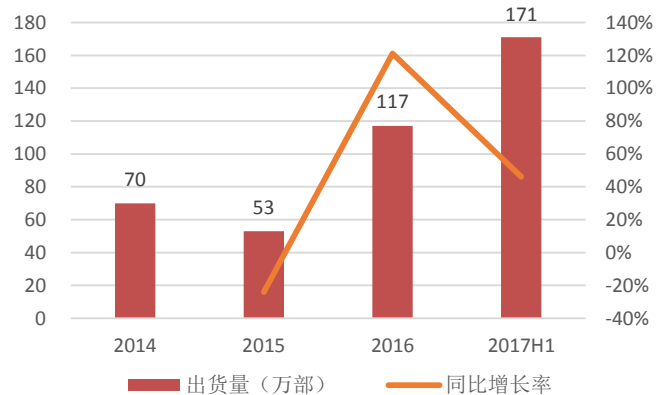
客户实现精细化管理或个性化服务。其中，车载追踪作为车联网的重要支持设备，未来需求旺盛。根据中投顾问发布的《2017-2021 年中国车联网行业深度调研及投资前景预测报告》预计，2017 年我国车联网行业市场规模达到 2696 亿元，未来五年年均复合增长率约为 15.43%。全球联网汽车份额约为 35%；预计到 2020 年新售车辆到 1 亿辆，联网汽车份额接近 98%。中国信息通信研究院数据显示：2017 年上半年，国内车载无线终端出货量 170.9 万部，同比增长 46.0%，远高于同期国内汽车销量 3.81% 的增速（汽车增速为中汽协公布数据）；其中 4G 产品出货量 108 万部，同比增长 361.9%，占比 63.2%。同时，智能化已经成为车载终端的发展趋势，越来越多的车载产品开始搭载操作系统以实现智能化服务，例如目前车联网的辅助驾驶，车辆终端对人与车、环境之间的信息交互非常重要，移为作为车联网核心追踪设备提供商，将最先受益于车联网的快速发展。

图 9：车联网行业市场规模预测



数据来源：中国信息通信研究院，西南证券整理

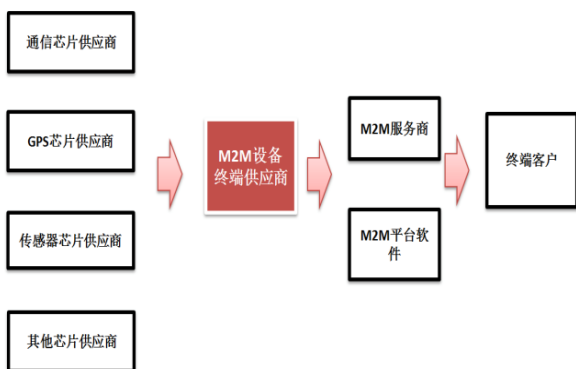
图 10：国内车载无线终端出货量及增长率



数据来源：中国信息通信研究院，西南证券整理

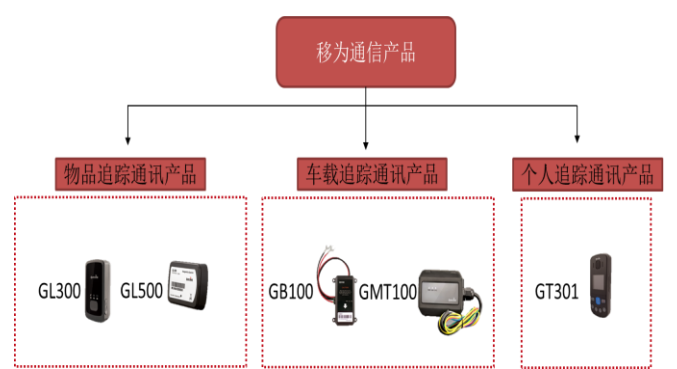
定制动物追踪，新领域开拓市场。公司除了在车载追踪产品方面深度布局之外，还积极拓展其他领域，进行个性化定制。例如，公司在今年上半年与澳大利亚利得制品签署了《产品开发协议》及《生产与供应协议》，澳大利亚利得制品是世界领先的动物识别系统方案生产商以及兽药、其他畜牧相关产品的分销商，公司为其提供特定动物追踪、追溯和识别产品，这一领域市场空间极大，有望借助公司优秀的海外市场拓展能力拓展全球动物追踪市场。

图 11：公司所处产业链示意图



数据来源：公开数据整理，西南证券整理

图 12：移为通信主要产品



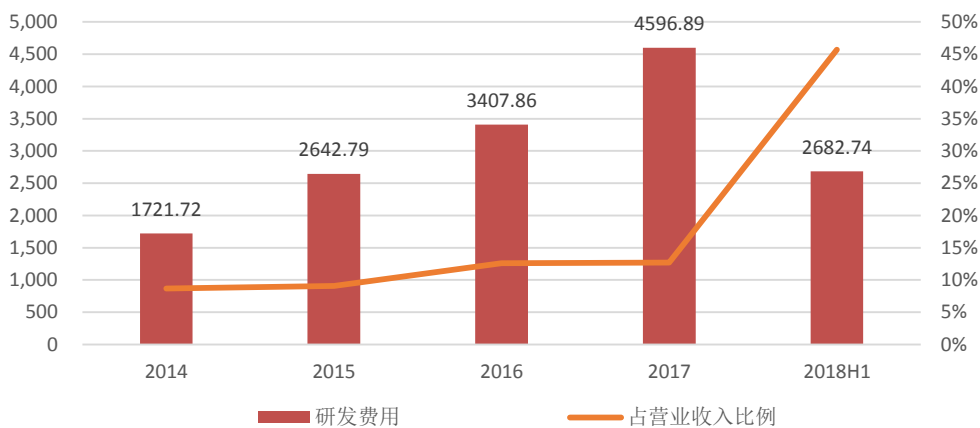
数据来源：公司官网，西南证券整理

2.3 芯片级开发能力开拓市场

芯片级开发系其核心竞争力。区别于市场常用的模块组装式追踪仪器，公司的研发团队直接基于基带芯片、定位芯片进行硬件设计和开发，满足客户的不同需求。同时，公司的研发团队对传统的传感器和处理系统进行系统性能提升，以便满足不同追踪器的传感器敏感度要求，达成客户的个性化定制需求。

研发投入持续加大，看好后续营收增长。由于公司将芯片开发和流程设计作为其核心竞争力，与市场上的追踪仪器厂商直接外购定位模块与通信模块相比，公司更需要大量研发人员，并投入大量的研发费用以维系公司的核心竞争力。高额的研发费用对 2018 年上半年利润造成一定程度影响。但目前公司创新产品已投入生产销售，旗下产品 GL300MA 于近日通过了美国电信运营商 AT&T 的认证测试并取得相关认证证书，GL300MA 基于新一代低功耗物联网技术 LTE CAT M1 标准开发，能够同时支持 eMTC、NB-IoT 两种窄带物联网通信制式，是 5G 网络针对物联网应用的最前沿技术。在 5G 商用即将落地的背景下，公司产品独具竞争力，看好 2018 年下半年及以后的收入及利润增长。

图 13：2014 年以来公司研发支出及占收入比例



数据来源：公司官网，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：据麦姆斯咨询报道，全球追踪装置市场将快速增长，预计到 2023 年全球追踪装置市场将增长至 28.9 亿美元，公司今年上半年车载追踪产品增长约 40%，势头强势，预计未来广阔市场中业绩空间较大，毛利率稳定略有下降；

假设 2：物品追踪和个人追踪产品目前渗透率不足 1%，考虑到需求需要逐步释放，预计公司在这两类产品的市场稳步提升，毛利率水平基本稳定；

假设 3：随着规模效应凸显，公司管理和销售费用率会逐年下降。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1: 分业务收入及毛利率

| 单位: 百万元 | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------|-----|----------|--------|--------|--------|
| 车载追踪产品 | 收入 | 250.87 | 356.24 | 480.92 | 649.24 |
| | 增速 | 32.04% | 42.00% | 35.00% | 35.00% |
| | 毛利率 | 51.7% | 49.0% | 48.0% | 47.0% |
| 物品追踪产品 | 收入 | 77.21 | 84.93 | 97.67 | 117.20 |
| | 增速 | 42.98% | 10.00% | 15.00% | 20.00% |
| | 毛利率 | 57.1% | 51.0% | 49.0% | 47.0% |
| 个人追踪产品 | 收入 | 7.25 | 8.70 | 10.44 | 12.53 |
| | 增速 | 20.83% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| | 毛利率 | 64.2% | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| 其他 | 收入 | 27.12 | 35.26 | 45.83 | 59.58 |
| | 增速 | 0.291429 | 30% | 30% | 30% |
| | 毛利率 | 40.1% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 合计 | 收入 | 362.45 | 485.12 | 634.85 | 838.54 |
| | 增速 | 33.75% | 33.85% | 30.87% | 32.08% |
| | 毛利率 | 52.24% | 48.89% | 47.77% | 46.70% |

数据来源: Wind, 西南证券

公司专注于 M2M 终端设备, 物联网领域属于全新趋势性赛道, 随着新领域、新客户和新产品的发力, 公司未来三年营收及利润弹性较高, 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73 元、0.93 元、1.22 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 2: 无线通信模块可比公司估值

| 可比公司 | 股价(元) | EPS(元) | | | | PE(倍) | | | |
|------|-------------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | (2018.8.16) | 17A | 18E | 19E | 20E | 17A | 18E | 19E | 20E |
| 广和通 | 27.39 | 0.37 | 0.57 | 0.81 | 1.04 | 74.86 | 48.60 | 34.20 | 26.63 |
| 日海智能 | 20.57 | 0.33 | 0.74 | 1.08 | 1.51 | 65.36 | 29.15 | 19.97 | 14.28 |
| 高新兴 | 7.68 | 0.35 | 0.33 | 0.43 | 0.56 | 22.17 | 23.52 | 18.05 | 13.86 |
| 盈趣科技 | 49.20 | 2.59 | 2.82 | 3.83 | 4.44 | 19.37 | 17.79 | 13.10 | 11.30 |
| 均值 | | | | | | 45.44 | 29.76 | 21.33 | 16.52 |

数据来源: Wind, 西南证券整理

4 风险提示

物联网需求或不及预期、市场竞争加剧的风险、汇率波动的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 362.45 | 485.12 | 634.85 | 838.54 | 净利润 | 96.94 | 116.18 | 148.53 | 194.93 |
| 营业成本 | 173.09 | 247.93 | 331.56 | 446.97 | 折旧与摊销 | 2.03 | 4.96 | 4.96 | 3.34 |
| 营业税金及附加 | 1.23 | 0.53 | 1.02 | 1.34 | 财务费用 | 7.71 | -5.92 | -7.24 | -0.78 |
| 销售费用 | 18.99 | 32.02 | 38.09 | 41.93 | 资产减值损失 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 68.85 | 88.29 | 111.10 | 134.17 | 经营营运资本变动 | -328.56 | -109.31 | -153.06 | -213.90 |
| 财务费用 | 7.71 | -5.92 | -7.24 | -0.78 | 其他 | 299.56 | -9.21 | -4.66 | -6.75 |
| 资产减值损失 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 77.76 | -3.30 | -11.46 | -23.16 |
| 投资收益 | 9.26 | 8.00 | 8.00 | 8.00 | 资本支出 | -2.91 | -179.76 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -296.94 | 70.19 | 8.00 | 8.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -299.86 | -109.57 | 8.00 | 8.00 |
| 营业利润 | 104.07 | 130.27 | 168.33 | 222.92 | 短期借款 | 5.00 | -5.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 6.41 | 6.41 | 6.41 | 6.41 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 110.48 | 136.68 | 174.74 | 229.33 | 股权融资 | 534.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 13.54 | 20.50 | 26.21 | 34.40 | 支付股利 | -64.00 | -19.39 | -23.24 | -29.71 |
| 净利润 | 96.94 | 116.18 | 148.53 | 194.93 | 其他 | 5.72 | 5.92 | 7.24 | 0.78 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 480.93 | -18.47 | -16.00 | -28.93 |
| 归属母公司股东净利润 | 96.94 | 116.18 | 148.53 | 194.93 | 现金流量净额 | 249.31 | -131.34 | -19.46 | -44.08 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 395.65 | 264.32 | 244.86 | 200.78 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 88.39 | 114.29 | 153.61 | 203.23 | 销售收入增长率 | 34.16% | 33.85% | 30.87% | 32.08% |
| 存货 | 88.01 | 125.73 | 166.91 | 226.48 | 营业利润增长率 | -1.34% | 25.17% | 29.22% | 32.43% |
| 其他流动资产 | 300.66 | 402.42 | 526.63 | 695.60 | 净利润增长率 | 1.75% | 19.84% | 27.85% | 31.24% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 15.63% | 13.62% | 28.41% | 35.79% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 4.29 | 1.25 | -1.79 | -4.84 | 毛利率 | 52.24% | 48.89% | 47.77% | 46.70% |
| 无形资产和开发支出 | 0.07 | 179.53 | 179.24 | 178.95 | 三费率 | 26.36% | 23.58% | 22.36% | 20.91% |
| 其他非流动资产 | 4.35 | 2.73 | 1.10 | 1.10 | 净利率 | 26.75% | 23.95% | 23.40% | 23.25% |
| 资产总计 | 881.43 | 1090.27 | 1270.55 | 1501.30 | ROE | 12.60% | 12.51% | 14.10% | 15.99% |
| 短期借款 | 5.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 11.00% | 10.66% | 11.69% | 12.98% |
| 应付和预收款项 | 101.09 | 155.28 | 209.51 | 273.99 | ROIC | 39.57% | 18.76% | 17.25% | 19.09% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 31.40% | 26.66% | 26.16% | 26.89% |
| 其他负债 | 5.97 | 6.64 | 7.40 | 8.44 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 112.06 | 161.92 | 216.91 | 282.43 | 总资产周转率 | 0.63 | 0.49 | 0.54 | 0.61 |
| 股本 | 160.00 | 160.00 | 160.00 | 160.00 | 固定资产周转率 | 119.54 | 175.20 | -2323.57 | -252.93 |
| 资本公积 | 435.90 | 435.90 | 435.90 | 435.90 | 应收账款周转率 | 6.49 | 7.15 | 6.89 | 6.89 |
| 留存收益 | 173.47 | 270.25 | 395.55 | 560.77 | 存货周转率 | 2.47 | 2.31 | 2.25 | 2.25 |
| 归属母公司股东权益 | 769.37 | 866.16 | 991.45 | 1156.67 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.96% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 62.19 | 62.19 | 62.19 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 769.37 | 928.35 | 1053.64 | 1218.86 | 资产负债率 | 12.71% | 14.85% | 17.07% | 18.81% |
| 负债和股东权益合计 | 881.43 | 1090.27 | 1270.55 | 1501.30 | 带息债务/总负债 | 4.46% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 8.11 | 5.76 | 5.14 | 4.77 |
| | | | | | 速动比率 | 7.29 | 4.96 | 4.35 | 3.95 |
| | | | | | 股利支付率 | 66.02% | 16.69% | 15.64% | 15.24% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.61 | 0.73 | 0.93 | 1.22 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.81 | 5.80 | 6.59 | 7.62 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.49 | -0.02 | -0.07 | -0.14 |
| | | | | | 每股股利 | 0.40 | 0.12 | 0.15 | 0.19 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | |
| EBITDA | 113.81 | 129.31 | 166.05 | 225.47 | | | | | |
| PE | 34.66 | 28.92 | 22.62 | 17.24 | | | | | |
| PB | 4.37 | 3.62 | 3.19 | 2.76 | | | | | |
| PS | 9.27 | 6.93 | 5.29 | 4.01 | | | | | |
| EV/EBITDA | 26.08 | 23.93 | 18.75 | 14.01 | | | | | |
| 股息率 | 1.90% | 0.58% | 0.69% | 0.88% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|--------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 机构销售 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 机构销售 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 机构销售 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 机构销售 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 陈霄 (广州) | 机构销售 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |