



## 工业互联网全球龙头

### 投资要点

- **依托多元业务, 构建“先进制造+工业互联网”新生态。**工业富联是全球领先的通信网络设备、云服务设备、精密工具及工业机器人专业设计制造服务商, 依托在工业互联网智能制造领域的多年深耕, 凭借丰富的通信网络、云服务设备和自动化制造的行业经验和数据积累, 确立了行业龙头地位。公司建立了“电子化、零组件、模块机光电垂直整合服务商业模式 (eCMMs)”。
- **传统业务保障盈利攀升, 重视研发布局前端领域。**公司营业收入从 2015 年度的 2728.0 亿元增长至 2018 年度的 4153.8 亿元; 归母净利润从 2015 年度的 143.5 亿元增长至 2018 年度的 169.0 亿元。公司重视技术研发, 研发支出持续增加。公司在智能制造和工业互联网领域研发投入巨大, 2018 年度, 研发支出 90.0 亿元, 同比增长 13.4%, 主要因为公司在智能制造和工业互联网领域研发投入巨大。
- **工业互联网实践先锋, 协助智能制造产业转型。**公司致力于提供以工业互联网为核心的产品设计、制造与服务技术, 协助智能制造的产业转型, 打造“智能制造+工业互联网”新生态。公司拥有得天独厚的海量工业数据, 业内顶尖的工业互联网人才, 采集核心数据并向上延伸至云网层、平台层、应用层、数据安全等领域。深圳“熄灯工厂”, 通过改造, 生产线从 318 个工作人员降低到 38 个工作人员, 生产效率提升 30%, 库存周期降低 15%。
- **电子设备智能制造稳定增长, 未来空间广阔。**根据 IDC 数据库统计, 全球电子设备智能制造行业收入到 2021 年可达到约 5260 亿美元。其中, 亚洲市场在全球电子设备智能制造行业总收入占比超过 80%, 预计到 2021 年, 亚洲市场收入将达到约 4299 亿美元。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.98 元、1.17 元、1.34 元。考虑到全球智能时代的到来, 刺激全球对电子智能设备的需求量, 物联网产业呈现快速增长的态势, 电子设备智能制造行业将迎来新的历史发展机遇。在此背景之下, 结合行业平均估值水平, 我们给予公司 2019 年 20 倍估值。对应目标价 19.60 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧; 客户集中度较高, 下游客户需求变化快的风险; 投资项目不及预期的风险; 汇率风险。

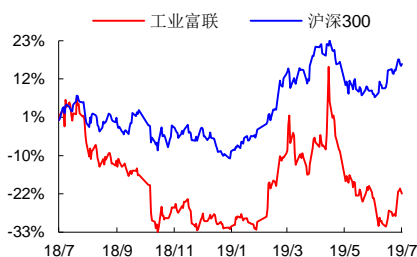
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	415377.70	457881.96	511566.50	579516.76
增长率	17.16%	10.23%	11.72%	13.28%
归属母公司净利润 (百万元)	16902.31	19515.59	23280.69	26661.49
增长率	6.52%	15.46%	19.29%	14.52%
每股收益 EPS (元)	0.85	0.98	1.17	1.34
净资产收益率 ROE	23.37%	21.89%	21.14%	19.89%
PE	15	13	11	9
PB	3.48	2.81	2.28	1.87

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈杭  
执业证号: S1250519060004  
电话: 021-68415309  
邮箱: chenhang@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)	198.44
流通 A 股(亿股)	16.09
52 周内股价区间(元)	11.38-19.61
总市值(亿元)	2,522.23
总资产(亿元)	1,694.25
每股净资产(元)	3.81

### 相关研究

## 目 录

<b>1 依托多元业务，构建“先进制造+工业互联网”新生态</b> .....	<b>1</b>
<b>2 传统业务保障盈利攀升，重视研发布局前端领域</b> .....	<b>3</b>
2.1 双核心业务驱动盈利稳步增长 .....	3
2.2 上游价格外挫毛利率，内部研发持续增加 .....	4
<b>3 工业互联网实践先锋，协助智能制造产业转型</b> .....	<b>5</b>
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>9</b>
4.1 盈利预测 .....	9
4.2 相对估值 .....	10
<b>5 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司主要产品.....	2
图 4: 2015-2018 年公司营收及增长率.....	3
图 5: 2015-2018 年公司归母净利润及增长率.....	3
图 6: 2015-2018 年公司营收构成.....	3
图 7: 2018 年营收构成占比.....	3
图 8: 2015-2018 年公司毛利和毛利率.....	4
图 9: 2015-2018 年公司各业务毛利率变化.....	4
图 10: 2015-2018 年销售费用、管理费用、财务费用占比.....	4
图 11: 2015-2018 年研发费用和增长率.....	4
图 12: 公司主要产品及应用.....	5
图 13: 2014-2021E 全球电子设备智能制造行业规模.....	6
图 14: 2014-2021E 全球电子设备智能制造行业复合增长率.....	6
图 15: 2014-2021E 全球电信设备及网络设备制造市场规模.....	6
图 16: 智能手机出货量预测.....	6
图 17: 2014-2021E 全球服务器及存储设备制造市场规模.....	7
图 18: 全球电子制造服务行业竞争格局.....	7

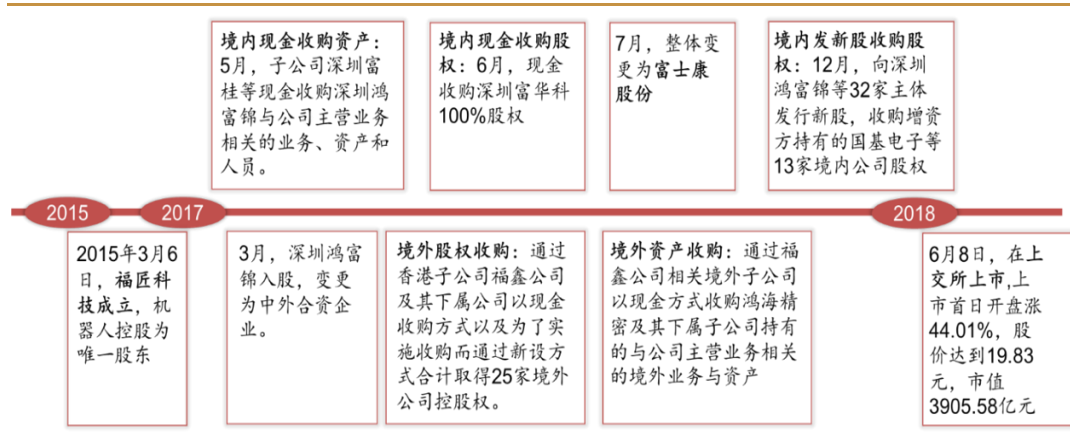
## 表 目 录

表 1: 公司通信网络设备主要竞争对手.....	7
表 2: 公司云服务设备主要竞争对手.....	8
表 3: 分业务收入及毛利率.....	9
表 4: 可比公司估值情况.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

# 1 依托多元业务，构建“先进制造+工业互联网”新生态

工业富联成立于2015年3月6日，是全球领先的通信网络设备、云服务设备、精密工具及工业机器人专业设计制造服务商，依托在工业互联网智能制造领域的多年深耕，凭借丰富的通信网络、云服务设备和自动化制造的行业经验和数据积累，确立了行业龙头地位。

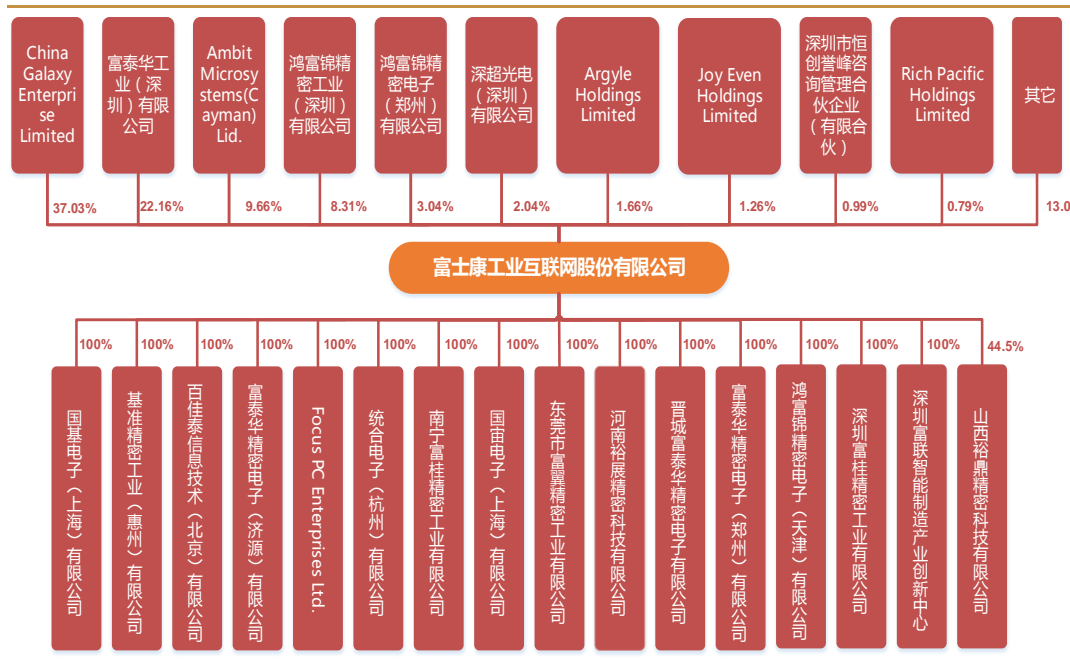
图 1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2018年6月8日，工业富联正式在上海证券交易所成功上市并募集资金267.2亿元。本次发行所募集资金拟主要聚焦于工业互联网平台构建、云计算及高效能运算平台、高效运算数据中心、通信网络及云服务设备、5G及物联网互联互通解决方案、智能制造新技术研发应用、智能制造产业升级、智能制造产能扩建八个部分进行投资。截至2018年12月31日，发行人的全资及控股境内子公司共34家，全资及控股境外子公司共30家。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司主要从事各类电子设备产品的设计、研发、制造与销售业务，依托于工业互联网为全球知名客户提供智能制造和科技服务解决方案，建立了“电子化、零组件、模块机光电垂直整合服务商业模式”（简称 eCMMs）。公司主要产品涵盖**通信网络设备**、**云服务设备**、**精密工具和工业机器人**，相关产品主要应用于智能手机、宽带和无线网络、多媒体服务运营商的基础建设、电信运营商的基础建设、互联网增值服务商所需终端产品、企业网络及数据中心的基础建设以及精密核心零组件的自动化智能制造等。

**图 3：公司主要产品**


数据来源：招股说明书，西南证券整理

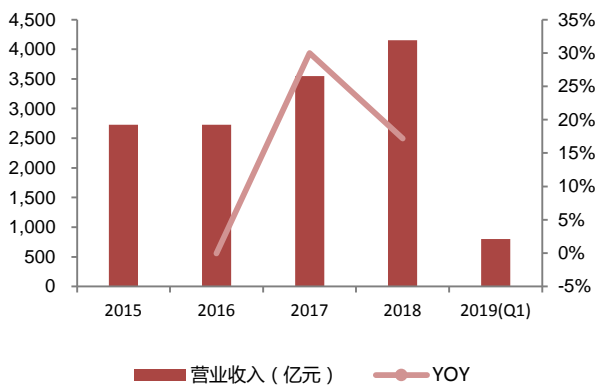
工业富联拥有丰富的客户资源及长期稳定的战略合作关系，主要客户均为全球知名的电子设备品牌厂商，包括 **Amazon、Apple、ARRIS、Cisco、Dell、HPE、华为、联想、NetApp、Nokia、nVidia** 等。未来，公司将以现有业务为基础，推动传统制造向智能制造转变，构建云计算、移动终端、物联网、大数据、人工智能、高速网络和机器人为技术平台的“**先进制造+工业互联网**”新生态。

## 2 传统业务保障盈利攀升，重视研发布局前端领域

### 2.1 双核心业务驱动盈利稳步增长

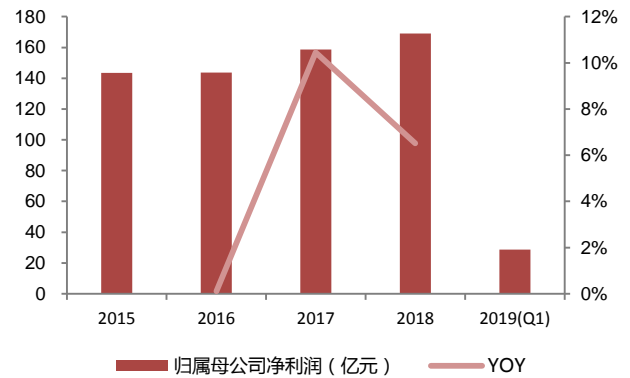
公司营业收入从 2015 年度的 2728.0 亿元增长至 2018 年度的 4153.8 亿元，复合年均增长率 15.0%；归母净利润从 2015 年度的 143.5 亿元增长至 2018 年度的 169.0 亿元，复合年均增长率 5.6%。2019 年一季度公司实现营收 801.2 亿元，同比增长 3.1%；归母净利润 28.7 亿元，同比增长 8.3%。

图 4：2015-2018 年公司营收及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

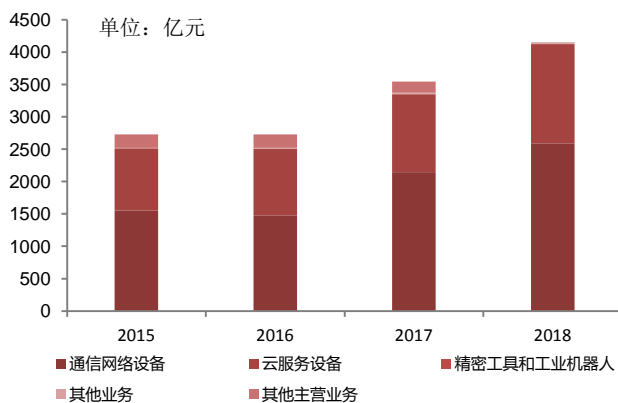
图 5：2015-2018 年公司归母净利润及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

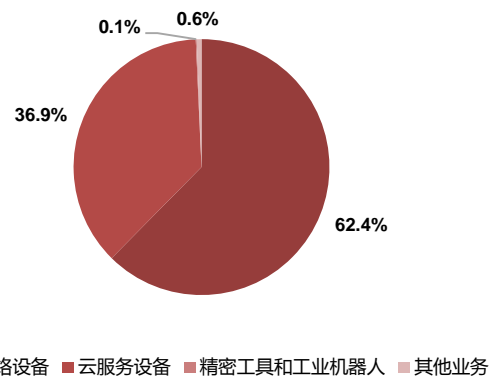
公司的主营业务收入主要分为通信网络设备、云服务设备以及精密工具和工业机器人三类。其中，通信网络设备的收入占比在 50% 以上，2018 年占比 62.4%，是公司重要的收入来源；云服务设备的销售收入占比在 30% 以上，2018 年占比 36.9%，是公司收入来源的重要组成部分。主营业务收入中的其他收入为除外业务产生的收入，公司已在 2017 年 12 月 31 日前处置此类业务。

图 6：2015-2018 年公司营收构成



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2018 年营收构成占比



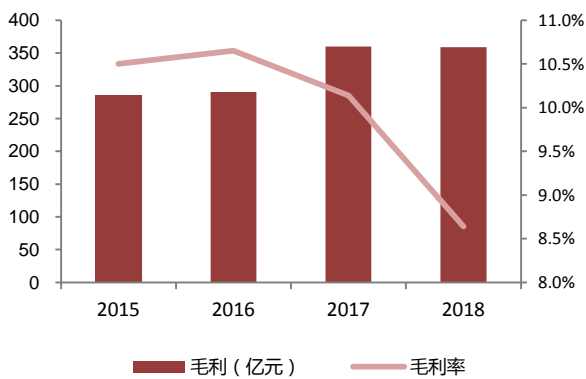
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2.2 上游价格外挫毛利率，内部研发持续增加

2015-2018 年度，公司的综合毛利率分别为 10.5%、10.7%、10.1%、8.6%，近一年的综合毛利率水平有所下降，主要原因是公司生产所需的 PCB、零组件、IC 等主要原材料价格上涨，而公司无法将增加的采购成本及时向下游传递所致。

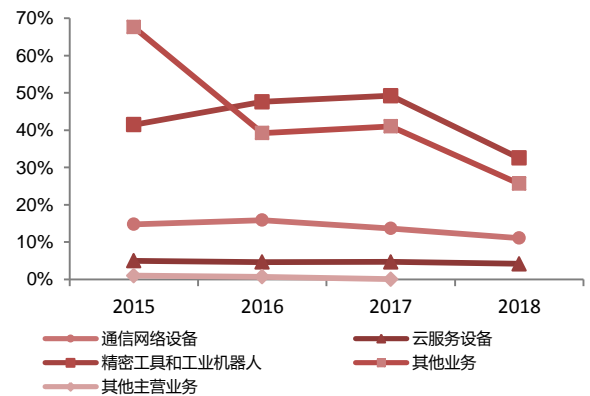
就业务结构而言，通信网络设备毛利贡献率在 80% 以上，云服务设备毛利贡献率在 15% 以上，上述两类产品和业务的毛利是公司利润的重要来源，推动了公司整体利润水平的提升。

图 8：2015-2018 公司毛利和毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2015-2018 年公司各业务毛利率变化

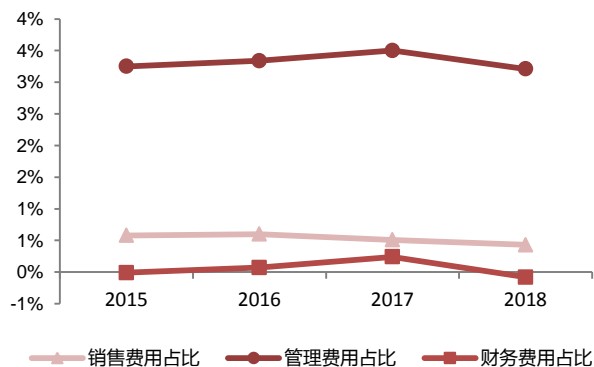


数据来源：Wind，西南证券整理

2015-2018 年度，公司销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比稳定。公司销售费用占营业收入比重相对较低，主要是因为公司所生产各类产品主要按照客户的要求定制，不需要较高的营销费用。2015-2017 年度，公司财务费用率持续增加，主要原因是报告期内汇率波动导致汇兑损失持续增加，2018 财务费用-3.2 亿元，主要因为收到上市募集资金，利息收入大幅增长，同时更极力管控汇兑损益，汇兑损失同比大幅减少。

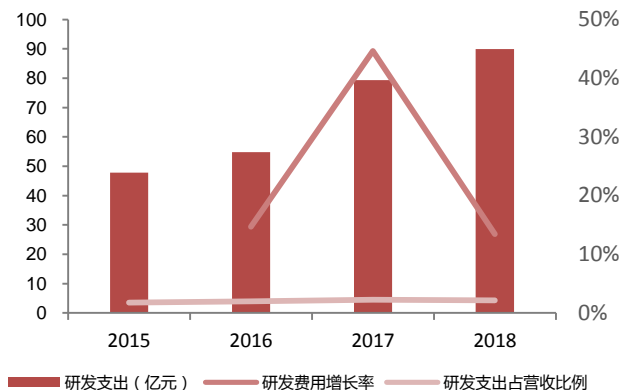
公司重视技术研发，研发支出持续增加，管理费用占比相对较高。2018 年度，研发支出 90.0 亿元，同比增长 13.4%，主要因为公司在智能制造和工业互联网领域研发投入巨大。

图 10：2015-2018 年销售费用、管理费用、财务费用占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2015-2018 年研发费用和增长率



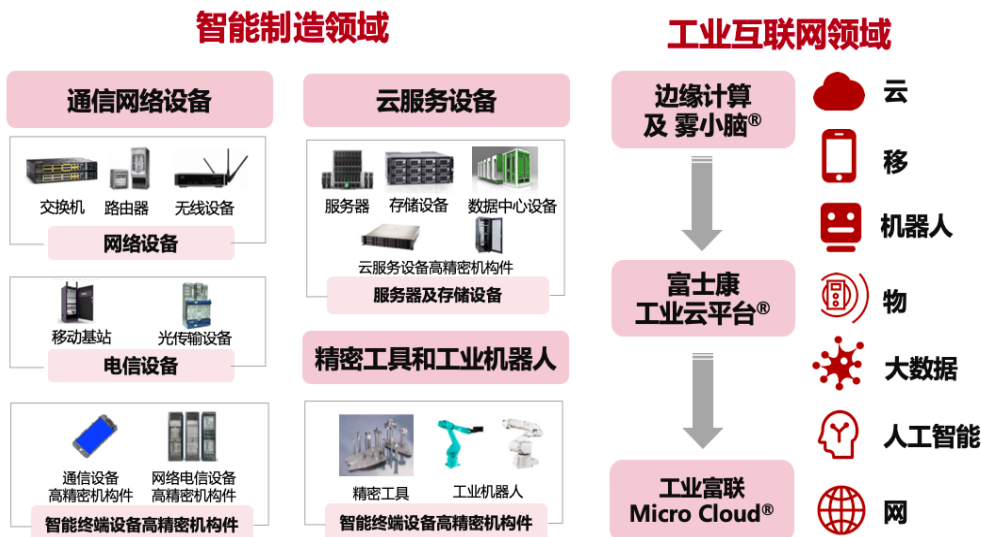
数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 工业互联网实践先锋，协助智能制造产业转型

工业富联是全球领先的通信网络设备及精密机构件、云服务设备、精密工具及工业机器人专业设计制造服务商，主要从事各类电子设备产品的设计、研发、制造与销售业务，主要产品涵盖通信网络设备、云服务设备、精密工具和工业机器人。核心研发投入包括工业人工智能、工业大数据以及精密工具等智能制造领域，产品主要应用于智能服务器、边缘计算与雾计算核心硬件、工业云系统、物联网、新一代网络技术（4G/5G 基站及应用）等领域。

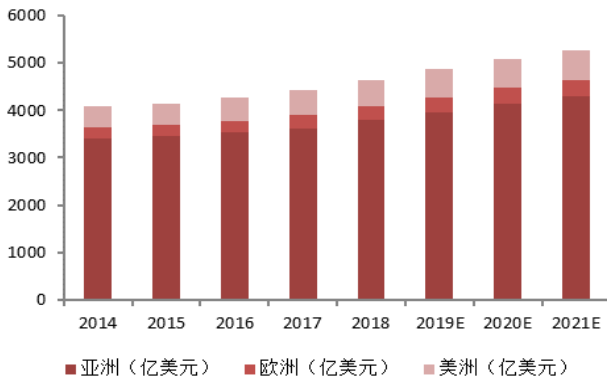
公司致力于提供以工业互联网为核心的产品设计、制造与服务技术，协助智能制造的产业转型，打造“智能制造+工业互联网”新生态。公司拥有得天独厚的海量工业数据，业内顶尖的工业互联网人才，已经投入使用的以“熄灯工厂”为代表的离散制造无忧生产线，是全球范围内工业互联网实践的先锋。

图 12：公司主要产品及应用

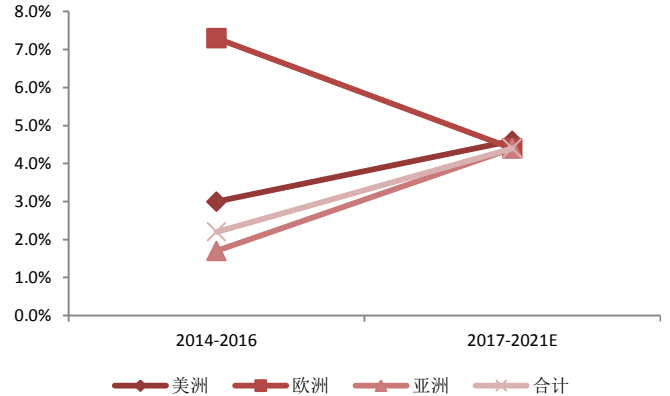


数据来源：公司公告，西南证券整理

工业富联采集核心数据并向上延伸至云网层、平台层、应用层、数据安全等领域。深圳“熄灯工厂”，通过改造，生产线从 318 个工作人员降低到 38 个工作人员，生产效率提升 30%，库存周期降低 15%。根据 Accenture 报告，随着工业技术的不断研发、创新及优化，2020 年全球工业互联网领域投资规模将超过 5000 亿美元；到 2030 年，工业互联网将为全球经济总量带来超过 15 万亿美元的增长。2015-2030 年间，工业互联网领域预计将为我国国民生产总值带来约达 1.8 万亿美元的增长，具有极大的发展空间。

**图 13: 2014-2021E 全球电子设备智能制造行业规模**


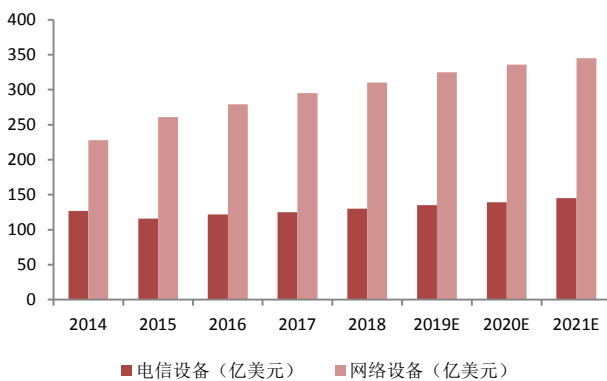
数据来源: IDC, 西南证券整理

**图 14: 2014-2021E 全球电子设备智能制造行业复合增长率**


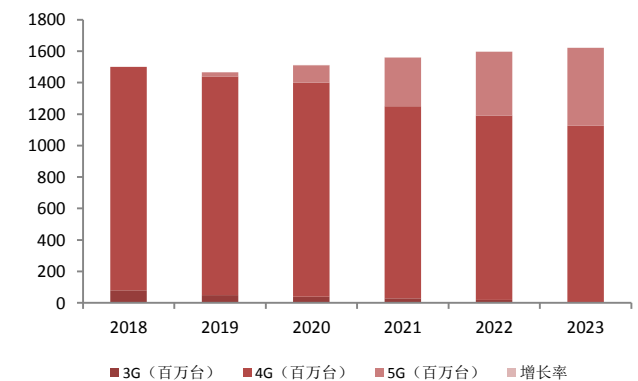
数据来源: IDC, 西南证券整理

根据 IDC 数据库统计,2015 年和 2016 年全球电子设备智能制造行业收入分别约为 4129 亿美元和 4266 亿美元,预计到 2021 年可达到约 5260 亿美元,2017-2021 年年均复合增长率约为 4.4%。其中,亚洲市场在 2015 年和 2016 年收入约为 3453 亿美元和 3529 亿美元,在全球电子设备智能制造行业总收入占比约为 84%和 83%。预计到 2021 年,亚洲市场收入将达到约 4299 亿美元,2017-2021 年年均复合增长率约为 4.4%。

中国是电子产品消费大国和制造大国。根据国家工业和信息化部《2016 年电子信息制造业运行情况》显示,2016 年全国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 10%,快于全国规模以上工业增速 4 个百分点,占规模以上工业增加值比重提高到 7.5%。2016 年我国电子信息产业主营业务收入达到 17 万亿元,是 2012 年的 1.5 倍,年均增速 1.6%,其中电子信息制造业增速为 9.5%,有力支撑了国民经济的稳定增长。2016 年电子信息产业利润总额达到 1.3 万亿元,是 2012 年的 1.9 倍,年均增速 17.3%,其中电子信息制造业增速为 16.5%。

**图 15: 2014-2021E 全球电信设备及网络设备制造市场规模**


数据来源: IDC, 西南证券整理

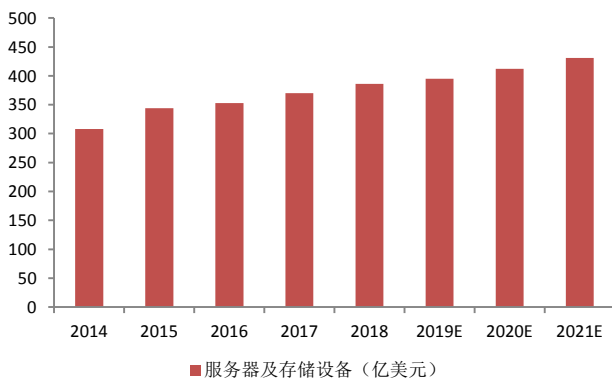
**图 16: 智能手机出货量预测**


数据来源: IDC, 西南证券整理

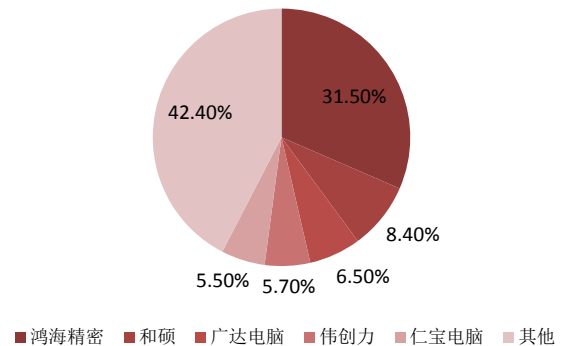
随着 4G 技术的普及、5G 技术的兴起,移动通信技术的升级将带来新一轮置换潮。根据 IDC 数据库统计,2017 年全球电信设备制造市场总收入为 125 亿美元,到 2021 年增长至 145 亿美元,2017 年至 2021 年年均复合增长率约为 3.9%。根据 IDC 数据库统计,2017 年全球网络设备制造市场总收入预计约为 295 亿美元,2021 年将达 345 亿美元,2017 年至 2021 年年均复合增长率约为 4.0%。

同时，通信网络设备高精密机构件中的智能手机高精密机构件是智能手机的主要零组件之一，用于智能手机的组装。因此，智能手机高精密机构件产品的市场情况与智能手机市场的发展状况息息相关。在 5G 网络全面布局、移动互联网、物联网、云计算等应用蓬勃发展且产品不断推陈出新的影响下，未来全球智能手机市场将保持较快增长，产品更新换代速度不断加快。

近年来，全球云计算服务市场增长迅速，预计将在信息技术行业的转型升级中扮演重要角色。根据思科《全球云指数预测报告》，预计到 2020 年，全球云计算数据流量比重占整体网络数据流量的 92%，2015 年云端数据流量为 3.9 ZB，预计到 2020 年达 14.1 ZB，约增长 3.7 倍。

**图 17: 2014-2021E 全球服务器及存储设备制造市场规模**


数据来源: IDC, 西南证券整理

**图 18: 全球电子制造服务行业竞争格局**


数据来源: IDC, 西南证券整理

全球电子制造服务行业的竞争格局相对稳定。根据 IDC 数据库统计，2016 年度全球排名前十位的电子制造服务企业的营业收入规模达到约 3113.2 亿美元，约占当期全球电子制造服务行业总收入的 73.0%。其中，排名第一的鸿海精密在当期的营业收入规模约为 1344.6 亿美元，占行业总收入的 31.5%。行业内主要龙头企业已具备竞争优势，积累了丰富的客户资源和行业经验，在行业内保持相对稳定的领先地位。

在电子设备智能制造领域中，根据 IDC 数据库统计，在全球服务器与存储设备制造市场，公司占全球总产值的比例超过 40%；在全球网络设备制造市场，公司占全球产值超过 30%；在全球电信设备制造市场，公司占全球产值超过 20%。公司在所处的业务领域中，市场占比居于领先地位。

**表 1: 公司通信网络设备主要竞争对手**

竞争对手	所属国家	公司简介
伟创力	美国	伟创力是全球著名的电子专业制造服务公司，于 1969 年在美国硅谷创立，1981 年在新加坡设立工厂，是美国第一家在海外设厂的制造商。目前全球总部设立在新加坡，产品及服务包括计算机、手机、通讯、汽车配件、航天设备等。除了为客户提供生产代工的服务外，也提供产品设计、后勤管理、运输、产品维修、物料管理等服务。2017 年伟创力营业收入为 254.4 亿美元。
捷普	美国	捷普是全球三大电子合约制造服务商之一，注册地为美国特拉华州。公司于 1993 年在纽约证券交易所挂牌交易，股票代码“JBL.N”。在中国设立的主要子公司有：捷普绿点科技（惠州）有限公司、捷普绿点精密电子（无锡）有限公司、捷普科技（成都）有限公司。2017 年捷普营业收入为 190.6 亿美元。

竞争对手	所属国家	公司简介
新美亚	美国	新美亚是世界一流的电子产品制造商，于 1980 年成立于美国加州硅谷。新美亚提供一站式电子产品制造服务，包括工程设计，多层线路板制造，线路板组装，光纤电缆组装，存储模块，光学模块，系统集成，供应链管理以及后勤安装等。2017 年新美亚营业收入为 68.7 亿美元。
天弘	加拿大	天弘是全球电子制造服务行业的知名企业，成立于 1994 年，总部位于加拿大多伦多。天弘于美国纽交所上市，股票代码“CLS.N”。天弘向全球知名的计算机、信息技术和通讯企业提供一流的生产制造方案和增值服务，包括设计、样机生产、印刷线路板的组装、测试、品质保证、故障分析、包装、全球物流及售后技术支持等服务。2017 年天弘营业收入为 61.1 亿美元

数据来源：招股说明书，西南证券整理

根据 IDC 统计，在通信网络设备产品市场，伟创力以 25% 的市场占有率排名第一，鸿海精密以 24% 的市占率居于第二。新美亚和捷普分别以 14%、10% 的市场占有率位列第三、四位。前四大厂商市场占有率的总和占整体市场的比重超过 70%。在全球网络设备市场中，市场占有率最高的为鸿海精密，比重为 49%；第二及第三名分别为伟创力和捷普。公司通信网络类产品的主要客户为全球知名通信网络设备品牌商。主要竞争对手包括伟创力、捷普、新美亚、天弘、可成科技、比亚迪电子、环旭电子、卓翼科技、欧菲科技、共进科技、长盈精密等。

表 2：公司云服务设备主要竞争对手

竞争对手	所属国家	公司简介
广达	中国台湾	广达成立于 1988 年，是目前全球第一大笔记本电脑研发设计制造公司，产品覆盖笔记本电脑、平板电脑、服务器、网络摄影机、工业电脑、手机代工及云计算软硬件等。在云计算软硬件整合产品上，成立了云达科技，具备资料中心设备的完整产品线。云计算产品客户主要包括 Google、Facebook、电信从业者等。2017 年广达营业收入为约 10212 亿新台币。
纬颖科技	中国台湾	纬颖科技是纬创资通的全资子公司，总部位于中国台湾。专注于提供超大型数据中心暨云计算基础架构各项产品及系统的解决方案，包括高性价比的服务器、存储设备、网络系统、机房基础设备及软硬件整合的私有云解决方案。主要客户包括亚马逊、微软、Facebook 等。2017 年纬颖科技营业收入为约 856.7 亿新台币。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

同时，随着阿里巴巴、百度、腾讯等企业的兴起，中国在全球云计算服务市场中的市场地位仅次于北美。中国政府近年大力扶持云计算产业链，推动云计算产品国产化，鼓励采用国产品牌产品，带动华为、浪潮、曙光、联想等品牌崛起。公司云服务设备类产品的主要客户包括 Amazon、Dell、HPE 等。公司的主要竞争对手包括广达、纬颖科技等。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

**假设 1: 通信网络设备业务:** 作为公司营收中占比最大的业务, 通信网络设备将持续受益 5G 更新浪潮。假设公司通信网络设备价格保持稳定, 预计公司未来三年出货量增长率稳步提升; 该业务毛利率保持稳定, 2019-2021 年保持 11%。

**假设 2: 云服务设备业务:** 云服务设备是公司第二大业务, 主要产品有服务器、存储设备和云服务设备高精机构件等。假设公司云服务设备的价格稳定, 预计公司未来三年的出货量增长率稳中有升; 该业务毛利率保持稳定, 2019-2021 年保持 5%。

**假设 3: 精密工具和工业机器人业务:** 精密工具和工业机器人发展迅速, 但是高尖技术仍被国外企业掌握。假设公司该业务产品价格稳定, 预计公司该业务的出货量的增长率将会在未来三年由负转正并稳步增长; 毛利率保持稳定, 2019-2021 年维持 33%。

**假设 4: 其他业务:** 随着公司业务模式的拓展以及服务的全面化, 预计该项业务的产品出货量在未来三年增长 50%、55%、60%; 毛利率保持稳定, 2019-2021 年保持在 26%。

基于此, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

**表 3: 分业务收入及毛利率**

业务分拆 (单位: 百万元)		2018A	2019E	2020E	2021E
通信网络设备	收入	259,154.06	285,069.47	316,427.11	354,398.36
	增速	20.82%	10.00%	11.00%	12.00%
	毛利率	11.07%	11.00%	11.00%	11.00%
云服务设备	收入	153,223.90	168,546.29	188,771.84	215,199.90
	增速	27.27%	10.00%	12.00%	14.00%
	毛利率	4.17%	5.00%	5.00%	5.00%
精密工具和工业机器人	收入	518.66	544.59	599.05	688.91
	增速	-46.33%	5.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	32.55%	33.00%	33.00%	33.00%
其他业务	收入	2,481.07	3,721.61	5,768.49	9,229.58
	增速	69.77%	50.00%	55.00%	60.00%
	毛利率	25.65%	26.00%	26.00%	26.00%
合计	收入	415,377.69	457,881.95	511,566.49	579,516.75
	增速	17.16%	10.23%	11.72%	13.28%
	毛利率	8.64%	8.94%	8.98%	9.04%

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取了公司所在电子系统组装行业的相关公司作为估值参考，分别为立讯精密、汇顶科技、环旭电子、光弘科技、京东方 A，行业 2019 年 PE 平均值为 20.14 倍，预计公司 2019 年 EPS 为 0.98 元。考虑到公司是我国通信网络设备、云服务设备行业领先企业，占有较高市场份额，竞争格局好，赛道优良，同时公司持续高研发投入，在 5G 新浪潮带动下，未来业绩有望保持稳定增长。我们给予公司 2019 年 20 倍估值，对应目标价 19.60 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
立讯精密	19.56	0.71	0.95	1.21	27.40	20.65	16.22
欧菲光	8.09	0.85	1.13	0.33	9.53	7.15	24.80
环旭电子	11.67	0.71	0.90	1.07	16.40	13.03	10.93
光弘科技	18.17	0.85	1.13	1.53	21.27	16.15	11.90
京东方 A	3.52	0.14	0.20	0.25	26.08	17.86	14.23
平均值					<b>20.14</b>	<b>14.97</b>	<b>15.62</b>

数据来源：Wind，西南证券整理（截止到 2019 年 7 月 8 日）

## 5 风险提示

行业竞争加剧；客户集中度较高，下游客户需求变化快的风险；投资项目不及预期的风险；汇率风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	415377.70	457881.96	511566.50	579516.76
营业成本	379485.98	416949.67	465623.43	527145.92
营业税金及附加	456.03	686.82	767.35	869.28
销售费用	1791.13	2747.29	2813.62	3187.34
管理费用	4351.96	14652.22	15347.00	17385.50
财务费用	-324.10	-228.94	-511.57	-579.52
资产减值损失	736.31	0.00	0.00	0.00
投资收益	-420.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>20082.63</b>	<b>23074.89</b>	<b>27526.67</b>	<b>31508.24</b>
其他非经营损益	-11.14	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>20071.49</b>	<b>23074.89</b>	<b>27526.67</b>	<b>31508.24</b>
所得税	3163.93	3461.23	4129.00	4726.24
净利润	16907.56	19613.66	23397.67	26782.01
少数股东损益	5.25	98.07	116.99	120.52
归属母公司股东净利润	16902.31	19515.59	23280.69	26661.49

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	62293.13	87752.34	115577.34	140883.72
应收和预付款项	87521.77	70071.94	78458.80	95344.31
存货	37467.64	81769.12	91493.14	103791.17
其他流动资产	2644.78	3592.40	3761.47	4356.31
长期股权投资	393.66	393.66	393.66	393.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	8097.15	6799.07	5491.99	4179.94
无形资产和开发支出	196.98	473.49	750.01	1026.52
其他非流动资产	1988.22	1943.30	1898.39	1853.47
<b>资产总计</b>	<b>200603.32</b>	<b>252795.34</b>	<b>297824.80</b>	<b>351829.10</b>
短期借款	22490.22	1.00	2.00	3.00
应付和预收款项	77250.87	137901.80	158953.03	185275.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	28517.60	25290.71	28212.13	31904.88
<b>负债合计</b>	<b>128258.68</b>	<b>163193.51</b>	<b>187167.16</b>	<b>217183.14</b>
股本	19695.30	19844.48	19844.48	19844.48
资本公积	25121.96	25121.96	25121.96	25121.96
留存收益	27000.01	44487.32	65426.13	89293.94
归属母公司股东权益	72294.63	89453.76	110392.57	134260.38
少数股东权益	50.01	148.07	265.06	385.58
<b>股东权益合计</b>	<b>72344.64</b>	<b>89601.83</b>	<b>110657.63</b>	<b>134645.96</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>200603.32</b>	<b>252795.34</b>	<b>297824.80</b>	<b>351829.10</b>

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	16907.56	19613.66	23397.67	26782.01
折旧与摊销	3867.92	1396.47	1405.49	1410.45
财务费用	-324.10	-228.94	-511.57	-579.52
资产减值损失	736.31	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-14856.48	29806.30	5609.30	28.35
其他	15674.38	-182.44	82.41	206.85
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>22005.59</b>	<b>50405.06</b>	<b>29983.31</b>	<b>27848.14</b>
资本支出	1319.15	-320.00	-320.00	-320.00
其他	-2687.39	-10.00	-10.00	-10.00
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1368.23</b>	<b>-330.00</b>	<b>-330.00</b>	<b>-330.00</b>
短期借款	15533.42	-22489.22	1.00	1.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	27091.49	149.18	0.00	0.00
支付股利	0.00	-2028.28	-2341.87	-2793.68
其他	-17740.22	-247.54	512.57	580.92
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>24884.69</b>	<b>-24615.85</b>	<b>-1828.30</b>	<b>-2211.77</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>45948.01</b>	<b>25459.20</b>	<b>27825.00</b>	<b>25306.38</b>

财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
销售收入增长率	17.16%	10.23%	11.72%	13.28%
营业利润增长率	0.63%	14.90%	19.29%	14.46%
净利润增长率	4.24%	16.01%	19.29%	14.46%
EBITDA 增长率	13.52%	2.61%	17.23%	13.79%
<b>获利能力</b>				
毛利率	8.64%	8.94%	8.98%	9.04%
三费率	1.40%	3.75%	3.45%	3.45%
净利率	4.07%	4.28%	4.57%	4.62%
ROE	23.37%	21.89%	21.14%	19.89%
ROA	8.43%	7.76%	7.86%	7.61%
ROIC	38.16%	52.18%	109.67%	131.56%
EBITDA/销售收入	5.69%	5.29%	5.56%	5.58%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.38	2.02	1.86	1.78
固定资产周转率	49.96	64.79	86.05	122.63
应收账款周转率	4.99	6.25	7.80	7.31
存货周转率	9.95	6.80	5.28	5.31
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.72%	—	—	—
<b>资本结构</b>				
资产负债率	63.94%	64.56%	62.84%	61.73%
带息债务/总负债	17.54%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.48	1.49	1.55	1.59
速动比率	1.19	0.99	1.06	1.11
股利支付率	0.00%	10.39%	10.06%	10.48%
<b>每股指标</b>				
每股收益	0.85	0.98	1.17	1.34
每股净资产	3.64	4.51	5.56	6.77
每股经营现金	1.11	2.54	1.51	1.40
每股股利	0.00	0.10	0.12	0.14

业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	23626.45	24242.43	28420.60	32339.18
PE	14.89	12.89	10.81	9.44
PB	3.48	2.81	2.28	1.87
PS	0.61	0.55	0.49	0.43
EV/EBITDA	8.82	6.70	4.74	3.38
股息率	0.00%	0.81%	0.93%	1.11%

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn