

亿联网络 (300628.SZ) SIP 王者稳地位, VCS 强者期归来

2020 年 05 月 08 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)
赵良毕 (分析师)
戴晶晶 (联系人)

zhaoliangbi@kysec.cn

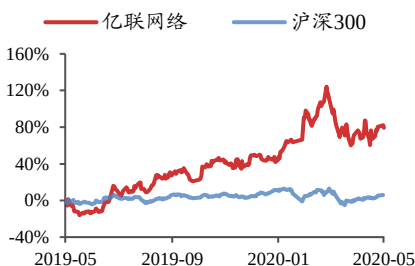
daijingjing@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

证书编号: S0790120040005

日期	2020/5/7
当前股价(元)	90.00
一年最高最低(元)	119.35/52.40
总市值(亿元)	539.45
流通市值(亿元)	286.52
总股本(亿股)	5.99
流通股本(亿股)	3.18
近 3 个月换手率(%)	102.89

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **SIP 和 VCS 双赛道发展, 独特销售渠道优势明显, 首次覆盖给予“买入”评级**
 亿联网络是以音视频通信为基础的统一通信解决方案提供商, 面向全球企业用户提供统一通信解决方案, 公司产品以 SIP 话机产品为先导, 随着公司切入视频和云服务赛道, VCS 业务占比逐年上升, 产品结构不断优化调整, 毛利率持续保持高位。公司与经销商密切配合, 采取强管控、细分工、精合作的管理模式, 建立起覆盖全球 100 多个国家的分销体系, 并形成销售渠道优势, 随着 5G 通信技术的升级叠加“新冠”疫情推动企业上云的大势所趋, 公司有望在 VCS 领域再造一个“王者”, 经营业绩超预期。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 15.46/19.68/25.09 亿元, 同比增长为 25.1%/27.3%/27.5%, EPS 为 2.58/3.28/4.19 元, 对应 PE 分别为 34.9/27.4/21.5 倍, 相对可比公司, 存在一定估值优势, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● SIP 王者, 发力高端客户, 业绩高增长可持续

公司主营的 SIP 业务占公司营业收入比例超 70%, 产品线丰富, 目前市占率全球第一。公司积极适应业务发展需求, 目标客户由数量众多的中小企业客户逐渐向大型、高端客户延伸, 客户包括美国电信运营商 AT&T、Verizon, 德国电信、法国电信、英国电信等大型运营商, 并于近年来与微软等统一通信行业领导者达成战略合作伙伴关系, 构筑核心技术高护城河锁定利润, 公司 SIP 全球市场龙头地位稳扎稳打, 经营业绩有望持续高增长。

● 公司拥抱 VCS 业务长期成长价值, 有望再造一个“王者”

公司抢先布局深入研发 VCS, 积极拥抱 5G 带来的网络升级和应用场景多元化, 以“云+端”为基础, “云-端”协作共同提供极致的音视频体验, 且针对中小企业依托云平台满足其定制化需求, 业务不断取得突破。公司凭借完善的渠道分销体系拓展 VCS 业务, 经营效果事半功倍, 先重点发力中小企业后不断拓展至高净值客户, VCS 业务市场份额有望进一步扩大, 未来业绩有望超预期。

● 风险提示: 海外市场占比过高风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,815	2,489	3,210	4,173	5,425
YOY(%)	30.8	37.1	28.9	30.0	30.0
归母净利润(百万元)	851	1,235	1,546	1,968	2,509
YOY(%)	44.1	45.1	25.1	27.3	27.5
毛利率(%)	61.8	66.0	66.0	66.0	66.0
净利率(%)	46.9	49.6	48.2	47.2	46.2
ROE(%)	24.3	28.1	28.6	30.0	30.4
EPS(摊薄/元)	1.42	2.06	2.58	3.28	4.19
P/E(倍)	63.4	43.7	34.9	27.4	21.5
P/B(倍)	15.4	12.3	10.0	8.2	6.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 亿联网络-面向全球的企业通信终端设备和解决方案提供商	3
1.1、 SIP 和 VCS 双赛道发展，产品结构持续优化	3
1.2、 股权结构稳定，控股股东和实控人清晰	4
1.3、 市场渠道优势明显，营业收入节节高升	5
2、 SIP 业务稳扎稳打，保持行业第一优势	6
2.1、 基石业务 SIP 话机行业保持领先，发力高端市场	6
2.2、 科研技术投入持续增加，股权激励刺激公司发展	7
3、 复制 SIP 成功经验，拥抱 VCS 业务长期成长价值	8
3.1、 拥抱 5G 商业化应用，“云+端”业务大有可为	8
3.2、 构筑 5G 场景多元化方案，行业解决方案成为业绩新增量点	9
3.3、 疫情加速云发展，专注中小微企业战略奏效	9
3.4、 深挖国内市场潜力，打开收入新增长空间	10
4、 盈利预测与投资建议	11
4.1、 核心假设	11
4.2、 盈利预测	11
5、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

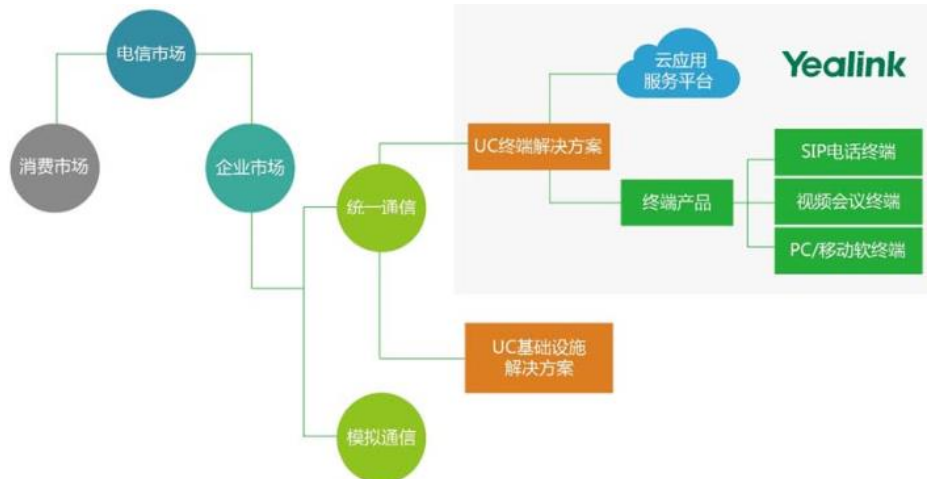
图 1： 公司在电信行业的大致市场定位	3
图 2： VCS 视频产品毛利率领跑	4
图 3： 公司以 SIP 话机产品为主导（亿元）	4
图 4： 公司股权结构清晰	4
图 5： 公司各控股子公司业务清晰	5
图 6： 公司建立了完善的销售渠道体系	5
图 7： 公司营业收入与归母净利润持续上升	6
图 8： 公司销售毛利率保持高位	6
图 9： SIP 业务市场份额位居全球第一	7
图 10： 研发人员与研发投入持续增加	7
图 11： 公司“云-端”应用模式，不断完备云视讯产品体系	8
图 12： 公司行业解决方案场景多元	9
图 13： SIP 占营收比例下降，VCS 比例上升	9
图 14： 视频业务毛利率波动上升	9
图 15： 云视频会议占比逐年增加	10
图 16： 中国市场营收占比呈上升趋势	11
图 17： 中国市场毛利贡献呈上升趋势	11
表 1： 公司 SIP 业务不断拓展	3
表 2： 公司发布员工股权激励计划	8
表 3： “云-端”模式优势突出	10
表 4： 可比公司估值：亿联网络存在一定估值优势	12

1、亿联网络-面向全球的企业通信终端设备和解决方案提供商

1.1、SIP 和 VCS 双赛道发展，产品结构持续优化

亿联网络是一家面向全球通信上市公司。公司集研发、销售和服务一体，并通过外协加工的方式，向全球 140 多个国家和地区提供国际领先的企业通信终端设备和解决方案，其中 SIP 话机市场占有率高居市场第一位，是细分行业的领军企业。

图1：公司在电信行业的大致市场定位



资料来源：公司公告

表1：公司 SIP 业务不断拓展

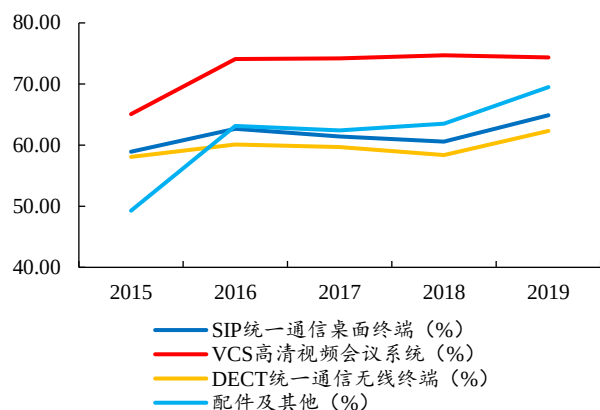
时间	时间
2001 年	亿联公司成立
2005 年	亿联成为全球 TOP1 的 USB 话机供应商
2010 年	亿联成为中国 TOP1 的 SIP 话机提供商
2013 年	杭州研发中心成立
2014 年	亿联成为全球 TOP2 的 SIP 话机提供商
2015 年	亿联视频会议系统上市
2016 年	亿联与全球顶尖运营商 Verizon、AT&T、英国电信、荷兰电信、比利时电信、沃达丰达成战略合作关系
2017 年	亿联网络（300628）在深交所创业板成功上市
2018 年	SIP 话机市场占有率全球第一
2019 年	SIP 话机被 Frost&Sullivan 评为市场领先奖
2020 年	发布融合通信新品 UME 及第三代终端 MeetingEye

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司长期深耕企业通信领域，产品结构多元化。公司以 SIP 话机产品为主导，产品占营业收入比例为 70.63%，SIP 业务中涵括 SIP 话机和 Teams 话机两大类。随着视频会议系统和终端系统的建设，公司切入视频和云服务赛道。在视频会议领域，目前公司拥有领先的云计算、音视频及图像处理等核心技术专利，提出以“云+端”为基础，云端协作提供极致的音视频体验。同时公司提供一站式整体解决方案，进一步提升中小企业渗透力。目前 VCS 业务占比 13.24%，业务占比逐年上升，VCS 毛利率

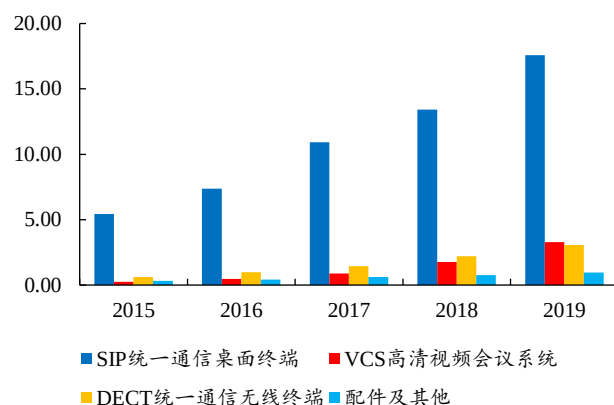
领跑公司各销售产品。

图2: VCS 视频产品毛利率领跑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 公司以 SIP 话机产品为主导 (亿元)

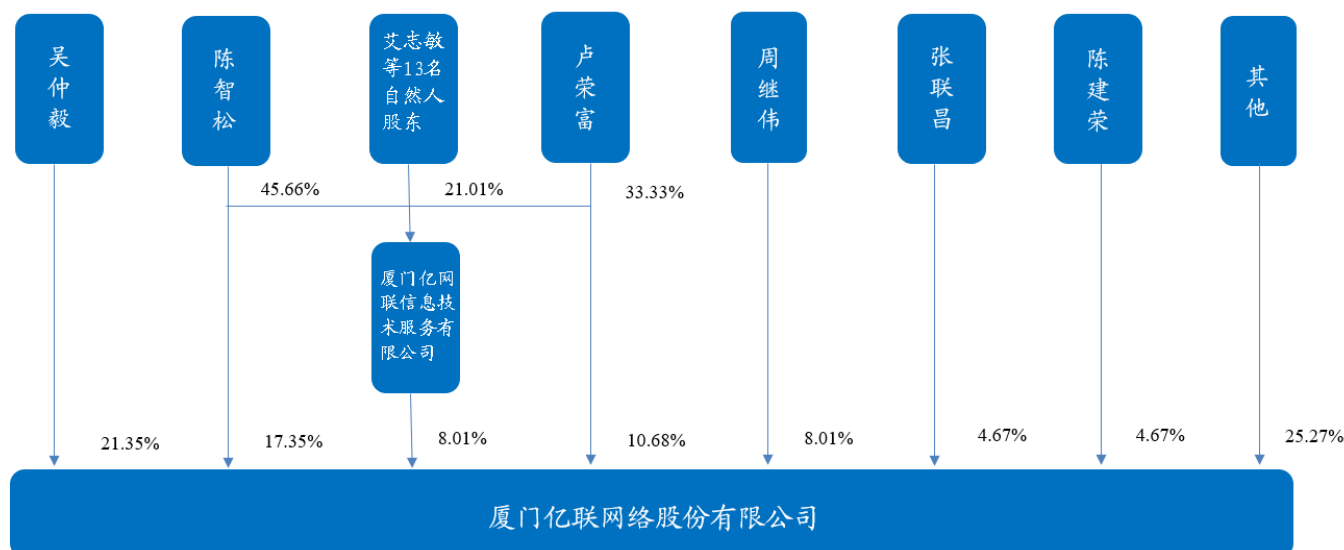


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、股权结构稳定，控股股东和实控人清晰

公司股权结构清晰。公司第一大股东为吴仲毅，控股 21.35%，实际控制人吴仲毅、陈智松、卢荣富和周继伟为一致行动人，分别控股 21.35%、17.35%、10.68%和 8.01%。

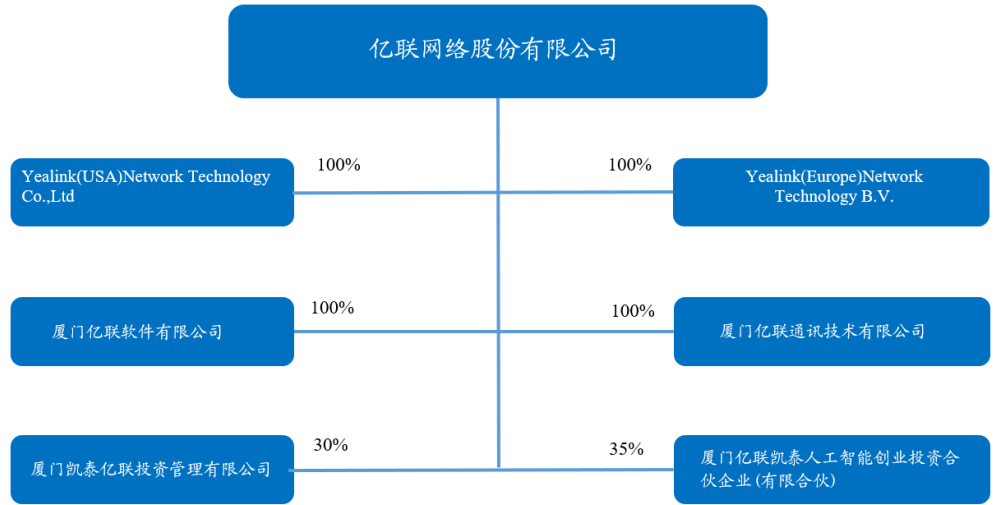
图4: 公司股权结构清晰



数据来源: Wind、开源证券研究所

亿联网络控股公司为公司海内外业绩的重要贡献公司，行业领先。公司控股 6 家公司，其中 4 家公司为 100%控股，2 家投资公司分别控股 30%和 35%。控股公司中，母公司 80%营业收入来源于海外客户，Yealink (USA) Network Technology Co., Ltd 和 Yealink (Europe) Network Technology B.V.为美国和欧洲市场的主要桥头堡，开拓海外市场。国内控股公司内，厦门亿联软件有限公司和厦门亿联通讯技术有限公司为公司通信设备和解决方案的提供商。

图5: 公司各控股子公司业务清晰

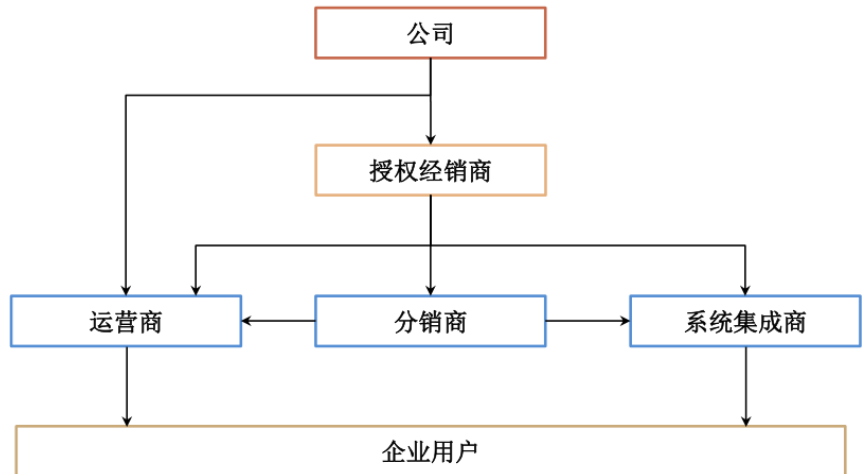


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、市场渠道优势明显，营业收入节节高升

公司建立覆盖全球的销售渠道，与经销商建立长期合作关系，且不断扩大用户范围，具有销售渠道优势。公司作为统一通信设备厂商，产品主要通过渠道分销体系销售至最终企业用户，渠道分销体系由授权经销商、运营商、分销商、系统集成商等主体构成。公司通过参加行业展会与主要经销商 American Technologies、IPMATIKA、Lydis 等建立合作；公司通过参与 Verizon 的招标，与其达成合作；此外，公司合作的 Jenne、NETXUSA、TeleDynamics、ScanSource、ALLNET GMBH Computersysteme 等均是当地知名代理商，建立起覆盖全球 100 多个国家的分销体系，且大部分经销商与公司合作关系达 10 年以上，形成销售渠道优势。目标定位于中小企业用户，并逐步扩大高端用户，与微软等统一通信行业领导者形成战略合作伙伴关系。国内设立厦门总部、杭州分公司和深圳分公司，海外设立美国子公司，荷兰子公司等分支机构。

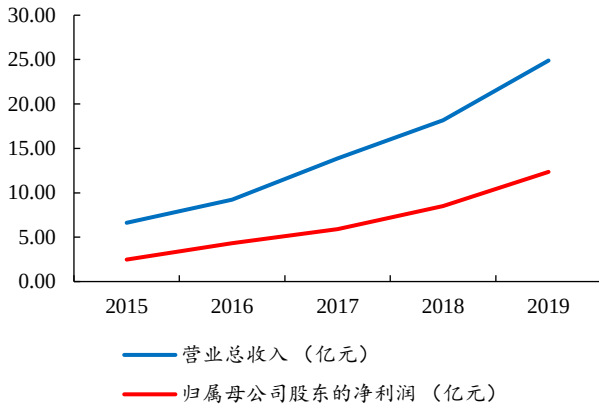
图6: 公司建立了完善的销售渠道体系



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

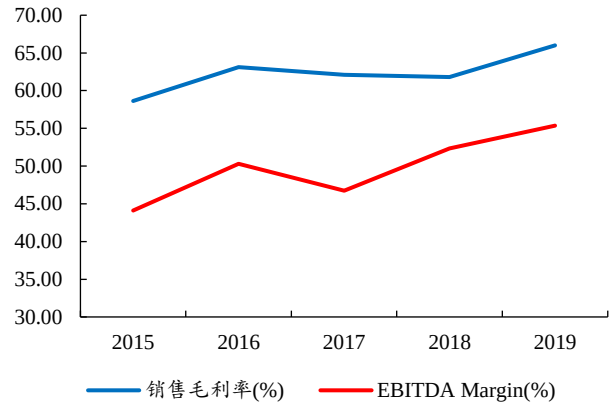
凭借强大市场优势，公司 2015-2019 年业绩保持上升势头，SIP 领域市占率第一，VCB 重点布局。截止 2019 年，公司营业总收入为 24.8 亿，同比上升 37.13%，近 5 年保持良好的上升势头，较 2015 年上涨 276%。公司归母净利润达 12.3 亿，同比上涨 45.08%。细分业务领域内，公司在 SIP 领域领跑全行业，占据市场份额第一位。同时在 VCB 领域重点布局，合理扩宽公司营收来源。凭借着公司长期积累的技术优势和市场渠道优势，公司的毛利率逐年上升，截止 2019 年，公司毛利率高达 65.59%，为行业最高值，领先中兴通讯 30%。

图7：公司营业收入与归母净利润持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司销售毛利率保持高位



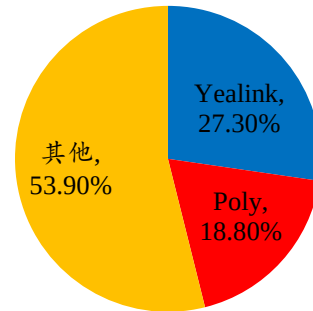
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、SIP 业务稳扎稳打，保持行业第一优势

2.1、基石业务 SIP 话机行业保持领先，发力高端市场

SIP 产品丰富，可满足市场需求；SIP 业务收入占比高，市场份额保持全球第一位置。作为公司主营业务，SIP 业务占公司营业收入比例为 70%，根据 Frost & Sullivan 的报告显示，亿联网络 SIP 话机业务 2018 年的市场份额为 27.3%，位居全球第一。硬件上，公司 SIP 系列主要有四大类，分别为会议电话，T5 系列话机，T4 系列话机，T2 系列话机。其中最热门核心产品有 CP960 安卓触控会议电话，VP59 智能视频话机和 SIP T48S 高端大屏触控 IP 话机。软件上，有中小企业、企业语音自建、一站式方案等几大解决方案，从硬件和软件双方面发力满足市场需求。

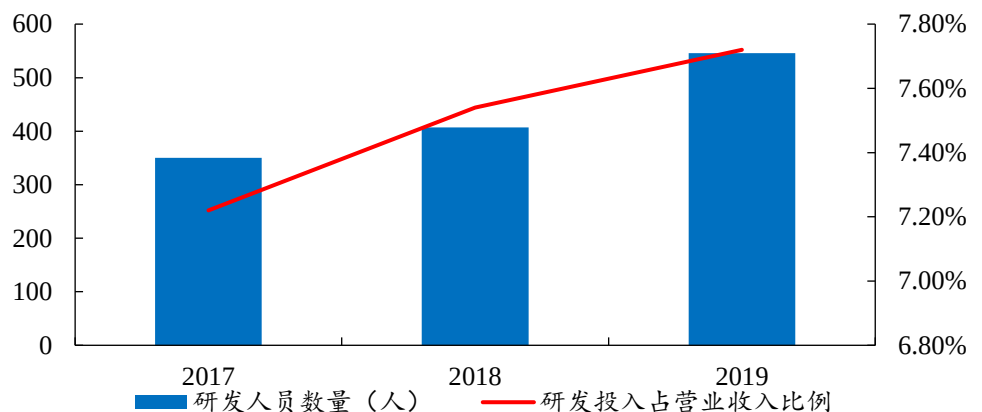
SIP 业务的发展方向上，公司对客户群体细分，重点发力高端市场。公司将目标客户定位于数量众多的中小企业客户，并逐渐向大型、高端客户延伸，客户包括美国电信运营商 AT&T、Verizon，德国电信、法国电信、英国电信等大运营商，近年来公司率先与微软形成战略合作伙伴关系，推出全新系列 Teams 话机，与 Teams 系统协同使用，较好的保障了用户体验。2017 年高端 T5 系列产品问世，公司持续用力高端产品线，2019 年年初发布业内领先 SIP 终端 T5X 系列，以优秀的降噪性能与灵活的部署能力升级用户体验，2019 年上半年高端产品出货量占比持续提升，进一步巩固 SIP 在全球市场的龙头地位。

图9: SIP 业务市场份额位居全球第一


数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

2.2、 科研技术投入持续增加，股权激励刺激公司发展

对于企业而言，语音终端的音频质量改进是研发的核心。公司成立以来坚持以科研作为核心竞争力，坚持长期研发高投入。研发涉及算法、工业设计和材料等，需要长期的投入形成行业的技术优势。2019 年公司研发投入金额为 1.9 亿，占比持续提升，2019 年占比 7.72%，同比上升 0.5%。公司研发和技术服务人员占比近 50%。公司产品涉及多学科：云、交互、人工智能技术及应用、音视频编解码、处理算法、通信协议、人机交互等，相关技术积累丰富。持续科研投入有效保障了客户需求的及时满足及市场机会的把握。公司目前个人终端产品有 T2、T3、T4 和 T5 系列，并在 2019 年推出全新系列 Teams 话机，展现公司的先发优势。

图10: 研发人员与研发投入持续增加


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司为了进一步建立健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，保持技术领先优势，2020 年公司发布限制性股票激励计划，奖励计划为公司股本的 1%，奖励主要对象为核心技术人员等，占奖励人数 98.23%。从业绩要求看，要求 2020 年-2022 年每年营业收入增速不低于 20%，股权激励计划将刺激公司加大研发产品核心技术力度，提升公司核心竞争力，推动公司新发展，为业绩增长提供保障。

表2: 公司发布员工股权激励计划

解除限售期	公司业绩考核指标
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	以 2019 年营业收入及净利润为基数, 2020 年营业收入及净利润增长率不低于 20%;
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	以 2020 年营业收入及净利润为基数, 2021 年营业收入及净利润增长率不低于 20%;
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	以 2021 年营业收入及净利润为基数, 2022 年营业收入及净利润增长率不低于 20%。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3、复制 SIP 成功经验, 拥抱 VCS 业务长期成长价值

3.1、拥抱 5G 商业化应用, “云+端” 业务大有可为

公司加码 VCS 领域, 以“云+端”为基础, 云端协作共同提供极致的音视频体验, 提供一站式整体解决方案。5G 的商业化应用, 使“云+端”模式发展成为可能。一方面, 5G 网络的高带宽和低时延足以满足超高清视频稳定传输。基于 5G 网络的超清视频应用场景广泛, 云端的高性能计算支撑会议画面的渲染, 将计算和存储放到云端, 使用便捷性提高。公司开发出实现音视频稳定传输的第二代视频会议系统, 大大改善传输质量。另一方面, 5G 商业化应用降低客户使用成本, 通过 5G 链接云端, 减少对设备配置要求, 企业使用成本下降, 使用者扩大至中小和小微企业, 扩大市场占有率。

公司着力开拓 5G 应用潜力, 不断完备云视讯产品体系, 帮助客户实现智能办公和高效会议。与中国电信签订协议, 合作开发 5G 核心应用, 开拓云视频应用。公司自 2015 年以来, 陆续发布 VCS 系列产品, 产品含括 VC200-C、VC800、VC500、CTP20、VC880、WPP20 等。在视频会议解决方案业务, 公司针对中大会议室、中小型会议室、小微会议室或独立办公室、移动用户, 利用 AI 和大数据促进视频会议升级, 增加多元化协作模式, 演变成办公平台, 改变办公模式, 让客户实现随时随地在各场景进行办公。伴随 5G 的推进和完备的产品体系形成, 公司将受益于产品的协同效应, 以云服务带动终端销售增长。

图11: 公司“云-端”应用模式, 不断完备云视讯产品体系



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、构筑 5G 场景多元化方案，行业解决方案成为业绩新增量点

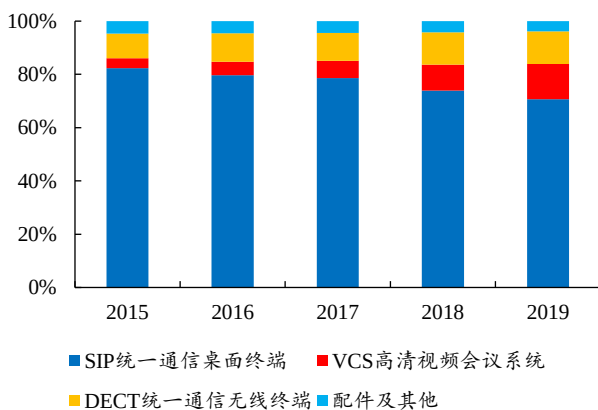
公司行业解决方案切入场景多元化，产品广受市场欢迎。为了让用户实现随时随地协同办公，在不同场景下均能享受沟通体验，公司推出了适应不同场景的终端产品，针对中大会议室、中小型会议室、小微会议室或独立办公室、移动用户均有不同的终端解决方案。同时，公司视频会议产品以提高产品解决方案的核心性能和功能体验为目标，增加市场端的投入服务，公司终端解决方案含括教育行业、医疗行业、政务党建、建筑业、制造业、金融业和连锁店等。行业解决方案与多核心客户形成合作，教育行业与天津大学与俄罗斯 RosAtom 学校等核心客户合作，公司提供视频会议系统协助双师课堂开展。在医疗行业，通过在线视频协助远程医疗，合作伙伴有中山大学附属第一医院等。得益于 VCS 的发展和场景应用多元化，截止 2019 年，公司 VCS 业务占比逐步上升，为 13.24%，同比上升 9.45%，VCS 毛利率同步爬升至 74.35%，领跑 SIP 终端业务 7.65%，随着公司终端解决方案进一步完善和顾客需求提升，VCS 业务份额将进一步提升，成为公司业绩增长新动力。

图12：公司行业解决方案场景多元



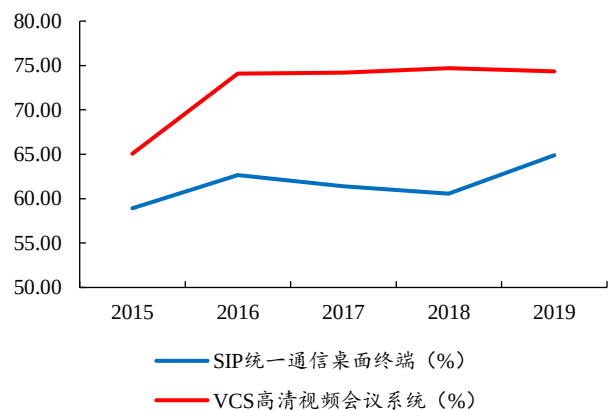
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图13：SIP 占营收比例下降，VCS 比例上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：视频业务毛利率波动上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、疫情加速云发展，专注中小微企业战略奏效

全球的“新冠”疫情导致企业对远程办公需求激增，公司专注于中小微企业客户战略迎来业务快速发展。

“新冠”疫情催生企业远程办公需求，尤其是中小微企业对云视频需求激增。公司专注于中小微企业客户，新冠疫情催生了企业远程办公，培育了中小微企业使用云视频习惯。公司的“云视讯”产品在疫情期间免费开放，协助中小微企业远程办公，增强了市场对公司 VCS 业务的认知和培养了用户的使用习惯，随着客户量增加和后期客户使用习惯的形成，公司的市场占有率有望进一步提升，VCS 业务未来发展前景广阔。

“云-端”模式使渠道下沉成为可能，助力中小微企业节约办公成本。公司在推出私有部署的 VCS 产品的同时，积极发展公有云平台，打造“云+端”的发展模式。对于中小微企业而言，自建私有通信平台成本过高，通过“云-端”模式使得中小微企业可以根据自身规模需求进行定制化购买，进而节约办公成本。根据国家统计局数据，我国中小微企业数量占比 99.8%，为 1807 万家（2018 年为最新数据），公司凭借营销渠道优势，重点发力中小微企业，VCS 业务的市场份额有望扩大，在公司营业收入占比将进一步提升。

表3：“云-端”模式优势突出

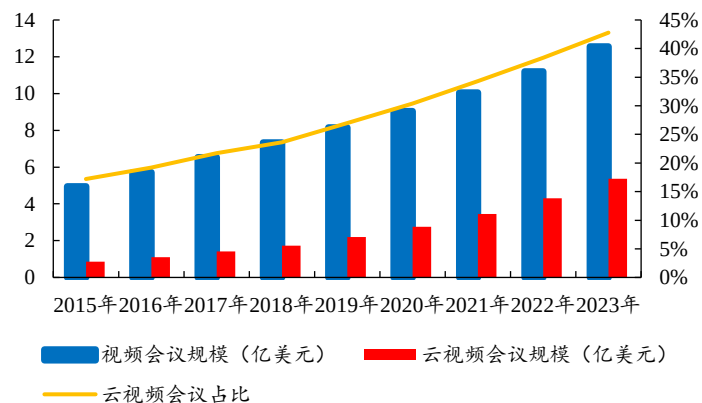
	“管-端”模式	“云-端”模式
系统模式	服务平台及终端在企业内部	服务平台在云端，只有终端在企业内
前期投入	高	低
维护费用	不仅需要专门的机房，还需要专门的系统管理人员	整体系统由服务提供商维护
扩展性	当企业规模扩大时，需要继续购买至替换成高容量设备	当企业规模扩大时，只需要再增加购买服务即可
目标客户	大企业及行业客户	主要为中小企业客户

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、深挖国内市场潜力，打开收入新增长空间

深挖国内视频会议市场潜力，为公司未来业务提供支撑。视频会议主要分为以专网视频为代表的硬件视频会议、云视频为代表的软件视频会议两类，相较专网视频，云视频部署简单，扩容方便，价格便宜，目前云视频类产品价格仅约为 VCS 产品价格的 1/10，将有效推动中小企业等用户需求。根据智研咨询数据，截止 2019 年我国视频会议市场规模为 8.15 亿美元，市场规模持续上升趋势，我国云视频会议仍处在成长期，2019 年我国云视频市场规模为 2.2 亿美元。随着 5G 网络的普及，云视频会议将成为主流远程沟通方式，我国云视频会议市场存在广阔的发展空间。

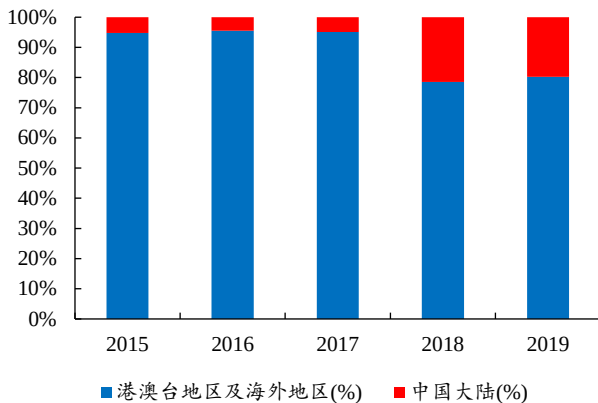
图 15：云视频会议占比逐年增加



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

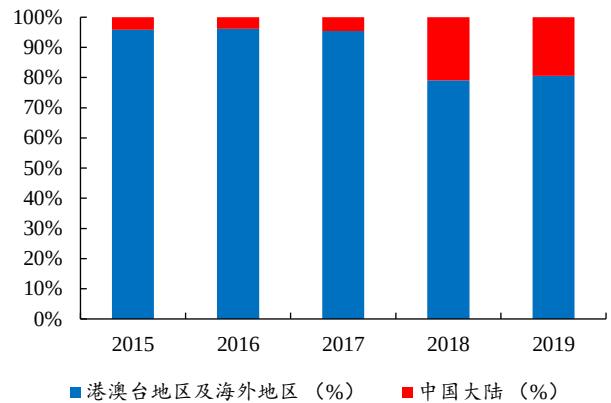
随着中美贸易战以及全球疫情影响，公司加大国内市场发展力度。2019 年公司北京产品体验中心正式开幕，涵括视真产品、视讯智能终端区、行业解决方案去等，作为厦门总部外的第一个展厅，体现公司深耕中国市场决心。截止 2019 年，公司海外市场毛利占比 80.6%，较 2015 年下降 15.21%，对比公司海外市场毛利逐年下降，中国市场对公司营业总收入贡献率为 19.75%，较 2015 年上升 14.51%。国内市场毛利占比为 19.4%，较 2015 年同比上升 367%，中国市场业绩大放光芒。随着国内市场深挖，公司业务收入地区来源将更加合理，利好公司业绩。

图16：中国市场营收占比呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：中国市场毛利贡献呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

IP 通信对模拟通信的替代在全球范围内持续进行，企业内部相互孤立的系统开始融合，如：语音通信系统与视频会议系统开始融合；假设 2020/2021/2022 三年公司 SIP 统一通信桌面终端营收增速分别为 27%、26%、24%；5G 驱动高带宽消耗的视频通讯市场从高端企业下沉，激发了更多的需求，市场总量在变大，公司加码 VCS 领域，假设 VCS 高清视频会议系统 2020/2021/2022 三年营收增速分别为 29%、30%、32%。

4.2、盈利预测

亿联网络是以音视频通信为基础的统一通信解决方案提供商，面向全球企业用户提供统一通信解决方案，公司产品以 SIP 话机产品为主导，随着公司切入视频和云服务赛道，VCS 业务占比逐年上升，产品结构不断优化调整，毛利率持续保持高位。公司与经销商密切配合，采取强管控、细分工、精合作的管理模式，建立起覆盖全球 100 多个国家的分销体系并形成销售渠道优势，随着 5G 通信技术的升级叠加“新冠”疫情推动企业上云的大势所趋，公司有望在 VCS 领域再造一个“亿联”，经营业务有望超预期。

我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 15.46/19.68/25.09 亿元，同比增长为 25.1%/27.3%/27.5%，EPS 为 2.58/3.28/4.19 元，对应 PE 分别为 34.9/27.4/21.5 倍，相对可比公司，存在一定估值优势。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值：亿联网络存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS(元)		PE（倍）	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002115.SZ	三维通信	66.7	9.28	0.36	0.47	25.78	19.74
688080.SH	映翰通	45.9	87.5	1.37	1.81	63.87	48.34
002467.SZ	二六三	94.4	6.97	0.16	0.19	43.56	36.68
	平均值			0.63	0.82	44.40	34.92
300628.SZ	亿联网络	539.45	90.00	2.58	3.28	34.9	27.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/05/07，除亿联网络外为使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

海外市场占比较高的风险。 随海外市场竞争更加激烈，公司将很可能需要耗费成本应对提高的行业标准以及与竞争对手竞争，对公司业绩造成一定负面影响。且海外疫情发展趋势不明朗，对海外市场需求及公司运营可能产生负面影响。

汇率波动风险。 公司海外业务采用美元结算，公司产品价格竞争力以及收入获得均受汇率波动影响较大。

主要原材料价格波动的风险。 公司拥有较强的成本转移能力和基于规模优势的原材料采购议价能力，能够消化原材料价格波动带来的大部分风险。但如果未来主要原材料价格出现大幅波动，公司仍将面临着主要原材料价格波动对公司经营业绩带来不利影响的的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3600	4381	5192	6264	7849
现金	372	106	800	1644	2946
应收票据及应收账款	309	399	446	560	721
其他应收款	11	11	9	22	18
预付账款	5	4	10	8	14
存货	197	267	331	446	564
其他流动资产	2705	3595	3596	3585	3585
非流动资产	150	447	595	826	1034
长期投资	1	43	64	96	123
固定资产	103	93	117	147	186
无形资产	37	267	379	547	685
其他非流动资产	9	44	35	36	41
资产总计	3750	4827	5787	7090	8883
流动负债	249	426	382	527	620
短期借款	0	50	60	70	80
应付票据及应付账款	142	199	229	290	406
其他流动负债	107	177	93	167	133
非流动负债	1	6	2	3	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	6	2	3	4
负债合计	251	431	385	530	623
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	300	599	899	899	899
资本公积	1406	1137	837	837	837
留存收益	1793	2697	3568	4676	6089
归属母公司股东权益	3499	4396	5402	6560	8260
负债和股东权益	3750	4827	5787	7090	8883

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	684	1093	1321	1740	2171
净利润	851	1235	1546	1968	2509
折旧摊销	17	20	14	19	23
财务费用	-17	-11	-24	-95	-113
投资损失	-107	-134	-50	-60	-50
营运资金变动	-86	-42	-171	-93	-200
其他经营现金流	25	24	7	1	1
投资活动现金流	-189	-1064	-121	-192	-182
资本支出	20	275	140	200	181
长期投资	-276	-928	-21	-29	-27
其他投资现金流	-445	-1717	-2	-20	-28
筹资活动现金流	-212	-299	-507	-704	-686
短期借款	0	50	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	150	300	300	0	0
资本公积增加	-119	-269	-300	0	0
其他筹资现金流	-243	-380	-517	-714	-696
现金净增加额	284	-267	694	844	1303

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1815	2489	3210	4173	5425
营业成本	694	846	1091	1419	1844
营业税金及附加	22	30	39	50	65
营业费用	106	164	225	305	407
管理费用	45	56	80	121	174
研发费用	137	192	163	283	354
财务费用	-17	-11	-24	-95	-113
资产减值损失	8	-2	-3	-3	-4
其他收益	8	16	11	12	13
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资净收益	107	134	50	60	50
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	935	1360	1700	2166	2760
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	935	1361	1701	2166	2761
所得税	84	126	155	199	252
净利润	851	1235	1546	1968	2509
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	851	1235	1546	1968	2509
EBITDA	941	1381	1704	2153	2720
EPS(元)	1.42	2.06	2.58	3.28	4.19

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	30.8	37.1	28.9	30.0	30.0
营业利润(%)	44.1	45.4	24.9	27.4	27.5
归属于母公司净利润(%)	44.1	45.1	25.1	27.3	27.5
获利能力					
毛利率(%)	61.8	66.0	66.0	66.0	66.0
净利率(%)	46.9	49.6	48.2	47.2	46.2
ROE(%)	24.3	28.1	28.6	30.0	30.4
ROIC(%)	24.0	27.8	28.1	29.2	29.4
偿债能力					
资产负债率(%)	6.7	8.9	6.6	7.5	7.0
净负债比率(%)	-10.6	-1.2	-13.7	-24.0	-34.7
流动比率	14.4	10.3	13.6	11.9	12.7
速动比率	2.8	9.6	12.7	11.0	11.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	7.5	7.0	7.6	8.3	8.5
应付账款周转率	6.3	5.0	5.1	5.5	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.42	2.06	2.58	3.28	4.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.82	2.20	2.90	3.62
每股净资产(最新摊薄)	5.84	7.33	9.01	10.95	13.78
估值比率					
P/E	63.4	43.7	34.9	27.4	21.5
P/B	15.4	12.3	10.0	8.2	6.5
EV/EBITDA	85.6	56.0	45.0	35.2	27.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835