

2020年02月12日

智莱科技 (300771.SZ)

## 智能快递柜“隐形冠军”

政策有望迎来中长期拐点是投资快递柜产业链的核心逻辑。疫情当前，快递与外卖平台纷纷推出“非接触配送”服务，国家邮政局在2月6日新闻发布会上提出“要积极推广智能快递箱模式”。智能快递柜作为“无接触配送”的重要载体，将得到国家政策层面的高度重视，有望得到大力推广，而消费者对于快递柜接受程度经历疫情后将大幅提升。

从投资角度看，设备制造商有望率先受益。我们测算2019年快递柜存量规模约33万组，预计远期2025年快递入柜率提升至33%，快递柜存量规模可达200万组，随着主要运营商自身调整结束，以及快递企业加速布局，我们预计2020年有望迎来快递柜需求爆发。智莱科技作为国内快递柜设备制造商龙头（其快递柜收入占比约95%），有望进一步提升市场份额，充分享受行业发展红利。

公司手握“丰巢”与“亚马逊”两大核心客户，增长点在于上游规模扩张以及自身市占率提升。1) 公司自2015年与丰巢开展业务合作，近年来丰巢持续在国内铺设快递柜，在运营商中市占率达到55%，丰巢作为公司第一大客户，贡献的收入占比约52.77%，公司与丰巢绑定较深，凭借其产品强有力的市场竞争力，有望进一步提升市场份额。2) 公司从2011年开始与亚马逊合作，目前是亚马逊智能快件箱唯一供货商，2018年亚马逊贡献的收入占比为30.74%，随着亚马逊持续推动物流能力建设，有望持续推动公司海外设备销售。

“技术优势+服务网络”构建竞争壁垒，募投项目扩张产能。公司快递柜毛利率达47.3%，盈利能力领先同行。对于快递柜制造行业，公司建立了两大核心壁垒：1) 掌握设计、生产、开发核心技术，拥有多项专利，研发费用占营收比例维持在3.7%以上，保障满足不同客户需求，打造可靠稳定产品。2) 公司深耕行业20年，建立了完善的营销和服务网点，具有快速响应能力，满足大型客户需求。目前公司采用的“接单生产”的自主生产模式，产能利用率和产销率维持在90%以上，最新的募投项目将新增8万台智能快件箱产能，为公司打开成长空间。

**投资建议：**智能快递柜对于末端配送（快递与即时物流）具有重要的战略价值，在“无接触配送”模式推行与国家政策层面重视下，2020年有望迎来快递柜需求爆发大年。智莱科技作为国内快递柜设备制造商龙头（其快递柜收入占比约95%），深厚积累20年，凭借其产品强

## 公司深度分析

证券研究报告

专用计算机设备

投资评级 **买入-A**

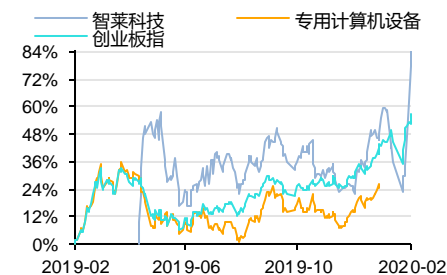
首次评级

6个月目标价：**112.00元**  
股价（2020-02-12）**80.00元**

### 交易数据

总市值(百万元)	8,000.00
流通市值(百万元)	2,000.00
总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	25.00
12个月价格区间	43.55/80.00元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.26	15.23	-58.44
绝对收益	15.77	39.86	

明兴

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040004  
mingxing@essence.com.cn

孙延

报告联系人

sunyan1@essence.com.cn

### 相关报告

有力的市场竞争力，与丰巢、亚马逊等大客户深度绑定。我们认为随着国内快递柜需求的快速增长，公司有望进一步提升市场份额，充分享受行业发展红利。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.7/3.7/4.9 亿元，EPS 分别为 2.73 /3.74/4.88 元，对应 PE 为 29x、21x，16x，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

#### 风险提示：

- 1) 快递行业增速低于预期，导致末端相关产业增速均放缓。快递的核心驱动力来自电商，若电商网购增速出现大幅下滑将导致快递需求不及预期，进而影响快递柜末端需求。
- 2) 未来快递末端形态发生重大变革，快递柜行业发展受到冲击。目前快递末端存在驿站、快递柜等多种形态，若未来驿站或其他末端形式兴起，将影响快递柜发展。
- 3) 政策推进低于预期，若国家或行业主管部门无实质性推动政策，将打击运营商铺设动力，导致快递柜需求增速低于测算值。
- 4) 快递柜使用情况低于预期，导致快递入柜率提升幅度低于预期，使得测算的行业空间值及增速低于预期。
- 5) 公司大客户收缩快递柜采购计划。公司业务高度依赖于丰巢、亚马逊两大客户，但快递柜运营商仍处于盈利探索期，若丰巢持续亏损或收缩采购计划。
- 6) 公司在丰巢的供应占比提升低于预期。丰巢拥有数个供应商，尽管公司作为重要供应商之一，但可能由于行业竞争加剧而流失份额，导致公司业绩测算低于预期。
- 7) 受疫情等极端情况的影响，公司的产能或上游供应商产能不足。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	546.9	888.6	1,008.8	1,585.7	2,239.2
净利润	115.5	211.3	272.6	373.8	488.0
每股收益(元)	1.15	2.11	2.73	3.74	4.88
每股净资产(元)	4.19	6.30	12.28	16.02	20.90
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	69.3	37.9	29.3	21.4	16.4
市净率(倍)	19.1	12.7	6.5	5.0	3.8
净利润率	21.1%	23.8%	27.0%	23.6%	21.8%
净资产收益率	27.6%	33.5%	22.2%	23.3%	23.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	56.2%	91.0%	83.0%	81.0%	75.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 再论快递柜行业投资的关键问题</b> .....	<b>5</b>
1.1. 快递柜市场空间有多大? .....	5
1.2. 快递柜运营商是否会扩大采购规模? .....	7
1.3. 设备制造是否有竞争壁垒? .....	9
<b>2. 智莱科技：快递柜设备行业的“隐形冠军”</b> .....	<b>9</b>
2.1. 深厚积累 20 年，智能快递柜制造龙头.....	9
2.2. 顺丰入股，2019 年登陆资本市场.....	10
2.3. 快递柜贡献 95%收入，以大客户为主.....	11
<b>3. 快递柜销量高增长，盈利能力领先</b> .....	<b>12</b>
3.1. 手握“丰巢”与“亚马逊”两大核心客户 .....	12
3.1.1. 丰巢科技.....	13
3.1.2. 亚马逊.....	15
3.2. 单位价格波动，外销订单单价更高.....	16
3.1. 内销与出口订单均具备较高盈利能力.....	17
<b>4. 募投项目扩张产能，公司竞争优势领先</b> .....	<b>19</b>
4.1. 产能利用率处于较高水平，募投项目扩充产能.....	19
4.2. 掌握核心技术，持续进行研发投入.....	21
4.3. 完善的销售服务网络.....	22
<b>5. 公司快递柜订单量测算</b> .....	<b>23</b>
<b>6. 投资建议</b> .....	<b>24</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：快递入柜率测算.....	6
图 2：快递柜箱保有量测算.....	6
图 3：快递柜每年增量需求（万组） .....	6
图 4：丰巢融资情况良好.....	7
图 5：智莱科技发展历程.....	10
图 6：智莱科技股权结构图.....	10
图 7：智能快递柜产品示意图.....	11
图 8：自动寄存柜产品示意图.....	11
图 9：公司营业收入及增速.....	12
图 10：公司营业收入结构.....	12
图 11：公司对丰巢销售额.....	13
图 12：公司对亚马逊销售额.....	13
图 13：智莱科技智能快件箱销量.....	13
图 14：丰巢科技股权结构.....	14
图 15： 2019 年丰巢快递柜扩张暂时收缩，2020 年有望再次提速.....	14
图 16：公司主营业务收入地区构成.....	15
图 17：意大利超市旁的 Locker.....	15
图 18：在公寓场景的 Amazon Hub .....	16

图 19: 公司智能快件箱平均单价.....	17
图 20: 公司内销快递柜平均单价.....	17
图 21: 公司内销的主柜与副柜数量占比.....	17
图 22: 公司内销的主柜与副柜平均价格.....	17
图 23: 公司快递柜业务毛利率与整体净利润率.....	18
图 24: 主营业务毛利率按地区分类.....	18
图 25: 公司综合毛利率与新北洋综合毛利率对比.....	18
图 26: 公司营业成本及增速.....	19
图 27: 公司 2018 年生产成本结构.....	19
图 28: 公司净利润及增速.....	19
图 29: 智莱科技业务流程示意图.....	20
图 30: 公司产能利用率情况.....	20
图 31: 公司产业链上游.....	21
图 32: 公司研发费用情况.....	22
图 33: 公司对丰巢的供货量测算 (万组) .....	23
表 1: 2019 主流智能快递柜运营企业信息.....	7
表 2: 单套快递柜年收入成本拆分.....	8
表 3: 智莱科技产品.....	11
表 4: 2018 年智莱科技前十大客户销售额及占比.....	12
表 5: 公司募投项目进度表.....	21
表 6: 公司主要核心技术.....	22
表 7: 智莱科技售后维修细则.....	23

## 1. 再论快递柜行业投资的关键问题

2月8日，安信交运团队发布了市场首篇快递柜行业深度报告《疫情下的“柜”族崛起》，分析了快递柜行业的投资逻辑：

政策有望迎来中长期拐点是投资快递柜产业链的核心逻辑。疫情当前，快递与外卖平台纷纷推出“非接触配送”服务，国家邮政局在2月6日新闻发布会上提出“要积极推广智能快递箱模式”。智能快递柜作为“无接触配送”的重要载体，将得到国家政策层面的高度重视，有望得到大力推广，而消费者对于快递柜接受程度经历疫情后将大幅提升。

快递柜对于末端配送（快递与即时物流）具有重要的战略价值。2019年快递每日单量1.7亿票，我们预计中长期随着网购渗透率提升，快递行业仍保持高景气（马云曾在17年预测未来8年内，日均包裹量达到10亿/天），在劳动力人口红利逐渐消失的背景下，快递包裹量的快速增长对末端配送带来了巨大的考验，而快递柜极大缓解了末端配送压力，大幅提升了快递员派送效率；当前快递入柜率仅约10%，未来随着快递行业快速增长与消费者习惯逐渐培养，市场对快递柜需求有望迎来快速释放；此外，快递柜还可作为同城即时物流的重要载体，根据艾瑞咨询数据，2019年即时物流日均订单达到5000万单，未来即时物流市场亦将大幅拉动快递柜需求。

从投资角度看，设备制造商有望率先受益。智莱科技作为国内快递柜设备制造商龙头（其快递柜收入占比约95%），凭借其产品强有力的市场竞争力，以及与运营商龙头丰巢科技深度绑定，有望进一步提升市场份额，充分享受行业发展红利。

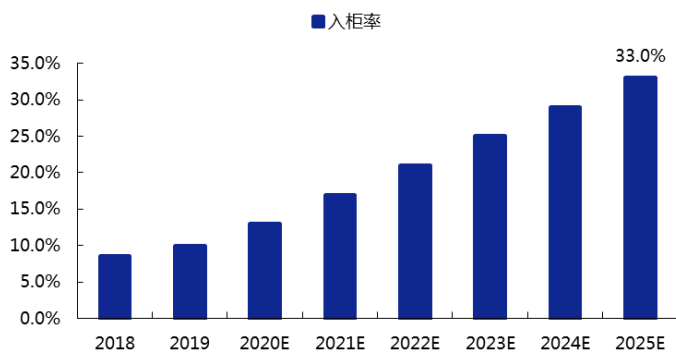
本篇报告，我们回答市场关心的快递柜行业的3个关键问题，并对龙头设备制造商【智莱科技】进行详细分析。

### 1.1. 快递柜市场空间有多大？

**(1) 我们测算2019年快递柜存量规模约33万组。**2019年我国快递行业产生业务量635.2亿件（+25.3%），入柜率约10%（同比提升1.4pts），入柜快递数量约63.5亿件，考虑国内快递柜的格口数与格口周转率，我们测算存量快递柜存量规模约33万组。

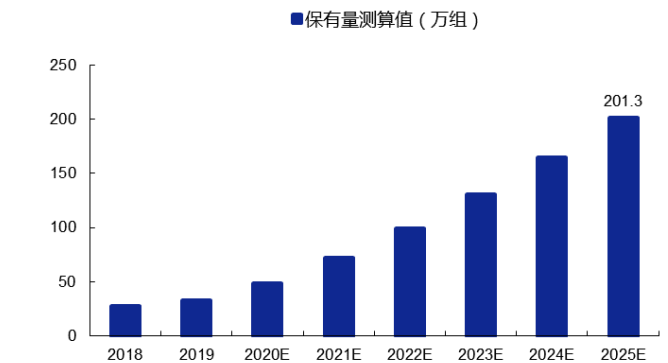
**(2) 我们预计远期2025年快递入柜率提升至33%，快递柜存量规模可达200万组，超目前存量的5倍。**我们认为快递入柜率在需求和政策推动下会加速提升，预计2025年入柜率从2019年的10%提升到33%，测算对应入柜的快递数量约500亿件，考虑快递柜向大型发展（格口数提升）与使用效率提升（格口周转率提升），则对应需要增加快递柜总量约170万组。

图 1：快递入柜率测算



资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

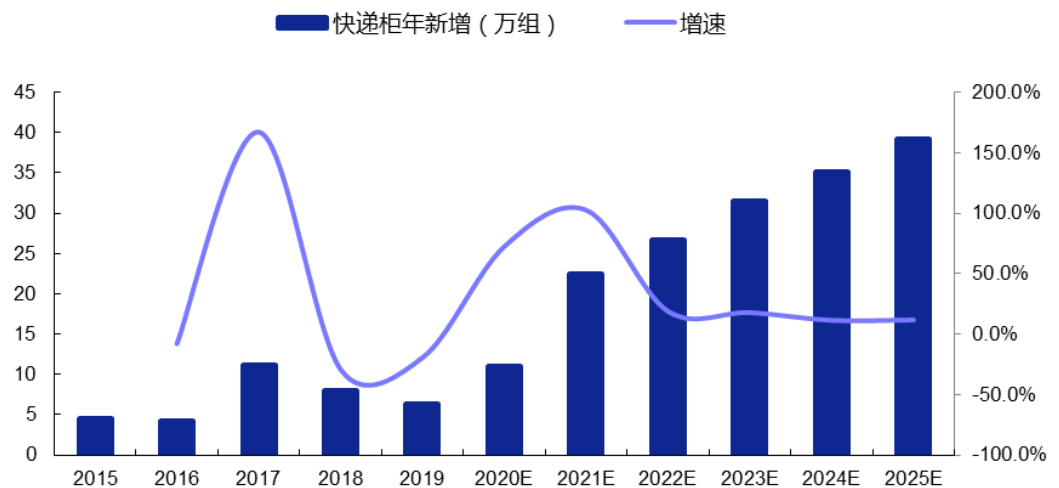
图 2：快递柜箱保有量测算



资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

**(3) 2020 年有望迎来快递柜需求爆发。**2018/2019 年快递柜行业增量处于较低水平，或与前期运营商资本开支力度较大，放缓采购进行运营优化有关。我们预计随着主要运营商自身调整结束，以及快递企业加速布局，2020 年快递柜行业有望再次回到加速采购节奏。根据我们对行业需求测算，2020 年快递柜增量有望达到 15.8 万组，较 2019 年大幅增长。2021-2025 年年均市场规模增长约 31 万组，假设单组快递柜售价 3 万元，对应每年新增市场规模 90 亿元。

图 3：快递柜每年增量需求 (万组)



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 1.2. 快递柜运营商是否会扩大采购规模?

从运营商的竞争格局来看，目前主要的运营商分为 3 大类：1) 快递系：由快递公司运营，主要包括中邮速递易（邮政）和丰巢（顺丰）；2) 电商系：由电商快递公司运营，主要包括京东和苏宁；3) 第三方：主要有云柜、日日顺、富友、菜鸟驿站。行业以丰巢和速递易为龙头，合计市占率达到 85%，其中丰巢市占率约 55%，速递易市占率约 30%。

表 1：2019 主流智能快递柜运营企业信息

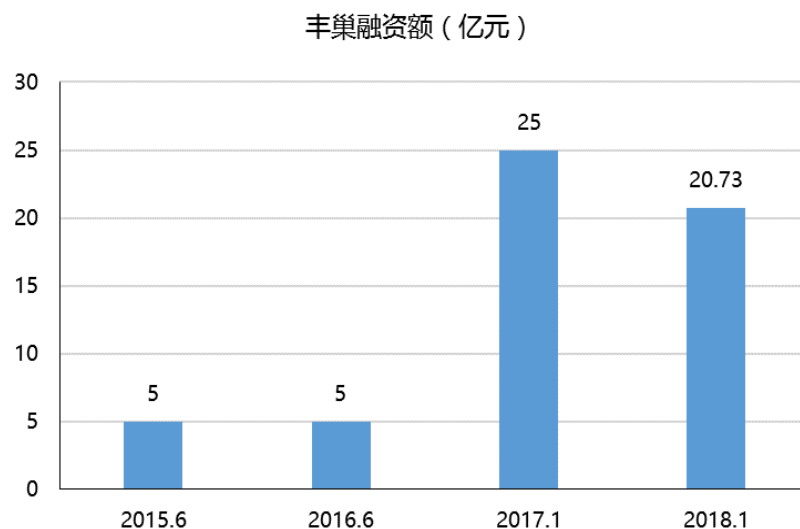
品牌名称	成立时间	投资方/股东	柜机数量	市占率	覆盖区域
丰巢	2015	顺丰	18 万	约 55%	100+个城市
中邮速递易	2012	中邮资本、三泰控股、菜鸟网络、亚东北辰	10 万	约 30%	300 个城市
京东自提柜	2013	京东	-	-	26 个城市
云柜	2013	江苏云柜网	2 万	约 4%	100 个城市
富发收件宝	2014	上海富发	2 万	约 5%	70+个城市

资料来源：招股说明书，艾瑞咨询，安信证券研究中心

我们从两个层面来回答运营商采购的意愿：

(1) 运营商具备资本开支能力，在核心城市完成铺设以及调整优化后，会再进入到下沉铺设的竞争中。2012 年是国内智能柜市场爆发的元年，由于行业发展初期盈利困难（免费使用，快递柜固定成本高），加上资本介入加剧竞争，行业不断淘汰整合。目前龙头运营商已经完成了一线城市的跑马圈地，2019 年普遍没有进行大量采购，考虑到丰巢（累计融资 55.7 亿）和速递易（邮政入股）的融资状况良好，由于快递柜铺设具有先发卡位优势，我们认为运营商很快会再次回到扩大铺设密度，巩固一线与扩张二三线的节奏中。除了龙头运营商之外，上市快递企业、菜鸟驿站都高度重视末端配送，将智能柜作为重要战略资源，或成为行业重要增量。

图 4：丰巢融资情况良好



资料来源：丰巢官网，安信证券研究中心

(2) 快递柜盈利不是伪命题，政策推动下运营成本下降与 C 端收费有望取得突破。快递柜运营商经历了近 10 年发展，行业亦经历多轮洗牌，目前形成丰巢与中邮速递易（两家份额超 80%）寡头竞争格局，然而运营商仍未实现盈利，我们认为一方面是运营商面临成本较高（入场费、租金、运维等成本较高）、另外盈利模式方面还未取得明显的突破（目前主要收入来源是向快递员收费以及广告收入）；我们认为在国家层面的高度重视下，政策上未来可能给予相应支持，降低运营成本，进一步鼓励运营商进行快递柜铺设；另外在收入端，考虑到目前政策层面鼓励末端进行无接触配送，我们认为快递柜在收费方面也会取得重大的突破，尤其是对于 C 端消费者的收费。

另外，快递柜作为 O2O 交互的重要媒介，广告是快递柜重要收入之一，我们认为随着快递柜的价值发现，广告收入有望上升；此外，在本次疫情中快递柜展示了“生鲜自提”、“外卖自提”等功能，在无人化大趋势下还可以拓展智能干洗收衣、废物回收、代缴水电煤等多种盈利方式。我们认为运营商的盈利改善将与扩大智能柜铺设形成良性循环。

表 2：单套快递柜年收入成本拆分

项目	金额（元）	备注
<b>收入合计</b>	<b>17800</b>	
快递员投柜收入	9110	
格口数	104	一套标准设备（1 主柜+4 副柜）
格口利用率	0.6	行业平均数据
单个包裹收费	0.4	一线城市平均收费标准，由于竞争可能低于次标准
消费者支付超时费收入	2190	
超时包裹格口数	10	按格口数量的 10%
格口利用率	0.6	行业平均数据
单个包裹收费	1	平均收费标准
广告收入	6000	假设每月 500 元
其他收入	500	O2O 等新商业模式
<b>成本合计</b>	<b>16788</b>	
场地租金	8000	以上海普通小区进场成本为例
折旧成本	3750	一套标准设备（1 主柜+4 副柜）售价约 3 万元，假设 8 年平均折旧
维护	3000	机器故障与日常维护
电费	438	日耗 2 度电
联网费	1000	普通电信宽带收费
物业费	600	部分小区收取物业管理费，按每月 50 元
<b>单柜年毛利润</b>	<b>1012</b>	<b>单柜利润受到广告业务、场地租金等影响较大</b>
<b>毛利率</b>	<b>6%</b>	

资料来源：行业调研，安信证券研究中心



### 1.3. 设备制造是否有竞争壁垒？

我们认为从行业龙头设备制造商来看，快递柜设备制造具备三大进入门槛，存在竞争壁垒。

**(1) 技术壁垒。**国家对智能快件箱的总体功能、系统结构、硬件要求、控制系统、操作流程、系统接口、代码、安全要求都制定了严格的行业标准。智能快件箱制造及其系统开发涉及到机电一体化、软件开发、模具设计、钣金制造、云计算、物联网等多个专业技术领域。智能快件箱连接了消费者和商家的个人信息，决定了其对系统稳定性和安全性方面的要求非常高，总体来看，行业存在技术壁垒。以行业龙头智莱科技为例，公司拥有专利 36 项，2018 年研发投入 3452 万元，2016-2018 年研发投入占收入比例保持在 3.7% 左右。

**(2) 规模与品质壁垒。**运营商在选择智能快件箱供应商时，往往需要供应商具备一定的企业规模、生产资质、生产能力和产品质量，尤其是“丰巢”、“速递易”等大客户需要在全国布局，采购往往是大批量采购，故障率低的产品，倾向选择大型供应商。新的行业进入者在企业规模、生产能力、质量管控等方面与行业领先企业相比存在一定的差距。

**(3) 完善的售后服务网络壁垒。**智能快件箱分散在全国各地，快递柜 24 小时使用，产品销售给客户后制造企业往往需要提供送货安装调试及后期及时的维保服务，根据我们测算，维护保养费约占单组快递柜年均成本的 12%。因此智能快件箱制造行业领先企业形成覆盖全国性的营销及服务网点布局，可以更好地为大型客户提供全国性的售前售后服务。

## 2. 智莱科技：快递柜设备行业的“隐形冠军”

### 2.1. 深厚积累 20 年，智能快递柜制造龙头

智莱科技成立于 1999 年，前期一直专业从事自动寄存柜的研发、生产、销售。2010 年，公司迅速把握智能快件箱行业的发展机遇，自主研发智能快件箱及终端/服务器软件系统，实现了以智能快件箱为核心，自动寄存柜等各类智能保管与交付设备并存的业务布局。公司是目前智能快件箱行业中具有自主研发实力和规模化全球供应能力的高新技术企业之一。

公司的发展历程大致分为三个阶段：

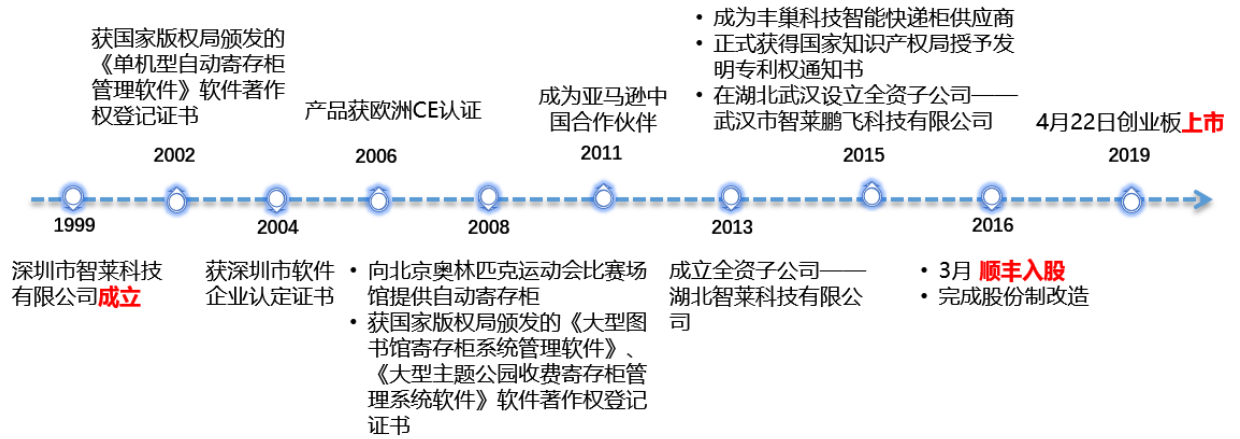
**1) 1999-2010 年，专业从事自动寄存柜业务。**公司产品广泛应用于大型商场、超市、主题乐园、水公园、图书馆、企业及政府机关单位，获得多项国家及世界标准认证。2002 年获国家版权局颁发的《单机型自动寄存柜管理软件》软件著作权登记证书；2006 年产品获欧洲 CE 认证；2009 年获国家版权局颁发的《智莱 UCR-信用卡寄存柜管理软件》软件著作权登记证书；2010 年获国家知识产权局颁发的《电控锁紧装置》实用新型专利证书。

**2) 2010-2019 年，抓住快递柜高速发展机遇，公司转向智能快件箱及终端/服务器软件系统。**公司业务布局以智能快件箱为主、自动寄存柜为辅。拥有国内专利 25 项及完全自主知识产权的核心产品，获得软件著作权 95 项，是目前智能快件箱行业供应体系中具有较强自主研发实力和规模化全球供应能力的高新技术企业之一。2011 年公司成为亚马逊中国合作伙伴；2014 年成为上海富有、苏宁智能快递柜供应商；2015 年成为中集电商、丰巢科技智能快递柜供应商，进一步打开市场。

**3) 2019 年至今，在已有的产品基础上，进一步探索多元发展。**公司目前推出自动售货机、智能售餐机、智能书柜、智能冷柜、零售寄存自提一体柜和 mini 格子柜等产品。随着“新零售

售”理念和实践的推进，传统零售行业加速变革，公司通过自主创新和技术驱动，实现零售的模式创新和业态重构。

图 5：智莱科技发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

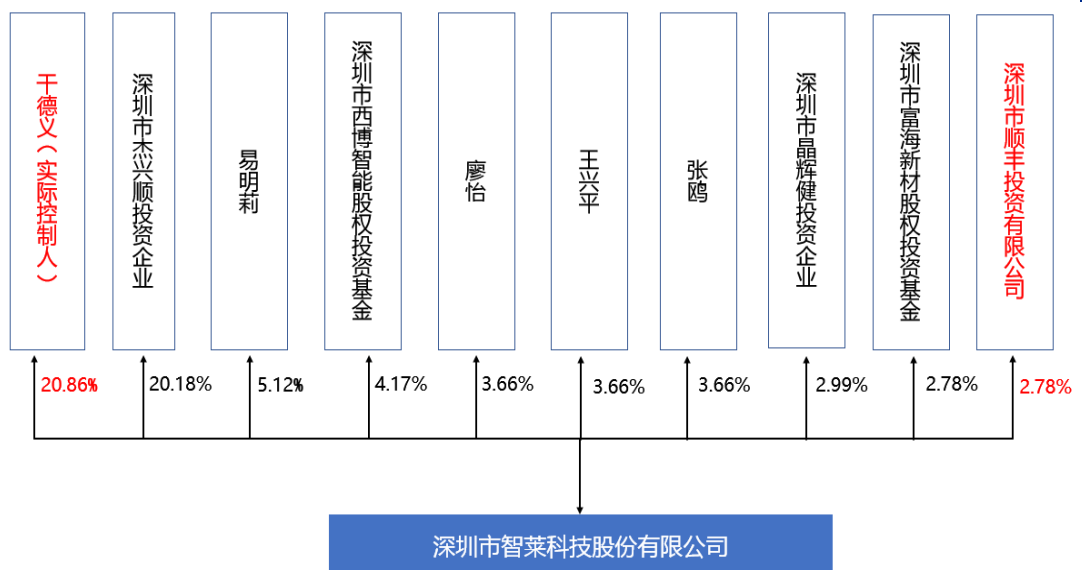
## 2.2. 顺丰入股，2019 年登陆资本市场

2016 年 3 月，顺丰投资与西博智能、富海基金、合江基金及大潮汕基金一同投资智莱科技。顺丰投资直接持有智莱科技的 277.5 万股，占发行前总股本的 3.7%，为公司第九大股东。

干德义先生是公司的**第一大股东（实际控制人）**，直接持有公司 20.86%的股权，通过控制公司股东杰兴顺、晶辉健直接和间接共计持有公司 24.67%的股份。

2019 年 4 月 11 日，公司登陆创业板，首次公开发行价格为 30.24 元/股，发行数量为 2500 万股，募集资金 7.56 亿元，募集资金主要用于智能快件箱产能扩建。

图 6：智莱科技股权结构图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 2.3. 快递柜贡献 95% 收入，以大客户为主

公司产品以智能快递柜和自动寄存柜为主。公司生产的智能快件箱产品作为一种 24 小时无人值守的服务终端设备，广泛分布在全国各个主要城市的楼宇、社区中；而自动寄存柜主要应用于大型商场、超市、主题乐园、水公园、图书馆、企业及政府机关单位。

表 3：智莱科技产品

产品	应用场景	产品类型
智能快件箱	解决快递行业“最后一公里”物流配送环节的主要解决方案之一；适用于室内外应用场景	基于 x86 IPC(Windows 操作系统、Linux 操作系统)和基于嵌入式 ARM(Android 操作系统、Linux 操作系统)两大技术平台的智能快件箱产品和相应的终端及服务器软件方案；智能生鲜柜
自动寄存柜	大型商超、企业、主题公园及医院等	RFID 卡型、联网型、条码型、指纹识别型、人脸识别型等多个产品系列

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 7：智能快递柜产品示意图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

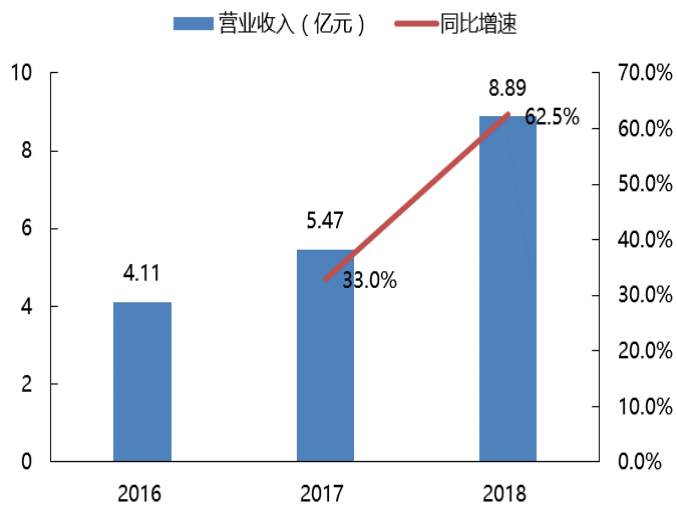
图 8：自动寄存柜产品示意图



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

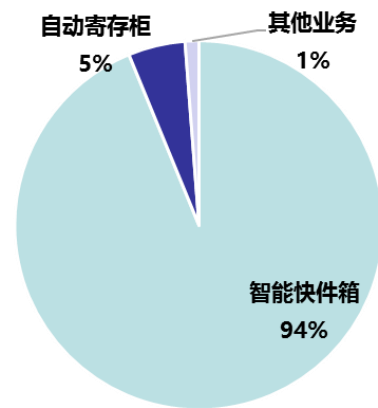
2018 年公司营业收入中智能快件箱收入占比达到 94%，其中大客户丰巢销售收入占比 52.8%，亚马逊收入占比 30.7%。公司以快递柜为核心产品，营业收入保持较快增长。公司在技术研发、产品质量及售后支持服务等方面均已建立了良好的品牌形象和较高的市场知名度，拥有一批大型的客户群体。国内市场：公司是丰巢科技等国内大型运营商的主要供应商之一（并通过销售给招银金融租赁有限公司/招商局通商融资租赁有限公司间接供应丰巢）；国外市场：公司是 Amazon(国际市场铺设规模最大的公司之一)和 Smarte Carte 智能快件箱产品的唯一供应商。

图 9：公司营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 10：公司营业收入结构



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

### 3. 快递柜销量高增长，盈利能力领先

#### 3.1. 手握“丰巢”与“亚马逊”两大核心客户

公司两大主要客户（丰巢+亚马逊）的销售占比在80%以上。

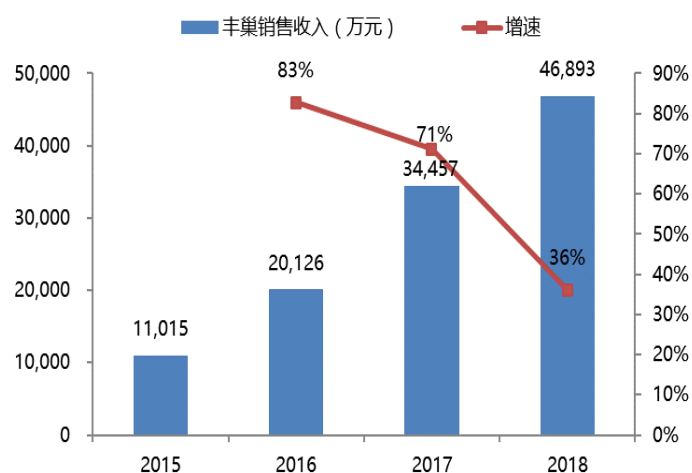
- 1) 公司自2015年与丰巢开展业务合作，顺丰于2016年入股公司强化了绑定关系。目前公司通过向丰巢科技、招银租赁、招商局通商融资租赁向丰巢提供产品，2016-2018年丰巢贡献的收入占比分别为48.95%、63%、52.77%。
- 2) 公司从2011年开始与亚马逊合作，公司在正式进入Amazon等国际知名客户全球采购体系前履行了较严格的审核程序，由于耗时间较长，因此一旦双方确立供应关系，其合作关系将会保持相对稳定。目前公司是亚马逊智能快件箱唯一供货商。2016-2018年亚马逊贡献的收入占比分别为35.84%、25.47%、30.74%。

表 4：2018 年智莱科技前十大客户销售额及占比

公司客户名称	2018 年销售额 (万元)	占比
丰巢科技	28,763.52	32.37%
Amazon	27,313.07	30.74%
招银金融租赁有限公司	9,720.43	10.94%
招商局通商融资租赁有限公司	8,409.04	9.46%
浙江驿栈网络科技有限公司	5,456.13	6.14%
顺丰控股股份有限公司	1,273.59	1.43%
NEOPOST TECHNOLOGIE SA	1,270.32	1.43%
Parcel Pending	621.51	0.70%
Supply Point Systems Inc.	605.54	0.68%
Smarte Carte, Inc.	446.84	0.50%

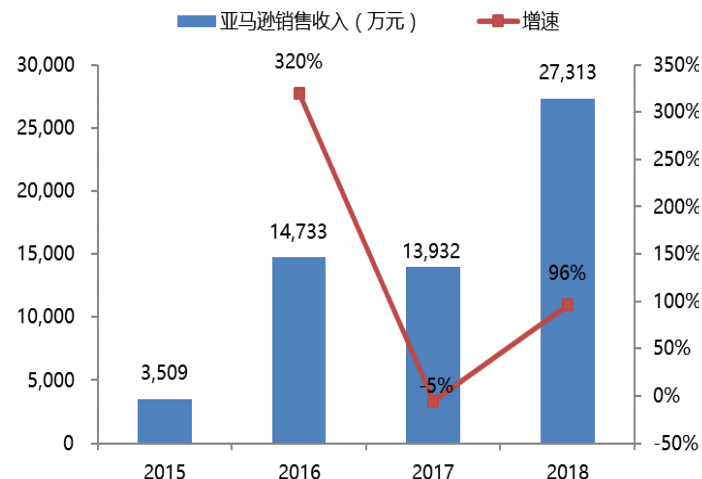
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 11：公司对丰巢销售额



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

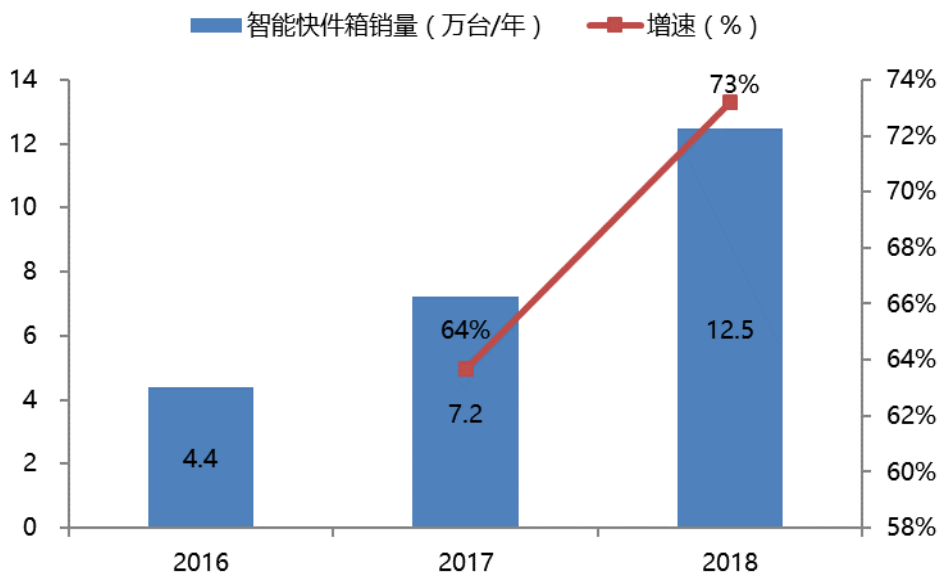
图 12：公司对亚马逊销售额



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

受大客户旺盛的需求带动，公司快递柜销量呈快速增长趋势。2018 年公司智能快递柜销量为 14.6 万台，同比增长 69%。

图 13：智莱科技智能快件箱销量

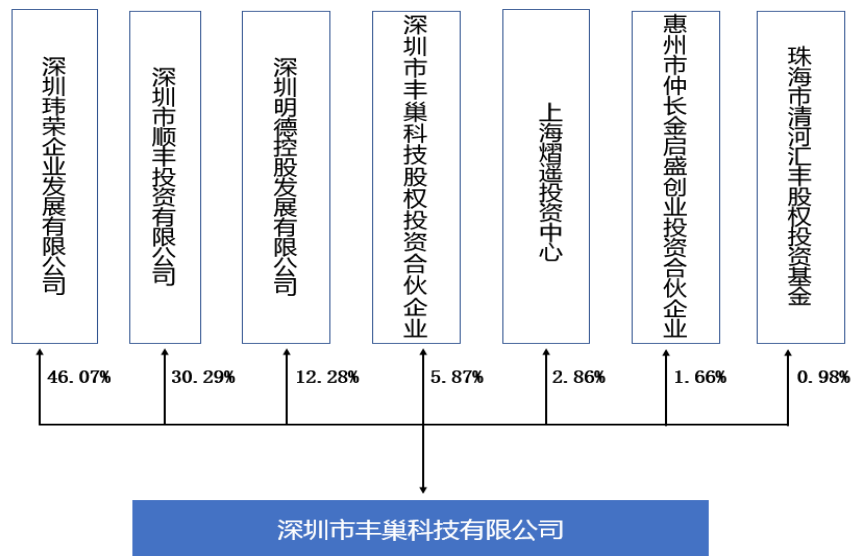


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 3.1.1. 丰巢科技

2015 年，顺丰联合多家快递公司成立丰巢，专注提供物流末端服务。丰巢作为开放平台，链接物流企业、物业、快递员、消费者，串联上下游，构建信息服务平台，支持多家快递公司开展寄递服务。作为末端智能网点，丰巢首创微仓模式，实现“一手交钱，一手提货”的极致体验。2017 年 4 月，丰巢收购中集“e 栈”品牌及快递柜，进一步扩大市占率。截至 2019 年底，丰巢已经覆盖全国 100 多个城市，投放快递柜约 18 万组。

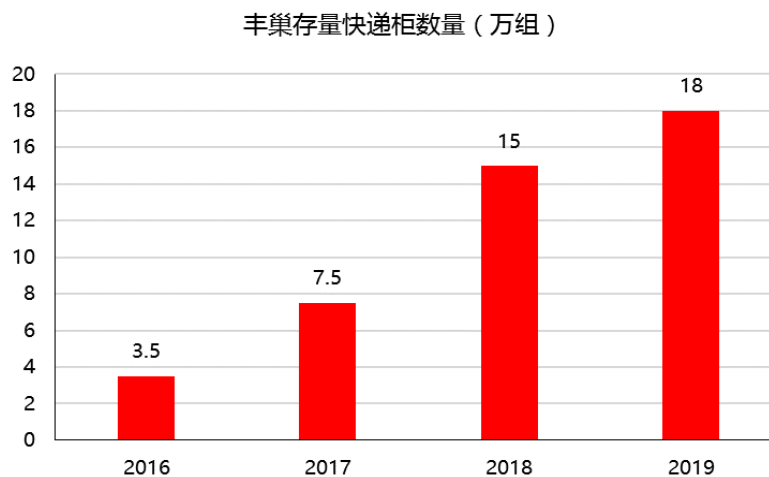
图 14：丰巢科技股权结构



资料来源：企查查，安信证券研究中心

丰巢持续扩张将拉动智能快递柜需求，同时公司借助强有力的产品竞争力，市占率或进一步提升。1) 丰巢商业模式逐步成熟：2016年下半年起，各级智能快件箱运营商逐步启动收费，2017年全年营业收入3.1亿元，2018年1-5月实现营业收入2.9亿元。2) 丰巢科技渗透率有较大提升空间：目前丰巢主要铺设在全国一线城市，覆盖城市的数量远低于速递易，未来有望向低线城市扩张，提升渗透率。根据公司披露的客户收入结构与国内单柜价格，我们测算公司在丰巢的直接供应占比约30%，随着公司与丰巢合作的深化，供应占比或进一步提升。

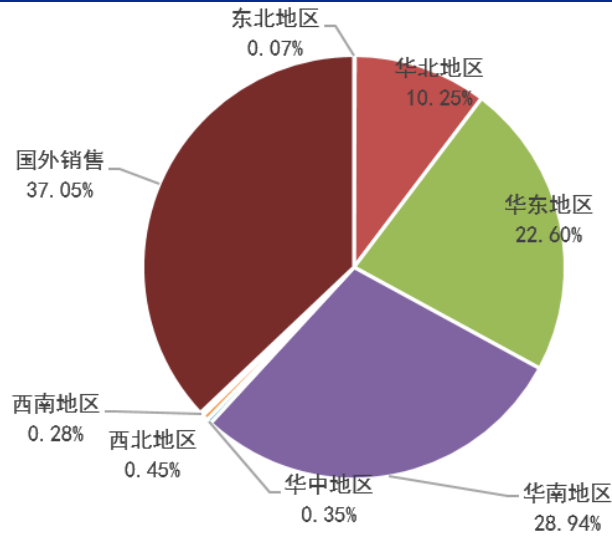
图 15：丰巢存量快递柜数量



资料来源：顺丰控股年报，安信证券研究中心

从智莱科技的收入区域分布上来看，国内收入主要集中在华南和华东等发达区域，与快递柜运营商在全国的布局有关。考虑到不同地区的快递柜渗透率差异较大，中西部与华北地区的市场增长空间巨大。

图 16: 公司主营业务收入地区构成



资料来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

### 3.1.2. 亚马逊

亚马逊为优化其电商物流, 将智能快递箱作为提升“最后一公里”配送效率和质量的重要手段。亚马逊的智能快递箱主要在美国、英国、德国等地投放, 其中仅在美国投放就超过 2000 个场所。与亚马逊在欧美国家的电子商务销售量和物流配送量级来比, 目前投放的智能快递箱数量仍较少, 未来智能快递箱的投放量仍有较大的增长空间。

智能快件箱促使亚马逊生态系统实现线上线下交融。2011 年 9 月, “Amazon Locker”项目启动, 主要在杂货店、24 小时便利店等公共场所铺设, 用户通过“手机下单+线下备货点+智能快件箱”, 从下单到提货仅需两分钟。截至 2018 年 6 月, Amazon Locker 已经布局超过 70 个城市的 2800 多个地点。

图 17: 意大利超市旁的 Locker



资料来源: 维基百科, 安信证券研究中心

2017年7月，亚马逊正式启动运营“**The Hub**”新型快件箱系列，需求进一步扩大。The Hub 主要在公寓和高校铺设，采用开放式的运营模式，并不仅限于亚马逊自身使用，其他物流公司如 UPS、FedEx 同样可以通过 The Hub 提供寄件和取件服务，进一步增加了智能快件箱的用户广度。截至 2018 年 6 月，美国地区已经布局了超过 900 个城市，已有 50 万用户在使用该系列快件箱。新系列的持续推广和发展有利于增加亚马逊对智能快件箱的需求。

图 18：在公寓场景的 Amazon Hub



资料来源：维基百科，安信证券研究中心

### 3.2. 单位价格波动，外销订单单价更高

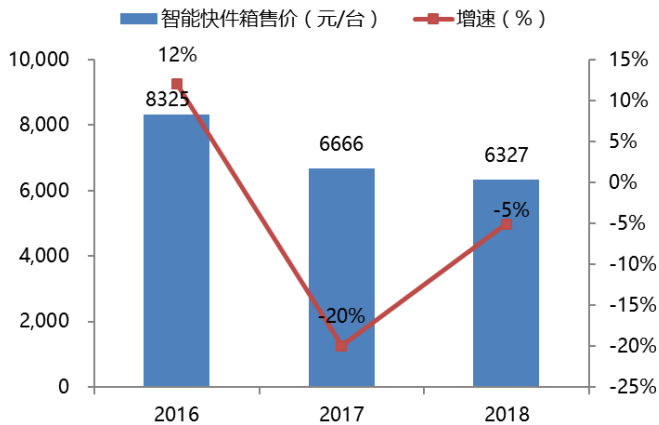
公司的快递柜售价具有两大特点：快递柜单价呈下降趋势，外销快递柜单价较高。

- 1) 整体单柜价格逐年下降，一方面与售价较低的副柜占比提升有关，公司内销的主副柜平均比例由 1:2 上升到超过 1:4，主柜平均单价约 1 万元，副柜单价约 0.4 万元；另一方面与规模效应以及生产过程优化带来的单位成本下降有关。
- 2) 外销快递柜定位高端，副柜占比低，单价较高。2018 年公司快递柜平均售价为 6327 元/台，内销快递柜平均售价为 5153 元/台，可见外销快递柜平均售价更高。外销智能快件箱品质要求高，定位为中高端，定价均较高，而国内有新北洋，东城电子等公司普遍采用低价的竞争策略，竞争较为激烈。此外外销产品常见的主副柜组合方式为 1:1。

客户的不同需求导致公司的产品设计不同，因而单价也发生波动变化。总体来看，快递柜副柜占比呈提升趋势，将拉低单台收入，但生产工艺的改进以及海外订单的拓展或将抵消单台收入下降的影响。

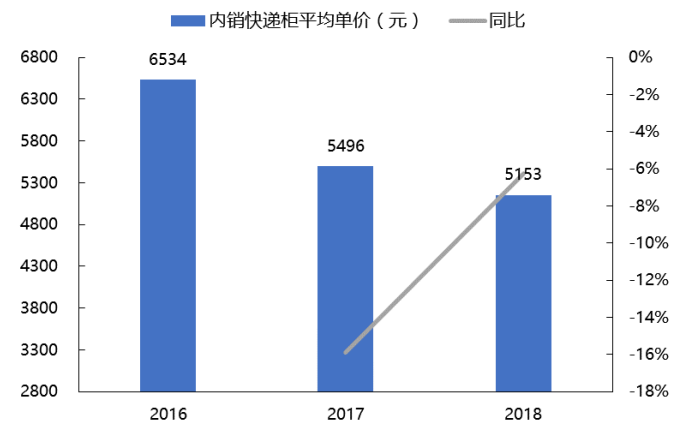


图 19：公司智能快件箱平均单价



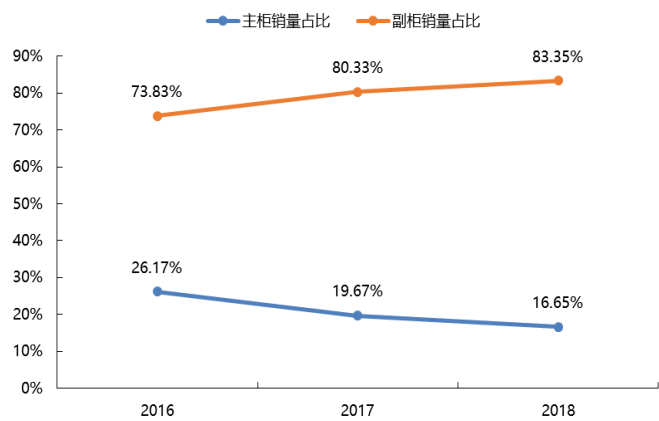
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 20：公司内销快递柜平均单价



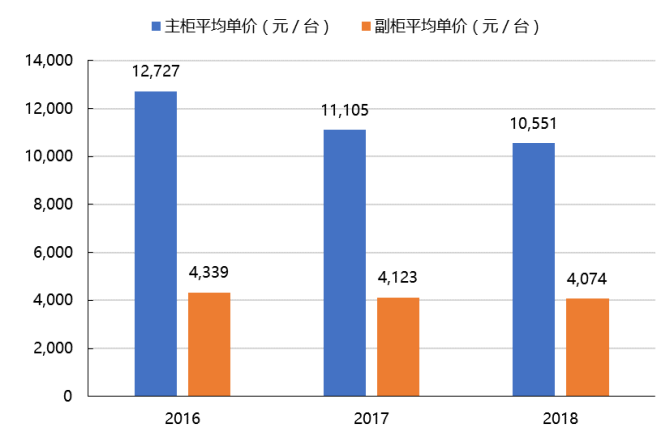
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 21：公司内销的主柜与副柜数量占比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 22：公司内销的主柜与副柜平均价格

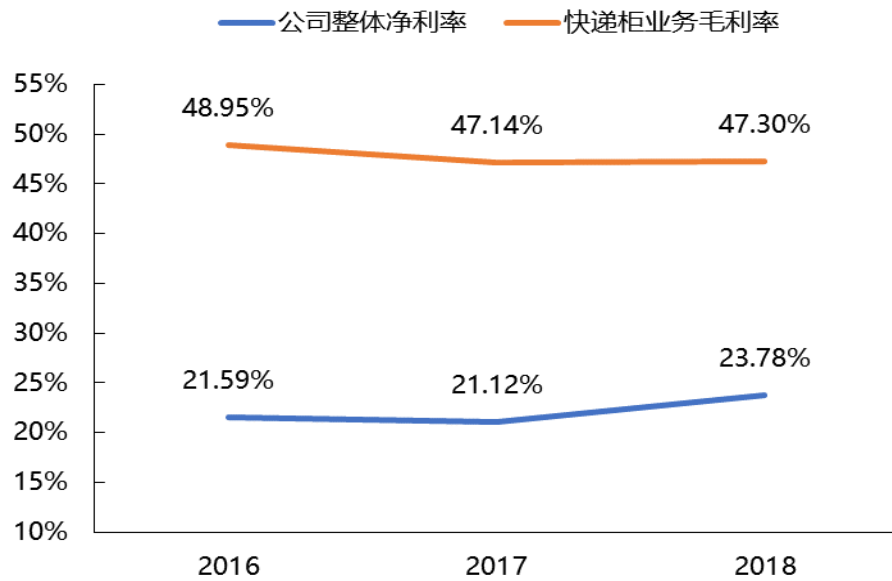


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 3.1. 内销与出口订单均具备较高盈利能力

公司的快递柜业务盈利能力较高，毛利率维持在47%以上的较高水平。此外，公司披露2018年下半年快递柜的综合毛利率已提升至50.2%，主要原因（1）客户结构变化，毛利率较高的客户 Amazon 在2018年下半年的采购量较多，占智能快件箱柜体收入的比例由2018年上半年的22.26%上升至40.44%。（2）受汇率波动、副柜占比上升以及产品配置变化的影响，配置差异导致新定制的产品平均毛利率高于原型号产品。

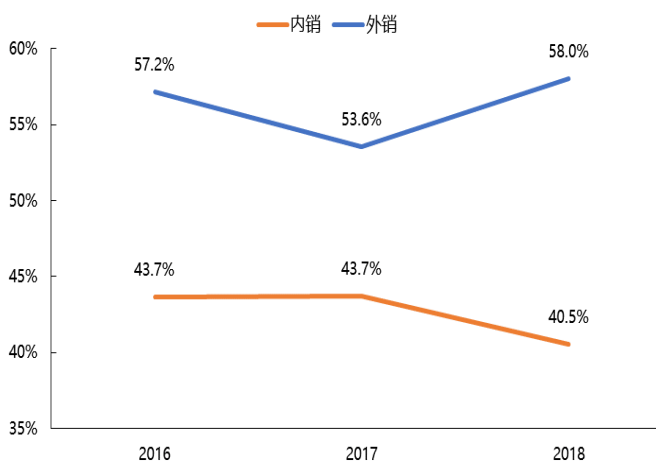
图 23：公司快递柜业务毛利率与整体净利润率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

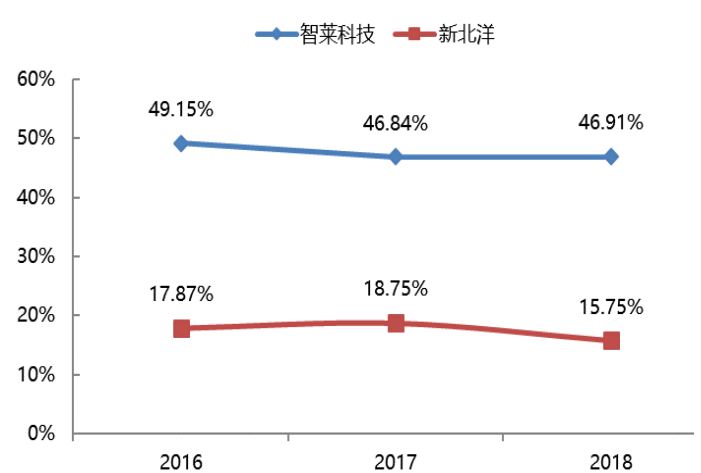
根据公司披露的主业业务的内销和外销毛利率，外销产品的毛利率更高（可近似看做外销快递柜的毛利润率），2018 年外销毛利率 58%，高出内销毛利率约 18 个百分点。我们认为主要与外销智能快件箱品质要求高，定位为中高端，盈利能力高有关；而国内的订单受到行业竞争以及利润率较低的副柜产品占比提升影响。

图 24：主营业务毛利率按地区分类



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 25：公司综合毛利率与新北洋综合毛利率对比



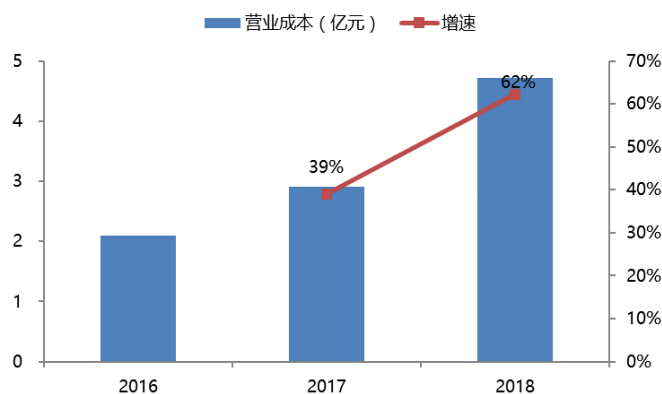
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

注：新北洋业务除快递柜外，还包括金融、新零售等智能终端

公司各项营业成本比例比较稳定。其中约 80% 为直接材料成本，主要包括钢材、显示屏、摄像头等，人工+制造占到公司约 20% 成本。

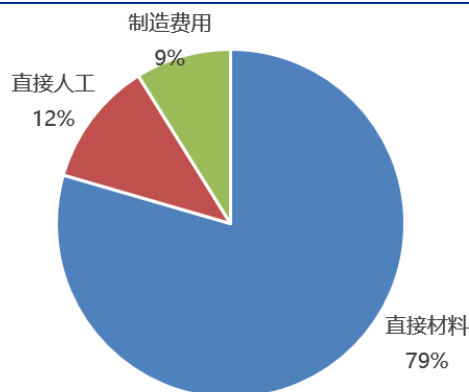
公司维持着良好的发展趋势，2018 年公司净利润为 2.11 亿元，同比增长 83%，2019 年业绩预告，预计公司 2019 年净利润约 2.54-2.95 亿元，同比增长 20%-40%。

图 26：公司营业成本及增速



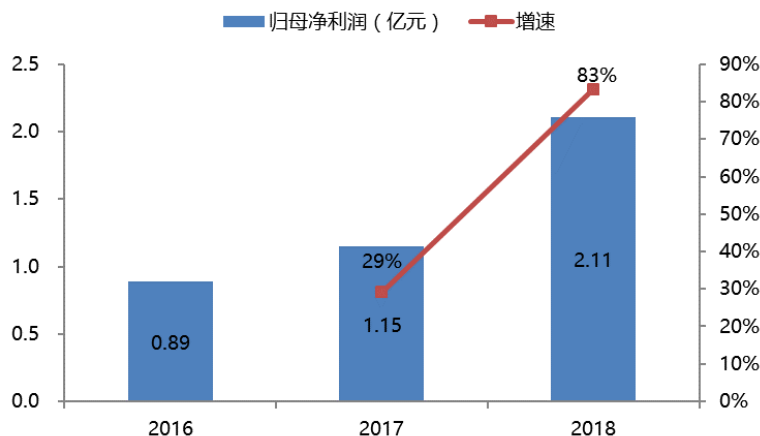
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 27：公司 2018 年生产成本结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 28：公司净利润及增速



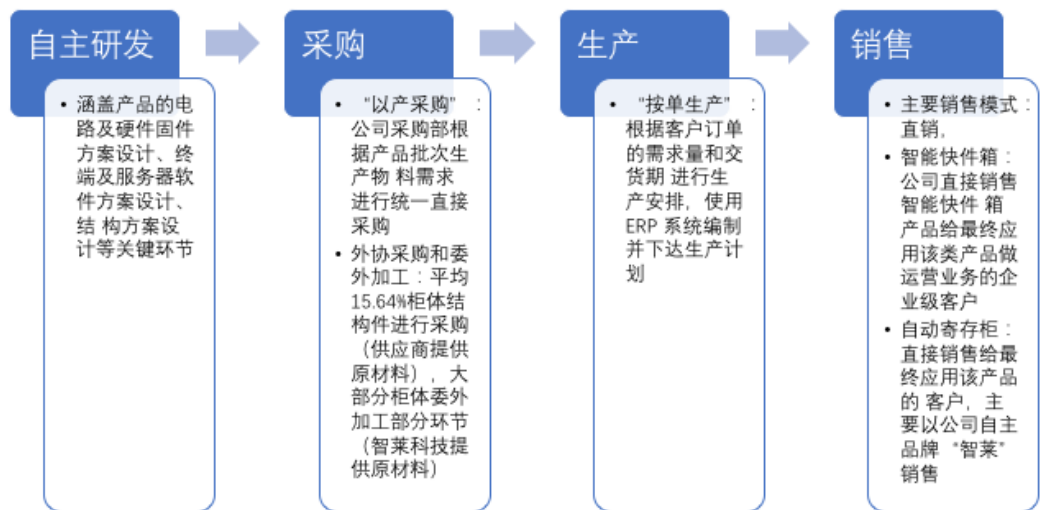
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 4. 募投项目扩张产能，公司竞争优势领先

### 4.1. 产能利用率处于较高水平，募投项目扩充产能

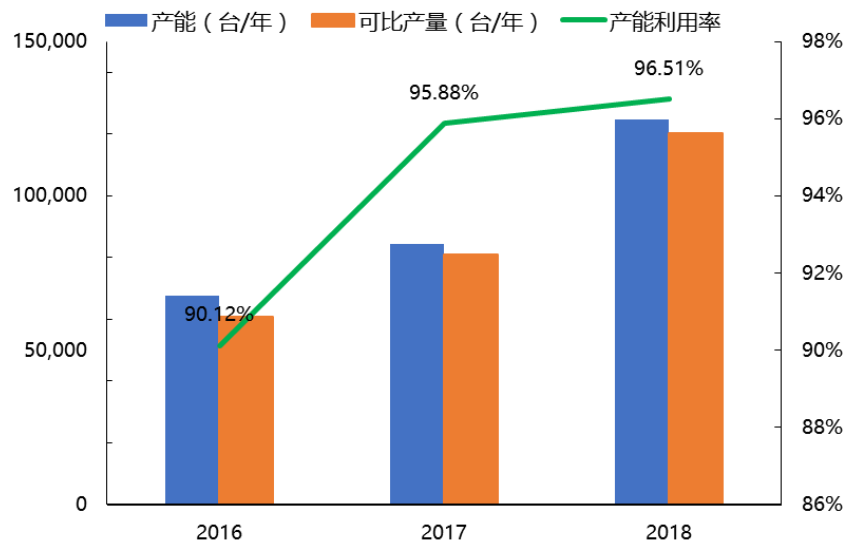
公司采用的“接单生产”的自主生产模式，产能利用率和产销率维持在 90%以上。公司根据客户订单的需求量和交货期进行生产安排，使用 ERP 系统编制并下达生产计划。为了维持产品技术竞争力与市场信誉，公司以自主生产为核心，具备规模化的生产能力。公司拥有深圳市智莱科技股份有限公司横岗分公司、湖北智莱科技有限公司两个生产基地，两地工厂建筑面积合计达 5 万平方米，年产各类寄存柜和智能快件箱 12 万台(2 万套)。

图 29：智莱科技业务流程示意图



资料来源：智莱科技招股说明书，安信证券研究中心

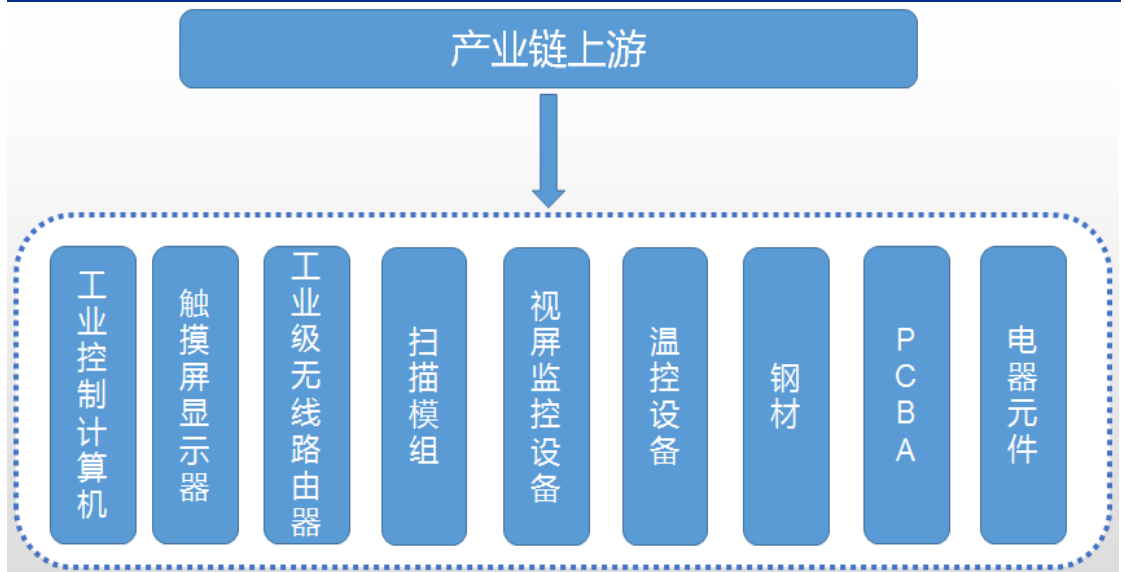
图 30：公司产能利用率情况



资料来源：智莱科技招股说明书，安信证券研究中心

公司上游包括工业控制计算机、触摸屏显示器、扫描模组、钢材、PCBA、电器元件等，原材料和部件市场供应充足，建立了完善的供应链体系：1) 通过资质评定、比质、比价，建立供应商管理体系，公司在采购柜体结构件时，智莱公司向赤壁市优尼起重机电设备有限公司、东莞市长盈朗科实业有限公司和武汉精锐狮机械设备有限公司三家公司；2) 外协采购所占比例较低，且其所涉及工艺环节较少；外采购柜体结构件占比约为 16%，仅包含钣金这一工艺环节，同时该部分钣金工艺设计图由本公司开发设计。

图 31：公司产业链上游



资料来源：智莱科技招股说明书，安信证券研究中心

根据公司的募投计划，公司共募资 6.99 亿元，其中约 56% 资金用于扩产能项目，新增 8 万台(2 万套)智能快件箱产能，力争 3 年内实现产能翻番，达到年产 20 万台(4 万套)的生产规模。IPO 扩产能项目在咸宁生产基地进行扩建，扩建自动化程度更高的智能快件箱生产线，同时建设与生产相关的办公与测试、职工中心及宿舍等配套设施。项目的实施将为应对全球智能快件箱市场需求的快速增长奠定基础。

表 5：公司募投项目进度表

募投项目	募集资金承诺投资总额 (万元)	截止 2019.8 累计投入金额 (万元)	投资进度 (%)
新增年产 8 万台 (2 万套) 智能快件箱产能扩建项目	39178	7023.57	17.93%
研发中心建设项目	8531	3113.9	36.50%
市场营销与服务网络建设项目	6174	0	0%
补充流动资金项目	16000	16000	100%
合计	69883	26137.47	

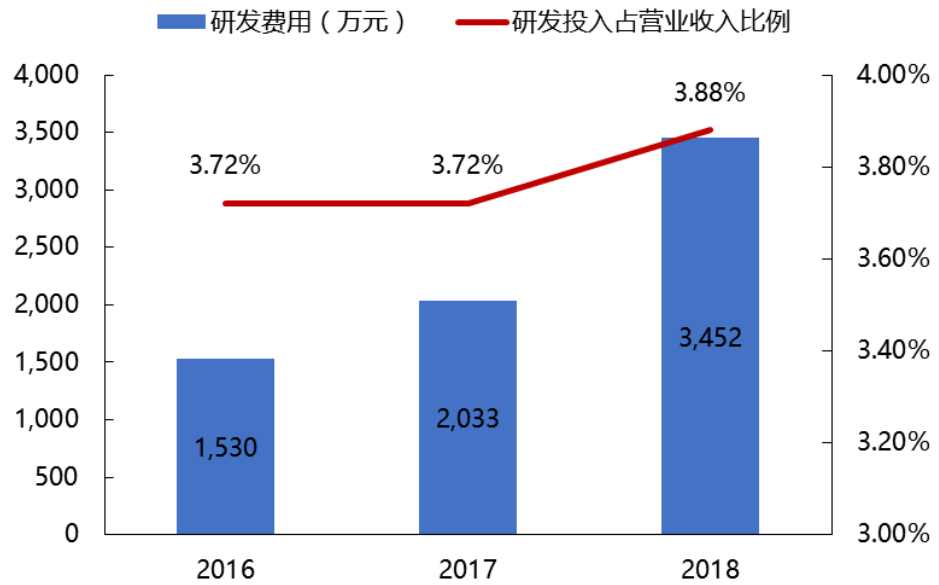
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 4.2. 掌握核心技术，持续进行研发投入

公司掌握设计、生产、开发核心技术，拥有多项专利。公司拥有经验丰富的研发设计团队，能够针对不同客户对产品的具体应用需求，定制化开发产品，从而提高了公司的整体服务能力，与客户形成更为紧密的业务合作关系。公司拥有围绕核心技术的各项授权专利 36 项，其中发明专利 7 项，实用新型专利 18 项、外观设计专利 11 项。公司将相关核心技术应用于产品，保障了公司产品拥有良好的用户体验及稳定可靠性。

面对市场需求的快速变化，公司持续进行研发投入。2018 年公司研发投入为 3452 万元，2016-2018 年研发费用占营收比例维持在 3.7% 以上，保障公司能满足不同运营商客户对智能快件箱的不同应用条件、功能的需求。

图 32: 公司研发费用情况



资料来源: 智莱科技招股说明书, 安信证券研究中心

表 6: 公司主要核心技术

类型	内容
软硬件系统集成技术	包括众多软硬件技术接口集成设计, 涵盖产品硬件方案、性能要求及终端软件设计等方面。系统集成工程师在满足客户要求的前提下, 通过电气选型、通讯模式等设计, 提供整体性能与价格俱佳的设计方案。
电路及硬件固件方案设计	公司的整机设计能保证能够在较大温差的情况下正常工作;电磁兼容性设计保证电路板不易受到干扰, 也不干扰其它电气设备;可靠性设计保证器件能够长时间稳定运行。公司产品的相关设计符合诸如 CE、RoHS、UL 和 3C 等标准。
终端及服务器软件方案设计相关核心技术	公司自主研发的终端软件通过硬件访问层(HAL)进行抽象, 设置中间驱动层的集成方案, 对产品各种类型的锁具控制板和设备监控板统一控制;公司自主开发了国内版和国际版的服务器端软件及运营管理系统, 并保证终端软件系统具备健康检查功能, 能定期检测并报告系统状态及可用格口数量, 及时提醒用户。
产品结构方案设计	公司拥有自主研发的电控锁具相关实用新型专利 4 项, 电控锁具系统使用了 TCP/IP 网络通信协议方式, 与传统的 RS485 通信方式相比, 具有速度快, 可靠性高, 扩展性更强的优点。每个格口的信息是单独传送到锁具控制板, 损坏或失效, 不会对其它格口的信息产生任何影响。

资料来源: 智莱科技招股说明书, 安信证券研究中心

#### 4.3. 完善的销售服务网络

公司设置有专门的售后服务部门, 分布于全国 48 个城市, 建立了完善的营销和服务网点。公司能够对国内出售的产品提供免费的安装服务; 同时提供一至三年不等的质保期, 质保期内为客户提供约定的维修服务, 并能在指定时间抵达维修现场; 公司提供 7\*24 小时的远程技术协助服务。

由于智能快件箱属于 24 小时使用的智能设备, 因此任何地点, 任何时间的销售服务/故障维修都很重要, 对新进入者来说构成准入门槛。建立完整的营销和服务网络是一个长期过程, 需要配合市场的开发计划和节奏, 智能快件箱应用分散在全国各地, 制造企业往往需要提供送货安装调试和后期服务。此外, 为了提高国际市场的竞争力, 智莱科技还在海外建立了欧美的营销和服务支持网络。

**表 7：智莱科技售后维修细则**

公司售后服务内容	细则
保修服务覆盖区域	公司在全国各省份均设有售后服务网点，负责就近故障设备的检修与日常维护。中心城市设有密集的直营网点，直接对接客户进行维修服务或产品培训。
免费保修服务质保期期限	产品及其配套件提供 1-3 年免费质保
定期智能柜检测保养方式	公司每年将至少两次对在保修期内的寄存柜产品进行全面的检测保养，时间一般在“五一”和“十一”前后，维护保养时间一般在夜间进行，以免影响白天经营。
日常维修处理程序	全年 7X24 小时服务，接到报修电话后 24 小时以内上门服务，修复期不超过一周。公司维修员根据故障现象，决定是否先电话指导修复。如果电话指导不能修复，维修员将立即前往客户单位上门维修。
保修期满后付费维修标准	在保修期满后，公司提供了全年维修或者按次维修，两套付费的个性化售后服务形式以供选择。公司还提供免费的技术人员培训，包括故障排除方法与日常系统操作。

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 5. 公司快递柜订单量测算

公司以快递柜为主业，我们重点对公司的两家大客户丰巢和亚马逊的订单进行预测。

### 1) 丰巢

2018 年丰巢新增约 7.5 万组快递柜（按一拖四的配置，新增约 37.5 万台），2018 年丰巢产生的需求收入占公司营业收入的 52.77%，根据公司国内单台快递柜的平均售价 5152.3 元，我们测算 2018 年公司向丰巢销售约 1.8 万组（9.1 万台），在丰巢的供应商中占比约 24%。

我们对丰巢 2019-2021 年的铺设规划按乐观、中性、悲观三种情景进行假设，并对公司在丰巢的供应份额同样按乐观、中性、悲观三种情景进行假设。

在中性铺设计划与中性渗透率假设下：公司对丰巢的供货量 2019-2021 年分别为 0.9、1.8、2.4 万组，对应增速分别为-50%、+94%、+60%。

**图 33：公司对丰巢的供货量测算（万组）**

	丰巢铺设计划(万组)		乐观	中性	悲观	同比增速		
			智莱渗透率					
2019	乐观		4	3	2			
	乐观	35%	1.4	1.1	0.7	-22%	-42%	-61%
	中性	30%	1.2	0.9	0.2	-33%	-50%	-88%
	悲观	25%	1.0	0.8	0.1	-44%	-58%	-97%
2020	乐观		8	5	3			
	乐观	40%	3.2	2.0	1.2	129%	90%	71%
	中性	35%	2.8	1.8	0.4	133%	94%	100%
	悲观	30%	2.4	1.5	0.1	140%	100%	140%
2021	乐观		10	7	5			
	乐观	45%	4.5	3.2	2.3	41%	58%	88%
	中性	40%	4.0	2.8	0.9	43%	60%	114%
	悲观	35%	3.5	2.5	0.3	46%	63%	150%

资料来源：智莱科技招股说明书，安信证券研究中心

## 2) 亚马逊

2018 年公司对亚马逊销售额同比增长 96%，贡献收入占比约 30.7%，根据外销订单的单台售价，我们测算 2018 年公司向亚马逊销售约 1 万组（2 万台）。

考虑到目前亚马逊稳健的销售增长以及“The Hub”新型快件箱系列仍处于铺设中，而公司是亚马逊快递柜唯一供货商，我们假设 2019-2021 年亚马逊订单量增速分别为 80%/30%/20%。

## 6. 投资建议

智能快递柜对于末端配送（快递与即时物流）具有重要的战略价值，在“无接触配送”模式推行与国家政策层面重视下，2020 年有望迎来快递柜需求爆发大年。智莱科技作为国内快递柜设备制造商龙头（其快递柜收入占比约 95%），深厚积累 20 年，凭借其产品强有力的市场竞争力，与丰巢、亚马逊等大客户深度绑定。我们认为随着国内快递柜需求的快速增长，公司有望进一步提升市场份额，充分享受行业发展红利。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.7/3.7/4.9 亿元，EPS 分别为 2.73 /3.74/4.88 元，对应 PE 为 29x、21x、16x。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

## 7. 风险提示

- 1) 快递行业增速低于预期，导致末端相关产业增速均放缓。快递的核心驱动力来自电商，若电商网购增速出现大幅下滑将导致快递需求不及预期，进而影响快递柜末端需求。
- 2) 未来快递末端形态发生重大变革，快递柜行业发展受到冲击。目前快递末端存在驿站、快递柜等多种形态，若未来驿站或其他末端形式兴起，将影响快递柜发展。
- 3) 政策推进低于预期，若国家或行业主管部门无实质性推动政策，将打击运营商铺设动力，导致快递柜需求增速低于测算值。
- 4) 快递柜使用情况低于预期，导致快递入柜率提升幅度低于预期，使得测算的行业空间值及增速低于预期。
- 5) 公司大客户收缩快递柜采购计划。公司业务高度依赖于丰巢、亚马逊两大客户，但快递柜运营商仍处于盈利探索期，若丰巢持续亏损或收缩采购计划。
- 6) 公司在丰巢的供应占比提升低于预期。丰巢拥有数个供应商，尽管公司作为重要供应商之一，但可能由于行业竞争加剧而流失份额，导致公司业绩测算低于预期
- 7) 受疫情等极端情况的影响，公司的产能或上游供应商产能不足。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	546.9	888.6	1,008.8	1,585.7	2,239.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	290.7	471.8	486.9	812.1	1,182.3	营业收入增长率	33.0%	62.5%	13.5%	57.2%	41.2%
营业税费	4.7	6.6	9.9	13.6	19.3	营业利润增长率	33.3%	84.0%	29.0%	37.6%	30.7%
销售费用	73.6	121.4	131.1	206.1	297.8	净利润增长率	30.1%	83.0%	29.0%	37.1%	30.6%
管理费用	30.3	34.0	37.3	60.3	87.3	EBITDA 增长率	19.4%	76.3%	40.5%	41.6%	34.8%
财务费用	3.6	-11.4	-16.9	-11.9	-14.6	EBIT 增长率	18.6%	77.2%	40.6%	41.4%	30.9%
资产减值损失	6.6	6.2	5.4	6.1	5.9	NOPLAT 增长率	37.3%	70.3%	28.1%	41.4%	30.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.1%	40.4%	44.9%	41.1%	44.1%
投资和汇兑收益	0.2	-	0.5	0.2	0.2	净资产增长率	38.0%	50.5%	94.8%	30.4%	30.5%
<b>营业利润</b>	134.1	246.7	318.1	437.7	571.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1.3	2.0	2.6	2.0	2.2	毛利率	46.8%	46.9%	51.7%	48.8%	47.2%
<b>利润总额</b>	135.4	248.7	320.7	439.7	574.1	营业利润率	24.5%	27.8%	31.5%	27.6%	25.5%
减:所得税	19.9	37.4	48.1	66.0	86.1	净利润率	21.1%	23.8%	27.0%	23.6%	21.8%
<b>净利润</b>	115.5	211.3	272.6	373.8	488.0	EBITDA/营业收入	23.1%	25.0%	31.0%	27.9%	26.6%
						EBIT/营业收入	22.1%	24.1%	29.9%	26.9%	24.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	固定资产周转天数	36	30	31	27	37
货币资金	210.3	332.3	773.5	963.0	1,171.6	流动营业资本周转天数	98	72	86	71	76
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	283	262	362	339	315
应收账款	76.1	102.2	178.1	174.3	323.3	应收账款周转天数	54	36	50	40	40
应收票据	16.1	22.8	1.8	49.7	25.4	存货周转天数	115	104	106	92	95
预付账款	3.3	3.6	5.6	7.6	12.1	总资产周转天数	336	305	419	393	366
存货	208.6	303.8	291.4	520.8	661.5	投资资本周转天数	141	107	135	122	124
其他流动资产	6.8	7.2	8.8	7.6	7.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	27.6%	33.5%	22.2%	23.3%	23.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.7%	23.8%	18.7%	18.6%	19.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	56.2%	91.0%	83.0%	81.0%	75.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	72.4	76.3	99.1	136.5	322.7	销售费用率	13.4%	13.7%	13.0%	13.0%	13.3%
在建工程	0.2	11.9	78.3	124.8	-	管理费用率	5.5%	3.8%	3.7%	3.8%	3.9%
无形资产	12.7	12.7	12.2	11.8	11.3	财务费用率	0.7%	-1.3%	-1.7%	-0.8%	-0.7%
其他非流动资产	10.7	14.7	9.9	10.5	11.1	三费/营业收入	23.4%	20.1%	18.7%	19.9%	20.5%
<b>资产总额</b>	617.2	887.4	1,458.6	2,006.6	2,546.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	18.0	20.0	-	-	-	资产负债率	32.1%	29.0%	15.8%	20.2%	17.9%
应付账款	83.4	95.3	83.3	194.1	211.8	负债权益比	47.3%	40.7%	18.8%	25.3%	21.9%
应付票据	-	81.3	40.6	94.8	102.3	流动比率	2.71	3.16	5.63	4.33	4.89
其他流动负债	91.1	47.5	99.9	109.1	135.8	速动比率	1.62	1.92	4.32	3.02	3.42
长期借款	-	4.9	-	-	-	利息保障倍数	33.84	-18.80	-17.78	-35.75	-38.05
其他非流动负债	5.7	7.9	6.8	6.8	7.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	198.3	256.9	230.6	404.8	456.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	75.0	75.0	100.0	100.0	100.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	344.1	555.4	1,128.0	1,501.8	1,989.8						
<b>股东权益</b>	418.9	630.5	1,228.0	1,601.8	2,089.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	1.15	2.11	2.73	3.74	4.88
净利润	115.5	211.3	272.6	373.8	488.0	BVPS(元)	4.19	6.30	12.28	16.02	20.90
加:折旧和摊销	6.4	9.1	11.3	16.6	39.1	PE(X)	69.3	37.9	29.3	21.4	16.4
资产减值准备	6.6	6.2	-	-	-	PB(X)	19.1	12.7	6.5	5.0	3.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	67.0	63.6	71.8	42.1	38.2
财务费用	3.8	-7.8	-16.9	-11.9	-14.6	P/S	14.6	9.0	7.9	5.0	3.6
投资损失	-0.2	-	-0.5	-0.2	-0.2	EV/EBITDA	-	-	23.1	15.9	11.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	47.9%	32.2%	45.4%	47.9%	32.2%
营运资金的变动	1.3	-77.6	-44.8	-100.7	-217.9	PEG	1.4	1.2	0.6	0.4	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	130.9	130.4	221.6	277.5	294.3	ROIC/WACC	5.4	8.7	7.9	7.7	7.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-25.4	-26.7	-99.5	-99.8	-99.8	REP	-	-	2.0	1.4	1.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	14.1	-72.7	319.1	11.8	14.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

明兴声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
	北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
温鹏		北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
夏坤		北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
曹琰		北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
张莹		北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
姜东亚		北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
张杨		北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
王帅		北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034