

凯立德 (430618)

增持 (首次)

车联网重要标的, 新三板大展宏图

市场数据

报告日期	2015-1-07
收盘价(元)	30.55
总股本(百万股)	115.00
流通股本(百万股)	55.00
总市值(百万元)	3504.00
流通市值(百万元)	1678.02
净资产(百万元)	258.53
总资产(百万元)	248.05
每股净资产	2.43

相关报告

分析师:

李明杰

limj@xyzq.com.cn

S0190512080002

研究助理:

许炎

xuyanxy@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	168	199	238	296
同比增长	19.7%	18.2%	19.4%	24.5%
净利润(百万元)	40	55	65	71
同比增长	-3.59%	38.2%	18.4%	9.1%
毛利率	86.4%	83.0%	79.4%	76.0%
净利润率	23.7%	27.7%	27.5%	24.1%
净资产收益率(%)	20.1%	19.8%	19.0%	17.2%
每股收益(元)	0.44	0.60	0.71	0.78
每股经营现金流(元)	0.25	1.43	0.71	0.55

投资要点

- 凯立德主营导航电子地图内容制作、导航软件系统开发、地理信息应用系统开发与车联网服务, 在后装导航市场占据 70% 以上的市场份额。公司于 2014 年 1 月 24 日在全国中小企业股份转让系统正式挂牌, 登陆新三板。
- 车联网大潮将至, 图商作为车联网入口的价值日益凸显。车联网即将成为下一个移动互联网的入口, 联网和无缝对接个人通信设备成为未来汽车发展主方向。导航产业目前行业规模约 400 亿元, 未来三年行业复合增长率仍将保持 20%。更为重要的是, 图商作为车联网入口, 未来可嫁接更为多元化的 O2O 服务, 入口价值日益凸显。
- 联手小米、平安, 车联网战略开启。2014 年 10 月起, 小米科技与中国平安先后战略投资凯立德, 图商价值再获巨头认可。未来凯立德有望成为小米 MIUI 的预装地图, 一旦成为预装, 小米就可为凯立德带来 7000 万用户。同时, 平安与凯立德将在车险互联网业务上开展深度合作, 图商的海量数据价值又将再一次得到重估。
- 公司作为导航后装市场龙头图商, 又获得小米和中国平安战略投资, 未来在车联网 O2O 服务和车险互联网改革中充分受益。我们认为公司是新三板中质地优异的车联网公司, 积极推荐, 预计 14-16 年净利润分别为 5500 万、6500 万、7700 万。
- 风险提示: 技术更新较快, 市场竞争加剧

目 录

1、公司简介：后装车载导航市场龙头	- 3 -
1.1 主营业务和收入结构：持续增长，“软硬”结合	- 3 -
1.2 公司主营产品是导航电子地图及导航软件系统	- 4 -
2、行业分析：车联网重要入口，行业空间广阔	- 5 -
2.1 车联网作为互联网重要一环，拥有千亿市场空间	- 5 -
2.2 导航作为车联网必经入口，普及率仍将继续提升	- 7 -
2.3 后装市场一家独大，凯立德领先优势明显	- 8 -
3、公司亮点众多，巨头入股助力后续发展	- 10 -
3.1 亮点之一：产业链一体化，快速响应客户需求	- 10 -
3.2 亮点之二：长期辛勤耕耘，客户资源稳固	- 10 -
3.3 亮点之三：引入小米、平安，助力车联网战略发展	- 11 -
4、盈利预测与评级	- 12 -
图 1、公司股权结构 -截止 2014 年中报	- 3 -
图 2、公司业务收入占比（合并报表，单位：万元）	- 4 -
图 3、公司各业务收入占比变化（单位：%）	- 4 -
图 4、公司各业务毛利占比（合并报表，单位：万元）	- 4 -
图 5、公司各业务毛利率变化	- 4 -
图 6、公司位于导航产业链的中上游	- 5 -
图 7、后装导航市场产业链	- 5 -
图 8、苹果车载系统 carplay 概念图	- 5 -
图 9、谷歌车载系统概念图	- 5 -
图 10、2013 年移动互联网网民数已达 5 亿	- 6 -
图 11、2013 年移动互联网网民规模占比接近 80%	- 6 -
图 12、2012 年民用汽车保有量已达 1.09 亿辆	- 7 -
图 13、2015 年车联网渗透率接近临界值 10%	- 7 -
图 14、后装导航出货量增长放缓	- 7 -
图 15、前装导航出货量增长势头劲猛	- 7 -
图 16、公司位于导航产业链的中上游	- 8 -
图 17、后装导航市场产业链	- 8 -
图 18、公司在后装导航市场处于绝对领先地位	- 9 -
图 19、小米手机出货量持续增长	- 11 -
图 20、手机——汽车互联模式（苹果 Carplay）	- 11 -
表 1、公司主要竞争对手	- 10 -
表 2、公司向前 5 大客户销售情况	- 11 -
表 3、可比公司估值	- 12 -
附表	- 13 -

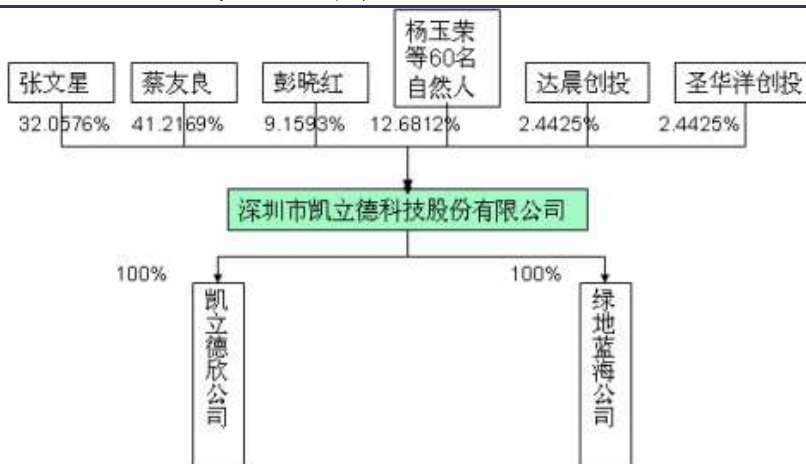
1、公司简介：后装车载导航市场龙头

凯立德主营导航电子地图内容制作、导航软件系统开发、地理信息应用系统开发与车联网服务，在后装导航市场占据 70% 以上的市场份额。主要为汽车驾驶者提供导航电子地图、导航软件、智能硬件终端以及车联网服务。公司主要通过软件授权、硬件销售及 O2O 线上线下相结合的商业模式开拓业务，收入来源主要是是产品销售与服务收费。

登陆新三板，资本助力未来发展。2011 年 2 月，公司曾申报在创业板上市，原拟发行 A 股 3057 万股，之后公司于 2014 年 1 月 24 日在全国中小企业股份转让系统正式挂牌，登陆新三板。董事长兼总经理张文星、董事彭晓红（与张文星为夫妇关系）及副董事长蔡友良构成一致行动人，合计持股 82.4% 的股份，构成公司的控股股东与实际控制人。

2014 年 10-11 月，凯立德进行了三次定增募集资金引入战略投资者，分别获得华融证券、小米全资子公司和深圳平安旗下的投资公司各 5400 万、8400 万、9450 万的增资。2014 年 12 月初，公司再次以 15 元的认购价格非公开发行 500 万股的股票，四次定增累计融资 30750 万。截止公司 2014 年半年度报告，公司总股本为 9171 万股，公司股权结构如下图所示：

图 1、公司股权结构 -截止 2014 年中报



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

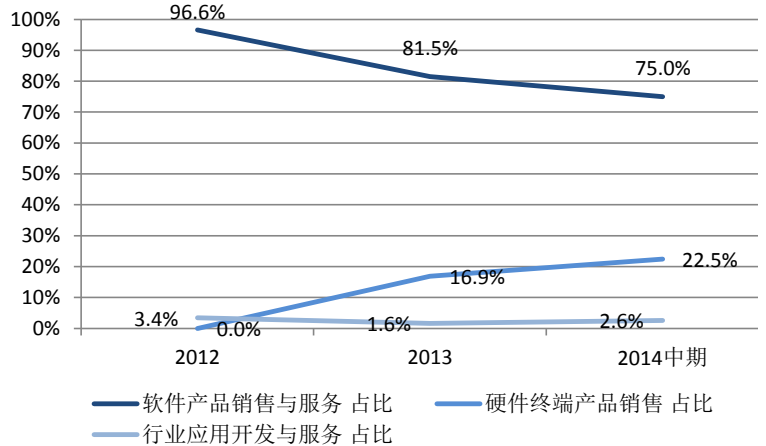
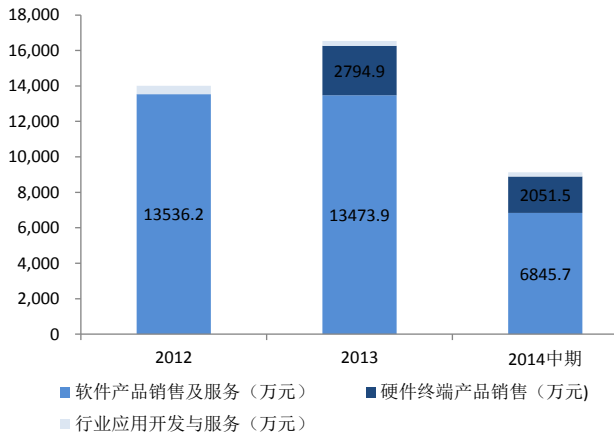
1.1 主营业务和收入结构：持续增长，“软硬”结合

2014 年上半年，公司实现营业收入 9316.97 万元，较上年同期增长 20.05%；实现归属于母公司股东的净利润 2508.88 万元，较上年同期增长 33.56%。

过去三年，公司从营业收入几乎完全依赖软件产品销售与服务的模式转型为软件销售与硬件终端产品销售相结合的收入结构，“软硬”结合后公司经营状况更加

健康。

图 2、公司业务收入占比（合并报表，单位：万元） 图 3、公司各业务收入占比变化（单位：%）

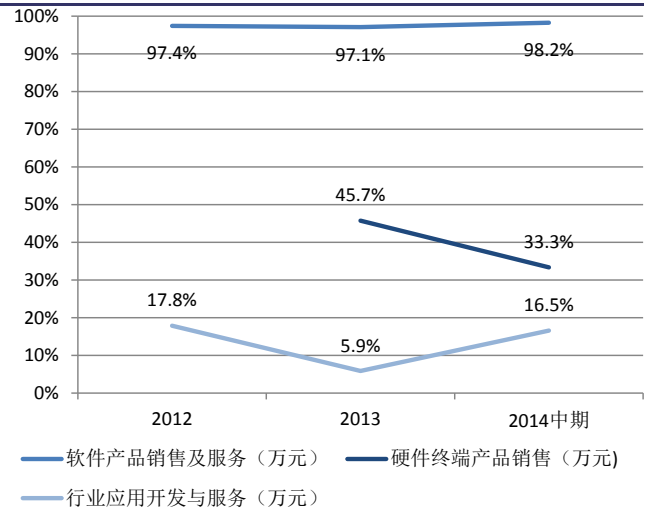
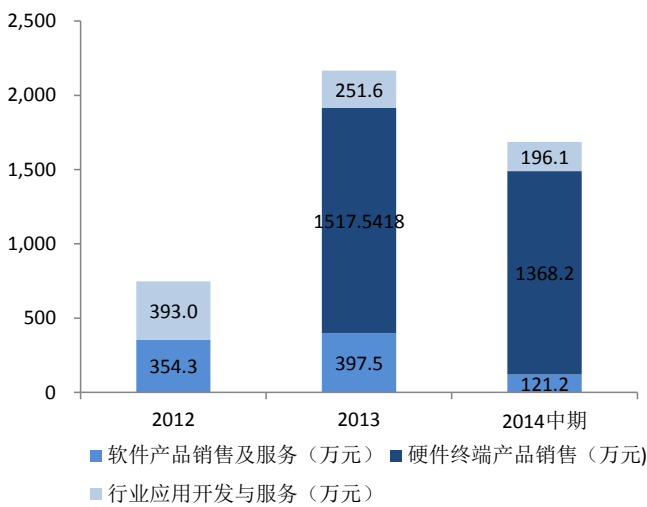


数据来源：公司资料，兴业证券研究所

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

2014 年中期，公司总体毛利率为 81.5%，毛利中 90.3% 来自软件产品销售与服务，9.2% 来自硬件终端产品销售。最近三年来，公司软件产品销售与服务的毛利率持续维持在 97% 左右，硬件终端产品销售收入快速增长，毛利率有所下滑。

图 4、公司各业务毛利占比（合并报表，单位：万元） 图 5、公司各业务毛利率变化



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

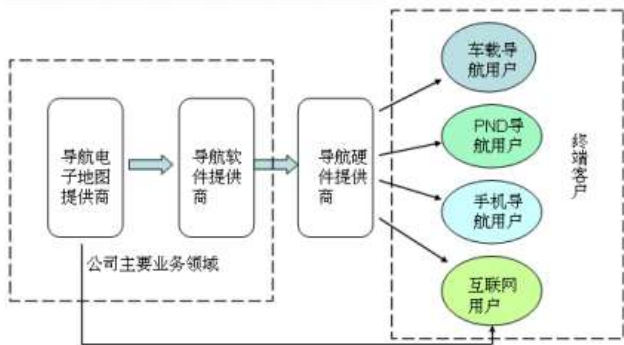
数据来源：公司资料，兴业证券研究所

1.2 公司主营产品是导航电子地图及导航软件系统

公司目前主要产品为导航电子地图及导航软件系统，位于整个产业链的上游和**中游**。**导航电子地图**，是指含有空间位置地理坐标，能够与空间定位系统结合，准确引导人或交通工具从出发地到达目的地的电子地图或数据集。**导航软件**，是与导航电子地图同时使用的一种计算机软件，主要实现以下功能：地图显示、定位信号处理、信息检索、路径规划、行程引导等。导航电子地图与导航软件同时使用，主要应用于车载导航、PND 导航、手机导航以及电子地图应用增值服务。公司的主要客户包括凯越电子、路畅、飞歌等知名导航硬件制造商。公司是**国内地图导航“老三强”之一，在汽车后装导航市场上占据了 70% 的市场份额，连续多

年第一，处于绝对领先的优势地位。

图 6、公司位于导航产业链的中上游



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 7、后装导航市场产业链



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

2、行业分析：车联网重要入口，行业空间广阔

2.1 车联网作为互联网重要一环，拥有千亿市场空间

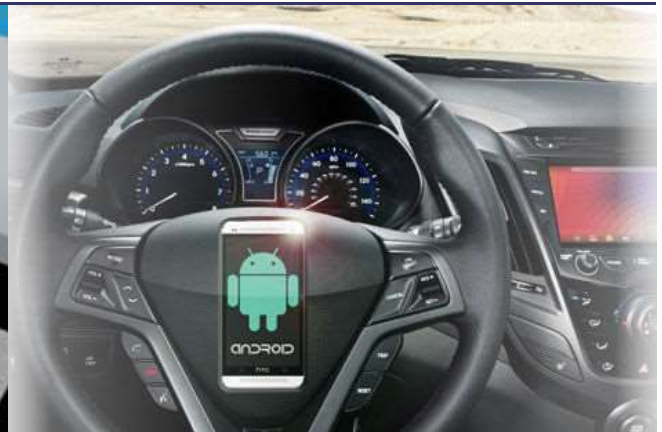
- 车联网即将成为下一个移动互联网的入口，联网和无缝对接个人通信设备成为未来汽车发展主方向。目前汽车作为移动互联网入口的价值尚未被充分挖掘，随着 IT 巨头的强势入驻以及整车企业和通信运营商的积极推进，这一现状将得到彻底改写。2014 年 1 月谷歌宣布成立开放汽车联盟（OAA），意图将安卓系统引入汽车领域。2014 年 3 月苹果在日内瓦国际汽车展上公布了 CarPlay 技术，正式涉足车载系统市场。两大科技巨头对车载智能系统之争已经开始。奥迪公司主席鲁伯特·施泰德表示，“联网汽车”时代已经到来，汽车将成为“最大的社交移动设备”。

图 8、苹果车载系统 carplay 概念图



数据来源：互联网、兴业证券研究所

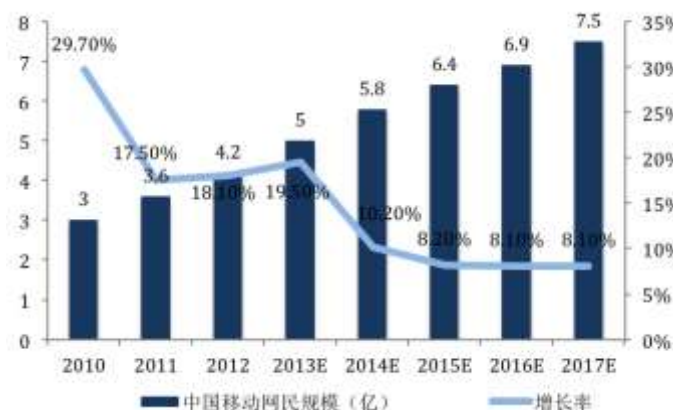
图 9、谷歌车载系统概念图



数据来源：互联网、兴业证券研究所

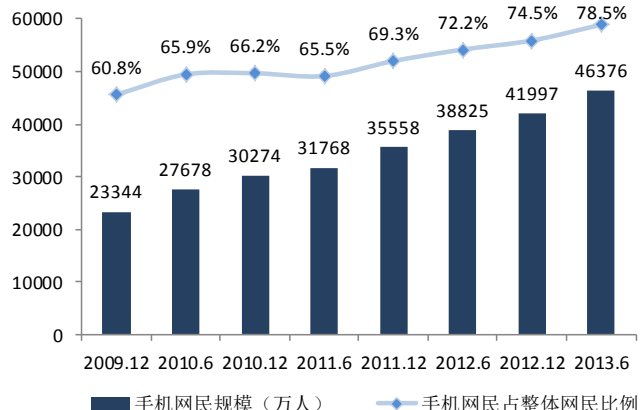
● **消费者刚性需求、通信网络的全面覆盖以及汽车产业转型升级的既定战略将驱动车联网产业迅速发展。**随着智能手机的快速普及，网民从传统 PC 端向移动端迁移迅速，消费习惯快速改变。CNNIC 统计显示，2013 年上半年中国移动互联网网民占比已经达到 78.5%，移动互联网渗透率已经与国际其他国家基本持平。汽车作为重要的移动场景，接入车联网将成为大部分消费者的基本需求之一。随着中国 2G/3G 网络的全面覆盖和 4G 网络的快速建设，车联网发展的技术障碍将被逐步扫除，产业潜能将得到进一步释放。此外，汽车产业发展规划已上升到国家战略层面，智能化汽车成为汽车产业升级转型的重要突破口。目前，车联网项目已被列为我国重大专项，政府扶持百亿元资金用于汽车电子、信息通信软件解决方案。车联网产业革命爆发在即。

图 10、2013 年移动互联网网民数已达 5 亿



数据来源：艾瑞咨询、兴业证券研究所

图 11、2013 年移动互联网网民规模占比接近 80%



数据来源：CNNIC、兴业证券研究所

● **预计 2015 年车联网市场规模有望突破 1500 亿元，渗透率接近临界值 10%。**根据国家统计局数据，2012 年我国民用汽车保有量已达 1.09 亿辆，私人汽车保有量已达 0.88 亿辆，年增长率超过 15%。随着汽车保有量的增长和车联网技术的发展，越来越多的用户开始安装车载信息系统。据易观智库、智研咨询预计，2015 年车联网渗透率将从 2010 年的 4.67% 增长至 10%，市场规模有望突破 1500 亿元。2020 年车联网用户数将超过 4000 万，渗透率超过 20%，市场规模突破 4000 亿元。

图 12、2012 年民用汽车保有量已达 1.09 亿辆



数据来源：国家统计局、兴业证券研究所

图 13、2015 年车联网渗透率接近临界值 10%



数据来源：易观智库、智研咨询、兴业证券研究所

2.2 导航作为车联网必经入口，普及率仍将继续提升

● **导航行业行业规模约 400 亿元，未来普及率仍将持续提升。**车载导航按市场可分为前装和后装，前装和汽车厂商合作预装；后装则主要是通过 4S 店改造安装新的车载屏。2006 年至 2011 年，我国车载导航销售量保持高速增长，年复合增长率达到 47.5%。2013 年，后装车载导航出货量约 670 万台，前装车载导航出货量约 170 万台。从出货量来看，后装市场约为前装市场的 4 倍，后装市场容量更大，但就近年来趋势所看，前装导航出货量增速明显高于后装市场。我们预计 2017 年前装车载导航市场规模达到 210 亿元，后装车载导航市场规模预计达到 490 亿元，总体规模约 700 亿元，未来三年行业复合增长率约 20%。

图 14、后装导航出货量增长放缓

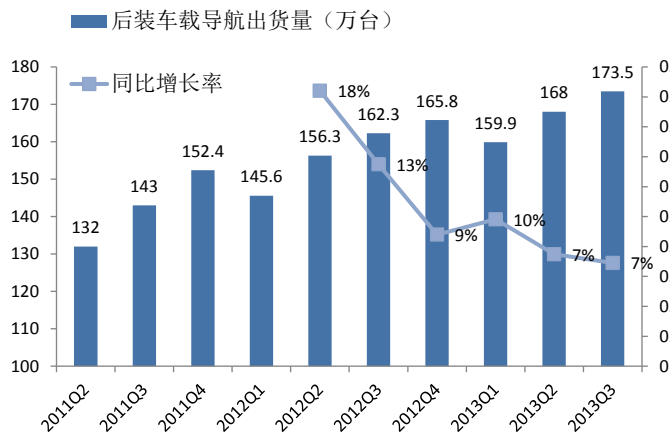
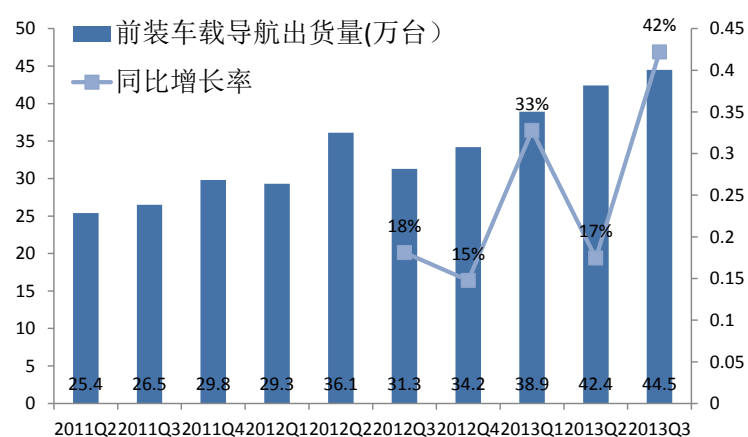


图 15、前装导航出货量增长势头劲猛



资料来源：易观国际、兴业证券研究所

除车载导航设备外，其他导航产品主要包括 PND（便携）导航市场和手机导航市场。从 2009 年至 2011 年，凯立德连续在国内 PND 导航市场保持市场占有率第一。PND 技术门槛相对较低，近年来众多生产厂商进入 PND 市场，如原来生产 DVD、手机的厂商万利达、京华等，市场竞争激烈，且对导航软件产品的盗版

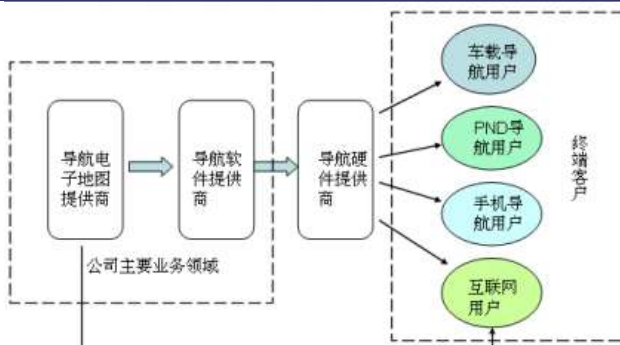
情况较为严重。据赛迪报告，2014年国内PND销售量预计达到1,061万台，2017年市场规模达到113亿元，2014-2017年复合增长率预计达到10%。

随着移动互联网普及，手机导航市场增长速度惊人。2006年中国GPS手机销售量仅为10.5万台，到2014年，几乎国内全部智能手机均配备GPS功能，出货量约4亿部。手机导航市场规模虽不及上述专业导航设备，但由于其数量更大，与手机其他功能结合更多，为导航行业的未来平台发展带来了更加深远的影响。

2.3 后装市场一家独大，凯立德领先优势明显

图商由于竞争者较少，下游格局分散，因此在行业中议价权较高。凯立德作为图商在整个导航产业链中位于中上游，下游主要有凯越、路畅、飞歌等导航设备商。从图商环节看，知名图商仅有四维图新、高德、凯立德和瑞图万方等，竞争者较少。而下游硬件供应商极度分散，因此图商在整个导航产业链中议价能力较高。

图 16、公司位于导航产业链的中上游



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 17、后装导航市场产业链

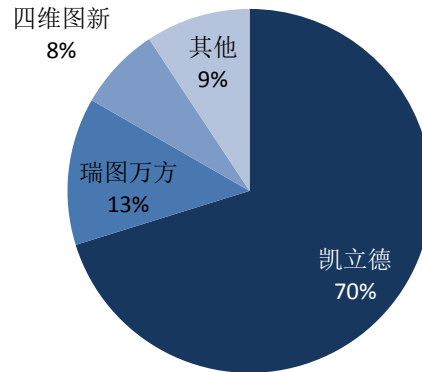


数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图商在前装与后装市场相对独立，凯立德在后装市场份额高达70%，具有很强的议价能力。在前装市场，由于图商与车厂的关系稳定持有，因此前装市场基本被四维图新与高德两家平分，但凯立德目前正在逐步向前装市场渗透。而在后装市场，凯立德凭借多年技术、渠道、价格等多方面优势牢牢占据后装导航市场70%份额，成为国内知名度最高的导航软件之一。

图 18、公司在后装导航市场处于绝对领先地位

2013年导航后装市场格局



数据来源：赛迪顾问，兴业证券研究所

行业内的其他竞争对手包括：

➤ 长地万方（瑞图万方）

长地万方（系广东瑞图万方子公司）成立于 2003 年，具有国家测绘地理信息局批准的导航电子地图制作资质，主要从事导航电子地图的生产与销售。是公司在后装车载导航市场的重要竞争对手，2011 年市场占有率达到 15.5%，仅次于凯立德（68.3%）。长地万方在 PND 市场占有率达到 10.8%，仅次于凯立德（68.4%）。2013 年下半年，长地万方被百度整体收购，业务转向百度的互联网领域。

➤ 四维图新

四维图新成立于 2002 年，具有国家测绘地理信息局批准的导航电子地图制作资质，主要从事导航电子地图的生产与销售。在前装车载导航市场占据 47% 的市场份额（按 2013 年第三季度出货量计），和高德构成双寡头格局；在后装车载导航市场占据 6.3% 的市场份额，名列第三；在 PND 导航市场占据 10.20% 的市场份额，名列第三。

➤ 高德软件

高德软件成立于 2001 年，具有国家测绘地理信息局批准的导航电子地图制作资质，主要从事导航电子地图及导航软件的生产与销售。在前装车载导航市场和四维图新构成双寡头格局，市场占有率达 40.7%；在 PND 市场占据 5.1% 的市场份额。此外，高德软件的实施路况已可覆盖 63 个城市，为其他竞争对手的两倍，在电子地图应用增值服务市场竞争力强。

➤ 灵图软件

灵图软件成立于 1999 年，具有国家测绘地理信息局批准的导航电子地图制作资质，主要从事导航电子地图及导航软件的生产与销售。GPS 手机导航市场主要被四维图新、高德软件、凯立德和灵图软件占据。灵图在车载导航市场竞争力不足。

➤ 中海达

中海达首次打破国外垄断，成功研发了三维激光扫描设备，成为国内领先的三维

街景地图提供商。3D 化的全景交互方式将带来更真实的浏览体验以及更广阔的可能性，是地图行业发展的重要趋势。三维街景地图可能对凯立德二维地图的业务带来一定冲击。

表 1、公司主要竞争对手

竞争对手	相关业务	竞争领域与竞争优势
长地万方	导航电子地图的生产与销售	后装车载导航市场和 PND 导航市场占有率仅次于凯立德。
四维图新	导航电子地图的生产与销售	前装车载导航市场双寡头之一；后装车载市场和 PND 导航市场占有率均前三。
高德软件	导航电子地图与导航软件的生产与销售	前装车载导航市场双寡头之一；实时路况覆盖城市遥遥领先。
灵图软件	导航电子地图与导航软件的生产与销售	GPS 导航市场占有率前四。
中海达	三维街景地图的生产与销售	国内首家三维街景地图供应商。

资料来源：互联网、易观国际、公司公告、兴业证券研究所

3、公司亮点众多，巨头入股助力后续发展

3.1 亮点之一：产业链一体化，快速响应客户需求

公司业务同时占据导航电子地图与导航软件两个核心的环节，具备产业链一体化优势，顺应了产业发展的趋势，帮助公司取得“1+1>2”的协同效果。

相比单一的导航电子地图供应商，公司同时提供导航电子地图数据和导航软件，可快速满足车载、PND、手机等多个市场的需求变化，缩短“市场需求变化→软件设计→导航电子地图内容丰富及更新”的反馈时间，在较短的周期内同步完成地图和软件的新功能研发，快速形成新产品并推向市场，从而在竞争中获得先发优势。

3.2 亮点之二：长期辛勤耕耘，客户资源稳固

公司在客户积累与渠道建设方面较同行有明显优势。公司在后装车载导航市场占据了 70% 以上的市场份额，连续八年保持第一，积累起的客户资源是公司重要的先发优势。此外，公司和汽车一站式服务店、汽车用品店、汽车影音专业店、4S 店等渠道建立起了长期的合作关系。国内汽车销售商（4S 店等销售渠道）基于自身利益，倾向于向消费者推销其自行采购的后装导航设备等高利率产品，这决定了公司所处的后装导航市场将长期存在。

2011 到 2013 年间，公司前三位大客户稳定，均为凯越、路畅、飞歌，都是国内知名的车载导航硬件厂商，是公司重要的长期合作伙伴。考虑到公司在后装市场的绝对领先优势，客户资源较为稳固。

表 2、公司向前 5 大客户销售情况

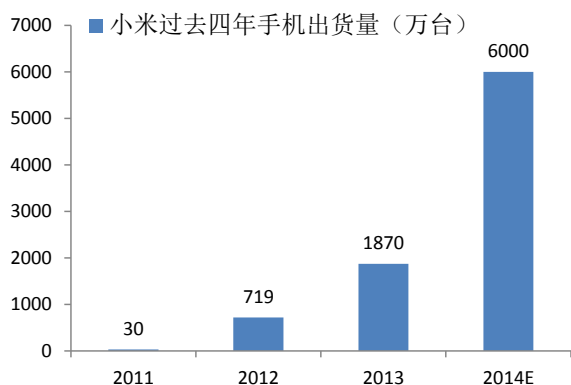
年度	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占总销售比例
2013 年度	1	惠州市凯越电子有限公司	1709.4	10.14%
	2	深圳市路畅科技股份有限公司	1437.5	8.53%
	3	广州飞歌汽车音响有限公司(含关联公司)	1430.9	8.49%
	4	支付宝(中国)网络技术有限公司	1374.5	8.16%
	5	江苏京东信息技术有限公司	1225.3	7.27%
2012 年度	1	惠州市凯越电子有限公司	1709.4	12.14%
	2	广州飞歌汽车音响有限公司(含关联公司)	1408.3	10.00%
	3	深圳市路畅科技股份有限公司	1367.5	9.71%
	4	比亚迪汽车有限公司(含关联公司)	833.7	5.92%
	5	天派电子(深圳)有限公司	617.1	4.38%
2011 年度	1	惠州市凯越电子有限公司	2102.6	12.49%
	2	深圳市路畅科技股份有限公司	1506.4	8.95%
	3	广州飞歌汽车音响有限公司(含关联公司)	1367.5	8.13%
	4	惠州市华飞商贸有相似	1247.4	7.41%
	5	深圳市索菱实业股份有限公司	1203.1	7.15%

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

3.3 亮点之三：引入小米、平安，助力车联网战略发展

小米和中国平安的入股，助推公司在车联网时代继续快速发展。由于图商具有明显的稀缺性，因此在阿里收购高德，腾讯入股四维后，凯立德作为后装图商的龙头公司价值稀缺性更加凸显。在 2014 年 10 月，作为国内移动互联网新锐力量小米科技，通过其旗下两家投资公司购买凯立德 700 万股，约 8400 万元。可以预见，凯立德的相关服务将被逐步整合进入小米的产品线和 MIUI 中，尤其在 O2O 服务中将发挥举足轻重的作用，小米的商业之路再添一张重要拼图。对于凯立德而言，将在车联网和 O2O 其他领域中发挥更加重要的作用。小米入股后，凯立德过去缺乏终端客户的短板将被快速补齐，未来小米的一亿用户均有望成为凯立德的消费者。

图 19、小米手机出货量持续增长



数据来源：互联网，兴业证券研究所

图 20、手机——汽车互联模式（苹果 Carplay）



数据来源：互联网，兴业证券研究所

小米入股后，凯立德随后又引入中国平安集团作为新股东，中国平安与凯立德在车险互联网应用中将有更深层次的合作。在小米入股凯立德后 1 个月，中国平安投资近亿元入股凯立德，再次使市场对凯立德更加重视。中国平安作为车险龙头，与凯立德合作为公司未来发展打开想象空间，公司有望实现车联网下产业链的延伸，利用导航系统获得的驾驶信息大数据对车险行业实现创新与再塑造。

4、盈利预测与评级

● 车联网大潮将至，图商作为车联网入口的价值日益凸显。公司作为导航后装市场龙头图商，又获得小米和中国平安战略投资，未来在车联网 O2O 服务和车险互联网改革中充分受益。我们认为公司是新三板中质地优异的车联网公司，积极推荐，预计 14-16 年净利润分别为 5500 万、6500 万、7100 万。

● 与 A 股同类公司相比，从市盈率角度考虑，A 股四维图新对应 15 年动态 PE 约 70X，目前凯立德对应 15 年动态 PE 约 42X。从市值角度考虑，同行业中四维图新市值 136 亿元，高德被阿里收购时市值约 90 亿元，而拥有更多用户和后装市场份额的凯立德市值仅 30 亿元，价格较同行明显低估，积极推荐。

表 3、可比公司估值

证券代码	证券简称	2013PE	最新	2015PE (预测)
002405.SZ	四维图新	181	142	86
300177.SZ	中海达	56	59	34
	平均估值	118.5	100.5	60

资料来源：wind 一致预期，兴业证券研究所

风险提示：技术更新较快、市场竞争加剧

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	88	222	298	387
货币资金	29	181	247	305
交易性金融资产	29	0	0	0
应收账款	37	0	0	11
其他应收款	1	1	1	1
存货	21	0	0	11
非流动资产	152	137	127	118
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	2	0	0	0
固定资产	143	136	129	121
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	-2	-4	-6
资产总计	267	360	425	504
流动负债	59	48	48	56
短期借款	5	2	3	3
应付票据	0	0	0	0
应付账款	3	4	6	9
其他	51	42	39	45
非流动负债	10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	10	0	0	0
负债合计	69	48	48	56
股本	92	92	92	92
资本公积	6	6	6	6
未分配利润	104	159	224	296
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	198	278	344	415
负债及权益合计	267	326	392	471

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	40	55	65	71
折旧和摊销	7	12	12	12
资产减值准备	1	0	0	0
无形资产摊销	2	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-2	-5	-7
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-23	-73	6	25
经营活动产生现金流量	23	131	65	51
投资活动产生现金流量	-22	29	-3	-3
融资活动产生现金流量	-32	-7	3	9
现金净变动	-31	153	66	58
现金的期初余额	60	29	181	247
现金的期末余额	29	181	247	305

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	168	199	238	296
营业成本	23	34	49	71
营业税金及附加	3	3	4	5
销售费用	22	28	31	38
管理费用	90	84	95	118
财务费用	0	-2	-5	-7
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	31	52	63	69
营业外收入	19	15	14	15
营业外支出	7	7	6	6
利润总额	44	60	72	78
所得税	4	5	6	7
净利润	40	55	65	71
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	40	55	65	71
EPS(元)	0.44	0.60	0.71	0.78

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	19.7%	18.2%	19.4%	24.5%
营业利润增长率		66.9%	20.9%	9.2%
净利润增长率		38.2%	18.4%	9.1%
盈利能力				
毛利率	86.4%	83.0%	79.4%	76.0%
净利率	23.7%	27.7%	27.5%	24.1%
ROE	20.1%	19.8%	19.0%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	26.0%	14.8%	12.3%	11.9%
流动比率	1.48	4.62	6.18	6.87
速动比率	1.13	4.62	6.18	6.68
营运能力				
资产周转率	1.26	0.64	0.61	0.64
应收帐款周转率	9.02	10.66	-	54.12
每股资料(元)				
每股收益	0.44	0.60	0.71	0.78
每股经营现金	0.25	1.43	0.71	0.55
每股净资产	2.16	3.03	3.75	4.52
估值比率(倍)				
PE	70.10	50.71	42.83	39.27
PB	14.12	10.05	8.14	6.74

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;

增 持: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;

减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)				传真: 021-38565955	
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033)				传真: 010-66290200	
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035)				传真: 0755-23826017	
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)				传真: 021-38565955	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)				传真: 021-38565955	

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。