

中小股票

2016年04月26日

报告原因：首次覆盖

光维通信 (430742)

——转型跨境电商，打造海外营养品一站式购物平台

合理价格区间：23.25-32.55 元

投资要点：

- **国内优秀的光通信网络部署及检测解决方案的综合供应商**，公司在光通信工程施工及测量领域深耕近 20 年，长期发展过程中已形成了“以定制化为核心，以技术支持和服务为基础，以自主研发生产为支撑，以供应商管理为重要保障”的商业模式，积累了大量客户资源。近年来公司合同客户数量、签约合同数量、签约合同总金额呈现稳步上升态势，我们预计未来三年仍将维持稳定增长。
- **“宽带中国”战略助力光通信产业快速发展，光维通信将从中受益。**随着全球带宽需求的不断提高以及数据中心、安防监控等光通信行业应用领域的扩展，光纤宽带接入已成为主流的通信模式。根据“宽带中国”战略：到 2020 年固定宽带接入用户数目标 4 亿户。而公司所处的光通信网络部署及检测行业贯穿整个光通信产业链，特别地在接入网建设中成本占比高达 65%，我们认为光通信网络部署和检测行业将充分受益。
- **转型跨境电商营养品领域，打造海外营养品一站式购物平台。**今年 4 月，公司拟通过募集资金增资控股莹通科技（持股比例将达到 63.3%）。莹通计算机是一家经营进口营养品的垂直细分的跨境电商，旗下的电商平台“酸橘子”专注于进口营养品，目前国内营养品市场空间在 500-700 亿。酸橘子“橘掌柜”的合作模式独具创新，将以二三线城市为目标，发展 500-1000 家左右的直营店、加盟店及合作专柜。
- **盈利预测及估值：**国内优秀的光通信网络部署及检测解决方案的综合供应商，受益于光通信行业快速发展，传统业务将维持稳定的增长；跨境电商“酸橘子”已初步完成供应链的整合，线上线下模式将加速规模扩张，预计今年电商收入每季度将实现翻倍增长。总体，我们预计 2016-2018 年公司营业收入 7.00、15.01、30.02 亿元，归属于母公司净利润分别为 3504、6006、13004 万元，每股收益为 0.54、0.93、2.00 元，对应 PE 为 20、12、5。光通信的同业公司的 17 年平均估值为 20 倍，跨境电商类企业的 17 年平均估值为 44 倍，考虑到公司的成长性和流动性，我们给予公司 25-35 倍的估值，合理的股价为 23.25-32.55 元。

市场数据：	2016/4/25
转让方式	做市转让
收盘价(元)	10.92
每股净资产(元)	3.19
市净率	3.42
总市值(百万元)	708.40

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	
总股本(百万)	64.87
可转让股份(百万)	41.34
净资产(百万元)	207.24
股东总户数(户)	125
挂牌日期	2014-05-06
主办券商	申万宏源证券有限公司

相关研究

证券分析师

孟焯勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持

张滔 A0230116010002
zhangtao@swsresearch.com

联系人

许恺
(8621)23297818×7509
xukai@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	295.81	243.97	399.29	699.96	1501.03	3002.16
同比增长率(%)	-	-17.5%	63.7%	75.3%	114.4%	100.0%
净利润(百万元)	10	6	23	35	60	130
同比增长率(%)	-	-32.8%	257.4%	52.1%	71.4%	116.5%
每股收益(元/股)	0.15	0.10	0.36	0.54	0.93	2.00
毛利率(%)	28.3%	28.6%	26.6%	28.1%	31.5%	32.1%
ROE(%)	5.6%	3.9%	11.2%	12.5%	14.5%	15.6%
市盈率	73	110	31	20	12	5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

目录

1.深耕于光通信领域+转型跨境电商营养品领域	5
2.光通信行业 15 年整体需求强劲，未来将维持 10-20%的增速	8
2.1“宽带中国战略”推动光通信发展.....	8
2.11 “光进铜退”趋势日益明显，光纤宽带接入已成为主流的通信模式	8
2.12 政策雨接连不断，2016 年光通信市场需求预计仍将保持 10-20%增长	10
2.2 光通信配套市场——网络部署及检测能充分受益.....	13
3.优秀的光通信网络部署及检测解决方案供应商.....	14
3.1 定制化方案集成应用技术+自主配套设备的核心技术.....	14
3.2 大客户战略+庞大客户群体=稳定的高市场份额.....	15
4.转型跨境电商，打造海外营养品一站式购物平台——“酸橘子”	15
4.1 旺盛需求+政策红利不断推动进口电商的发展.....	15
4.2 酸橘子专注于进口营养品，国内营养品市场空间 500-700 亿.....	18
4.3 橘掌柜：O2O 导流模式加速品牌推广.....	19
5.盈利预测	20
6.风险提示	22

图表目录

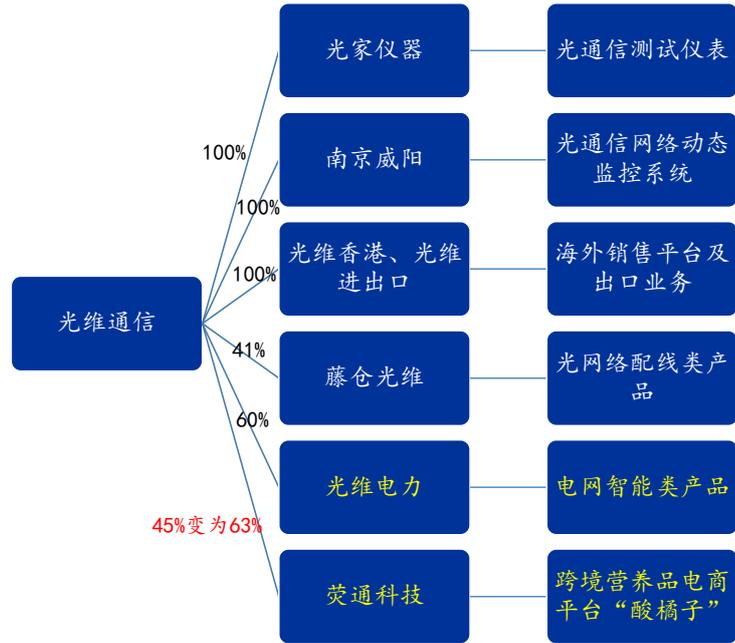
图 1: 公司及子公司业务结构图.....	5
图 2: 15 年业绩逐渐回暖, 收入增长 64%.....	5
图 3: 净利润重回上升轨道, 同比增长 257%	5
图 4: 收入结构相对稳定	6
图 5: 综合毛利率稳定在 25%以上	6
图 6: “酸橘子”网站	7
图 7: 全球固网宽带用户数未来 3 年复合增速 7.5%以上.....	8
图 8: 国内固网宽带用户数保持稳定增长.....	9
图 9: 每年净增用户数仍在 1000 万户以上.....	9
图 10: 光纤接入用户数占比达 56.1%.....	9
图 11: 互联网宽带接入端口按技术占比情况	9
图 12: 2015 年光缆线路总长度达到 2487.3 万公里	10
图 13: 国内光模块市场销售收入 2015 年增速 14%.....	10
图 14: 三大运营商 16 年规划	12
图 15: 光通信产业链	13
图 16: 接入网的网络部署与检测成本占比达 65%	13
图 17: 光通信网络部署和检测行业市场规模保持稳定增长	13
图 18: 进出口贸易总额增速放缓.....	15
图 19: 跨境电商保持 30%高增速.....	15
图 20: 出口跨境电商行业增速逐渐放缓	16
图 21: 进口跨境电商占进口贸易总额比例达 15%	16
图 22: 跨境电商相关政策	17
图 23: 海关总署颁布的相关政策.....	17
图 24: 与酸橘子合作的品牌.....	18
图 25: 海购流程	18
图 26: 自营电商+第三方平台	19
图 27: 龙之梦酸橘子商铺	19

表 1: “宽带中国”战略	8
表 2: 2012-2015 相关政策	10
表 3: 研发占比保持 7%.....	15
表 5: 毛利拆分表	20
表 6: 利润表 (单位: 百万元)	21
表 7: 可比公司估值	21

1.深耕于光通信领域+转型跨境电商营养品领域

光维通信系国内光通信网络部署及检测解决方案的综合供应商，主要为国内电信运营商、专网（广电系统、电力、铁路）、光通信网络施工和代维企业、光通信设备供应商（光迅科技、中兴通讯）等客户在生产、施工、维护过程中提供部署及检测方案设计、通用或专用仪表设备的配套供应，以及物流配送、技术培训、后续维修等一揽子综合服务。

图 1：公司及子公司业务结构图



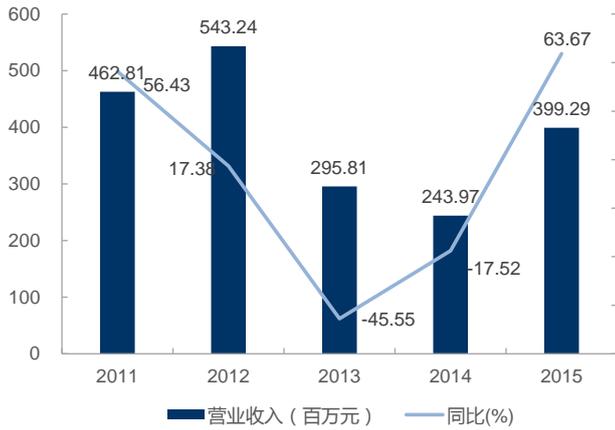
资料来源：公司年报，申万宏源研究

12 年以前光通信行业处于高速增长期；而 2013 年以来受国内各大运营商的资本开支有所放缓和延迟，导致网络部署及检测的市场需求出现了萎缩，进而导致公司 2013、2014 年收入、利润纷纷下滑。公司净利润下滑更多的原因在于财务费用增长、应收账款增加导致资产减值损失大幅增加以及政府补助减少。

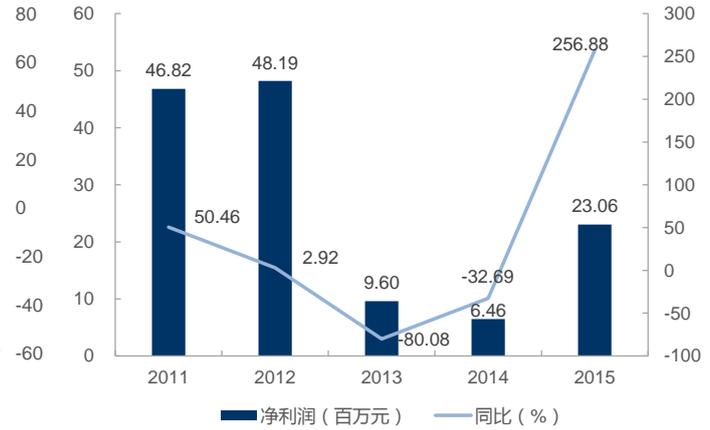
受益于信息消费政策的推动，“宽带中国”政策的落地，以及 4G 牌照的发放预期等影响，行业开始缓慢复苏，公司 2015 年实现营业收入 3.99 亿元，同比增加 63.67%；净利润 2306 万元，同比增长 256.88%。

图 2：15 年业绩逐渐回暖，收入增长 64%

图 3：净利润重回上升轨道，同比增长 257%



资料来源：公司年报，申万宏源研究

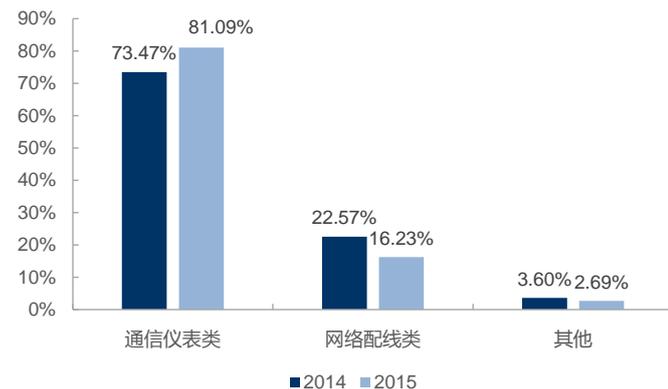


资料来源：公司年报，申万宏源研究

按解决方案的功能和应用领域划分，公司业务可以分为**通信仪表类**和**网络配线类**。通信仪表类产品主要包括：**施工及检测仪表、维护检测仪表、光通信设备及光器件生产检测仪表**。其中，光通信检测仪表由公司控股子公司光家仪器生产。产品主要应用于光通信网络的建设施工、维护、以及光通信设备和光器件的生产检测中，以保障网络的稳定性和在网络中运行的光通信设备的稳定性。

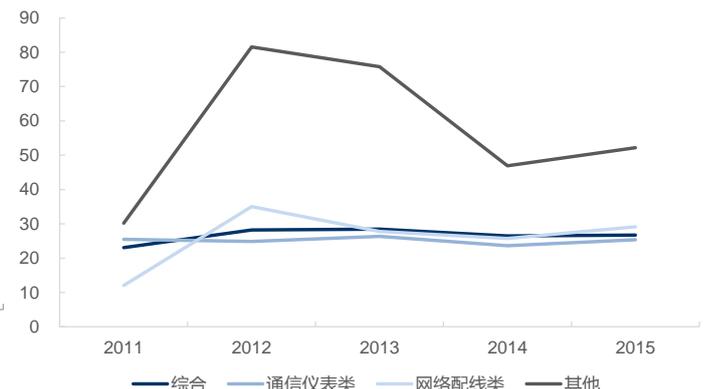
网络配线类产品主要包括：**冷接续产品及配套工具、光分路器、各类箱体及配套监控系统、线路耗材及入户光缆等**。网络配线类主要应用于 FTTx 建设。公司针对不同类型用户对网络带宽的要求，充分考虑今后升级扩容的便利性，为客户提供 FTTx 连接、分配类产品方案、保护类产品方案及网络建设咨询、设计规划等服务，确保光网络的整体性能保持在一个较好的水平，同时方便今后的网络运维及升级。

图 4：收入结构相对稳定



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 5：综合毛利率稳定在 25% 以上



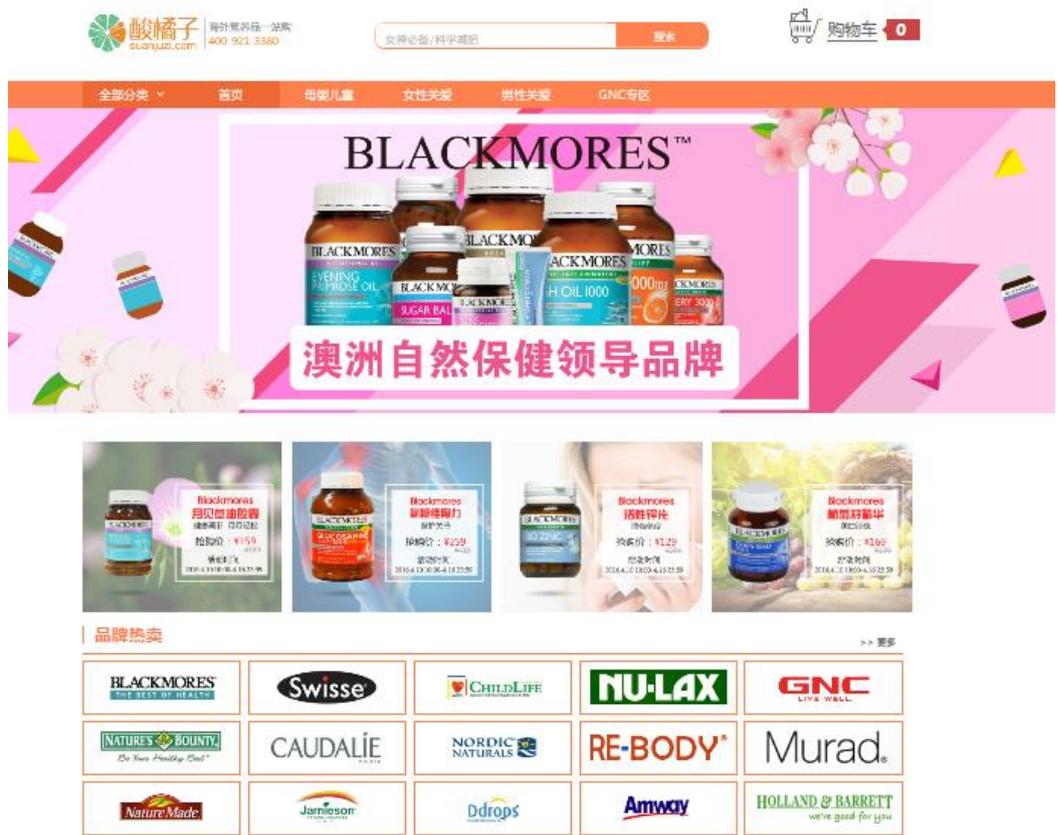
资料来源：公司年报，申万宏源研究

拓展新业务进入智能电网领域，培育稳定增长点。上海光维电力科技有限公司为光维通信的控股子公司（持股比例 60%），2015 年度营业收入约 721 万元，净利润 130 万元。光维电力利用其在测量技术及服务端的优势，针对未来智能电网的改造和升级，投资部署了相应的团队与产品，2015 年完成产品布局，并且部分产品已开始进入实际推广阶段，预

计 2016 年公司将在数个省份取得实质性收入。计划在改进产品和技术后，2017-2018 年将进一步全面拓展全国市场。

转型跨境电商营养品领域，打造 X 元素。2015 年 1 月，公司以自有资金 450 万元参股上海荧通计算机科技有限公司，持有其 45% 股权。荧通计算机是一家经营进口营养品的垂直细分的跨境电商，旗下的电商平台“酸橘子”，以大健康中的进口营养品以及膳食补充剂为切入点，全面投资进军跨境互联网电商。公司主要由在互联网行业、传统行业以及风投行业具有成功经验并具有创新开拓精神的企业家、经理人、资深从业者组成。鉴于互联网行业发展前景良好，上海荧通计算机科技有限公司正处于企业快速扩张阶段，今年 4 月，公司拟增资控股莹通科技(增资完成后持股比例为 63.3%)，X 元素有望迎来大的爆发。

图 6：“酸橘子”网站



资料来源：酸橘子网站，申万宏源研究

2.光通信行业 15 年整体需求强劲,未来将维持 10-20% 的增速

2.1 “宽带中国战略”推动光通信发展

2.11 “光进铜退”趋势日益明显,光纤宽带接入已成为主流的通信模式

全球电信行业平稳发展,宽带用户稳步增长,为光通信行业的发展奠定了坚实的基础。根据 ICSSZ 数据显示,截至 2015 年底,全球固网宽带用户约为 7.40 亿户,比上年净增约 3,000 万户,预计 2018 年将达 9.2 亿户,未来 3 年复合增速高达 7.5%。

图 7: 全球固网宽带用户数未来 3 年复合增速 7.5% 以上



资料来源: Point topic, 申万宏源研究

同全球市场一样,我国宽带发展近年来也保持高增长,但是在宽带普及率与宽带质量仍然落后于世界平均水平,平均接入速度与普及率较低,后续成长空间仍然较大。近年来国家以“加快推动行业转型升级”为主线,积极推进宽带网络基础设施建设,2013 年 8 月 1 日,国务院印发《“宽带中国”战略及实施方案》,明确了“宽带中国”的发展目标和时间,具体情况如下:

表 1: “宽带中国”战略

	2015	2020
固定宽带接入用户数 (亿户)	2.7	4
3G/LTE 用户数 (亿户)	4.5	12
城市宽带接入能力 (Mbps)	20	50
农村宽带接入能力 (Mbps)	4	12
大型企事业单位接入带宽 (Mbps)	>100	>1000

资料来源：新易盛招股说明书，申万宏源研究

2015年，三家基础电信企业固定互联网宽带接入用户净增1288.8万户，总数达2.13亿户。数据上显示，中国每年新增固网宽带用户数早已占全球一半以上，成为需求主要来源。

图 8：国内固网宽带用户数保持稳定增长



资料来源：通信运营统计公报、申万宏源研究

图 9：每年净增用户数仍在 1000 万户以上

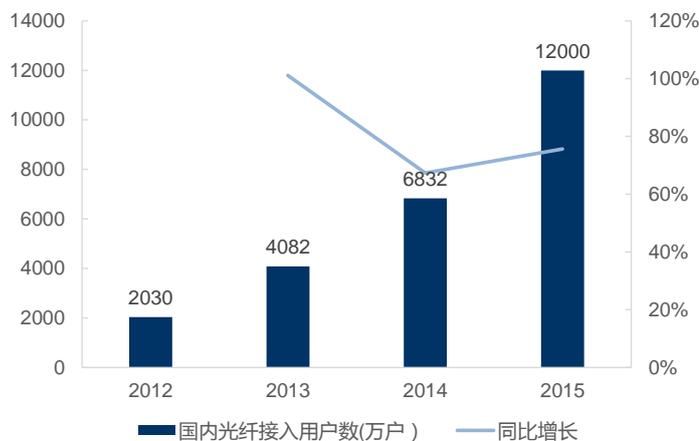


资料来源：通信运营统计公报、申万宏源研究

其中，2015年国内光纤接入（FTTH/O）用户净增5140.8万户（超出15年专项规划的4000万户），总数达1.2亿户，占宽带用户总数的56.1%，同比提高22个百分点。

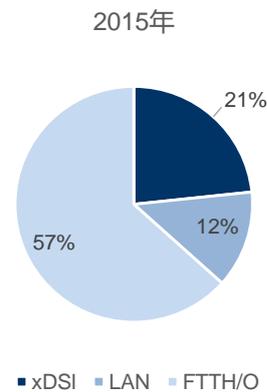
从互联网宽带接入端口数来看，“光进铜退”趋势更加明显。2015年，互联网宽带接入端口数量达到4.7亿个，比上年净增7320.1万个，同比增长18.3%。其中xDSL端口比上年减少3903.7万个，总数降至9870.5万个，占互联网接入端口的比重由上年的34.3%下降至20.8%。光纤接入（FTTH/O）端口比上年净增1.06亿个，达到2.69亿个，占比由上年的40.6%提升至56.7%。

图 10：光纤接入用户数占比达 56.1%



资料来源：通信运营统计公报、申万宏源研究

图 11：互联网宽带接入端口按技术占比情况



资料来源：通信运营统计公报、申万宏源研究

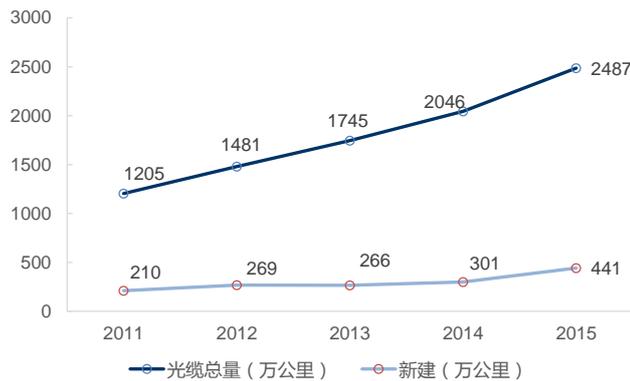
可以看出，随着全球带宽需求的不断提高和数据中心、安防监控等光通信行业应用领域的扩展，光纤宽带接入已成为主流的通信模式。

作为光通信产业的重要组成部分，光通信设备和光纤光缆同样表现出高增长。2015年，全国新建光缆线路441.3万公里，光缆线路总长度达到2487.3万公里，同比增长21.6%，同比提高4.4个百分点。

而在光模块市场，根据ICCSZ统计，2015年中国光模块市场收入已经发展至16.20亿美元，近4年的复合增长率高达14.3%。

图 12：2015 年光缆线路总长度达到 2487.3 万公里

图 13：国内光模块市场销售收入 2015 年增速 14%



资料来源：通信运营统计公报、申万宏源研究

资料来源：LightCounting、ICCSZ、申万宏源研究

2.12 政策雨接连不断，2016 年光通信市场需求预计仍将保持 10-20%增长

目前仍有很大空间：到 2020 年固定宽带接入用户数目标 4 亿户，“宽带中国”战略推动光通信行业快速发展。2015 年 12 月，全国工业和信息化工作会议制定高速宽带网络建设和提速降费年度行动方案，提出要加大投资力度，促进全光网络建设和 4G 发展，力争 2016 年基本实现所有设区城市光纤网络全覆盖，20M 以上高速宽带用户比例超过 50%，4G 用户达到 6 亿户。加快互联网国际出入口宽带扩容，探索新型互联网交换中心建设试点，2016 年实现骨干网互联带宽再扩容 500G。

“十三五”规划中也明确提出，加快构建高速、移动、安全、泛在的新一代信息基础设施，推进信息网络技术广泛运用，形成万物互联、人机交互、天地一体的网络空间。李克强在政府工作报告中指出，建设一批光网城市，推进 5 万个行政村通光纤，让更多城乡居民享受数字化生活。

表 2：2012-2015 相关政策

部门	文件	政策
2012.2 工信部	《电子信息制造业“十二五”发展规划》	明确指出推进智能光网络和大容量、高速率、长距离光传输、光纤接入 (Fttx) 等技术和产品的发展。

2012.5	工信部	《通信业“十二五”发展规划》	目标为到“十二五”期末，通过实施“宽带中国”战略，初步建成宽带、融合、安全、泛在的下一代国家信息基础设施，初步实现“城市光纤到楼入户，农村宽带进乡入村，信息服务普惠全民”。
2012.5	国务院	《关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	确定了实施“宽带中国”工程为重点工作。
2012.7	国务院	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	明确把握信息技术升级换代和产业融合发展机遇，加快建设宽带、融合、安全、泛在的下一代信息网络，突破超高速光纤与无线通信、物联网、云计算、数字虚拟、先进半导体和新型显示等新一代信息技术，带动我国信息产业实现由大到强的转变。
2012.9	科学技术部	《国家宽带网络科技发展“十二五”专项规划》	面向2020年我国千家万户100Mbps宽带接入的重大需求，占领前沿技术制高点，突破产业发展急需的关键技术，提出我国信息基础设施总业务流量达1,000Tbps以上的综合解决方案
2013.2	国家发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	光纤、光纤接入设备、光传输设备、高速光器件等光通信设备作为下一代信息网络产业的重要组成部分名列其中。
2013.8	国务院	《国务院关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》	到2015年，初步建成适应经济社会发展需要的下一代国家信息基础设施；到2020年，我国宽带网络基础设施发展水平与发达国家之间的差距大幅缩小，国民充分享受宽带带来的经济增长、服务便利和发展机遇。
2013.8	国务院	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	到2015年，适应经济社会发展需要的宽带、融合、安全、泛在的下一代信息基础设施初步建成，城市家庭宽带接入能力基本达到每秒20兆比特（Mbps），部分城市达到100Mbps，农村家庭宽带接入能力达到4Mbps，行政村通宽带比例达到95%。智慧城市建设取得长足进展。
2014.12	工信部	《关于向民间资本开放宽带接入市场的通告》	工信部决定鼓励民间资本以多种模式进入宽带接入市场，促进宽带网络基础设施发展和业务服务水平提升。
2015.5	工信部	《关于实施“宽带中国”2015专项行动的意见》	以加快信息基础设施建设、大幅提升宽带网络速率和支撑智能制造发展为工作重点， 意见提出2015年主要目标为宽带网络能力实现跃升，新增光纤到户覆盖家庭8,000万户，推动一批城市率先成为“全光网城市”；新建4G基站超过60万个，4G网络覆盖县城和发达乡镇；普及规模和宽带网速持续提升，争取新增光纤到户宽带用户4,000万户，新增4G用户超过2亿户，使用8Mbps及以上接入速率的宽带用户占比达到55%。
2015.8	国务院	《三网融合推广方案》	提出在全国范围推动广电、电信业务双向进入；加快宽带网络建设改造和统筹规划；强化网络信息安全和文化安全监管；切实推动相关产业发展。
2015.8	国务院	《关于印发促进大数据发展行动纲要的通知》	全面推进我国大数据发展和应用，加快建设数据强国。推动大数据与云计算、物联网、移动互联网等新一代信息技术融合发展

资料来源：政府网站，申万宏源研究

从投入来看：值得注意的是三大运营商的 16 年的规划资本开支大幅减少，根据规划，2016 年，电信、移动、联通将分别建设 29 万、30 万、28 万个基站，而三家运营商的资本开支则分别为 970 亿元、1862 亿元、750 亿元，总计 3582 亿元，同比减少 804 亿元，开支缩减了 18.5%。我们认为减少的主要原因有 15 年投入过多而导致的现金流问题、铁塔移交、电信与联通合作建网压缩共享部分开支等。

但是对于光通信行业而言，我们预计 2016 年光通信投资增速仍然在 10-20% 左右。三大运营商紧跟步伐，纷纷提出了 2016 年步入‘全光网时代’的目标。其中中国电信将强化全光网络建设，计划 2016 年年底在全国实现 100% 全光城市覆盖。

中国联通 2016 年将投资 169 亿元用于固网宽带和数据业务，投资 213 亿元用于基础设施、传送网等建设。争取在今年内全面完成光纤网络改造，为用户提供端到端的高速率全光网络接入服务。

而中国移动也将在有线宽带和传输网方面加大投资力度，预计总投资规模达到 500 亿元，宽带资本开支为 116 亿元。

图 14：三大运营商 16 年规划



资料来源：三大运营商资料，申万宏源研究

2.2 光通信配套市场——网络部署及检测能充分受益

光通信产业链主要由上游的原材料供应商、光器件生产厂商，中游的光通信系统设备和下游的通信运营商以及最终端的用户组成。行业的参与者包括制造厂商、电信运营商，以及诸多为光通信部署及检测提供综合服务的供应商、施工代维企业等，其中电信运营商是维系整个光通信行业运转的核心。运营商向各类制造厂商集中采购光纤光缆、通信设备等，通过施工和代维工程公司建设、维护光通信网络，并向用户提供宽带上网等通信服务。

光通信网络部署及检测行业贯穿整个产业链。电信运营商及各类专用网络用户对通信设备及施工质量要求十分严格，有大量的国家标准、行业标准和技术规范。设备生产、网络施工维护过程中任何的差错和疏忽，都会严重影响整个光通信网络的运行质量或留下隐患。因此，配合相应的检测以检验生产与施工维护的质量情况显得尤为重要。在光通信产业链各个环节，从研发、预认证到认证，从生产、调校到维修，从网络施工、运营到优化，都需要科学的部署及检测，而从事部署及检测业务的供应商又需要具备全面的技术背景、丰富的行业经验以及及时的售后服务等条件，以适应光通信产业链不同阶段客户的需求，因此专业化的发展方向，催生了光通信网络部署及检测行业。

图 15: 光通信产业链

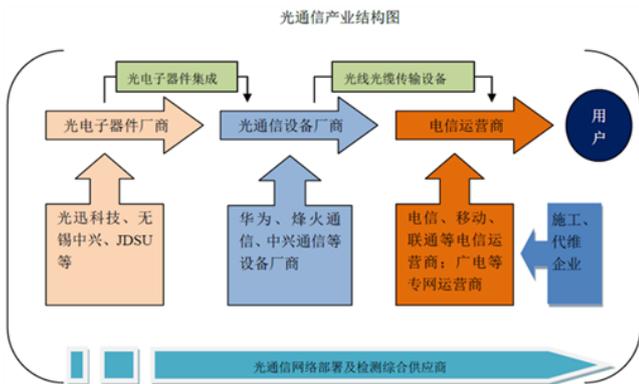
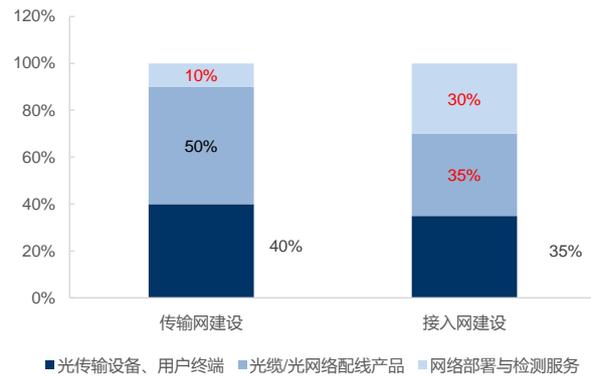


图 16: 接入网的网络部署与检测成本占比达 65%



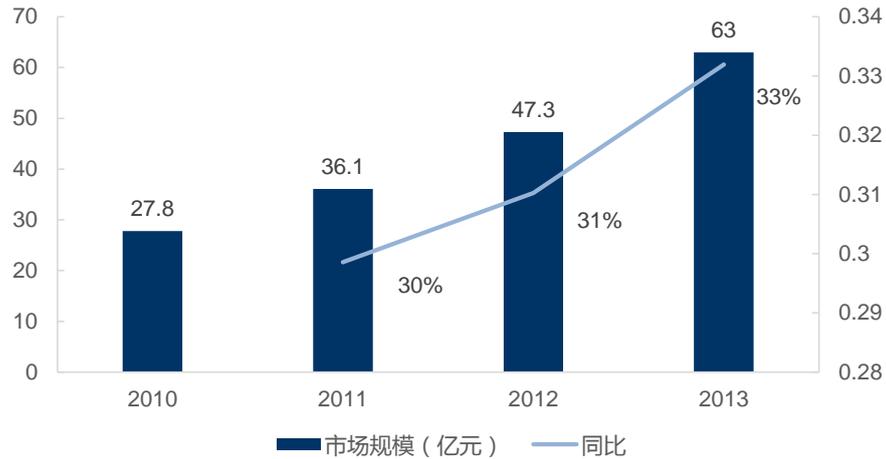
资料来源：《中国光网络部署与检测市场迅速扩张》、申万宏源研究

资料来源：光维通信公告、申万宏源研究

从由上图可以看出，在传输网建设阶段，光通信部署及检测服务仅占 10%左右。而在接入网阶段，也就是说光通信网络部署及检测业务规模（包括光配线网络产品、光通信检测仪表和人工成本在内的工程费用）将占到成本约 65%的份额。

2013 年光通信网络部署和检测行业市场规模为 63 亿元，同比增长 33%。伴随着整个光通信行业的发展，光通信网络部署和检测行业市场预计增速在 10-20%的平稳增长。

图 17: 光通信网络部署和检测行业市场规模保持稳定增长



资料来源：光维通信公告，申万宏源研究

3.优秀的光通信网络部署及检测解决方案供应商

公司所处行业为光通信行业的子行业光通信网络部署及检测行业，在光通信工程施工及测量领域近 20 年的沉浸，长期发展过程中逐步形成了“以定制化为核心，以技术支持和服务为基础，以自主研发生产为支撑，以供应商管理为重要保障”的商业模式，针对不同客户的个性化需求，提供定制化的光通信网络部署及检测方案集成与服务，积累了大量的运营经验、客户资源及品牌影响力。

3.1 定制化方案集成应用技术+自主配套设备的核心技术

公司注重技术经验的积累和提炼，已形成业内领先、实用性强的定制化方案集成应用技术和自主配套设备的核心技术。

一方面，拥有业内领先、实用性强的定制化方案集成应用技术。定制化方案集成应用技术是对包括光通信网络运行指标分析、部署及检测过程动态控制、光通信网络故障定位排查、方案集成设备性能测试、方案集成虚拟环境测试评估等一系列技术在内的技术的统称，是公司在自身行业经验积累的基础上，结合光通信领域技术和市场的最新发展，不断消化、总结而形成的技术。

同时拥有自主配套设备的核心技术，产品获得系列国际权威认证：目前公司拥有 FTTx/PON 无源光通信网络光功率测试技术、PLC 分路器综合测试技术、视频光功率计设计技术、光纤线路故障定位技术等多项核心技术，主要运用于子公司光家仪器的光通信测试仪表设计、生产和检测。目前，公司已围绕上述核心技术成功开发了自主品牌的配套设备。

并且公司自主配套产品的生产已经按照 ISO9001 认证的要求有标准的生产流程规范，多项产品还通过了国内邮电通信行业唯一的权威认证——泰尔认证，以及进入国际市场所需的欧盟 CE 认证、ROHS 测试，美国的 FCC 认证等质量认证。

公司注重研发，近几年收入占比在 7% 左右，2015 年中期研发投入 1332 万元。截止报告期末，公司累计获得授权发明专利 5 项，实用新型专利 21 项，外观设计专利 3 项，软件著作权 8 项；申请中发明专利 7 项，实用新型专利 1 项。

表 3：研发占比保持 7%

	2013	2014	2015
研发费用（万元）	1779	1623	2631
收入（万元）	29580	24397	39929
占比	6.01%	6.65%	6.59%

资料来源：公司年报，申万宏源研究

3.2 大客户战略+庞大客户群体=稳定的高市场份额

公司是国内较早进入并长期专注于光通信网络部署及检测行业的定制化方案集成企业。经过十余年的发展，公司在与同类型企业的竞争中取得了先发优势。

全方位的客户认证构成一定门槛：提供光通信网络部署及检测解决方案与服务的企业需要通过客户认证，才能获得客户采购订单。客户认证是全方位的认证，涉及管理体系、技术水平、生产能力等诸多方面。由于光通信网络建设和维护的技术要求很高，运营商等客户对于网络运行的稳定性和可靠性要求非常高，一般倾向于选择行业经验丰富、具有良好口碑的供应商。部署及检测解决方案供应商一旦获得客户选定，并且产品和服务在合作过程中获得了认可，双方将形成比较稳固的合作关系，这将对后进入者构成壁垒。

从覆盖面来看，目前已经积累了大量的客户群体，遍布全国 31 个省、市、自治区，庞大的客户群体和稳定的客户需求为公司持续发展并进一步巩固市场领先地位奠定了基础。此外，公司一直贯彻大客户战略，目前已积累了中国电信、中国移动、中国联通等大型高端客户，并建立了稳定的合作关系。

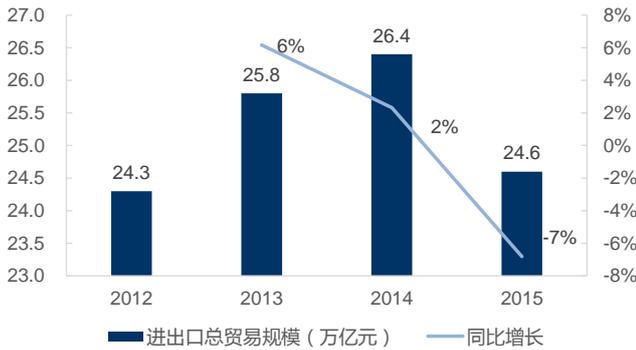
4. 转型跨境电商，打造海外营养品一站式购物平台——“酸橘子”

4.1 旺盛需求+政策红利不断推动进口电商的发展

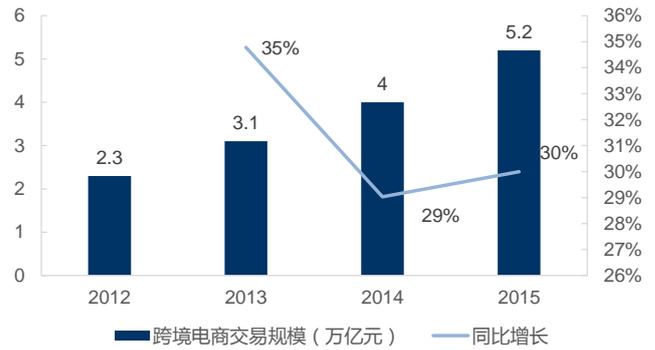
进出口贸易总额增速放缓，但跨境电商保持 30% 高增速。2015 年我国外贸总额 24.6 万亿元，同比下滑了 7%。而相比之下，有赖于政策以及消费升级带来的红利，跨境电商行业在近几年的突飞猛进，2015 年我国跨境电商交易总额约 5.2 万亿元，同比增长 30%，占外贸总额的比例提升为 21%（2012 年仅 9%）。

图 18：进出口贸易总额增速放缓

图 19：跨境电商保持 30% 高增速



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

从广义来看，跨境电商包括跨境电商交易（跨境电商贸易即 B2B+跨境电商零售即 B2C+C2C）和跨境电商服务；从地域来看，跨境电商包括出口和进口。国内跨境电商目前主要以出口 B2B 为主，出口跨境电商发展已超 10 年，行业整体增速放缓，行业龙头阿里出现，后续新进入者较少。

而在 B2C 领域，进口一直大于出口。据 iResearch 报告显示，消费者跨境购物动机偏好明显。在驱动消费者进行跨境网购的因素中，排名前三位的分别是：品质保证、国内网站、价格便宜。在品类偏好方面，消费者最热衷购买的是护肤美妆、婴幼儿食品、服饰、保健品、电子产品五大类消费品。

经济发展、消费观念升级将继续刺激进口消费需求。2015 年我国人均国内生产总值已接近 7600 美元，达到中等偏上发达国家水平，国内消费者的消费需求更加旺盛。消费者年龄结构则呈现出明显的年轻化形态，35 岁及以下人群在全部消费者中所占比重超过 80%，这部分人群更加注重商品的质量，对于价格相对没有那么敏感，因此对于海外的优质商品更加偏好。

图 20：出口跨境电商行业增速逐渐放缓



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

图 21：进口跨境电商占进口贸易总额比例达 15%



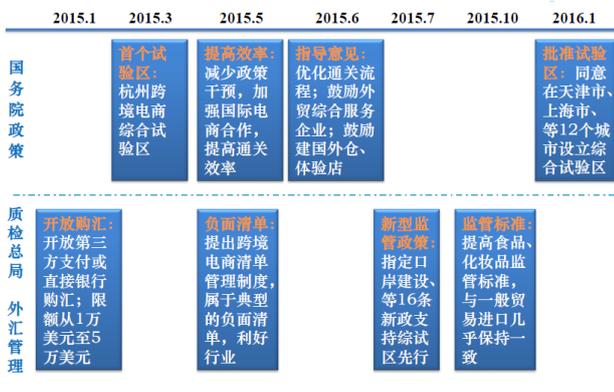
资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

政策层面一直在释放跨境贸易利好。2014 年 7 月，海关总署的《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》和《关于增列海关监管方式代码的

公告》、即业内熟知的【56号】和【57号】文接连出台，从政策层面上承认了跨境电子商务，也同时认可了业内通行的保税模式，此举被外界认为明确了对跨境电商的监管框架；此前【6+1】个跨境电商试点城市开放给予了跨境电商税收上的优惠政策，即通过跨境电商渠道购买的海外商品只需要缴纳行邮税，免去了一般进口贸易的“关税+增值税+消费税”；2015年4月28日国务院常务会议中关于降低进口产品关税试点、税制改革和恢复增设口岸免税店的相关政策，表明了政府促进消费回流国内的决心。

新政到底对进口跨境电商影响如何？4月7日，财政部等11个部门共同公布《跨境电子商务零售进口商品清单》，海关总署发布《关于跨境电子商务零售进出口商品有关监管事宜的公告》和《关于〈中华人民共和国进境物品归类表〉和〈中华人民共和国进境物品完税价格表〉的公告》；4月8号，财政部《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》开始执行。**我们认为新税制对跨境进口消费影响不大、正面清单对部分产品的影响较大。**正面清单出台对于现有以保税进口模式为主的进口海淘业态而言是一次挑战，但主要是对母婴和首次进口化妆品的影响较大；同时新政对于进货渠道混杂的淘宝个人卖家冲击将会很大，而对跨境电商企业而言，减少了淘宝卖家的低价竞争，反而有正面影响。另外**正面清单不影响直邮模式，仍可走行邮税通道**：目前主流直邮清关渠道万国邮联和邮关仍可走行邮税通道，并且仍有50元的行邮税免征额，但伴随行邮税税率提升，免征额度下滑。总体而言，**我们认为中国消费者对海外优质商品的消费需求不会改变的。**

图 22：跨境电商相关政策



资料来源：政府网站、申万宏源研究

图 23：海关总署颁布的相关政策



资料来源：政府官网、申万宏源研究

旺盛需求+政策红利不断推动进口电商的发展，据艾瑞咨询预计至 2018 年跨境进口电商规模将达 1.9 万亿元，三年复合增速约 28%。

4.2 酸橘子专注于进口营养品，国内营养品市场空间 500-700 亿

预计营养品领域 500-700 亿市场规模。 奕通计算机是一家经营进口营养品的垂直细分的跨境电商，旗下的电商平台“酸橘子”，以大健康中的进口营养品以及膳食补充剂为切入点。据不完全统计，目前国内进口营养品领域市场总额约为 500-700 亿人民币。随着国内消费能力增长及老龄化趋势蔓延，相信该市场将在未来 10-20 年内仍保持高速增长趋势。

对于进口电商而言，**采购能力是考量其竞争力的关键因素。** 采购能力包括品牌谈判能力、快速补单能力、规模采购能力等各方面，品牌、规模、成本、效率对于进口跨境电商采购团队来说缺一不可。

在供应链方面：在 2015 年度，“酸橘子”已初步完成供应链的整合，以及针对年轻女性“美白，瘦身，祛痘，生理期调节”的特色系列产品的选品工作，先后与美国，加拿大，澳大利亚，新西兰，法国，德国，日本等 20 多个品牌建立了合作关系，其中包括美国 Murad、法国欧缇丽、美国 Re-body 这三个明星品牌的国内独家代理权，2016 年目标做到 100 个品牌。

图 24：与酸橘子合作的品牌



资料来源：酸橘子网站，申万宏源研究

在进口模式上：目前酸橘子在美国、澳洲等都设有仓库，提供澳洲、美国等国家直邮到我国终端用户的服务。在上海浦东自贸区设立保税仓库，利用大数据分析以及针对热卖商品提前备货，集中到国内的保税区，消费者通过电商平台下单后，从保税仓清关发货，发货的时效基本等同于在国内购物，通过保税模式大大缩短用户与海外营养品的距离，从保税区发货到货物送达仅仅需要 3-5 个工作日。并且所有商品都通过海关备案、商检备案，为货源质量提供保障。目前细分市场上总共 700 个蓝帽子进口营养品的 SKU，而酸橘子通过备案方式获得 385 个 SKU，规模优势明显。

图 25：海购流程

酸橘子承诺只售正品

海淘须知



资料来源：酸橘子网站，申万宏源研究

4.3 橘掌柜：O2O 导流模式加速品牌推广

线上：自营电商+第三方平台。公司拥有自己 PC 端网站（www.suanjuzi.com），移动端的 APP，同时还借助微信、微博的渠道进行广告营销。目前，公司的转化率高达 13%，客单价在 200 元左右，相比于淘宝平均转化率 2%，客单价 100-200 元极具优势。除了自己的电商网站，酸橘子还与国内的淘宝、京东、1 号店等多家知名第三方平台合作。

线下实体店：坐落于上海市长宁区龙之梦购物中心 B2 层的酸橘子商铺，是酸橘子的第一家线下实体店。

图 26：自营电商+第三方平台



资料来源：公司资料、申万宏源研究

图 27：龙之梦酸橘子商铺



资料来源：公司网站、申万宏源研究

“空手套白狼”的“橘掌柜”的合作模式将使公司的规模迅速扩张。通过给予合作伙伴一定的激励机制（例如开发的首位客户以后所有业绩完全归橘掌柜），以此快

速推广专柜模式；公司以二三线城市为目标市场，未来公司计划发展 500-1000 家左右的直营店、加盟店及合作专柜。

提供“专业咨询+百万赔付计划”，赢得消费者的信任；转型专业平台半年来，已经积累了数十万注册用户。一方面，酸橘子通过收集用户点评心得进行大数据分析；另一方面，酸橘子的核心团队中配备了十多名优秀的营养师，他们的任务是为每一位顾客定制个性化的营养补充方案，根据自身健康状况，挑选合适的营养品，并且帮助制定服用频率、计量、运动强度等方案，真正做到个性化辅导。他们通过微信、微博和网站客服，为消费者提供一对一的定制服务，售前、售中、售后的全程营养咨询。此外，公司为营养品背书，推出“百万赔付保障计划”，酸橘子注册用户在登录酸橘子账户状态下，点击带有“保障标识”的网站，因该网站经营者采取假冒、伪劣产品等欺诈行为，致使用户与之发生交易后受到直接经济损失的，用户可按照本保障计划的有关规则向酸橘子申请赔付金。

5. 盈利预测

关键假设：

- 1、公司传统光通信业务 16-18 年收入 **4.10、4.50、5.00** 亿元。
- 2、酸橘子今年收入每季度实现翻番增长；线下门店今年 10 月份实现单月盈亏平衡，预计 16-18 年收入 **2.89、10.50、25.02** 亿元。

表 4：毛利拆分表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
通信仪表类						
收入	231.15	179.24	317.28	338.10	370.22	410.28
YOY	-37.77%	-22.46%	77.01%	6.56%	9.50%	10.82%
成本	173.62	131.96	236.72	256.28	284.70	318.01
毛利	57.53	47.28	80.56	81.82	85.52	92.27
毛利率(%)	24.89	26.38	25.39	24.20	23.10	22.49
网络配线类						
收入	56.46	55.07	63.49	72.20	80.60	89.57
YOY	-66.49%	-2.46%	15.29%	13.72%	11.64%	11.12%
成本	36.68	39.78	44.98	51.19	57.31	63.87
毛利	19.78	15.30	18.51	21.01	23.29	25.70
毛利率(%)	35.04	27.78	29.15	29.10	28.90	28.69
酸橘子						
收入				289.66	1050.21	2502.32
YOY					263%	138%
成本				195.72	686.73	1656.54

毛利	93.94	363.48	845.78
毛利率(%)	32.43%	34.61%	33.80%

资料来源：申万宏源研究

基于以上假设，我们预计 2016-2018 年公司营业收入 7.00、15.01、30.02 亿元，归属于母公司净利润分别为 3504、6006、13004 万元，每股收益为 0.54、0.93、2.00 元。光通信的同业公司的 17 年平均估值为 20 倍，跨境电商类企业的 17 年平均估值为 44 倍，考虑到公司的成长性和流动性，我们给予公司 25-35 倍的估值，合理的股价为 23.25-32.55 元。

表 5：利润表（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	295.81	243.97	399.29	699.96	1501.03	3002.16
营业收入	295.81	243.97	399.29	699.96	1501.03	3002.16
营业成本	211.98	174.23	293.22	503.19	1028.74	2038.41
营业税金及附加	0.77	0.85	1.18	2.11	4.73	9.13
销售费用	22.47	22.57	21.89	91.13	324.07	605.84
管理费用	56.20	40.19	46.36	50.00	49.00	48.00
财务费用	-0.91	1.02	4.01	5.00	4.00	3.00
资产减值损失	-0.96	0.86	3.35	5.00	4.92	4.80
投资净收益	-1.99	-1.86	-2.45	-1.50	0.00	0.00
营业利润	4.27	2.41	26.84	42.02	85.57	292.99
加：营业外收入	6.60	2.54	0.82	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	10.87	4.93	27.66	42.02	85.57	292.99
减：所得税	1.28	-0.49	4.08	6.30	12.84	43.95
净利润	9.59	5.42	23.58	35.72	72.73	249.04
减：少数股东损益	-0.01	-1.04	0.52	0.68	12.69	109.00
归属于母公司所有者的净利润	9.60	6.46	23.06	35.04	60.06	130.04

资料来源：申万宏源研究

表 6：可比公司估值

代码	公司	EPS			PE			现价
		2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2016/4/19
002281	光迅科技	1.16	1.52	2.04	46	35	26	53.77
600498	烽火通信	0.63	0.89	1.11	38	27	22	24.1
000063	中兴通讯	0.77	1.01	1.18	18	14	12	14.16
	平均				34	25	20	
002640	跨境通	0.26	0.45	0.68	134	77	51	34.85
002251	步步高	0.27	0.29	0.33	46	43	38	12.43
	平均				90	60	44	

430742	光维通信	0.36	0.54	0.93	31	20	12	10.92
--------	------	------	------	------	----	----	----	-------

资料来源：WIND,申万宏源研究

6.风险提示

- 跨境电商的政策风险；
- 线下专柜模式推广不顺；
- 合作品牌数量不达预期；

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewn@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。