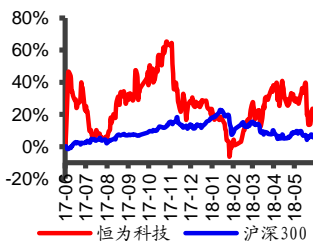


**恒为科技(603496)/计算机**
**深耕网络可视化领域，自主可控带来盈利新机遇**
**评级：买入(首次)**
**市场价格：33.36**
**分析师：谢春生**
**执业证书编号：S0740518010002**
**Email: xiecs@r.qizq.com.cn**
**基本状况**

总股本(百万股)	102
流通股本(百万股)	55
市价(元)	33.36
市值(亿元)	34.05
流通市值(亿元)	18.23

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	247.7	312.2	414.1	552.0	726.1
增长率 yoy%	18.0%	26.0%	32.6%	33.3%	31.5%
净利润(百万元)	62.0	75.2	104.0	138.2	181.8
增长率 yoy%	20.8%	21.3%	38.3%	32.9%	31.5%
每股收益(元)	0.61	0.74	1.02	1.35	1.78
每股现金流量	0.47	1.37	2.11	-1.31	2.18
净资产收益率	22.8%	11.5%	13.7%	15.4%	16.8%
P/E	54.9	45.3	32.7	24.6	18.7
PEG	1.8	1.3	1.2	0.8	0.5
P/B	12.5	5.2	4.5	3.8	3.1

备注:

**投资要点**

- 业绩增长迅速，盈利能力强。**2013-2017年，公司营收年复合增长率高达33%，归母净利润年复合增长率高达30%，扣非归母净利润年复合增长率达30%，业绩增长迅速。2015-2017年恒为科技综合毛利率在54%-55%之间，毛利率较为稳定。2015-2017年，恒为科技净利率稳定在24%-25%附近，公司盈利能力强。
- 深耕网络可视化领域，研发投入不断加大。**2017年，网络可视化基础架构业务收入占营收的74%，是营收的主要来源。截至2017年年底，恒为科技研发人员共计190人，占员工总数的67%，同比增长14%；2017年研发投入5571万元，占当年销售收入的17.84%，超过2016年(16.13%)1.71个百分点，研发投入不断加大。公司年报称，公司开展了面向5G移动网的网络可视化技术预研工作、基于人工智能的互联网图片、视频智能分析技术预研工作。我们认为，公司研发投入高，以上布局符合行业的发展趋势，未来将给公司带来新的盈利增长点。
- 国产化+自主可控，嵌入式与融合计算发展可期。**恒为科技是国内最早开始大力投入研发国产自主可控嵌入式系统的厂商之一，随着公司产品的逐步成熟，嵌入式与融合计算业务营收高速增长，2013-2017年营收年复合增长率高达43%。国家对军工信息化的战略性部署、军改和军民融合的顶层设计将为我国军工信息化发展带来难得历史机遇。我们认为，军工信息化的发展方向，伴随着国产自主可控的大趋势，和物联网、工业互联网、智能制造等发展浪潮，将为公司嵌入式与融合计算业务带来强大的业绩驱动力。
- 盈利预测与投资建议。**恒为科技业绩增长迅速，净利率高达24%，盈利能力强。公司深耕网络可视化领域，研发投入不断加大，积极布局5G移动网、人工智能等方向，未来发展可期。此外，国家对军工信息化愈加重视，在国产化和自主可控的大趋势下，嵌入式与融合计算业务将进一步打开公司的成长空间。我们预计，公司2018-2020年归母净利润分别为1.04亿元、1.38亿元、1.82亿元，EPS分别为1.02元、1.35元、1.78元，对应PE分别为33倍、25倍、19倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。**1、市场竞争激烈，盈利水平低于预期；2、政府对自主可控投入低于预期；3、行业和技术变革风险。

## 内容目录

1、业绩增长迅速，盈利能力强.....	- 4 -
1.1 业绩增长迅速.....	- 4 -
1.2 净利率达 24%，盈利能力强.....	- 5 -
2、深耕网络可视化领域，研发投入不断加大.....	- 7 -
3、国产化+自主可控，嵌入式与融合计算发展可期.....	- 10 -
4、盈利预测与投资建议.....	- 11 -
5、风险提示.....	- 11 -
市场竞争激烈，盈利水平低于预期.....	- 11 -
政府对自主可控投入低于预期.....	- 12 -
行业和技术变革风险.....	- 12 -

## 图表目录

图表 1: 营收稳定增长.....	- 4 -
图表 2: 归母净利润迅速增长.....	- 5 -
图表 3: 扣非归母净利润迅速增长.....	- 5 -
图表 4: 网络可视化基础架构产品是营收的主要来源.....	- 6 -
图表 5: 净利率高达 24%.....	- 6 -
图表 6: 主营业务的毛利率分化.....	- 7 -
图表 7: 期间费用率稳定在 29%左右.....	- 7 -
图表 8: 可比公司估值表.....	- 11 -
图表 9: 公司主要财务指标.....	- 13 -

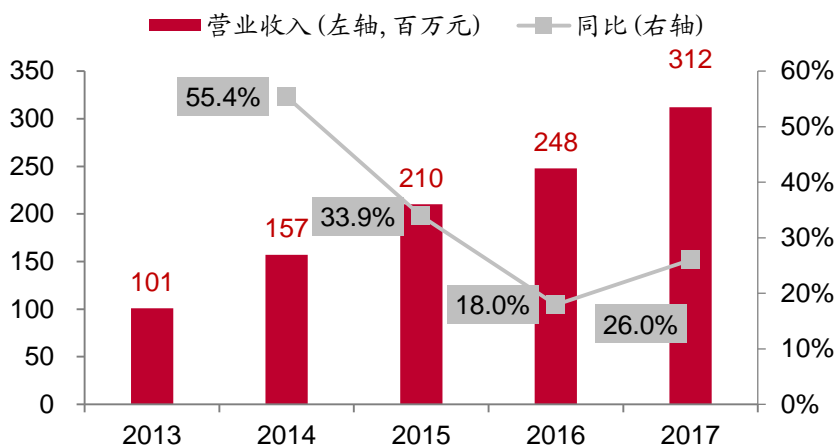
## 1、业绩增长迅速，盈利能力强

- 上海市恒为科技股份有限公司成立于 2003 年 3 月 31 日。公司自成立至今，一直从事智能系统解决方案的研发、销售与服务，是国内领先的网络可视化基础架构以及嵌入式与融合计算平台提供商之一，为信息安全、无线网络、通信设备、电信增值业务、网络与信令监测、视频等领域提供相应的产品和解决方案。公司主营业务为网络可视化基础架构业务与嵌入式与融合计算业务。
- 恒为科技长期专注于智能系统领域内中高端技术与产品的研发，掌握了高性能实时网络处理、先进电信计算架构（ATCA）、高端多核嵌入式智能平台、骨干网核心网接口协议、高速交换网络、异构计算、高密度计算平台等核心技术，在行业内技术实力领先。

### 1.1 业绩增长迅速

- 2013-2017 年，公司营收年复合增长率高达 33%，归母净利润年复合增长率高达 30%，扣非归母净利润年复合增长率达 30%，营收增速和归母净利润增速大体相同，公司业绩稳定增长。除 2016 年外，其余年份营业收入同比增长均超过 25%。

图表 1：营收稳定增长

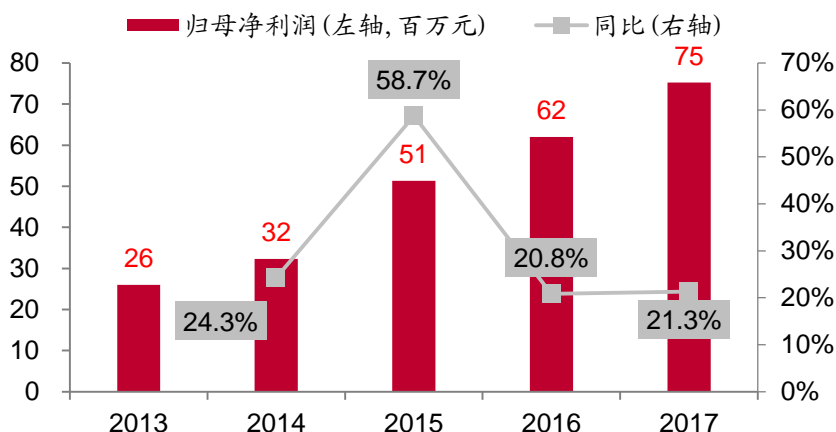


来源：Wind、中泰证券研究所

- 2016 年，公司采取 Turnkey 加工模式的产品需求减少，Turnkey 营收规模下降，因此，2016 年公司营收增速从 34% 下降为 18%。
- 2015 年公司归母净利润增速高达 55.4%，扣非归母净利润增速高达 58.7%，远超营收增速，主要原因如下：
  - 1) 网络可视化基础架构产品主要包括标准插卡式产品、盒式产品和非独立式模块产品。2015 年，盒式产品海外销售收入快速增长，与国内相比，国外产品毛利率高，营业成本低。
  - 2) 盒式产品总营业成本变动比例为 2.18%，总营业收入变动比例为 27.76%，差异较大。
- 2018 年一季度，公司扩大销售规模，实现营收 9907 万元，同比增长 36%；归母净利润 1896 万元，同比增长 8%。公司产品的最终用户以电信运营

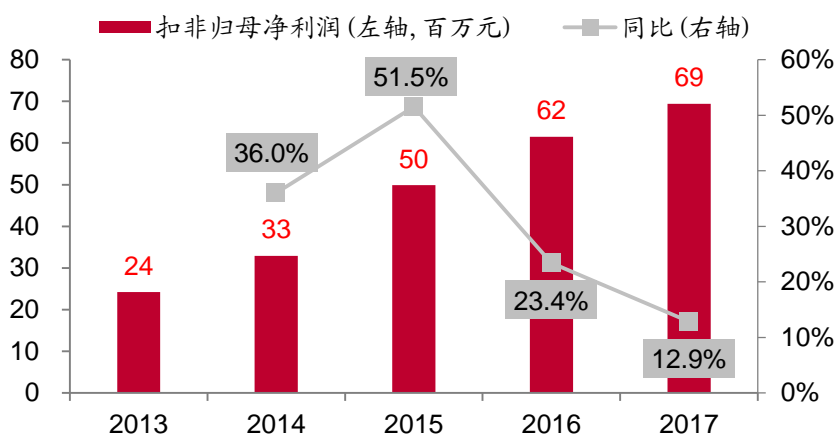
商和政府机构为主，项目通常于年初进行规划，项目建设主要集中在下半年，销售旺季集中在每年的第四季度。公司的经营业绩在年度的不同季节之间出现较大波动，但公司的三费在每个季度内差别不大，我们认为，公司 2018 年一季度归母净利润增速小于营收增速，对全年业绩影响不大。

图表 2: 归母净利润迅速增长



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 3: 扣非归母净利润迅速增长



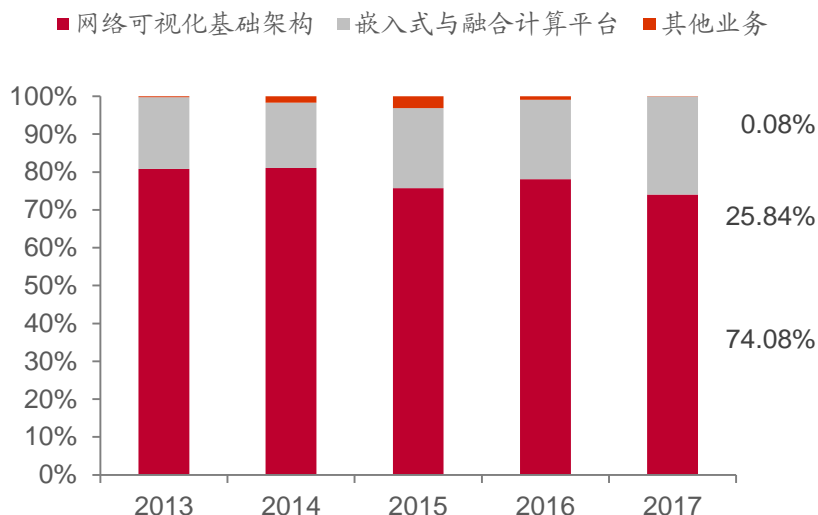
来源: Wind、中泰证券研究所

### 1.2 净利率达 24%，盈利能力强

- 公司的主营业务主要包括：**网络可视化基础架构、嵌入式与融合计算平台和其他业务**。其中网络可视化基础架构业务，主要涉及网优运维，信息安全与大数据运营等行业；嵌入式与融合计算平台涉及网络无线，大数据加速与特种装备等行业。
- **网络可视化基础架构业务**。2017 年，网络可视化基础架构业务收入占营收的 74%，是营收的主要来源。凭借公司在行业内的技术和市场地位，以及网络可视化行业的快速发展，网络可视化基础架构业务 2013~2017 年营收年复合增长率达 30%，增长迅速。

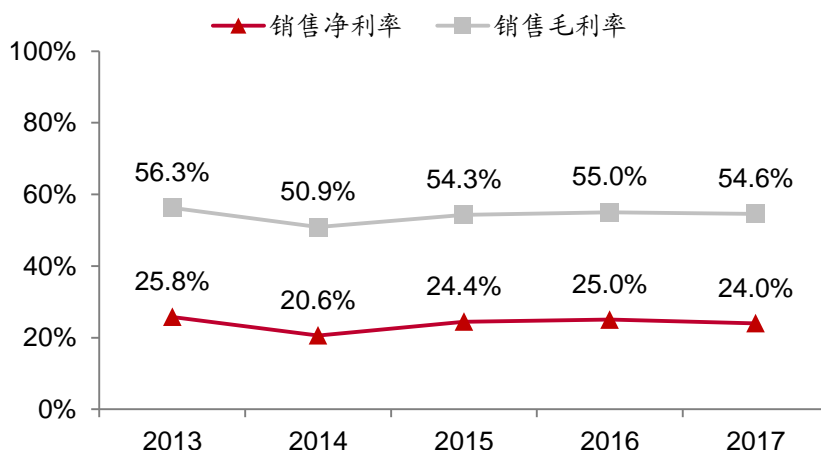
- **嵌入式与融合计算平台业务。**2017年，嵌入式与融合计算平台业务营收占比26%。恒为科技是国内较早开发并推广高端网络处理与嵌入式多核计算平台的厂商，也是国内最早开始大力投入研发国产自主可控嵌入式系统的厂商之一，随着公司产品的逐步成熟，嵌入式与融合计算平台业务营收高速增长，2013~2017年年营收复合增长率高达**43%**。
- **其他业务。**公司其他业务收入主要是委外加工 Turnkey 模式下，将产品销售给睿索电子取得的收入。营收占比不到1%，非公司核心业务。

**图表 4：网络可视化基础架构产品是营收的主要来源**



来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 5：净利率高达 24%**



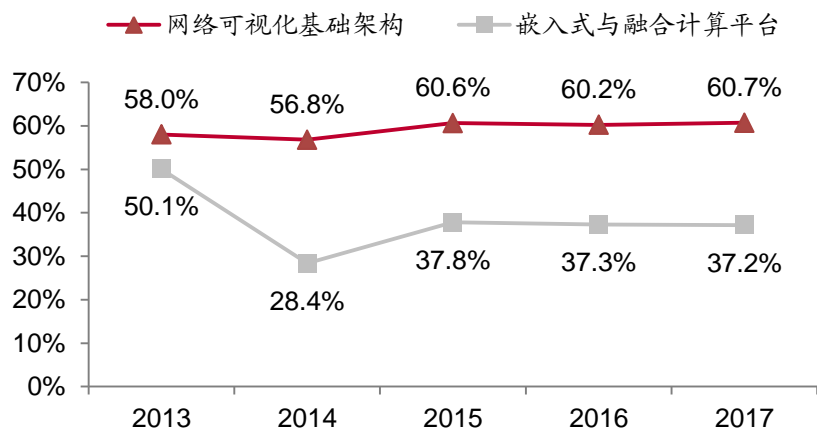
来源：Wind、中泰证券研究所

- **从毛利率看，2015-2017 年恒为科技综合毛利率在 54%-55%之间，毛利率较为稳定。**2015-2017 年，恒为科技净利率稳定在 24%-25%附近，公司盈利能力较为稳定。
- **从不同业务的毛利率看，恒为科技网络可视化基础架构业务毛利率高达 61%，嵌入式与融合计算平台业务毛利率为 37%，不同业务毛利率差别**

较大，但是由于嵌入式与融合计算平台业务营收占比相对较低，因此未对综合毛利率产生重大影响。

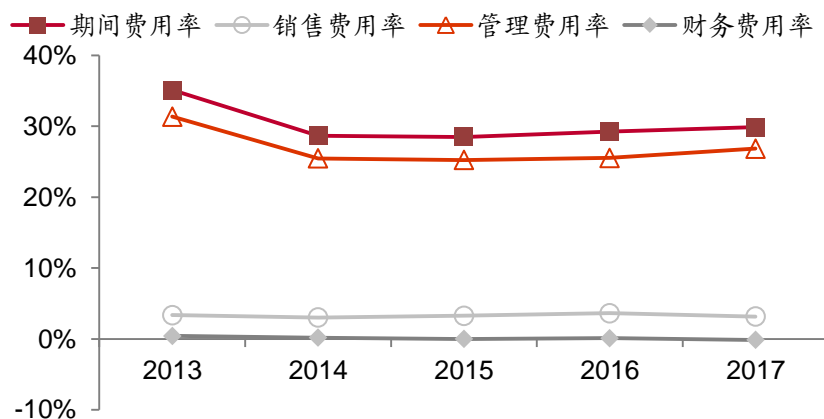
- 2014-2017年，公司期间费用率稳定在29%左右，变化很小，说明公司费用控制能力较强。

图表 6: 主营业务的毛利率分化



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7: 期间费用率稳定在29%左右



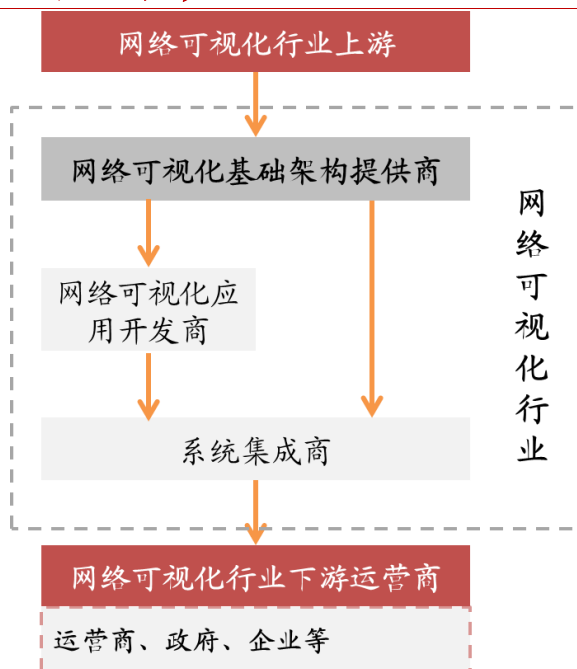
来源: Wind、中泰证券研究所

## 2、深耕网络可视化领域，研发投入不断加大

- 根据 Grand View Research 的预测，到 2020 年，全球网络可视化市场将达到 47 亿美金，2014 年~2020 年之间的年复合增长率达 30.6%。从市场区域来看，亚太区域是网络可视化最大的市场，2013 年占全球 37.4% 的市场份额。Grand View Research 认为，在网络用户数快速增加、网络流量快速增长、政府对网络内容监管愈加严格、政府对信息安全日益重视等因素的共同驱动下，亚太区域将仍是网络可视化最大的市场，2014~2020 年之间的年复合增长率将超过 31%。我们认为，网络可视化行业市场空间广阔。

- 根据不同企业在网络可视化行业产业链上的不同定位，主要可分为网络可视化基础架构提供商、网络可视化应用开发商，以及系统集成商。
  - 1) 基础架构提供商主要为下游应用开发商和系统集成商提供网络可视化基础设备、核心模块和解决方案，例如采集分流设备、分析处理平台、软件中间件、软件模块等。其价值在于①解决行业内带有共性或架构性的技术问题②提升下游厂商产品性能③缩短下游厂商应用开发或部署周期④帮助下游厂商专注于差异化应用和需求。
  - 2) 应用开发商主要为下游集成商提供完整的应用系统，专注于一类或多类网络可视化应用。
  - 3) 系统集成商直接面向整个行业的下游用户，如运营商、政府、企业、各细分行业用户等，提供方案咨询设计、系统集成和技术服务。
- 恒为科技主要提供网络可视化应用系统的基础设备、核心模块及解决方案。具体而言，公司的主要网络可视化基础架构产品包括：标准插卡式产品、盒式产品和非独立式模块产品。公司在网络可视化行业中属于网络可视化基础架构提供商。

图表 8：网络可视化行业产业链



来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 网络可视化按照下游应用方向主要可分为网络优化与运营维护、信息安全和大数据运营三类。
- ① 网优运维
 

恒为科技网络可视化基础架构产品在网优运维领域的主要产品包括网络数据采集系列产品和网络数据分流汇聚系列产品，近年来每年营收维持在 1000 万元左右，网优运维类应用带来的市场需求近年来比较稳定，恒为科技与主要客户的关系也比较稳定。未来，随着移动网络的快速建设和持续扩容，为了提高运营效率和改善用户体验，网优运维系统的投入建设力度也会随之加大。
- ② 信息安全



恒为科技网络可视化基础架构产品在信息安全领域的主要产品包括网络数据采集、网络数据分流汇聚及网络数据分析系列产品。近年来下游行业用户如运营商、政府等，对信息安全的重视度越来越高，带动了信息安全类网络可视化应用的发展。同时宽带网络和移动网络的持续高速扩容，也带动了网络可视化基础架构产品在信息安全领域需求的增长。2017年，公司信息安全方向营收高达1.17亿元，同比增长40.20%。

■ ③ 大数据运营

恒为科技网络可视化基础架构产品在大数据运营领域的主要产品包括网络数据采集、网络数据分流汇聚及网络数据分析系列产品。随着大数据技术被应用到网络可视化系统中，过去的网优运维、增值业务类网络可视化应用在2014年加速向大数据运营类演进，而公司的产品能较好地支持这种演进趋势，因此公司大数据运营方向的业务也稳步增长。

图表 8: 产品主要的应用方向



来源：招股说明书、中泰证券研究所

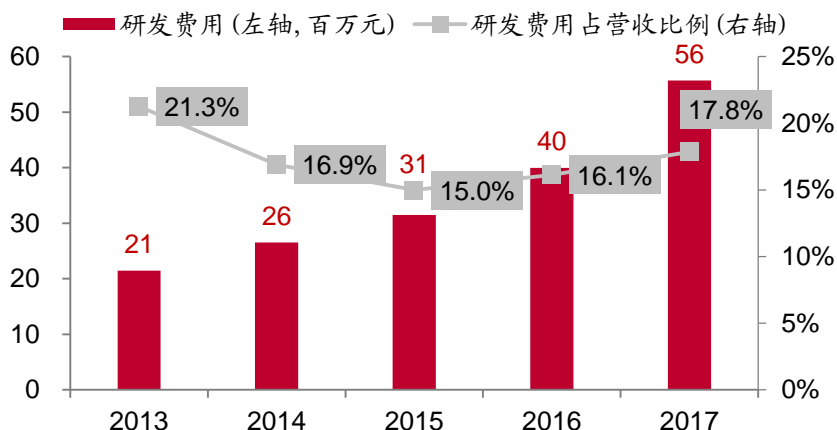
■ 不断完善内部研发体系，促进公司技术与产品创新。

- 1) 截至2017年年底，恒为科技研发人员共计190人，占员工总数的67%，同比增长13.77%；
- 2) 2017年公司研发投入5571万元，占当年销售收入的17.84%，超过2016年（16.13%）1.71个百分点，研发投入不断加大；
- 3) 2017年度，公司共新增授权发明专利2项，实用新型专利2项，软件著作权8项。截至2017年底，公司合计拥有专利7项（发明专利5项，实用新型专利2项），软件著作权47项。

■ 网络可视化行业从诞生开始，近十几年的发展趋势一直保持良好的，网络可视化技术不断向纵深发展。首先，随着网络技术持续演进，运营商积极推动网络基础架构变革，5G、物联网、SDN/NFV等技术潮流蓬勃发展；其次，本行业与大数据和人工智能的结合将越来越紧密，带来更广阔的市场空间。

■ 公司年报称，在网络可视化领域，公司开展了面向5G移动网的网络可视化技术预研工作。针对人工智能互联网图片、视频智能分析和预处理方向，公司也进行了相应的技术研发工作。我们认为，公司研发投入高，以上布局符合行业的发展趋势，未来将给公司带来新的盈利增长点。

图表 9: 研发费用占营收比例高



来源: Wind、中泰证券研究所

### 3、国产化+自主可控，嵌入式与融合计算发展可期

- 嵌入式与融合计算平台业务主要包括基于行业标准的与定制化的网络应用平台、嵌入式单板计算机、流量大数据处理平台、视频大数据处理平台等，为无线网络、信息安全、通信设备、视频、军工等领域提供可集成、可二次开发的信息系统平台或解决方案。
- 2017年嵌入式与融合计算业务营收占比26%，是公司的另一核心业务。2013~2017年，针对下游行业的变化，恒为科技凭借其核心技术竞争力，调整产品结构和下游应用方向，并增加在大数据加速领域的投入，嵌入式与融合计算平台业务营收高速增长，年复合增长率高达43%。
- 公司基于龙芯、飞腾、盛科等主流国产自主可控芯片，和ATCA、VPX、CPEX、COM-Express等业界标准，持续投入和积累了多个自主可控技术平台，研发出一系列国产信息化产品，构建了较为完备的产品和技术体系。此外，公司积极通过多种渠道拓展客户，积极争取国产自主可控项目订单，自主可控领域有效客户数量逐步增加。
- 嵌入式与融合计算按照下游应用方向主要可分为网络无线、大数据加速和特种装备三类。
  - ① 网络无线  
嵌入式与融合计算平台业务在网络无线领域中的主要产品为标准化嵌入式平台和定制化嵌入式平台产品。
  - ② 大数据加速  
嵌入式与融合计算平台业务在大数据加速领域的主要产品为融合计算平台。公司2013年进入该领域，经过多年的重点培育，大数据加速领域营业收入已由2013年的258万元增长至2017年的6155万元，年复合增长率高达121%。营收快速增长的主要原因在于1)大数据应用在业界普遍展开,2)公司产品符合客户需求,具备一定独特性和市场竞争力。
  - ③ 特种装备  
嵌入式与融合计算平台业务在特种装备领域的主要产品为标准化嵌入式平台。2017年实现营业收入1243万元，同比增长320%。
- 国家对军工信息化的战略性部署、军改和军民融合的顶层设计将为我国

军工信息化带来难得的历史机遇。我们认为，军工信息化的发展方向，伴随着国产自主可控的大趋势，和物联网、工业互联网、智能制造等发展浪潮，将为公司嵌入式与融合计算业务带来强大的业绩驱动力。

**图表 9：产品主要应用领域**


来源：Wind、中泰证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

- 恒为科技业绩增长迅速，净利率高达 24%，盈利能力强。恒为科技深耕网络可视化领域，研发投入不断加大，积极布局 5G 移动网、人工智能等方向，未来发展可期。此外，国家对军工信息化愈加重视，在国产自主可控的大趋势下，嵌入式与融合计算业务将进一步打开公司的成长空间。我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.04 亿元、1.38 亿元、1.82 亿元，EPS 分别为 1.02 元、1.35 元、1.78 元，对应 PE 分别为 33 倍、25 倍、19 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 8：可比公司估值表**

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(17-20E) (%)	PEG
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
深信服	300454.SZ	123.20	492.8	1.86	2.43	3.12	66.1	50.8	39.4	29.6%	2.23
中新赛克	002912.SZ	96.14	102.6	1.80	2.58	3.59	53.5	37.3	26.7	42.6%	1.26
美亚柏科	300188.SZ	16.45	130.8	0.46	0.63	0.85	35.6	26.3	19.3	35.6%	1.00
北信源	300352.SZ	4.30	62.3	0.10	0.14	0.18	44.3	31.3	23.9	36.2%	1.22
<b>平均</b>				1.06	1.44	1.94	49.9	36.4	27.3	36.0%	1.43
恒为科技	603496.SH	33.36	34.0	1.02	1.35	1.78	32.7	24.6	18.7	34.2%	0.96

来源：Wind、中泰证券研究所，股价为 2018 年 5 月 28 日收盘价

#### 5、风险提示

市场竞争激烈，盈利水平低于预期

- 随着未来下游信息安全、大数据运营等领域需求的不断增长，网络可视化行业毛利率又高，因此，网络可视化行业势必吸引更多企业参会到市

市场竞争中来。虽然行业内存在技术、市场、品牌等诸多壁垒，但随着行业技术的不断成熟，不同类型的竞争对手可能会结合自身特点通过产能拓张、发起价格战等手段争夺市场，市场竞争激烈可能导致公司盈利水平降低。

### 政府对自主可控投入低于预期

- 军工信息化的发展方向，叠加国产自主可控的大趋势是驱动公司嵌入式与融合计算业务发展的主要因素，如果未来经济下行，政府对自主可控领域的投入低于预期，国内的本土嵌入式计算企业将不同程度的受到冲击，公司的嵌入式与融合计算业务也将不可避免地受到影响。

### 行业和技术变革风险

- 网络可视化行业和嵌入式计算行业具有技术进步快、产品更新频率高的特点。公司虽然持续投入研发保证自身的领先优势，但在高科技行业发展十分迅速。如果公司研发方向出现误判或者新研产品难以满足市场新的需求，将影响公司的市场和业务规模，对公司的经营发展造成不利影响。

**图表 9: 公司主要财务指标**

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>312.2</b>	<b>414.1</b>	<b>552.0</b>	<b>726.1</b>
减:营业成本	141.8	190.5	257.5	341.8
营业税费	3.1	4.2	5.7	7.4
销售费用	9.9	12.3	15.8	20.7
管理费用	83.8	100.9	130.1	166.5
财务费用	-0.4	-2.5	-3.4	-3.8
资产减值损失	7.3	4.1	4.8	5.4
加:公允价值变动收益	-	-	-	-
投资和汇兑收益	2.6	1.2	1.4	1.7
<b>营业利润</b>	<b>78.8</b>	<b>105.8</b>	<b>142.9</b>	<b>189.9</b>
加:营业外净收支	4.4	6.0	5.6	5.3
<b>利润总额</b>	<b>83.2</b>	<b>111.8</b>	<b>148.5</b>	<b>195.2</b>
减:所得税	8.2	7.9	10.5	13.8
<b>净利润</b>	<b>75.2</b>	<b>104.0</b>	<b>138.2</b>	<b>181.8</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>248.6</b>	<b>464.1</b>	<b>330.9</b>	<b>553.7</b>
交易性金融资产	-	-	-	-
应收帐款	130.7	109.8	210.7	221.2
应收票据	28.0	60.2	61.0	90.2
预付帐款	3.8	0.8	6.6	4.1
存货	184.3	148.7	314.2	319.0
其他流动资产	57.0	19.0	25.3	33.8
可供出售金融资产	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-
长期股权投资	2.9	2.9	2.9	2.9
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	60.7	57.8	54.9	52.0
在建工程	47.4	47.4	47.4	47.4
无形资产	1.1	0.7	0.4	0.0
其他非流动资产	5.2	3.5	2.5	1.5
<b>资产总额</b>	<b>769.8</b>	<b>915.0</b>	<b>1,056.8</b>	<b>1,326.0</b>
短期债务	25.0	-	-	-
应付帐款	60.8	126.5	113.2	201.0
应付票据	20.3	8.5	32.6	26.0
其他流动负债	4.0	14.8	7.8	14.1
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	2.4	2.0	2.0	2.1
<b>负债总额</b>	<b>112.5</b>	<b>151.8</b>	<b>155.6</b>	<b>243.3</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>
股本	100.0	102.1	102.1	102.1
留存收益	555.3	659.3	797.5	979.3
<b>股东权益</b>	<b>657.2</b>	<b>763.2</b>	<b>901.2</b>	<b>1,082.6</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>769.8</b>	<b>915.0</b>	<b>1,056.8</b>	<b>1,326.0</b>

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>75.0</b>	<b>104.0</b>	<b>138.2</b>	<b>181.8</b>
加:折旧和摊销	4.2	3.3	3.3	3.3
资产减值准备	5.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-
财务费用	1.0	-2.5	-3.4	-3.8
投资收益	-2.6	-1.2	-1.4	-1.7
少数股东损益	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3
营运资金的变动	-198.6	128.1	-274.1	38.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-58.7</b>	<b>231.5</b>	<b>-137.7</b>	<b>218.1</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-110.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>309.1</b>	<b>-17.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>140.1</b>	<b>215.6</b>	<b>-133.2</b>	<b>222.8</b>

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	26.0%	32.6%	33.3%	31.5%
营业利润增长率	34.7%	34.3%	35.1%	32.9%
净利润增长率	21.3%	38.3%	32.9%	31.5%
EBITDA增长率	17.3%	47.7%	34.0%	32.6%
EBIT增长率	17.3%	49.8%	35.1%	33.4%
净资产增长率	141.5%	16.1%	18.1%	20.1%
<b>利润率</b>				
毛利率	54.6%	54.0%	53.3%	52.9%
营业利润率	25.2%	25.5%	25.9%	26.2%
净利率	24.1%	25.1%	25.0%	25.0%
EBITDA/营业收入	23.1%	25.7%	25.9%	26.1%
EBIT/营业收入	22.1%	24.9%	25.3%	25.6%
<b>运营效率</b>				
固定资产周转天数	69	52	37	27
流动资产周转天数	553	633	571	538
应收帐款周转天数	112	105	104	107
存货周转天数	165	145	151	157
总资产周转天数	660	732	643	591
投资资本周转天数	355	316	283	273
<b>投资回报率</b>				
ROE	11.5%	13.7%	15.4%	16.8%
ROA	9.7%	11.4%	13.1%	13.7%
ROIC	37.7%	22.4%	43.4%	30.3%
<b>费用率</b>				
销售费用率	3.2%	3.0%	2.9%	2.9%
管理费用率	26.8%	24.4%	23.6%	22.9%
财务费用率	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.5%
三费/营业收入	29.9%	26.7%	25.8%	25.3%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。