

星网锐捷 (002396)

证券研究报告
2019年03月23日

“稳”字当头，ICT 劲旅直接受益“网络云化/边缘计算”浪潮
地方国企“稳”字当头，ICT 产业先锋持续增长

公司是国内领先的 ICT 应用解决方案供应商，企业网设备龙头之一，其实际控制人为福建省国资委。公司经营风格一向稳健，过去十一年收入和利润一直保持增长，其中 2018 年收入规模（据业绩快报）达 91.3 亿元，2007-2018 年收入复合增速 19.8%；2018 年归母净利润为 5.81 亿元，2007-2018 年复合增速达 22.8%。我们认为，一方面公司受益网络设备去 IOE 化及进口替代，并且该逻辑仍在延续和深化；另一方面，公司产品和解决方案有望沿着网络云化、SDN，以及边缘计算等新方向不断拓张，逐步进入收获期。

“网络云化和边缘计算”浪潮的直接受益者，打开公司未来成长空间

1) 边缘计算的边缘意味着需要部署更密集的（网络/计算/存储）节点，直接带动更多边缘网络设备（交换机/路由器等）需求。公司与运营商在中低端交换机、WLAN 等领域长期密切合作，并且占据较高份额。也就是说，星网锐捷在运营商的最低层（或者说最靠近用户层）的网络节点上具有明显优势，未来或将大幅受益海量边缘计算节点建设。

2) 边缘计算还需要网络/计算的智能化，SDN 可实现计算、存储、网络等 IT 资源自动化管理，网络可自动部署，快速上线，并且可提供逻辑上独立的网络资源专项体验，以及共享物理网络资源，在虚拟网络上的任意网络规划和策略部署。也就是说，边缘计算需要应用 SDN 技术和产品，将更好体验的“网络”带到用户身边。

星网锐捷一直是国内领先的 SDN 厂商，2011 年便开始投入研发资源进行 SDN 方面的技术储备和产品预研，2012 年作为“中国 SDN 和开放网络专业委员会”12 家初始会员之一，目前已经形成覆盖园区、数据中心和广域网络，基于场景，面向业务的特色 SDN 解决方案。公司在 SDN 领域的技术和产品竞争力在国内处于第一梯队，在网络末梢节点的交换机/网关/安全等产品在运营商也已形成口碑占据较高份额，我们认为星网锐捷未来将是网络云化/边缘计算的直接受益者，看好公司长期发展。

盈利预测和投资建议：

公司是网络设备龙头之一，在交换机/路由器、网关、安全、SDN 等网络产品和技术上有深厚积累，竞争优势明显，稳固政企市场同时，在运营商和数据中心市场也已获得里程碑式突破，未来将大幅受益网络云化/边缘计算的建设。整体看，公司传统业务稳步增长，数据中心交换机、云课堂/云桌面、物联网等业务呈快速增长势头。根据公司 2018 年业绩快报，将 2018 年业绩调整为 5.81 亿元，同时考虑公司新业务研发投入较大，将 19-20 年盈利预测从 7.5、8.7 亿元向下调整为 6.92 和 8.02 亿元，对应 19 年 20 倍 PE，重申“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧毛利率下滑，新兴业务扩张不及预期等风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,687.66	7,705.14	9,203.73	10,834.61	12,570.47
增长率(%)	25.93	35.47	19.45	17.72	16.02
EBITDA(百万元)	473.45	577.03	661.49	769.24	889.95
净利润(百万元)	319.46	472.30	581.35	692.11	801.56
增长率(%)	21.77	47.85	23.09	19.05	15.81
EPS(元/股)	0.55	0.81	1.00	1.19	1.37
市盈率(P/E)	43.89	29.69	24.12	20.26	17.49
市净率(P/B)	4.86	4.38	3.81	3.33	2.86
市销率(P/S)	2.47	1.82	1.52	1.29	1.12
EV/EBITDA	19.78	19.33	17.98	15.74	12.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	25.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	583.28
流通 A 股股本(百万股)	539.11
A 股总市值(百万元)	14,745.33
流通 A 股市值(百万元)	13,628.73
每股净资产(元)	6.00
资产负债率(%)	38.55
一年内最高/最低(元)	26.13/14.10

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzheneng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

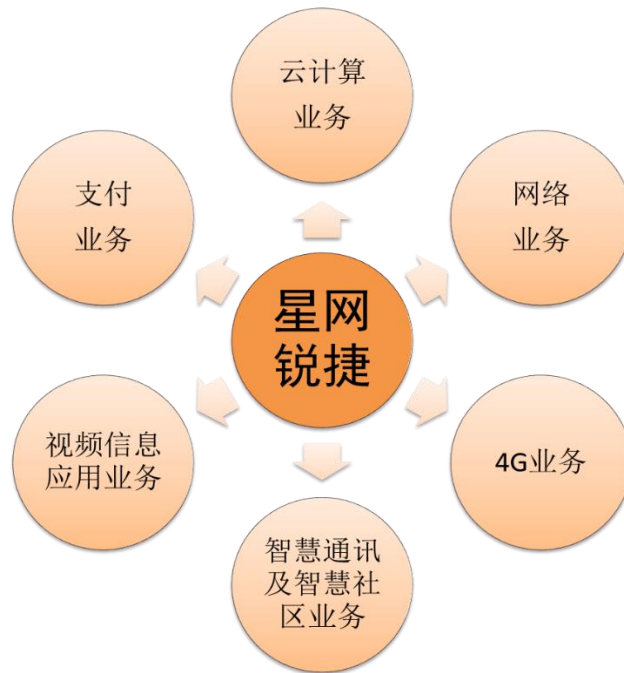
相关报告

- 1 《星网锐捷-季报点评:业绩略超预期，期待未来持续快速增长》 2018-10-29
- 2 《星网锐捷-季报点评:盈利能力持续增强，期待未来持续表现》 2018-04-26
- 3 《星网锐捷-年报点评报告:盈利能力持续提升，各产品线发展势头强劲》 2018-03-30

1. 十年磨一剑，ICT 劲旅受益网络云化/边缘计算浪潮

星网锐捷是国内领先的 ICT 应用解决方案供应商，主营产品包括企业网络通讯设备、网络终端、支付 POS、视讯产品、云计算、信息化软件等，主要面向国内大中小型企业、金融机构、教育及医疗机构等。我们认为，公司业务已从原来传统的企业网通讯设备逐步延伸到云计算、移动支付、物联网等新兴科技领域，将围绕“智慧”+“网络云化”+“边缘计算”方向不断强化 ICT 整体解决方案能力，未来公司有望保持稳步上升势头。

图 1：公司主营业务

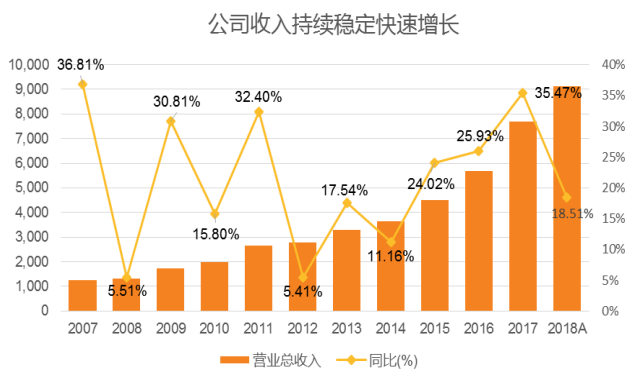


资料来源：公司 2018 半年报，天风证券研究所

1、“稳”字当头，过去十年营收、利润持续增长

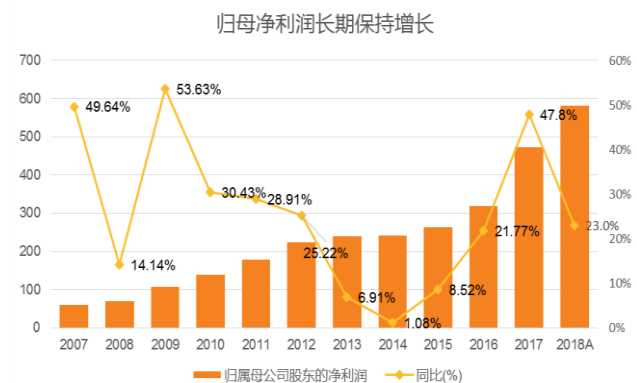
纵观公司近历史财务表现，营业收入持续稳定快速增长，从 2007 年的 12.5 亿增长到 2018 年（业绩快报）的 91.3 亿元，过去十一年从未下滑，复合增速为 19.8%，一方面传统企业网设备业务持续稳定增长，另一方面围绕 ICT 产业不断扩张新领域。利润端看；2007 年归母净利润为 6100 万元，2018 年业绩快报为 5.81 亿元，期间也从未下滑过，复合增速高达 22.8%。

图 2：公司营业收入及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速（单位：百万元）



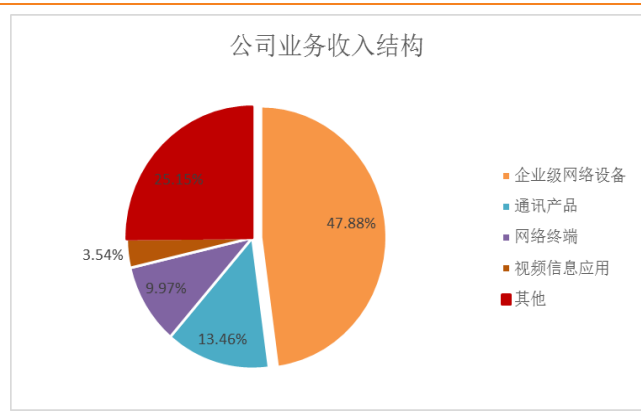
资料来源：Wind，天风证券研究所

2、围绕 ICT 持续扩张，从“国产替代”到“网络云浪潮/边缘计算”持续受益

从公司业务板块收入来看，2017 年企业级网络设备、通讯产品、网络终端、视频信息应用和其他的收入占比分别为 47.88%、13.46%、9.97%、3.54%和 25.15%；从毛利贡献看，企业级网络设备毛利贡献 63.46%，其他业务贡献 16.14%。

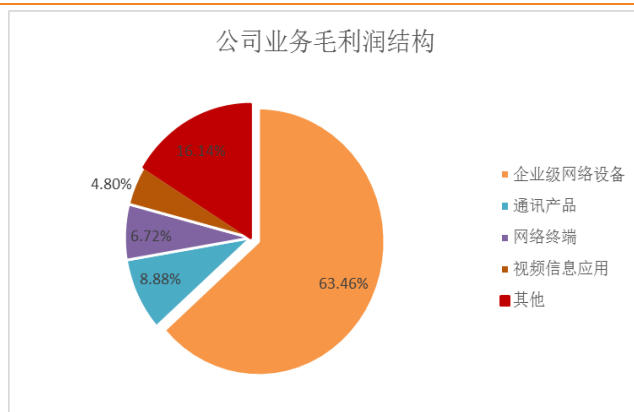
从以上数据分析，企业级网络设备（包含交换机、路由器、网关、服务器等产品）一直是公司营收和毛利贡献的主力。我们认为，一方面去 IOE 化及进口替代逻辑一直在延续及深化，整体网络设备的行业的资本开支及技术门槛相对较高，行业格局稳定，国产化趋势下越来越多的份额走向国内厂商，而华为和華三在以服务高端用户（比如一线城市政府及大型企业）为主的营销策略，公司稳定受益于中小型企业及教育医疗等细分领域数字化升级的趋势；另一方面，公司产品和解决方案沿着网络化、SDN 化，以及边缘计算等新方向不断拓张，逐步进入收获期。

图 4：公司业务收入结构（2017 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司业务毛利占比（2017 年）

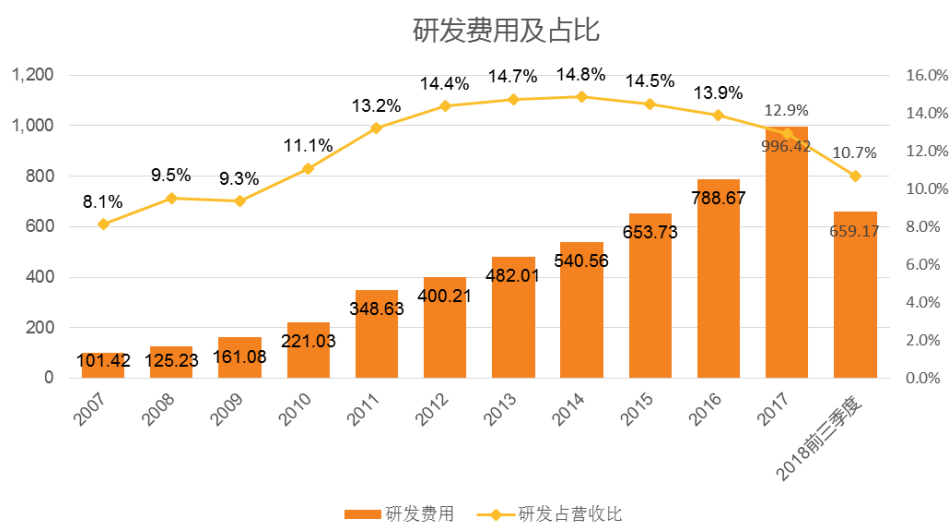


资料来源：Wind，天风证券研究所

3、持续高研发投入，拓宽护城河进一步强化核心竞争力

网络设备行业以技术驱动为主，历史数据看，公司持续多年研发投入营收占比高达 10%以上，2017 年研发费用 9.96 亿元，营收占比 12.9%。

图 6：公司研发费用支出及占营收比（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年公司全年共申请专利 298 项，其中发明专利 230 项，外观设计专利 31 项，实用新型专利 37 项，获得新增专利 197 项。截止 2017 年公司累计获得专利总数达 1617（有效 1314，其中发明专利 1026）项。公司长期高研发投入，产生的技术成果不断增强公司在技术上的

领先优势，创新能力不断提升，产品的核心竞争力得到强化。

图 7：锐捷网络竞争力及市场地位



资料来源：公司官网，天风证券研究所

整体来看，公司最具竞争力的产品/业务一直是企业网通信设备，而且公司也一直在持续高研发投入，坚持自主创新，星网锐捷在网络通讯、交换机、云计算终端（瘦客户机）、支付终端、桌面云、无线接入、宽带接入、融合视讯、视频信息应用等各产品领域均形成了独特的领先优势。我们认为，公司围绕网络云化/边缘计算等新兴方向的持续布局，有望成为网络云化/边缘计算浪潮的直接受益者，打开更广阔成长空间。

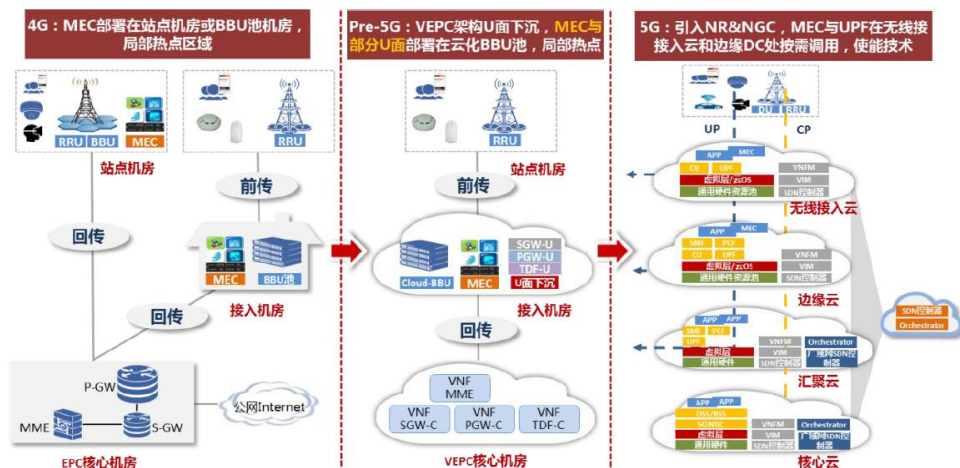
2. 边缘计算浪潮涌动下，云数据中心业务开始进入收获期

企业级网络设备板块在公司 2017 年营业收入中占比 47.89%，毛利率 50.91%位列各板块第一，产品主要包括路由器和交换机。国内市场现呈现四雄争霸，分别是华三、华为、锐捷网络和中兴。公司一直坚持自主创新，其中自主研发的高端交换机性能指标已达到国际先进水平，并成为教育和金融行业位居前列的网络设备厂商和解决方案提供商，连续 8 年蝉联教育行业第一。

2.1. 边缘计算随 5G 建设规模部署即将起航，产业链分享广阔市场空间

5G 业务场景众多，不同业务场景对信息处理和转发的需求差异较大，边缘计算也将部署在不同的网络层次，实现对各种业务的针对性支持。5G 网络中可以按需将边缘计算节点部署在接入云、边缘云或汇聚云。1) 对于低时延 (URLLC) 场景，边缘计算需要部署在靠近基站的接入云；2) 对于大流量热点 (eMBB) 场景，边缘计算可以部署在边缘云提高复用率；3) 对于广域大连接 (mMTC) 场景，边缘计算可部署在更高的汇聚云，实现大范围覆盖区域内的业务需求。

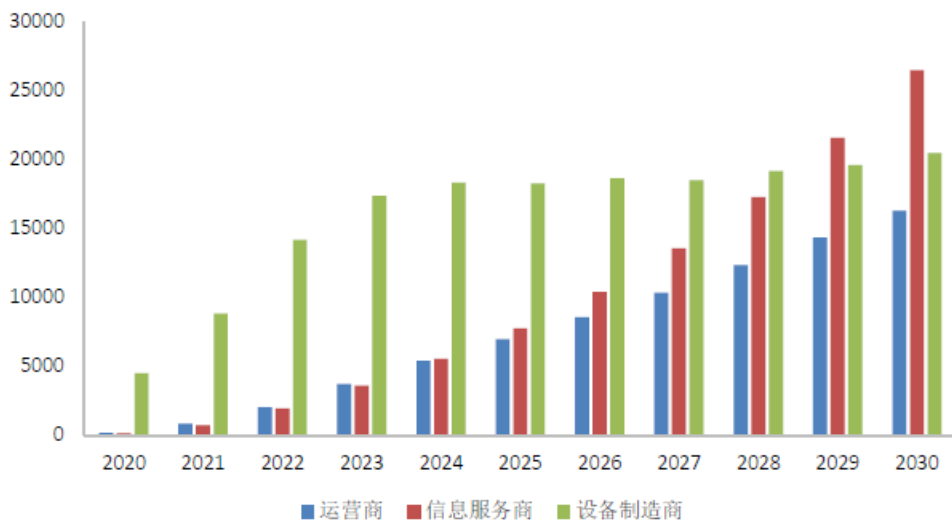
图 8：边缘计算节点部署方式



资料来源：中国联通《边缘计算技术白皮书》，天风证券研究所

在 5G 商用初期，5G 网络设备投资带来的设备制造商收入将成为 5G 直接经济产出的主要来源。在 5G 商用中期，来自用户和其他行业的终端设备支出和电信服务支出持续增长，预计到 2025 年，上述两项支出分别为 1.4 万亿和 0.7 万亿元，占到直接经济总产出的 64%。在 5G 商用中后期，互联网企业与 5G 相关的信息服务收入增长显著，成为直接产出的主要来源，预计 2030 年，互联网信息服务收入达到 2.6 万亿元，占直接经济总产出的 42%。结构上看，边缘计算受益于 5G 应用的快速落地，将对设备商和信息服务商带来长期广阔增量市场空间。

图 9：5G 直接经济产出结构（单位：亿元）



资料来源：信通院《5G 经济社会影响白皮书》，天风证券研究所

移动边缘计算的产业链核心是电信运营商，由运营商进行底层网络建设和机房规划，边缘计算节点内使用的设备主要依靠电信设备商，边缘计算业务的支撑和运营可以以运营商为主导、或者运营商开放 5G 网络和边缘计算平台端口引入第三方专业厂商，或直接与第三方专业厂商合作建设运营边缘计算网络。其中星网锐捷作为运营商的设备供应商之一，将直接受益。

(1) **电信运营商**：电信运营商是边缘计算产业链的核心。电信运营商提供 5G 基础网络资源，根据不同的应用场景制定边缘计算解决方案和部署策略。具体到边缘计算的部署上，

由于边缘计算与业务流程密切结合，运营商在行业应用上积累有限，可以开发网络端口，引入第三方专业厂商进行合作，共同部署、运营、管理边缘计算平台。

(2) **电信设备商**：边缘计算依赖专用服务器、网关等设备。边缘计算节点相比传统数据中心机房更加分散、单体规模较小，环境温湿度控制等偏弱，对服务器、网关以及配套的光模块等的可靠性、功耗和成本控制要求更高。

(3) **第三方合作商**：运营商在垂直行业应用领域经验相对有限，边缘计算与行业应用紧密结合，因此运营商可能向第三方合作商开放边缘计算端口，提供底层资源，由专业厂商提供应用层面的服务。或者运营商可以直接与第三方合作，共同建设和运营边缘计算平台。

图 10：边缘计算产业链结构

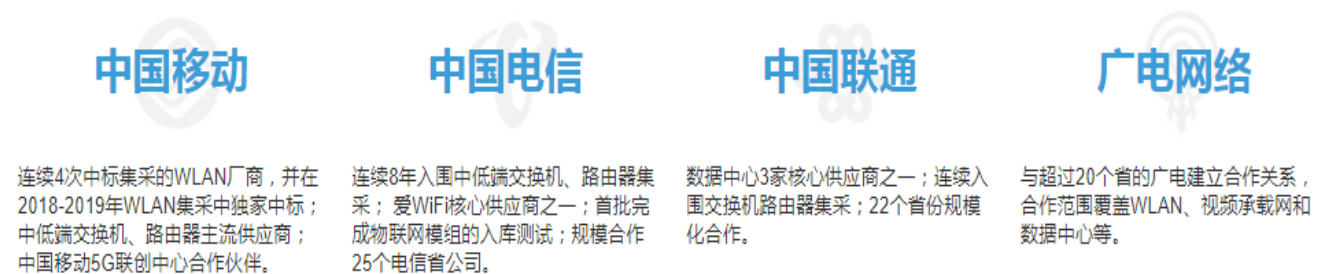


资料来源：天风证券研究所制图

2.2. 蛰伏数年，数据中心市场喜获突破，受益网络云化/边缘计算浪潮有望迎来快速增长

首先，公司深耕运营商行业数年，目前已成为中国移动、中国电信、中国联通三大运营商的数通产品主流供应商。公司专注于数据通信十余年的场景深入及技术积累，不但在运营商的自建网领域里不断加深和运营商的合作，更在云数据中心、物联网等前沿领域和运营商展开企业级合作，持续参与创新型研究。

图 11：公司深耕运营商市场多年，是主流供应商之一



资料来源：公司官网，天风证券研究所

其次，公司通过数十年深耕企业网，其产品线相当丰富，从交换机（SDN、数据中心交换机、园区/工业交换机等）、路由器（接入/汇聚/核心路由器）到无线产品（天线、接入设备、无线控制）、网关、安全、认证计费网络设备全覆盖。

图 12：公司丰富的网络产品线

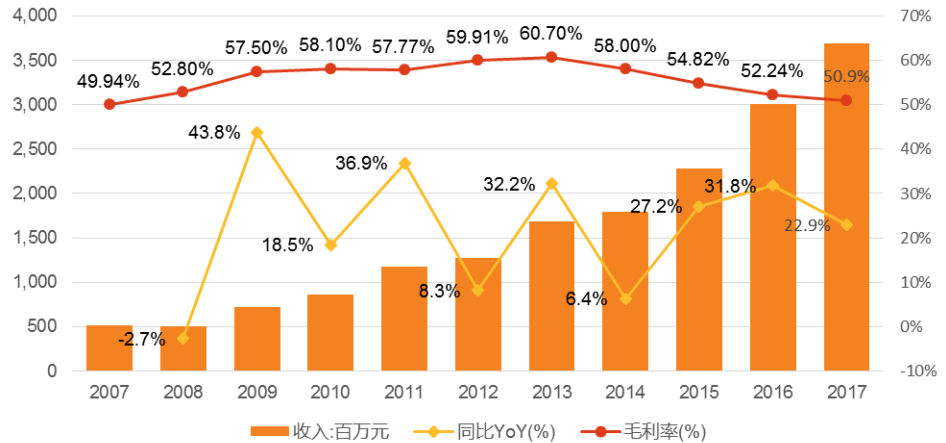


资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司 2008 年的企业网设备业务收入为 5.04 亿元，2017 年达 36.9 亿元，期间持续稳定快速增长，年复合增速高达 24.7%，并且毛利率一直稳定在 50% 以上。公司在政府、金融、教育等优势领域积累深厚经验，具备很强的端到端网络解决方案能力。公司凭借数据通信 20 年的技术优势及行业经验，将大力支持运营商拓展政企客户，成为运营商政企网络解决方案的重要供应商。我们认为，基于跟运营商长期的合作关系，以及产品线日益丰富，网络技术和解决方案能力的提升，公司在运营商主流的通信网络市场有望快速扩张。

图 13：企业网络设备营收、增速及毛利率

企业级网络设备



资料来源：WIND，天风证券研究所

再次，历史上看公司在运营商斩获的订单，最早期是以家庭宽带 ADSL 等智能终端产品为主，然后在运营商低端的交换机和路由器上开始突破，而且近几年连续在中国移动二层交换机和低端三层交换机上的招标上获得最高份额。尤其突出的是，在中国移动 2018 年数据中心交换机集采中，公司中标高达 70% 的份额（投标的含税报价 5.68 亿元），此次中标是公司在运营商和云计算数据中心市场获得的里程碑式进展。而且公司的数据中心核心产品已全面应用于阿里巴巴、腾讯、奇虎 360、爱奇艺等互联网企业。

表 1：公司在三大运营商网络设备集采项目的中标统计

项目	份额
中国移动	
2011 年 1 月 二层交换机和三层低端交换机集采	份额第一，高于华为/中兴/迈普/烽火
2012 年 12 月 中国移动 IP 设备集采	二、三层交换机份额第一，低端路由器首次入围
2015 年 8 月 中移动集团客户 WLAN 网络设备采购	份额 20%
2016 年 2 月 中国移动 WLAN AP/AC 设备集采	份额 44.4%
2016 年 9 月 中国移动 2016 年度低端路由器和低端交换机集采	低端路由器 30% 份额，低端三层交换机 50% 份额，二层交换机 50% 份额
2018 年 8 月 中国移动 2018-2019 年低端路由器和低端交换机集采	中标低端路由器二档 50% 份额，合计 1.04 亿元
2018 年 11 月 中国移动 2019 年政企客户 WLAN 设备集采	份额 70%
2018 年 11 月 中国移动 2018 年数据中心交换机集采	份额 70%
2018 年 11 月 中国移动私有云资源池（呼和浩特、哈尔滨数据中心）二期二阶段 SDN 系统	份额 100%
中国电信	
2005 年 10 月 入选 2005 中国电信供应商百佳	
2016 年 6 月 中国电信 2016 年中低端路由交换及安全设备集采	多款路由器与交换机产品成功入围
中国联通	
2017 年 1 月 中国联通 2016-2017 年数据中心交换机设备采购	旗下 RG-N18000-X (Newton 牛顿) 系列云架构数据中心核心交换机、RG-S6220 系列数据中心接入交换机成功入围

资料来源：公司官网、中国移动采购与招标网、天风证券研究所

边缘计算是指在网络边缘，部署融合网络、计算、存储、应用核心能力的平台，为用户就近提供边缘智能服务，满足行业在敏捷连接、实时业务、数据优化、应用智能等方面的关键需求。

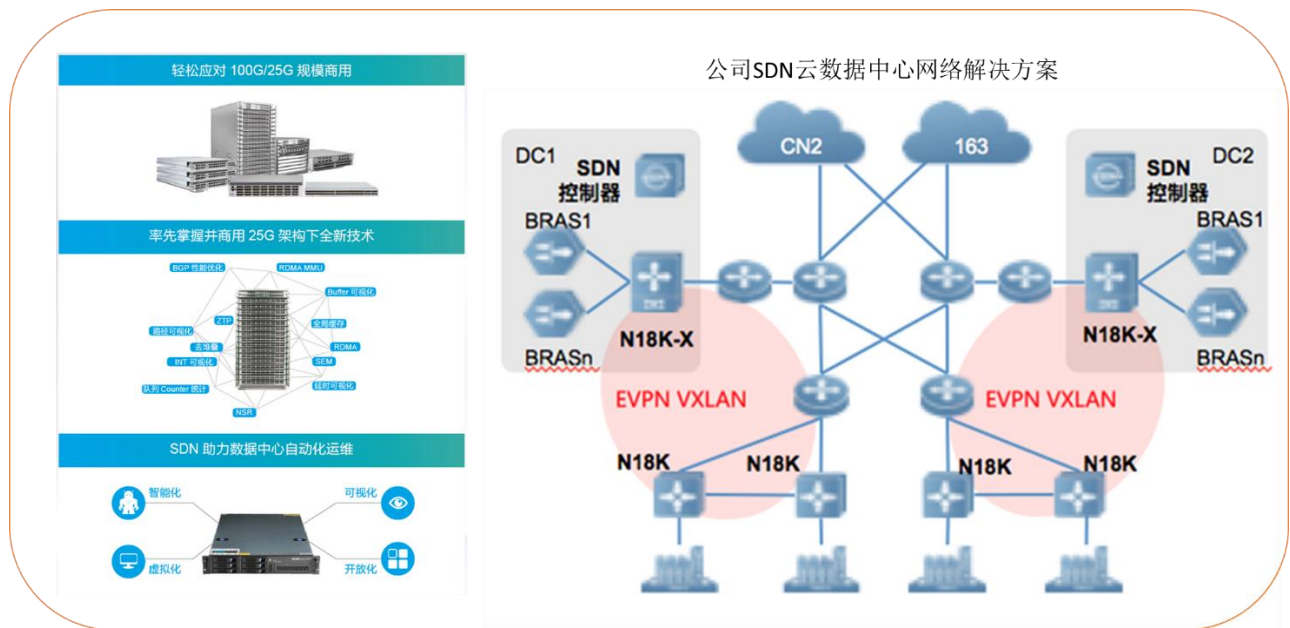
我们认为：

1) 边缘计算的边缘意味着需要部署更密集的（网络/计算/存储）节点，直接带动更多边缘网络设备（交换机/路由器等）需求。公司与运营商在中低端交换机、WLAN 等领域长期密切合作，并且占据较高份额。也就是说星网锐捷在运营商的最低层（或者说最靠近用户层）的网络节点上具有明显优势，未来或将大幅受益海量边缘计算节点建设。

2) 边缘计算还需要网络/计算的智能化，SDN 可实现计算、存储、网络等 IT 资源自动化管理，网络可自动部署，快速上线，并且可提供逻辑上独立的网络资源专项体验，以及共享物理网络资源，在虚拟网络上的任意网络规划和策略部署。也就是说边缘计算需要应用 SDN 技术和产品，将更好体验的“网络”带到用户身边。

星网锐捷一直是国内领先的 SDN 厂商，2011 年便开始投入研发资源进行 SDN 方面的技术储备和产品预研，2012 年作为“中国 SDN 和开放网络专业委员会”12 家初始会员之一，参加第一届中国 SDN 高峰论坛，目前已经形成覆盖园区、数据中心和广域网，基于场景，面向业务的特色 SDN 解决方案。公司在 SDN 领域的技术和产品竞争力在国内处于第一梯队，在网络末梢节点的交换机/网关/安全等产品在运营商也已形成口碑占据较高份额，我们认为星网锐捷未来将是网络云化/边缘计算的直接受益者，看好公司长期发展。

图 14：公司 SDN 云数据中心网络解决方案



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 盈利预测和投资建议

公司是网络设备龙头之一，在交换机/路由器、网关、安全、SDN 等网络产品和技术上有深厚积累，竞争优势明显，稳固政企市场同时，在运营商和数据中心市场也已获得里程碑式突破，未来将大幅受益网络云化/边缘计算的建设。整体看，公司传统业务稳步增长，数据中心交换机、云课堂/云桌面、物联网等业务呈快速增长势头。根据公司 2018 年业绩快报，将 2018 年业绩调整为 5.81 亿元，同时考虑公司新业务研发投入较大，将 19-20 年盈利预测从 7.5、8.7 亿元向下调整为 6.92 和 8.02 亿元，对应 19 年 20 倍 PE，重申“增持”评级。

4. 风险提示

行业竞争加剧毛利率下滑，新兴业务扩张不及预期等风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,001.01	1,731.69	2,761.12	3,250.38	4,145.34
应收账款	1,063.63	1,647.99	1,675.58	2,176.73	2,222.94
预付账款	70.50	57.28	196.38	105.09	246.94
存货	1,034.96	1,362.97	2,124.96	2,020.33	2,820.15
其他	278.13	340.22	275.00	448.53	358.54
流动资产合计	4,448.24	5,140.14	7,033.05	8,001.06	9,793.92
长期股权投资	32.64	32.51	32.51	32.51	32.51
固定资产	453.70	484.45	419.49	367.68	312.05
在建工程	10.76	33.99	21.90	14.64	10.28
无形资产	217.34	135.90	88.39	47.61	6.82
其他	587.06	612.91	583.80	517.31	521.71
非流动资产合计	1,301.50	1,299.77	1,146.10	979.74	883.38
资产总计	5,749.73	6,439.91	8,179.14	8,980.80	10,677.30
短期借款	20.81	19.60	148.15	513.17	10.00
应付账款	923.40	1,045.10	2,080.48	1,332.60	2,537.22
其他	1,071.23	1,587.69	1,491.32	1,856.91	1,855.98
流动负债合计	2,015.44	2,652.38	3,719.95	3,702.68	4,403.20
长期借款	0.00	0.00	3.97	52.90	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.69	38.09	35.00	36.00	36.36
非流动负债合计	33.69	38.09	38.97	88.90	136.36
负债合计	2,049.12	2,690.48	3,758.92	3,791.58	4,539.57
少数股东权益	817.53	548.21	742.00	972.70	1,239.89
股本	539.11	583.28	583.28	583.28	583.28
资本公积	846.38	704.67	687.91	637.91	637.91
留存收益	2,340.88	2,617.55	3,094.95	3,633.24	4,314.56
其他	(843.29)	(704.28)	(687.91)	(637.91)	(637.91)
股东权益合计	3,700.61	3,749.44	4,420.22	5,189.22	6,137.73
负债和股东权益总	5,749.73	6,439.91	8,179.14	8,980.80	10,677.30

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	557.40	700.03	581.35	692.11	801.56
折旧摊销	113.02	124.12	97.07	102.06	102.97
财务费用	(10.34)	14.61	(4.19)	5.46	2.02
投资损失	(13.25)	(51.46)	(20.00)	(22.00)	(24.00)
营运资金变动	(116.99)	(481.11)	96.41	(833.58)	301.74
其它	13.66	(28.94)	193.78	230.70	267.19
经营活动现金流	543.50	277.26	944.42	174.76	1,451.47
资本支出	122.51	(77.20)	(24.41)	1.20	1.84
长期投资	8.23	(0.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(329.12)	(18.15)	89.56	68.64	19.97
投资活动现金流	(198.38)	(95.48)	65.16	69.84	21.81
债权融资	119.51	121.76	242.12	646.07	190.00
股权融资	26.63	(105.21)	(6.46)	(48.96)	4.48
其他	(386.24)	(509.17)	(215.81)	(352.44)	(772.81)
筹资活动现金流	(240.10)	(492.62)	19.85	244.67	(578.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	105.02	(310.85)	1,029.43	489.26	894.96

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,687.66	7,705.14	9,203.73	10,834.61	12,570.47
营业成本	3,223.14	4,744.43	5,707.52	6,783.20	7,920.78
营业税金及附加	53.88	63.76	73.63	86.68	100.56
营业费用	1,090.60	1,266.75	1,472.60	1,679.36	1,885.57
管理费用	957.41	1,190.27	1,380.56	1,625.19	1,885.57
财务费用	(15.97)	11.81	(4.19)	5.46	2.02
资产减值损失	9.52	29.29	25.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.25	51.46	20.00	22.00	24.00
其他	(26.51)	(389.44)	(280.00)	(344.00)	(378.00)
营业利润	382.32	736.81	808.61	961.72	1,114.97
营业外收入	237.27	11.44	20.00	22.00	24.00
营业外支出	2.30	2.16	4.00	2.00	2.00
利润总额	617.29	746.09	824.61	981.72	1,136.97
所得税	59.89	46.06	49.48	58.90	68.22
净利润	557.40	700.03	775.14	922.81	1,068.75
少数股东损益	237.94	227.73	193.78	230.70	267.19
归属于母公司净利润	319.46	472.30	581.35	692.11	801.56
每股收益(元)	0.55	0.81	1.00	1.19	1.37

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	25.93%	35.47%	19.45%	17.72%	16.02%
营业利润	21.52%	92.72%	9.75%	18.93%	15.94%
归属于母公司净利润	21.77%	47.85%	23.09%	19.05%	15.81%
获利能力					
毛利率	43.33%	38.43%	37.99%	37.39%	36.99%
净利率	5.62%	6.13%	6.32%	6.39%	6.38%
ROE	11.08%	14.75%	15.81%	16.41%	16.37%
ROIC	22.79%	43.18%	42.93%	58.58%	45.61%
偿债能力					
资产负债率	35.64%	41.78%	45.96%	42.22%	42.52%
净负债率	-1.01%	-1.90%	18.94%	14.56%	-1.71%
流动比率	2.21	1.94	1.89	2.16	2.22
速动比率	1.69	1.42	1.32	1.62	1.58
营运能力					
应收账款周转率	5.46	5.68	5.54	5.63	5.71
存货周转率	5.76	6.43	5.28	5.23	5.19
总资产周转率	1.03	1.26	1.26	1.26	1.28
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.81	1.00	1.19	1.37
每股经营现金流	0.93	0.48	1.62	0.30	2.49
每股净资产	4.94	5.49	6.31	7.23	8.40
估值比率					
市盈率	43.89	29.69	24.12	20.26	17.49
市净率	4.86	4.38	3.81	3.33	2.86
EV/EBITDA	19.78	19.33	17.98	15.74	12.38
EV/EBIT	25.56	24.14	21.08	18.15	14.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com