



云网咖横空出世, 算力云重铸秩序

投资要点

- **推荐逻辑:** 得益云服务的持续升级和云豹加速器的上线, 顺网科技有望迎来重大业绩拐点, 打开全新增长空间。顺网云电脑 C 端业务展开, 下载量持续突破新高; 同时开放免费“云网咖解决方案”, 积极拓展网吧 IT 资产云化, 夯实网吧业务基本盘。云豹加速器及其配套浏览器下载量有望高速增长并持续为公司贡献收入, 开拓新的流量入口。
- **顺网云电脑: C 端入口持续加码。** 顺网科技 2019 年开放顺网云电脑, 公司持续推进顺网云电脑客户端公测, 使用本地 PC 终端, 即可调取云上算力实现电竞级的高性能体验, C 端累计下载量不断突破新高。同时顺网的算力部署不断扩展, 未来所能服务 C 端客户数量预计超过 300 万, 且增量空间巨大。
- **云网咖解决方案: B 端增效, 扩容算力池。** 公司发布免费“云网咖解决方案”使得网吧等上网服务场所利用存量电脑和带宽, 实现高性能游戏主机云化, 从而向玩家提供服务。网吧营业时长从网吧拓展到 C 端个人电脑, 提高网吧运营效率, 同时为玩家带来电竞级别的游戏体验。公司目前已预约接入万台主机, 近期日均改造 30 家网吧以上, B 端增效初具规模。
- **疫情刺激算力需求, 迎合网吧算力云化诉求。** 春节疫情下减少人员流动, 顺网云电脑公测版在春节期间出现需求倒挂, 算力需求紧张; 短期内网吧线下业务将无法开放营业, 帮助网吧业主实现 IT 资产云化, 拓展业务新场景, 最大程度的归集闲置算力资源。“云网咖”免费解决方案将推进顺网云的网吧机房接入基数, 提高平台端体验, 发展增量用户, 进一步巩固市场占有率。
- **流量新入口: 云豹加速器。** 云豹加速器自 12 月份登陆各大应用商店, 截止目前各平台综合下载量 211 万人次, 将为顺网科技带来巨大的流量增值; 同时收费运营后, 将带来年均 1.5 亿的利润。
- **盈利预测与投资建议。** 鉴于公司目前在上网服务场所的行业龙头地位, 在网吧行业形态升级、网吧存储业务上云稳步推进, 算力上云业务加快落地, 游戏加速器业务增加流量入口的情况下, 我们对当前业务龙头地位牢固和面向未来的云服务转型增效, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.12、0.72 和 0.83 元, 年平均复合增速达 21%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 顺网云业务推进不足预期的风险、云电脑业务性能不足导致推广受阻的风险、云电脑盈利模式无法落地的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1984.86	1584.42	2119.89	2462.46
增长率	9.31%	-20.17%	33.80%	16.16%
归属母公司净利润(百万元)	321.65	81.88	500.04	578.89
增长率	-37.22%	-74.54%	510.73%	15.77%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.12	0.72	0.83
净资产收益率 ROE	13.90%	6.32%	15.54%	15.60%
PE	55	217	36	31
PB	6.03	7.01	5.07	4.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘忠腾
执业证号: S1250519080008
电话: 0755-23616646
邮箱: lzht@swsc.com.cn

分析师: 朱松
执业证号: S1250519080007
电话: 021-58352031
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.94
流通 A 股(亿股)	4.78
52 周内股价区间(元)	13.91-33.19
总市值(亿元)	175.59
总资产(亿元)	35.02
每股净资产(元)	3.96

相关研究

1. 顺网科技(300113): 存储算力上云端, 业务场景再扩列 (2019-11-14)

目 录

1 云网咖助力算力云服务降本增效，提升用户数量级	1
1.1 算力云的 C 端高频流量入口：顺网云电脑	1
1.2 算力云的 B 端增效独门利器：顺网云网咖	4
1.3 新冠疫情助力云网咖业务，疏通算力需求堰塞湖	7
2 云豹加速器：潜在的国际互联网访问流量入口	8
3 盈利预测与估值	9
3.1 盈利预测.....	9
3.2 相对估值.....	10
4 风险提示	10

图 目 录

图 1: 顺网云 1.0、顺网云电脑和顺网云网咖逻辑简图	1
图 2: 顺网云电脑官网	1
图 3: 顺网云电脑游戏指引窗口	1
图 4: 云电脑游戏状态	2
图 5: 云游戏平台参数对比图	2
图 6: 云电脑下载界面	2
图 7: 云游戏游戏启动器	2
图 8: 云电脑登录界面	3
图 9: 云游戏游戏界面	3
图 10: 顺网云增长飞轮模型	4
图 11: 顺网云网咖	5
图 12: 顺网云网咖接入条件	6
图 13: 顺网云网咖管理后台	6
图 14: 云网咖接入优先原则	6
图 15: 预约安装调查问卷	6
图 16: 需求端-云游戏大量排队拥堵	7
图 17: 服务器长时间拥堵繁忙	7
图 18: 云豹加速器	8
图 19: 云豹加速器下载量	8

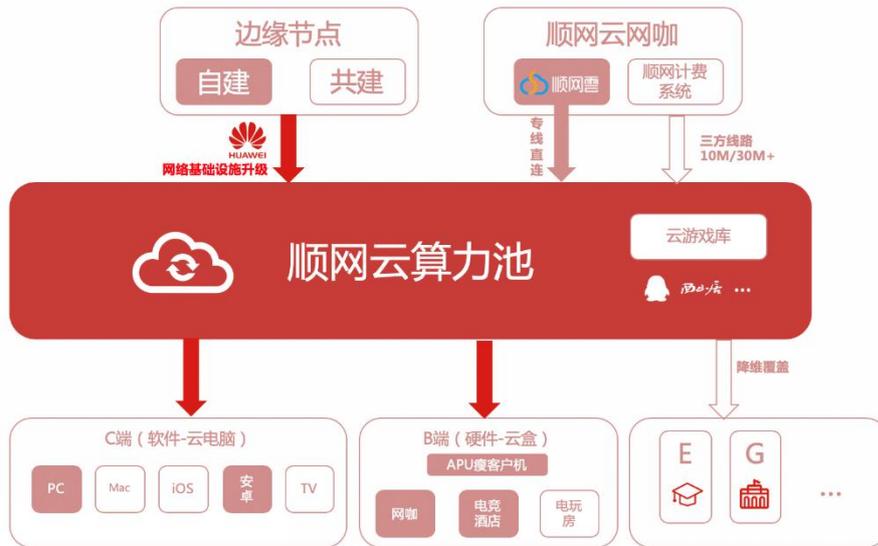
表 目 录

表 1: 各场景平台覆盖状态	3
表 2: 分业务收入	9
表 3: 可比公司估值	10
附表: 财务预测与估值	11

1 云网咖助力算力云服务降本增效，提升用户数量级

在网络基础设施逐渐强大的过程中，顺网科技将游戏算力的分时租赁场景，由原来的 B 端网吧场景，拓展到 C 端的 PC、手机和电视盒子等场景中。

图 1：顺网云 1.0、顺网云电脑和顺网云网咖逻辑简图



数据来源：西南证券整理

1.1 算力云的 C 端高频流量入口：顺网云电脑

顺网云电脑终端使得用户按需向云端算力池调取算力，在本地显示设备上获得与高性能电脑相同的使用体验。同时，顺网云电脑在支持市面近乎所有游戏的性能基础上，还将做到应用的“免下载、免安装、免更新”，并且能为用户提供高质量的显示画面。

图 2：顺网云电脑官网



数据来源：顺网云电脑官网，西南证券整理

图 3：顺网云电脑游戏指引窗口



数据来源：顺网云电脑官网，西南证券整理

边缘计算技术成熟，拥有云游戏一体式解决方案：

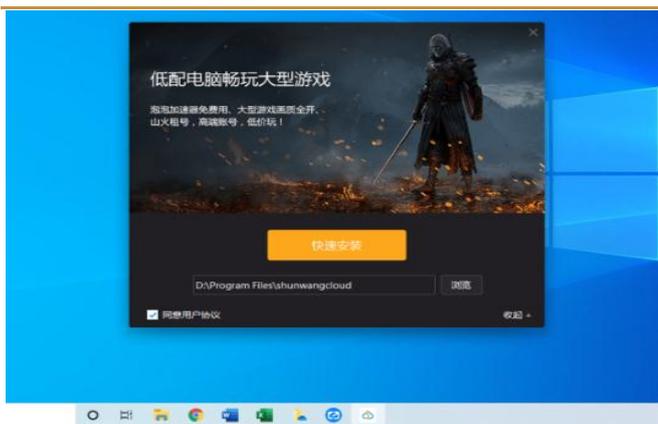
- 1) 国内唯一能够稳定提供高质量分辨率（1080P/2K/4K）、高帧率（60/144）和高码率（30Mbps）的商用平台厂商。
- 2) “算力上云”+“存储上云”：利用边缘计算帮助用户畅享高质量云游戏服务，实时保存游戏进度，为用户创造便捷游戏生态。
- 3) 节点建设计划有序。根据顺网云官网的介绍，目前已有 10+数据中心、100+节点，覆盖超过 20 个省份的 100 多个城市，处于高速布局增长阶段。
- 4) 运营商资源试点逐步完善。2019 年顺网科技在主要的二三线城市，与局部网络运营商合作搭建独立的网络光纤线路，完善算力节点和展示规模效益。顺网将因此在未来主要一线城市独立网路的协商中，有能力展现“双赢”格局，拥有云游戏赛道主动权。

图 4：云电脑游戏状态



数据来源：顺网云电脑平台，西南证券整理

图 6：云电脑下载界面



数据来源：顺网云电脑下载端，西南证券整理

图 5：云游戏平台参数对比图

海外云游戏厂商平台				国内云游戏平台			
名称	分辨率	帧率 (fps)	官方推荐带宽 (Mbps)	名称	分辨率	帧率 (fps)	实时码率 (Mbps)
谷歌 Stadia	720P/1080P/4K	60	10/20/35	腾讯 Start	720P/1080P	30/60	30
微软 xCloud	720P/1080P	30	/	华为云电脑	720P/1080P	30/60	>10
英伟达 GeForce Now	720P/1080P/4K	60/120	50	极云惠普云电脑	720P/1080P	30/60	15-20
Shadow	1080P/4K	60/144	50	达龙云	720P/1080P	30/60	6-8
Playgiga	720P/1080P	60	20-25	格来云	480P/576P/720P	30	3-4
Playkey	1080P/4K	60	10-35	顺网云	1080P/2K/4K	60/144	30
Liquidsky	720P/1080P	30/60	30				

数据来源：云游戏白皮书，西南证券整理

图 7：云游戏游戏启动器



数据来源：顺网云电脑平台，西南证券整理

图 8：云电脑登录界面



数据来源：顺网云电脑平台，西南证券整理

图 9：云游戏游戏界面



数据来源：顺网云电脑平台，西南证券整理

顺网云电脑的应用场景扩充：

表 1：各场景平台覆盖状态

应用概述	
电脑端 PC/Mac	PC 端已上线
移动端 Android/iOS	Android 已正式发布，iOS 版本研发中。
TV 端	研发中
国产操作系统端 (Linux)	研发中

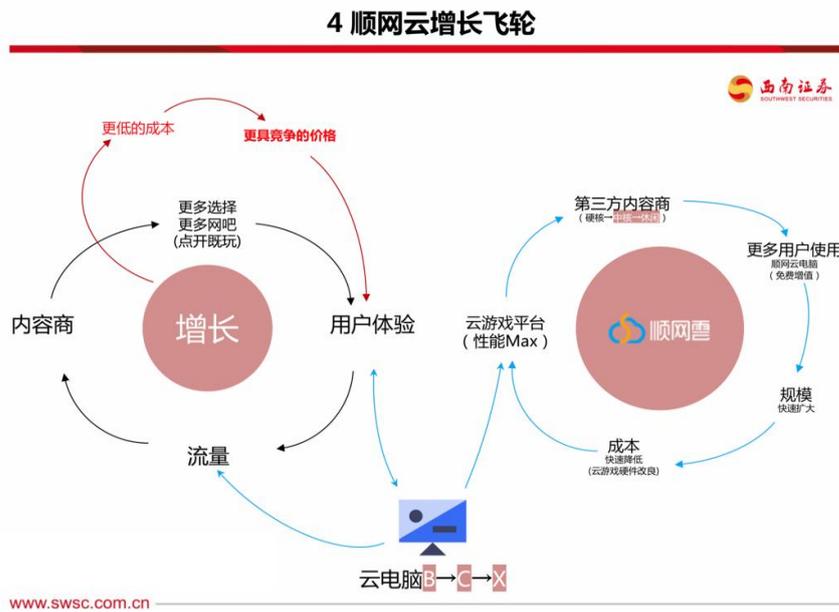
数据来源：西南证券整理

盈利模式预测和估算：

C 端渗透定价立足长远。顺网云电脑虽然存在技术的存量优势，但一定阶段内将仍然采用免费、限时使用的方式吸收玩家，培育用户忠诚度，优化自身云主机和相关设施的建设和规划。中长期将采取订阅制（购买模式）或云网吧（按时计费）收取费用，2 年内可完成盈亏平衡。客户端市场依据顺网现有接入 3000 家网吧，每家网吧平均 100 台终端，服务 10 个用户来计算，其云游戏市场规模将超过 300 万客户，且存在巨大的增量空间。

重视 C 端增值业务和游戏推广附加值。顺网云电脑能够形成云游戏平台流量、游戏内容商、用户选择和体验之间的良性循环，便于从生态闭环中寻找增值出口。平台流量开发游戏启动器和平台桌面的广告投放；游戏内容商合作开发新游戏，拓展新业务；云平台客户端订阅和网吧代理计费服务；用户提供一体式的游戏工具包和代理服务，例如游戏加速器，租借账号和游戏充值等增值服务。

图 10: 顺网云增长飞轮模型



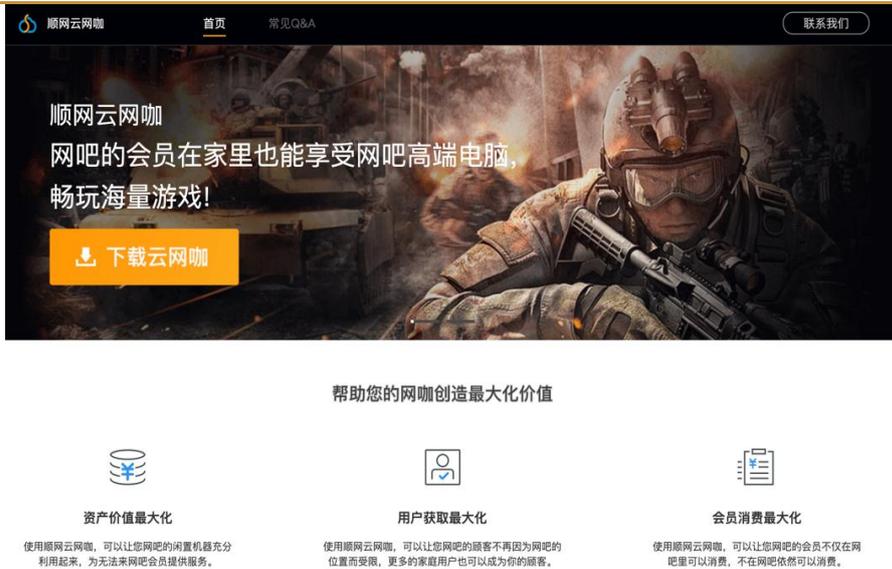
数据来源: 西南证券整理

1.2 算力云的 B 端增效独门利器: 顺网云网咖

顺网云网咖即为网吧利用存量电脑(闲置机器)和带宽通过顺网独立研发的云电脑技术(高性能游戏主机云化)向玩家提供服务。

- 玩家体验与云电脑一致: 无电脑硬件要求, “免下载、免安装、免更新”, 游戏体验提升
- 同时顺网云网咖与网吧计费系统打通, 本地注册的网吧会员, 可直接通过顺网云网咖消费会员卡充值余额(本地网吧需提前接入顺网云网咖服务), 畅享网吧服务。

图 11: 顺网云网咖



数据来源: 云网咖官网, 西南证券整理

“云网咖”解决方案优势:

网吧业务基本盘支撑云网咖业务发展。顺网科技 2005 年成立, 2010 年上市, 从网吧管理软件“网维大师”起步, 逐步构建了国内领先的网吧管理平台, 并从管理、经营、计费、安全等维度, 为网吧等行业提供一站式的解决方案, 如今已覆盖了全国 10 万家以上网吧。网络管理市场虽然公司众多, 但在网吧管理、网安的软件市场中, 顺网科技的主力产品市场份额均超 70%。在网吧娱乐管理软件和面向网吧产品的整体性和高市场占有率保证了顺网云业务的开展和优化, 基础行业上的壁垒显现。

深耕云端科技, 技术壁垒高筑。相比于云计算和云游戏, 云网咖解决方案需求技术面广泛, 逻辑比普通云游戏和云电脑更为复杂, 须兼具存储上云和云端操作系统等诸多技术。2018 年 7 月, 顺网发布基于边缘计算的云产品“顺网云”, 顺网云是以云的方式解决企业终端的 IT 管理问题。以网吧行业为例, 网吧不用再建本地机房, 直接使用顺网云就可以统一管理网吧的终端。

云网咖解决方案提高网吧运营效率, 降低网吧运维成本。中国半数以上的网吧属于单体网吧, 缺乏营销能力, 顺网云网咖可以更好地归集闲余算力, 集中推广云游戏客户端服务, 从而形成规模经济效益, 降低平均成本。国内网吧还有对于玩家而言, 去网吧打游戏, 不再受地域限制, 家中只要有一台普通电脑, 就可以通过云端调用附近网吧的专业游戏主机。

“云网咖”解决方案实际改造进程与落地形式:

- 网吧硬件和网络带宽等存在要求。支持部分高级显卡和硬件配置, 算力远程调取存在技术门槛。云网咖效果由上行带宽的质量决定, 约 10M/台效; 网吧用户须接入相同网络运营商, 且本市内使用为宜。
- 云网咖优先接入“顺网云”机房。第一期运行时间内, 非顺网的计费和菜单无法接入云网咖, 算力调取的技术来源是计费系统和菜单。

1.3 新冠疫情助力云网咖业务，疏通算力需求堰塞湖

新型冠状病毒疫情发展刺激用户需求端。春节假期期间由于疫情影响，居民多减少外出，强制性的居家隔离刺激了主要游戏流量，顺网云电脑公测版在春节期间出现需求倒挂，长时间排队，各大分区机房过负荷运营的情况。云网咖接入闲置网吧算力，利用边缘计算，将打通云游戏的最后一公里。

图 16：需求端-云游戏大量排队拥堵



数据来源：顺网云电脑平台，西南证券整理

图 17：服务器长时间拥堵繁忙



数据来源：顺网云电脑平台，西南证券整理

疫情撼动线下网吧业务，线下实体配合云网咖产品，顺网提高产品执行力。面向使用顺网计费软件的商家免费开放云网咖解决方案帮助网吧行业，**抵减线下商家沉没成本，实现闲置算力资产变现**，回笼现金流。3 天内，商家预约上云主机总数超过万台。同时，比起传统的线下网吧，云网咖能够实现算力终端的使用时长由营业时间（8 小时）扩展至 24 小时，提高硬件的使用效率，也加快硬件淘汰升级。

2 云豹加速器：潜在的国际互联网访问流量入口

云豹加速器是具有独享 ISP 骨干网国际专线的高效国际互联网访问软件。

- 1) 智能识别国际域名，采用分流技术分配线路，提升网络访问速度。
- 2) 独有的网络限制模块防止 IP 泄露，金融机构安全级别，无广告骚扰，安全私密。
- 3) 丰富网络传输线路，覆盖全球绝大多数地区。

图 18：云豹加速器

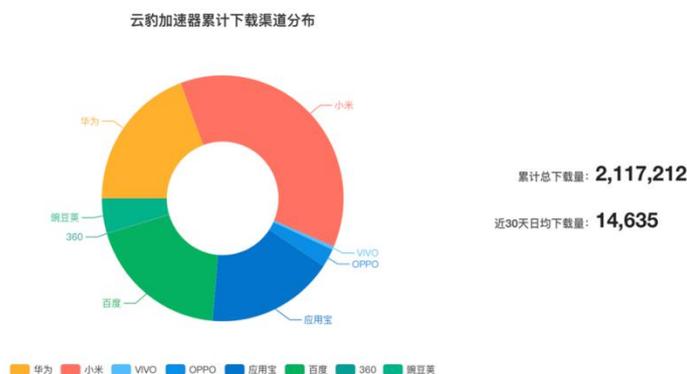


数据来源：云豹加速器官网，西南证券整理

云豹加速器自 12 月份登陆各大应用商店，各平台综合下载量 211.72 万人次，成为顺网又一大流量入口。访问国际互联网时须使用云豹加速器内对应浏览器，我们认为云豹浏览器未来会成为巨大流量入口，面向客户群体提供类似 hao123、360 的增值服务。

图 19：云豹加速器下载量

下载渠道分布图



数据来源：七麦数据，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设:

1) 顺网云业务推出后在网吧行业的进一步覆盖,我们预计到 2021 年顺网存储上云实现 35% 的覆盖率。随着云算力的部署和 5G 业务的陆续开展,顺网云电脑的算力上云场景也将落地在网吧场景,进一步打开市场空间,我们预计 2021 年实现 10% 的网吧场景覆盖。

2) 广告业务:云端业务的场景扩展和云豹加速器的流量导入,将增加顺网的广告和附加值的变现途径。基于云端的智能广告投放将显著地增加顺网的广告业务收入,我们预计 2020-2021 年广告业务收入的增速将为 40.0%、5.0%。

3) 游戏业务:作为云游戏服务提供商,顺网科技将与网络运营商采用多种合作模式构建云游戏平台。以订阅制的方式计算将带来亿元级别收入,同时春节疫情叠加效应将短期刺激游戏业务收入回暖。我们预计 2020-2021 年游戏业务收入的增速将为 30.0%、5.0%。

4) 展会业务:展会业务与云游戏业务相辅相成,ChinaJoy 将助力云游戏体验推广,云服务也将帮助扶助二次元经济文化的发展,丰富游戏题材库。我们认为展会业务 2020-2021 的增速将分别为 10.0%、10.0%。

5) 安全系统集成业务:2019 年公司安全部门业务重整,将持续为政府机构提供网络安全支持;云业务与云安全整体协同,云安全为云服务稳定性护航,借助云服务的优势将提高安全系统的市场占比,我们认为安全系统集成业务 2020-2021 的增速将分别为 3.3%、2.0%。

6) 云豹加速器 2021 年起实现收费运营,预占市场份额 10%,增加营收 2 亿,利润增加预计 1.5 亿人民币。该项业务营收暂时记入其他业务,我们认为安全系统集成业务 2020-2021 的增速将分别为 450.0%、300.0%。

7) 安全系统子公司国瑞信安 2016 年收购,形成商誉 2.82 亿元,2018 年报期间由于项目不达标共提减值 1.20 亿元;该资产组商誉期末值 1.62 亿元,公司合并报表商誉期末值 9.78 亿元。经 2019 年安全系统业务内部重组、上游行业景气度和产业政策调整,预告 2019 年年报国瑞信安与子公司成都吉胜、新浩艺共计提减值 2.58 亿元,计提减值后国瑞信安的商誉将完全计提。随着云网咖的推出,网吧业务将和云业务互补发展,未来继续其他子公司减提大额商誉的可能性不大。

基于以上假设,我们预测公司 2019-2021 年分业务收入如下表:

表 2: 分业务收入

单位:百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
广告业务	收入	928.2	705.4	987.6	1036.9
	增速	42.2%	-24.0%	40.0%	5.0%
游戏业务	收入	729.6	558.3	725.8	762.1
	增速	-2.0%	-23.5%	30.0%	5.0%
展会业务	收入	174.3	172.6	189.8	208.8
	增速	8.9%	-1.0%	10.0%	10.0%

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
安全系统集成业务	收入	138.6	133.9	138.3	141.1
	增速	-41.0%	-3.4%	3.3%	2.0%
其他业务	收入	14.2	14.3	78.4	313.5
	增速	-40.1%	0.6%	450.0%	300.0%
合计	收入	1984.9	1584.4	2119.9	2462.5
	增速	9.3%	-20.2%	33.8%	16.2%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

鉴于公司目前在上网服务场所的行业龙头地位，在网吧行业形态升级、网吧存储业务上云稳步推进，算力上云业务加快落地，游戏加速器业务增加流量入口的情况下，我们对当前业务龙头地位牢固和面向未来的云服务转型增效，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.12、0.72 和 0.83 元，年平均复合增速达 21%，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
600570	恒生电子	95.80	1.04	1.65	1.75	2.22	92.12	58.06	54.74	43.15
300253	卫宁健康	24.83	0.18	0.25	0.34	0.47	137.94	99.32	73.03	52.83
300624	万兴科技	85.32	1.02	1.06	1.29	1.62	83.65	80.49	66.14	52.67
300494	盛天网络	15.86	0.22	0.23	0.40	0.52	72.09	68.96	39.65	30.50
平均值							96.45	76.71	58.39	44.79

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

- 1) 网吧业务的行业出清缩量加剧，导致顺网云业务推进不足预期的风险。
- 2) 云电脑业务体验无法达到本地 PC 的性能水平导致在网吧和其他场景推广受阻的风险。
- 3) 顺网云电脑用户规模不达预期，预计盈利模式无法落地的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1984.86	1584.42	2119.89	2462.46	净利润	430.74	125.60	588.29	681.04
营业成本	711.12	610.00	763.16	886.49	折旧与摊销	28.51	15.10	15.10	15.10
营业税金及附加	18.01	14.91	19.72	23.00	财务费用	-30.54	0.35	0.59	-1.13
销售费用	249.44	232.36	296.78	344.74	资产减值损失	158.51	258.00	0.00	0.00
管理费用	220.56	319.42	423.98	492.49	经营营运资本变动	-233.64	16.50	14.13	33.70
财务费用	-30.54	0.35	0.59	-1.13	其他	279.76	-30.00	-26.00	-31.00
资产减值损失	158.51	258.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	633.34	385.55	592.10	697.71
投资收益	33.89	30.00	28.00	30.00	资本支出	376.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-824.05	30.00	28.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-447.50	30.00	28.00	30.00
营业利润	469.39	179.38	643.66	746.87	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.00	13.14	12.43	12.67	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	480.39	192.52	656.09	759.54	股权融资	2.37	0.00	0.00	0.00
所得税	49.64	19.90	67.80	78.49	支付股利	-138.81	-64.33	-16.38	-100.01
净利润	430.74	172.63	588.29	681.04	其他	-160.71	-427.47	480.89	1.13
少数股东损益	109.10	43.72	88.24	102.16	筹资活动现金流净额	-297.14	-491.80	464.52	-98.88
归属母公司股东净利润	321.65	81.88	500.04	578.89	现金流量净额	-111.58	-76.25	1084.62	628.83
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1632.51	1556.26	2640.88	3269.71	成长能力				
应收和预付款项	219.60	205.47	270.25	308.52	销售收入增长率	9.31%	-20.17%	33.80%	16.16%
存货	21.89	18.77	21.49	26.28	营业利润增长率	-30.45%	-61.78%	258.82%	16.03%
其他流动资产	349.40	278.91	373.17	433.48	净利润增长率	-29.89%	-59.92%	240.79%	15.77%
长期股权投资	11.80	11.80	11.80	11.80	EBITDA 增长率	-31.80%	-58.31%	238.43%	15.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	65.74	59.36	52.97	46.59	毛利率	64.17%	61.50%	64.00%	64.00%
无形资产和开发支出	1000.81	737.84	732.87	727.89	三费率	22.14%	34.85%	34.03%	33.95%
其他非流动资产	584.03	580.29	576.55	572.81	净利率	21.70%	10.90%	27.75%	27.66%
资产总计	3885.77	3448.69	4679.97	5397.08	ROE	13.90%	6.32%	15.54%	15.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.09%	5.01%	12.57%	12.62%
应付和预收款项	458.64	431.81	542.45	624.37	ROIC	38.03%	17.09%	72.83%	83.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.55%	12.30%	31.10%	30.90%
其他负债	328.64	284.24	351.49	405.64	营运能力				
负债合计	787.28	716.05	893.94	1030.01	总资产周转率	0.50	0.43	0.52	0.49
股本	694.29	694.29	694.29	694.29	固定资产周转率	29.57	25.33	37.74	49.47
资本公积	695.30	695.30	695.30	695.30	应收账款周转率	9.44	9.01	10.68	10.21
留存收益	1677.89	1695.44	2179.11	2657.98	存货周转率	25.05	30.01	36.12	34.92
归属母公司股东权益	2945.65	2536.08	3501.23	3980.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.67%	—	—	—
少数股东权益	152.84	196.56	284.80	386.96	资本结构				
股东权益合计	3098.49	2732.64	3786.03	4367.07	资产负债率	20.26%	20.76%	19.10%	19.08%
负债和股东权益合计	3885.77	3448.69	4679.97	5397.08	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.88	2.94	3.77	3.98
					速动比率	2.86	2.92	3.74	3.96
					股利支付率	43.16%	78.57%	3.27%	17.28%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.12	0.72	0.83
					每股净资产	4.24	3.65	5.04	5.73
					每股经营现金	0.91	0.56	0.85	1.00
					每股股利	0.20	0.09	0.02	0.14
业绩和估值指标									
EBITDA	467.36	194.83	659.35	760.84					
PE	55.24	217.00	35.53	30.69					
PB	6.03	7.01	5.07	4.46					
PS	8.95	11.21	8.38	7.22					
EV/EBITDA	33.35	80.40	22.11	18.34					
股息率	0.78%	0.36%	0.09%	0.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn