绿盟科技（300369.SZ） 安全技术尖兵的“破”与“立”

2020 年 10 月 14 日

——公司首次覆盖报告

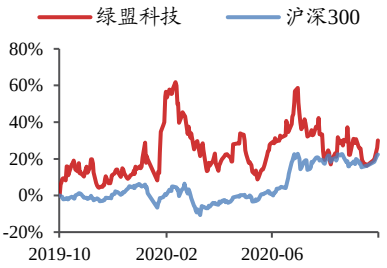
投资评级：买入（首次）

陈宝健（分析师） chenbaojian@kysec.cn 证书编号：S0790520080001

刘逍遥（分析师） liuxiaoyao@kysec.cn 证书编号：S0790520090001

日期	2020/10/14
当前股价(元)	21.52
一年最高最低(元)	27.65/16.33
总市值(亿元)	171.75
流通市值(亿元)	157.00
总股本(亿股)	7.98
流通股本(亿股)	7.30
近 3 个月换手率(%)	71.24

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 公司有望迎收入增速提升与净利率提升的戴维斯双击，首次覆盖给予“买入”评级

股权优化、渠道体系重构，公司有望步入收入增速提升与净利率提升的新阶段。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 3.05、4.30、5.82 亿元，EPS 为 0.38、0.54、0.73 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 56、40、30 倍，公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

● 技术立命，网络安全行业的“黄埔军校”

公司是国内最早从事网络安全的企业之一，凭借业内领先的技术实力，公司被誉为网安行业的“黄埔军校”。公司自成立以来推出冰之眼、极光、黑洞等很多划时代的安全标杆产品，引领行业技术方向。2018 年公司发布星云、格物、天机、伏影、天枢五大安全实验室，集结公司优势力量与专家资源，在云安全、物联网安全、漏洞挖掘、威胁监测及数据情报等新安全领域继续发力。

● 中电科入股，政府领域有望迎来突破

目前公司股权结构已经理顺，中电科投资控股有限公司及其一致行动人成为公司第一大股东。公司主要优势行业是金融和运营商，一直以来在狭义政府领域收入占比不高。中电科入股后，公司有望与其形成良好的资源协同，消除进军政府领域的资质障碍，政府收入占比有望进一步提升。

● 渠道体系重构，放大器效应有望逐渐显现

2019 年开始公司引入原华为企业 BG 中国区副总裁胡忠华先生等优秀人才，全面梳理渠道体系。目前公司已初步构建完善专业的 NSP 渠道服务体系，渠道体系的放大器效应有望逐渐显现。根据公司在 2020 合作伙伴峰会发布的目标，要力争在 2020 年实现：1）渠道订单占比 60%；2）渠道数量增长 100%；3）渠道业务量增长 200%。

● 风险提示： 核心人员流失风险；海外市场拓展风险；疫情影响公司业务风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,345	1,671	2,160	2,879	3,737
YOY(%)	7.2	24.2	29.2	33.3	29.8
归母净利润(百万元)	168	227	305	430	582
YOY(%)	10.3	34.8	34.5	41.0	35.5
毛利率(%)	76.9	71.7	72.2	72.3	72.4
净利率(%)	12.5	13.6	14.1	14.9	15.6
ROE(%)	5.4	6.7	8.4	10.7	12.8
EPS(摊薄/元)	0.21	0.28	0.38	0.54	0.73
P/E(倍)	102.2	75.8	56.4	40.0	29.5
P/B(倍)	5.5	5.1	4.7	4.3	3.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 技术立命，网络安全行业的“黄埔军校”.....3
2、 中电科入股，政府领域有望迎来突破.....6
3、 渠道体系重构，放大器效应有望逐渐显现.....7
4、 有望迎收入增速提升和净利率提升的戴维斯双击.....9
5、 盈利预测与投资建议.....10
5.1、核心假设.....10
5.2、盈利预测与投资建议.....10
6、风险提示.....11
附：财务预测摘要.....12

图表目录

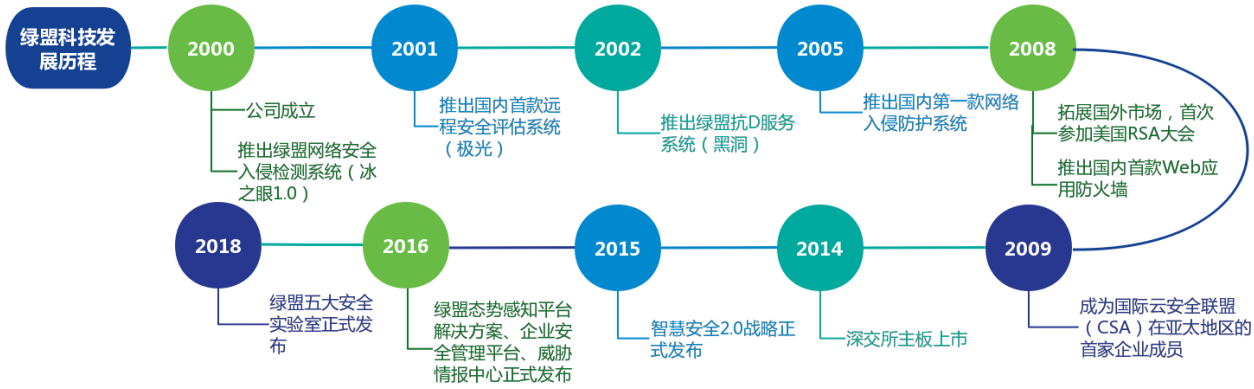
图 1： 绿盟科技二十年的创新与成长之路.....3
图 2： “冰之眼”IDPS 在发展演进中，充分体现了绿盟科技优秀的技术基因.....3
图 3： 2018 年公司抗拒绝服务系统 ADS 市场占有率名列大中华区及中国地区第一.....4
图 4： 2019 年公司远程安全评估系统 RSAS 居国内第一.....4
图 5： 公司在中国硬件 WAF 以 14.2%市占率位列第一.....5
图 6： 公司 WAF 产品进入《IDC MarketScape: 中国 WAF 市场 2019 年厂商评估》领导者象限.....5
图 7： 中电科投资控股有限公司及其一致行动人成为公司第一大股东.....6
图 8： 公司主要优势行业是金融和运营商.....7
图 9： 公司渠道战略步入高速发展的 2.0 阶段.....7
图 10： 公司建立两级渠道体系.....8
图 11： 公司构建完善专业的 NSP 渠道服务体系.....8
图 12： 2019 年以来公司收入增速逐渐回暖.....9
图 13： 2019 年以来公司利润增速逐渐回暖.....9
图 14： 公司净利率水平低于历史水平.....9
图 15： 公司净利率低于同行业水平.....9
图 16： 2019 年开始公司现金流显著改善.....10

表 1： 公司五大安全实验室：星云、格物、天机、伏影、天枢.....5
表 2： 引入华为高管，全面梳理渠道体系.....7
表 3： 公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平（截止 2020.10.13 收盘）.....11

1、 技术立命，网络安全行业的“黄埔军校”

绿盟科技是一家以技术见长的网络安全公司。公司于 2000 年正式成立，是国内最早从事网络安全的企业之一。凭借业内领先的技术实力，公司被誉为网安行业的“黄埔军校”。

图1：绿盟科技二十年的创新与成长之路



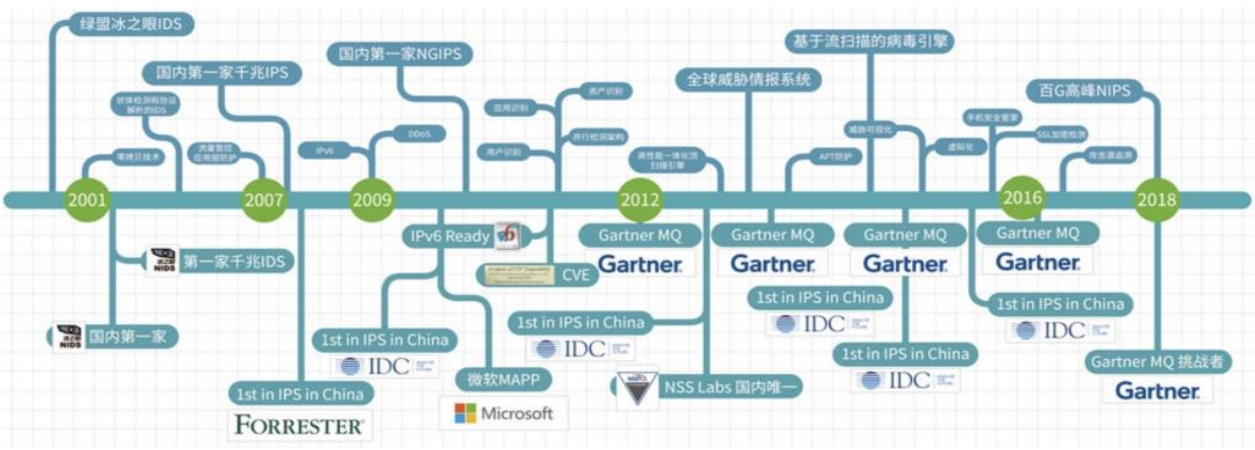
资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司自成立以来推出冰之眼、极光、黑洞等很多划时代的安全标杆产品，充分彰显优秀的技术基因。

1）“冰之眼”IDPS

作为安全技术的集大成者，“冰之眼”IDPS 积极吸收各安全研究团队的成果，形成了以威胁检测技术为核心，同时兼顾上网行为管控、流量管理等几大功能的产品。2010 年 4 月，“冰之眼”IPS 1200 顺利通过测试，荣获 NSS Labs Approved 认证，并且被 NSS Labs 认定为最高级别——“Recommended”，成为截至目前国内唯一获得该认证的产品。根据 IDC 报告，“冰之眼”IDPS 自 2009 年起连续 7 年国内市场占有率第一，连续 6 年入围 Gartner IDPS 魔力象限，并在 2018 年进入“挑战者”象限。

图2：“冰之眼”IDPS 在发展演进中，充分体现了绿盟科技优秀的技术基因

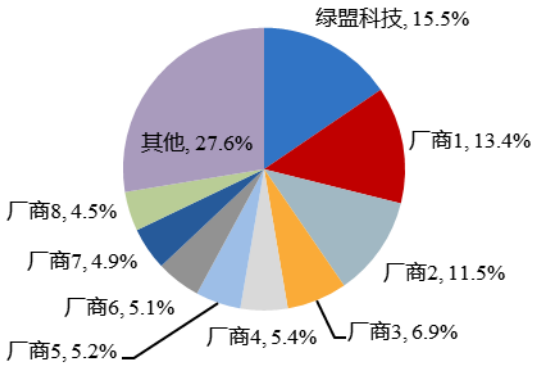


资料来源：绿盟技术博客

2）黑洞 ADS

发布于 2002 年的黑洞是中国第一款抗 D 产品，是这个细分品类的创造者和先行者，在黑洞之后才出现了思科、Arbor 等友商的同类产品。2015 年开始，公司陆续与电信云堤、腾讯云、阿里云、华为云、浪潮云等云服务商展开合作，实现各安全领域的优势能力互补，强强联合打造抗 D 混合清洗等安全方案，为企业客户提供最佳防护方案。同时，黑洞也为各大云厂商的私有云客户提供强大的本地 DDoS 防护能力，成为私有云整体解决方案的一部分。根据 Frost&Sullivan 2019 年发布的报告，公司抗拒绝服务系统 ADS 市场占有率名列大中华区及中国地区第一，连续五年排名第一。

图3：2018 年公司抗拒绝服务系统 ADS 市场占有率名列大中华区及中国地区第一

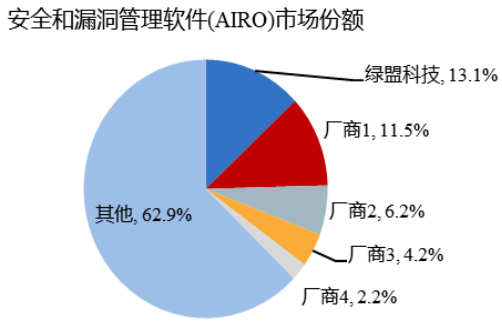


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

3）极光 RSAS

2001 年，绿盟科技推出国内首款远程安全评估系统，2008 年绿盟极光跻身全球顶尖厂商产品行列，成为北美之外唯一获得英国西海岸实验室认证的产品，也是绿盟科技产品取得的第一个国际认证。从 2008 年开始，极光更名 RSAS，李晨加入漏扫团队。随着新的配置核查产品发布，绿盟漏扫进入一个新的时代。2010 年产品销售额过亿，之后的 8 年时间，在 IDC 每年的国内市场调查报告中，绿盟漏扫连续市场占有率第一，并且多次进入 Gartner 市场报告和技术报告。

图4：2019 年公司远程安全评估系统 RSAS 居国内第一

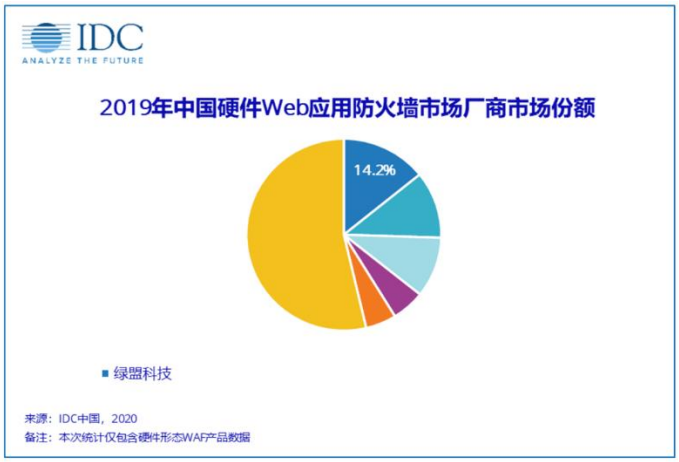


数据来源：IDC、开源证券研究所

4）WAF

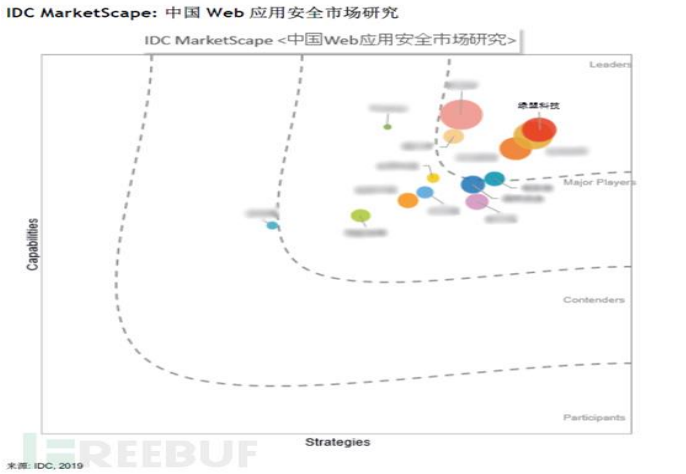
自 2008 年 1 月发布国内首款 WEB 应用防火墙，绿盟科技 WAF 产品通过 3 年多的持续研发，功能不断创新，稳定性不断提高，获得了众多用户的选择与信赖。2019 年，根据 IDC 报告，绿盟科技在中国硬件 WAF 市场占有率 14.2%，位列第一；同时公司 Web 应用防护系统（WAF）进入《IDC MarketScape: 中国 Web 应用安全市场 2019 年厂商评估》领导者象限。

图5：公司在中国硬件 WAF 以 14.2%市占率位列第一



资料来源：IDC

图6：公司 WAF 产品进入《IDC MarketScape: 中国 WAF 市场 2019 年厂商评估》领导者象限



资料来源：IDC 、FREEBUF

此外，公司成立了五大实验室，聚焦安全技术创新。早在公司创立之初，就成立了安全研究部，专门从事漏洞分析、核心技术研究相关工作，汇集了一批高水平的安全专家。2010 年，在其基础上，进一步扩展安全研究内涵，正式成立了安全研究院，致力于跟踪国内外最新网络安全漏洞研究动向，持续开展漏洞分析和挖掘、逆向工程技术等安全专项研究，以及新技术创新工程应用研究。随着网络安全发展的大势所趋，以及各方研究资源的聚焦，绿盟科技安全研究院逐渐衍生孵化成五大安全实验室：星云实验室、格物实验室、天机实验室、伏影实验室、天枢实验室，覆盖云安全、物联网安全、漏洞挖掘、威胁监测及数据情报等领域。五大实验室集结了绿盟科技的优势力量与专家资源，旨在为政企的安全问题提供前瞻性建议及解决方案，携手推动建设安全技术防范新体系。

表1：公司五大安全实验室：星云、格物、天机、伏影、天枢

	研究领域	主要负责人
星云实验室	**聚焦于云计算安全相关的前沿领域研究**，致力于用新技术构建安全的云计算防护体系，覆盖如软件定义安全、虚拟化和软件定义网络（NFV/SDN）安全、容器（CaaS）安全和 5G/边缘计算的安全。团队成员来自国内著名高校的博士和硕士，承担国家和省部级课题两项，著有专著 1 部，参与编写标准 2 项，标准 2 项。	刘文懋博士
格物实验室	**专注于工业互联网、物联网和车联网三大业务场景的安全研究**。实验室以“格物致知”的问学态度，致力于以智能设备为中心的漏洞挖掘和安全分析，提供基于业务场景的安全解决方案。	李东宏
天机实验室	**专注于漏洞挖掘与利用技术研究**。研究方向主要包括漏洞挖掘技术研究、漏洞分析技术研究、漏洞利用技术研究、安全防御机制及对抗技术研究等。	张云海

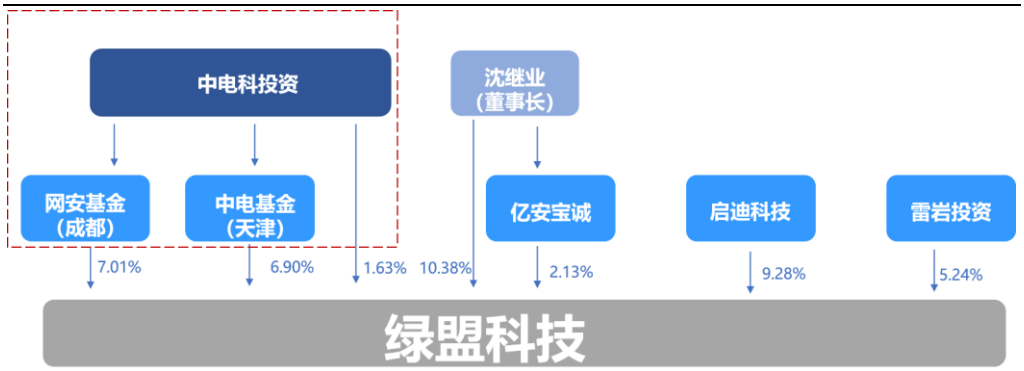
研究领域		主要负责人
伏影实验室	**专注于安全威胁与监测技术研究**。研究目标包括僵尸网络威胁，DDoS 对抗，WEB 对抗，流行服务系统脆弱利用威胁、身份认证威胁，数字资产威胁，黑色产业威胁及新兴威胁。	吴铁军
天枢实验室	**聚焦安全数据、AI 攻防等方面研究**，以期在“数据智能”领域获得突破。	范敦球

资料来源：公司官网、开源证券研究所

2、 中电科入股，政府领域有望迎来突破

股权结构理顺，中电科成为第一大股东。公司在 2014 年创业板上市时，持股 5%以上的股东 Investor AB、联想投资、沈继业承诺 36 个月内不会转让所持有的公司公开发行股票前已发行的股份，在 2017 年限售期届满之后，外资股东开始寻求退出。2018-2019 年，第一大股东 Investor AB 和第二大股东联想投资分别将其持有的股份转让给电科投资、中电产业基金、网安基金和启迪科服，中电科投资控股有限公司及其一致行动人成为公司第一大股东。

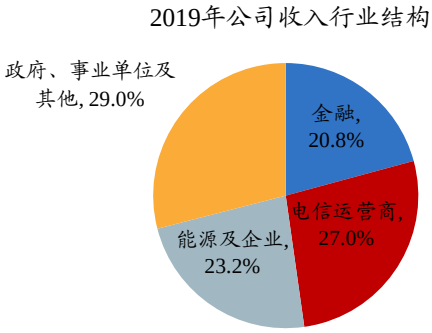
图7：中电科投资控股有限公司及其一致行动人成为公司第一大股东



资料来源：公司公告、开源证券研究所

与中电科资源协同，有望在政府领域取得较大突破。公司主要优势行业是金融和运营商，一直以来在狭义政府领域收入占比不高。中国电科是中央直接管理的国有中央企业，是国内唯一覆盖电子信息全领域的大型科技集团。中电科旗下的中国网安公司是目前国内专业从事网络安全业务经营规模最大、专业面最广、从业人数最多的企业，服务对象遍及党政、军队以及金融、能源、交通、电子信息等关乎国计民生的重要行业。中电科入股后，公司有望与其形成良好的资源协同，消除进军政府领域的资质障碍，政府收入占比有望进一步提升。

图8：公司主要优势行业是金融和运营商

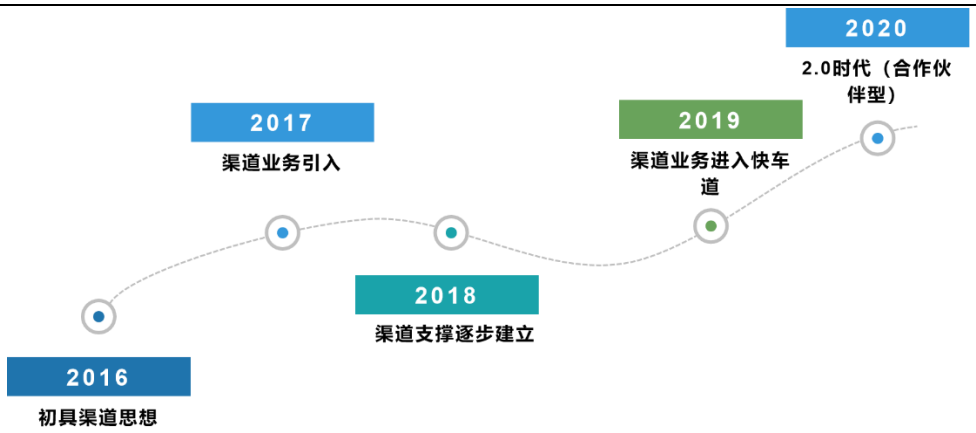


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 渠道体系重构，放大器效应有望逐渐显现

公司渠道战略步入高速发展的 2.0 阶段。早在 2011 年，绿盟科技就发布了渠道战略计划，但前期执行效果不佳。2016-2018 年公司渠道战略进入 1.0 阶段，逐步建立渠道支撑体系；从 2019 年开始，公司渠道业务步入高速发展的 2.0 阶段。根据公司在 2020 绿盟科技合作伙伴峰会发布的目标，要力争在 2020 年实现：1）渠道订单占比 60%；2）渠道数量增长 100%；3）渠道业务量增长 200%。

图9：公司渠道战略步入高速发展的 2.0 阶段



资料来源：2020 绿盟科技合作伙伴峰会、开源证券研究所

引入华为高管，全面梳理渠道体系。2019 年公司引入原华为企业 BG 中国区副总裁胡忠华先生等优秀人才，负责渠道业务梳理。

表2：引入华为高管，全面梳理渠道体系

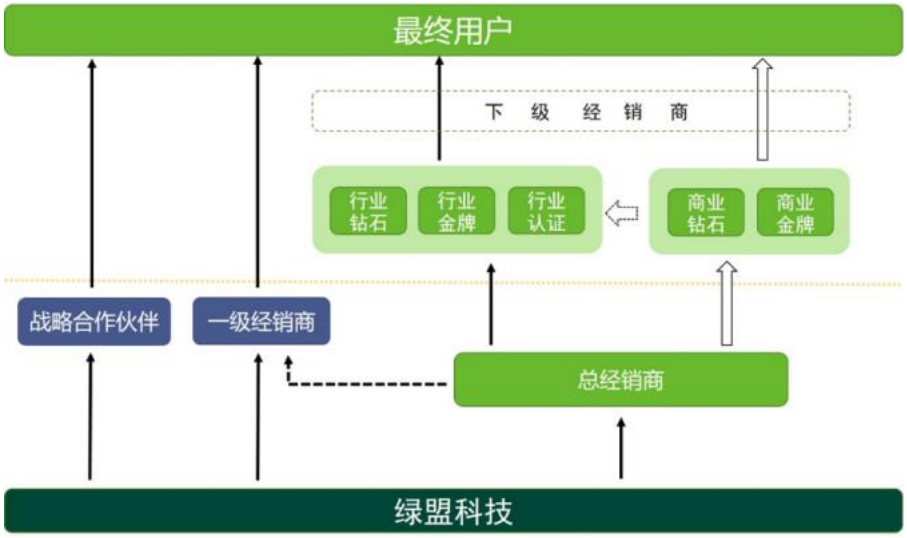
高管名称	简介
胡忠华	曾任华为技术有限公司企业 BG 中国区副总裁、管理团队成员，华为“蓝血十杰”获得者；哈尔滨安天科技股份有限公司总裁。2019 年加入绿盟科技集团股份有限公司，现任公司董事、总裁

资料来源：公司公告、开源证券研究所

建立两级渠道体系，保障渠道利益最大化。绿盟科技渠道合作伙伴分为一级渠道和二级渠道。一级渠道包括总经销商、战略合作伙伴、一级经销商；二级渠道包括

行业钻石经销商、行业金牌经销商、行业认证经销商、商业钻石经销商、商业金牌经销商。根据公司在 2020 绿盟科技合作伙伴峰会披露，公司投入丰厚的资金用于渠道激励，2020 年公司用于激励的资金将达到 1 亿+，涉及品牌基金投入超 2000 万，2020H1 激励已下发超 3000 万。

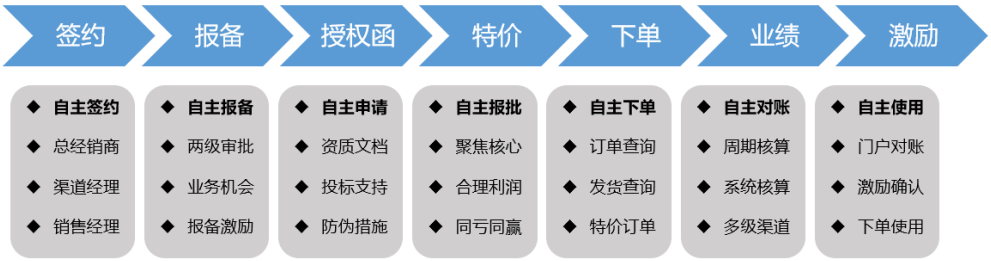
图10：公司建立两级渠道体系



资料来源：公司官网

构建完善专业的 NSP 渠道服务体系，保证流程简单、高效、透明。公司通过开放渠道商务系统，渠道自主签约、项目报备、授权函申请、特价单申请、自主下单、自主核算业绩激励、返点等全流程可视化，让合作变得更加简单、高效、透明。

图11：公司构建完善专业的 NSP 渠道服务体系



资料来源：2020 绿盟科技合作伙伴峰会、开源证券研究所

在渠道战略的落地上，绿盟科技推出了星空计划和丰收计划。星空计划主要是跟业界著名的 ICT 厂商以及友商，挖掘行业和客户中深层次的安全需求和安全机会，形成行业级的安全解决方案，通过这种方案落地，从 0—1 打造样板点，进而形成从 1—N 复制到整个行业，照亮整个行业。丰收计划是通过春风政策、阳光激励、雨露赋能、沃土营销等一系列的动作和计划，覆盖多种类型的合作伙伴，共享业务商机、激励合作伙伴、赋能渠道建设、打造营销方案，与广大合作伙伴们一起共同业务丰收。

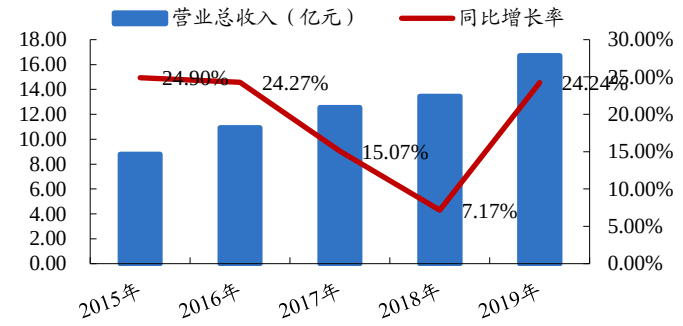
此外，公司启动“绿盟渠道黄埔培训”项目，为合作伙伴赋能。“绿盟渠道黄埔培训”一期主要针对售前和销售人员，已完成约 2000 位合作伙伴的学员培训。2020 年，绿盟科技黄埔培训加入了售后等培训内容，针对巡检、安装、驻场等服务也纳入

了赋能计划，2020 年预计将会培训 5000-6000 位学员，通过技术牵引和指导，吸引合作伙伴加入。

4、 有望迎收入增速提升和净利率提升的戴维斯双击

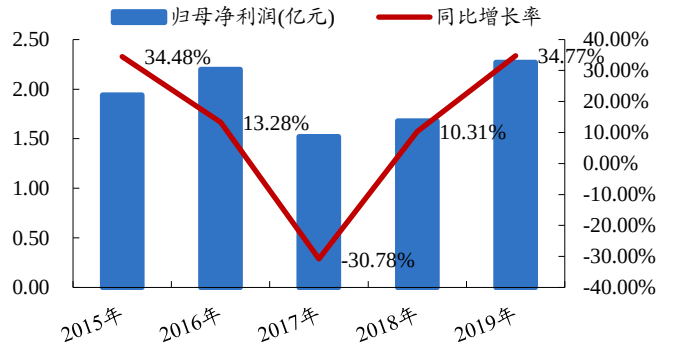
公司收入增长有望逐渐提速。2015-2016 年以后，公司收入增速下滑，甚至低于行业平均增速。主要原因：1）2015 年前后，受互联网公司安全业务扩张影响，公司有部分人员流失；2）2017-2018 年公司经历了主要股东置换及一些内部调整。目前公司人员基本稳定，股东置换完成，同时渠道政策的贯彻执行将帮助公司扩大客户覆盖面，公司有望步入加速增长阶段。

图12：2019 年以来公司收入增速逐渐回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

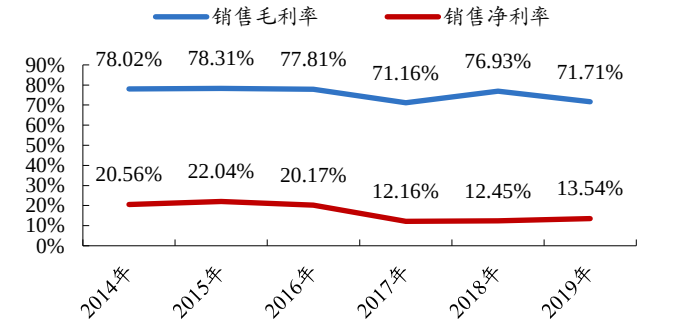
图13：2019 年以来公司利润增速逐渐回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

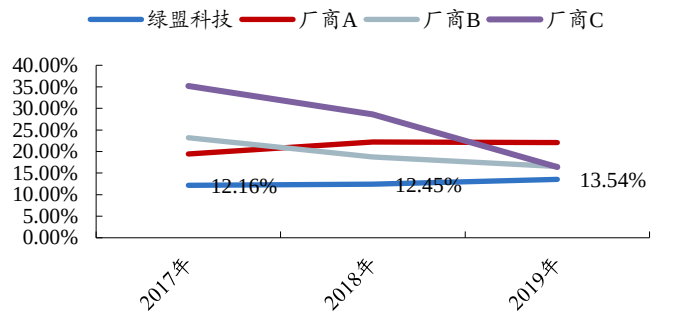
渠道体系的重构也将推动公司销售净利率水平的回归。从 2016 年开始，公司销售净利率水平显著下滑，我们判断原因在于一是公司销售体系效率较低，销售费用率提升；二是海外市场亏损较大，根据公司年报披露，2017 年海外业务亏损约 6,726 万，2018 年亏损约 4396 万，2019 年亏损约 3758 万。我们认为随着渠道体系的完善，海外业务逻辑逐渐理顺，公司销售净利率水平有望回归。

图14：公司销售净利率水平低于历史水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

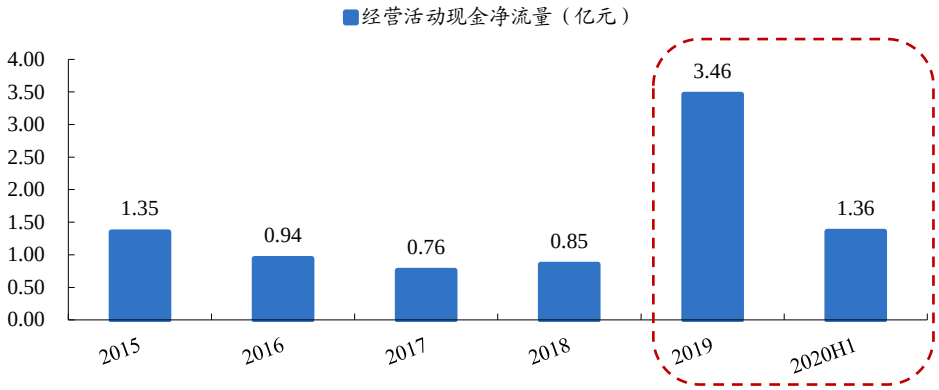
图15：公司净利率低于同行业水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年以来经营活动净现金流的显著改善充分彰显渠道政策的效果。渠道政策“首付+账期”的模式显著地改善了公司现金流水平，2019 年及 2020H1 公司经营活动现金流分别为 3.46 亿元和 1.36 亿元，分别同比增长 305%和 244%。

图16：2019 年开始公司现金流显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

5.1、核心假设

收入端：

1）在网络安全法、等保 2.0 等政策推动下，网络安全行业未来 3-5 年有望保持高景气；

2）公司已经迈入渠道战略 2.0 时代，渠道的放大器效应有望推动公司收入加速增长；

3）股权结构改善，资质壁垒消除，政府业务有望加速发展；

4）安全运营、云安全、工控安全、零信任等创新业务有望高速增长。

费用端：

1）公司将继续加大云安全、物联网安全、漏洞挖掘、威胁监测及数据情报等领域的投入，研发投入预计将持续增加。

2）公司加强渠道建设，预计营销效率有望提升，销售费用率预计将逐渐下降。

5.2、盈利预测与投资建议

股权优化、渠道体系重构，公司有望步入收入增速提升与净利率提升的新阶段。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 3.05、4.30、5.82 亿元，EPS 为 0.38、0.54、0.73 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 56、40、30 倍，公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表3：公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平（截止 2020.10.13 收盘）

证券代码	公司简称	当前市值	归母净利润			PE			PS		
		（亿元）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300454.SZ	深信服	958	9.03	11.77	14.83	106	81	65	16	12	9
688023.SH	安恒信息	233	1.32	1.83	2.44	177	128	96	18	13	10
688561.SH	奇安信	728	-3.28	0.06	4.85	-234	11952	158	16	12	9
002439.SZ	启明星辰	353	8.54	11.09	14.02	41	32	25	9	7	6
	行业平均					**108**	**80**	**62**	**15**	**11**	**9**
300369.SZ	**绿盟科技**	**172**	**3.05**	**4.30**	**5.82**	**56**	**40**	**30**	**8**	**6**	**4**

数据来源：Wind、开源证券研究所 （注：行业平均 PE 为剔除奇安信后计算结果）

6、风险提示

1）核心人员流失风险。公司如果出现技术外泄或者核心技术人员流失情况，会在一定程度上影响公司产品的研发，公司为此需要付出相应的人力、物力和时间去招聘或培养新的技术研发人员，有可能将对公司的业务发展造成一定影响。

2）海外市场拓展风险。海外市场的开拓也会受到当地经营环境、政策、法规和外汇汇率波动等诸多因素的影响，若海外市场拓展不达预期，将对公司经营业绩产生不利影响。

3）疫情影响公司业务风险。受新冠疫情影响，公司客户延期复工复产，对公司业务开展产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2855	2974	4008	4653	5801
现金	1230	1212	1663	1984	2562
应收票据及应收账款	1089	1149	1551	1837	2315
其他应收款	49	68	76	88	161
预付账款	20	21	32	38	53
存货	40	53	76	95	122
其他流动资产	428	472	610	611	587
非流动资产	977	1108	1015	1051	1073
长期投资	0	30	45	63	82
固定资产	119	105	121	139	151
无形资产	221	247	231	204	174
其他非流动资产	636	726	617	645	666
资产总计	3832	4082	5023	5704	6874
流动负债	702	662	1354	1653	2288
短期借款	238	135	135	137	374
应付票据及应付账款	113	181	219	313	375
其他流动负债	350	347	1000	1203	1540
非流动负债	22	38	31	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	38	31	32	32
负债合计	724	700	1384	1684	2321
少数股东权益	-1	-1	-1	-2	-2
股本	800	798	798	798	798
资本公积	1381	1381	1381	1381	1381
留存收益	1045	1246	1473	1797	2238
归属母公司股东权益	3109	3383	3640	4022	4556
负债和股东权益	3832	4082	5023	5704	6874

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	85	346	509	502	533
净利润	167	226	304	429	582
折旧摊销	88	106	88	104	128
财务费用	5	-10	-4	-7	-3
投资损失	-41	-44	-53	-64	-76
营运资金变动	-160	17	108	-27	-171
其他经营现金流	27	52	66	66	74
投资活动现金流	-510	-206	30	-143	-188
资本支出	116	175	2	0	-6
长期投资	-16	-16	-15	-18	-19
其他投资现金流	-409	-47	17	-161	-213
筹资活动现金流	-87	-82	-47	-40	-45
短期借款	11	-104	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-4	-2	0	0	0
资本公积增加	-19	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-75	24	-47	-40	-45
现金净增加额	-508	62	451	318	341

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1345	1671	2160	2879	3737
营业成本	310	473	601	798	1031
营业税金及附加	16	17	22	30	38
营业费用	508	596	723	950	1215
管理费用	143	120	177	225	280
研发费用	271	311	400	524	680
财务费用	5	-10	-4	-7	-3
资产减值损失	27	-9	-11	-13	-16
其他收益	80	91	100	110	132
公允价值变动收益	0	-6	-61	-67	-74
投资净收益	41	44	53	64	76
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	186	239	322	454	615
营业外收入	1	1	2	2	3
营业外支出	1	4	6	8	11
利润总额	186	236	318	448	607
所得税	19	10	13	19	25
净利润	167	226	304	429	582
少数股东损益	-1	-0	-0	-0	-1
归母净利润	168	227	305	430	582
EBITDA	252	313	371	506	682
EPS(元)	0.21	0.28	0.38	0.54	0.73

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.2	24.2	29.2	33.3	29.8
营业利润(%)	2.4	28.6	34.9	40.8	35.5
归属于母公司净利润(%)	10.3	34.8	34.5	41.0	35.5
获利能力					
毛利率(%)	76.9	71.7	72.2	72.3	72.4
净利率(%)	12.5	13.6	14.1	14.9	15.6
ROE(%)	5.4	6.7	8.4	10.7	12.8
ROIC(%)	4.4	5.6	7.1	9.2	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	18.9	17.1	27.6	29.5	33.8
净负债比率(%)	-31.3	-31.1	-41.4	-45.4	-47.5
流动比率	4.1	4.5	3.0	2.8	2.5
速动比率	3.4	4.4	2.8	2.6	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8
应付账款周转率	2.3	3.2	3.0	3.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.28	0.38	0.54	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.43	0.64	0.63	0.67
每股净资产(最新摊薄)	3.90	4.24	4.56	5.04	5.71
估值比率					
P/E	102.2	75.8	56.4	40.0	29.5
P/B	5.5	5.1	4.7	4.3	3.8
EV/EBITDA	64.3	50.0	41.0	29.4	21.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn