

# 格尔软件 (603232)

证券研究报告

2019年09月21日

## 被低估的“小而美”标的

**简介：PKI 是最高等级的安全认证方式，而公司是行业领军者之一**

网络安全包括认证和加密两个环节，PKI 是最高等级的安全认证方式，主要应用于军工、公安、政府等内网领域。公司深耕行业超过二十年，较早参与了行业标准制定，占据头部客户，是行业领军者之一。但过去，公司报表成长性不高，这与 PKI 行业应用场景有限有关，但是事情正在起变化。

**空间：国密替代、客户下沉、物联网三驾马车驱动，行业空间有望打开**

第一，传统主业层面，国密替代和客户下沉驱动，传统 PKI 行业增长中枢有望从 10%+ 提升至 20%+。过往，PKI 多基于 RSA 国际算法，同时仅应用于部委、省级单位。等保 2.0、密码法等政策法规相继落地，传统 PKI 远期市场空间接近百亿。

第二，新兴业务层面，应用拓宽，尤其是物联网安全有望打开行业长期成长空间。5G 推动，物联网包括安防、车联网、工业互联网有望全面铺开。终端的安全认证，成为关键。根据我们测算，安防、车联网对应市场空间超过 10 亿元，公司作为行业领军者之一有望显著受益。

**壁垒：深耕行业二十年，先发优势下，行业头部客户黏性极强**

公司早在 2000 年初即深度参与行业，包括相关法规的建立，并且占据了头部客户总部。公司客户黏性强，原因在于 PKI 是底层安全认证设施，若替换涉及到上层防火墙等应用更换。同时，头部客户注重安全性、稳定性，也极少更换。而后续进行国密替换和场景下沉，若头部客户总部或省级部门使用公司产品，子公司或市县单位也有望优先使用公司产品。

**增长与估值：预计公司有望进入高速增长通道，首次覆盖给予增持评级**

公司预收账款与现金流，显示经营情况极佳。考虑行业发展与公司行业地位，我们预计公司 2019-2021 年将实现归母净利润 0.77、1.00、1.46 亿元。考虑行业空间和行业壁垒，参考 PE 估值法，给予公司 2020 年 52X P/E，对应目标市值 52 亿元，首次覆盖给予增持评级。

**风险提示：国密替代进程低于预期、物联网安全发展低于预期、市场竞争加剧**

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	271.65	308.59	376.47	500.71	680.97
增长率(%)	17.06	13.60	22.00	33.00	36.00
EBITDA(百万元)	118.36	137.95	90.40	118.35	170.87
净利润(百万元)	70.25	71.80	77.40	99.78	145.51
增长率(%)	24.60	2.21	7.80	28.92	45.82
EPS(元/股)	0.58	0.59	0.64	0.82	1.20
市盈率(P/E)	56.54	55.31	51.31	39.80	27.29
市净率(P/B)	6.91	6.39	5.54	5.05	4.46
市销率(P/S)	14.62	12.87	10.55	7.93	5.83
EV/EBITDA	24.41	13.60	40.89	33.16	22.40

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	32.4 元
目标价格	43 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	121.27
流通 A 股股本(百万股)	72.66
A 股总市值(百万元)	3,929.08
流通 A 股市值(百万元)	2,354.23
每股净资产(元)	4.99
资产负债率(%)	14.39
一年内最高/最低(元)	55.50/19.90

### 作者

**沈海兵** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030001  
shenhaibing@tfzq.com

**缪欣君** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080003  
miaoxinjun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1.	公司简介：深耕 PKI 行业二十年，定义最高等级安全防护	3
2.	行业增长：受益于国产替代推动，未来增长中枢从 15%提升至 20%+	4
3.	长期空间：若物联网 PKI 市场启动，增长中枢有望提升至 50%	6
4.	公司竞争力：行业理解与品牌溢价，公司领军者地位有望保持	8
5.	增长与估值：看好增长中枢提升，公司营收未来五年有望实现超 30%复合增速	10
6.	风险提示	11
	财务预测摘要	12

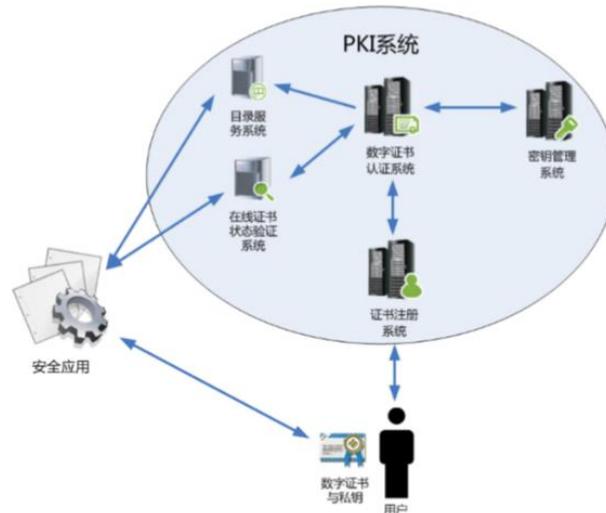
## 图表目录

图 1：	公司形成完备的以 PKI 为核心的信息安全产品和服务体系	3
图 2：	公司深耕 PKI 行业，PKI 系列产品营收占比达 71%	3
图 3：	PKI 技术应用场景广泛	3
图 4：	全球联网设备高速增长，“万物互联”成为未来方向	6
图 5：	安全事件频发，物联网安全支出将不断增长	6
图 6：	PKI 可通过加强身份认证，保障传输安全	6
图 7：	视频监控系统通过对前端摄像机和后端通用平台进行安全加固来实现	7
图 8：	基于 PKI 的非对称加密技术具体应用涵盖车载设备、网络运营与通信等多个方面	8
图 9：	公司处于 PKI 行业领导者地位，具有较强发展能力	8
图 10：	2018 年身份和数字信任软件市场份额，格尔软件占 11.3%	9
图 11：	行业理解力有助于抢占头部客户，促进持续发展	9
图 12：	PKI 行业具有品牌溢价的基础，维持品牌溢价力有利于提高企业整体营收水平	10
图 13：	一季度预收账款同比增长 564%，今年营收有望进入增长拐点	11
表 1：	SM2 在同等加密强度下采用更短的密钥长度，连接速度更快	4
表 2：	多省市积极展开国产密码升级改造工作	4
表 3：	PKI 行业客户以国家机关和军工为主体，主要受政策驱动	5
表 4：	PKI 有望于在政府及军工领域持续渗透，PKI 市场空间近百亿元	5
表 5：	车载终端设备有望为 PKI 应用带来约 14 亿元市场空间	8
表 6：	公司参与多项行业相关标准制定，具备深刻的行业理解力	10
表 7：	选定 5 家网络安全服务厂商作为可比公司，推算格尔软件 2020 年 P/E 值为 52X	11

## 1. 公司简介：深耕 PKI 行业二十年，定义最高等级安全防护

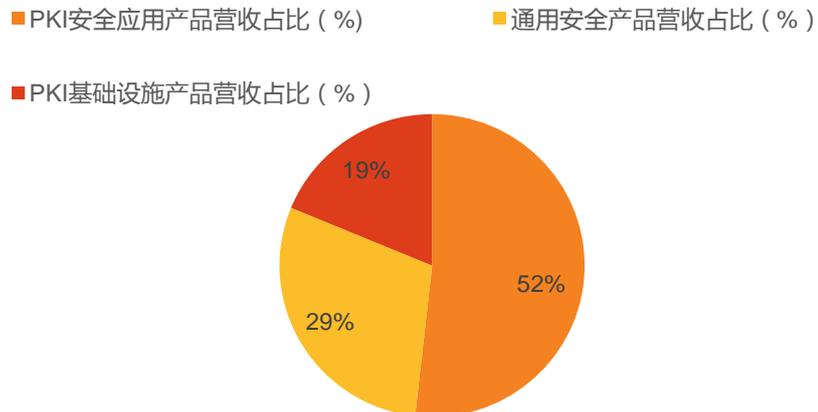
公司是中国 PKI 先驱者，PKI 系列产品占比达 71%。公司自 1998 年成立以来，一直专注 PKI 领域。公司研究开发的 PKI 系统主要由数字证书认证系统（CA）、证书注册系统（RA）、密钥管理系统（KM）、目录服务系统（LDAP）及在线证书状态验证系统（OCSP）等核心部分组成。目前，公司的主要产品为 PKI 安全应用产品、PKI 基础设施产品和通用安全产品。

图 1：公司形成完备的以 PKI 为核心的信息安全产品和服务体系



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司深耕 PKI 行业，PKI 系列产品营收占比达 71%



资料来源：Wind、天风证券研究所

**PKI 技术被公认为保护网络安全系数最高的技术。** PKI 目前已经成为国际公认的能够全面解决信息安全问题、普遍适用的信息安全基础设施。简单来看，PKI 体系通过 CA 证书实现身份鉴别，数字签名实现通信安全。PKI 的核心技术围绕着本地证书的申请、颁发、存储、下载、安装、验证、更新和撤销的整个生命周期进行展开。

图 3：PKI 技术应用场景广泛



**用户认证**  
给授权用户一个简单的登录网络的安全方式基于云的桌面应用程序，笔记本电脑或移动设备。



**网站的SSL证书与服务**  
启用安全功能服务器级别-包括权限管理，电子签名，数字收据和加密适用于各种各样的企业中的应用。



**电子邮件安全**  
简化的安全通信实施综合，基于标准的电子邮件加密能力。



**基于云的应用程序及服务（公有云）**  
建立和管理基于证书的安全通过我们的托管PKI提供。特征包括智能监控，鲁棒性数据备份与灾难恢复。



**移动认证**  
消除行政障碍对流动工人来说提高安全性-启用强大的莫比尔新概念新桌面。



**设备认证**  
简化阴影并拥抱它优势-管理身份在您的所有用户和设备上单一平台的企业。



**专用网与VPN安全**  
建立可信网络数字发布环境证书到VPN网关，远程访问客户端和路由器。

资料来源：瑞成信息、天风证券研究所

## 2. 行业增长：受益于国产替代推动，未来增长中枢从 15%提升至 20%+

密码法持续推进落地，推动密码国产替代加速进行。据新华社消息，密码法草案的议案已于2019年6月25日至29日在十三届全国人大常委会第十一次会议进行审议。国产密码的发展有望加快国产替代节奏，从而促进PKI行业存量替换。与RSA算法相比，国密SM2拥有更高的安全性能和更快加密速度。传统的PKI设施及安全产品都是基于RSA算法，无法兼容国产密码算法，随着国产密升级改造工作的进行，以密码算法为核心的PKI行业有望得到加速发展。

表 1：SM2 在同等加密强度下采用更短的密钥长度，连接速度更快

	RSA 算法	SM2 算法
计算结构	基于特殊的可逆模幂运算	基于椭圆曲线
计算复杂度	亚指数级	完全指数级
相同的安全性能下所需公钥位数	较多	较少
密钥生成速度	慢	较 RSA 算法快百倍以上
解密加密速度	一般	较快
安全性难度	基于分解大整数的难度	基于离散对数问题 ECDLP 数学难题

资料来源：深圳 CA 官网、天风证券研究所

表 2：多省市积极展开国产密码升级改造工作

时间	项目
2019.07	亳州市财政局国产密码算法升级和网络安全项目
2019.05	北京经济技术开发区财政局身份认证与授权管理系统国产密码算法升级项目
2019.05	亳州市财政局国产密码算法升级和网络安全项目
2019.04	陕西省财政厅财政专网省级身份认证与授权管理系统国产密码算法升级
2018.12	临沂市人力资源和社会保障局电子认证国产密码算法升级项目
2018.12	贵州省财政身份认证与授权管理系统国产密码算法升级项目
2018.08	河南省财政厅一体化升级 CA 国产密码算法升级项目
2018.11	重庆市财政身份认证与授权管理系统国产密码算法升级与区县国库支付建设项目

资料来源：中国政府采购网、天风证券研究所

**政策驱动，基于国产密码的 PKI 渗透率有望进一步提升。**PKI 行业客户以国家机关和军工为主体，受政策驱动影响较大。政务领域，省级机关升级工作已经初步完成，政务 PKI 建设有望从省级向市县级机关进一步渗透。军工、公安领域，PKI 系统升级改造有望从军工集团向下属企事业单位，从省级公安向市、县级公安持续渗透。受益于政府端 SM2 加速替代 RSA 和军工公安端 IT 建设深化，公司 PKI 行业空间近百亿元，假设目前已有渗透率为 30%，PKI 未来消化期为 5 年，乐观来看，每年市场约 13.6 亿元。作为 PKI 行业领先者，基于公司 2018 年 3.09 亿元营收，我们认为公司增长中枢有望提升至 20%以上。

表 3：PKI 行业客户以国家机关和军工为主体，主要受政策驱动

所属行业	客户名称
国家部委	国家发改委、国家安全部、全国人大、最高人民法院、公安部、外交部、民政部、国土资源部、国家统计局、国家药监局、国家密码管理局、国家审计署、国家信息中心、国家气象局、全国总工会、国务院法制办、国家外汇管理局、国家知识产权局等
地方政府部门	上海经信委、天津经信委、福建经信委、浙江工信厅、上海市委机要局、云南省委机要局、江苏省委机要局、新疆党委机要局、湖两省委机要局、福建省委机要局、河北省委机要局、陕西司法厅、安徽司法厅、安徽财政厅以及全国多地政府信息中心等
公安	各省市自治区公安厅局、公安部第一研究所、公安部第三研究所等
军工	中国航空工业集团公司、中国航天科技集团公司、中船重工集团公司、中国工程物理研究院、中核工业集团公司等
金融机构	中国人民银行、中国银联、中国银行、中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、交通银行、招商银行、广发银行、平安银行、反洗钱监测中心、印钞造币总公司、上海银行、上海农商银行、山东省城市商业银行合作联盟、山东省农村信用联合社、浙江省农村信用社联合社等
CA 公司	新疆 CA 公司、浙江 CA 公司、安徽 CA 公司、湖南 CA 公司、河北 CA 公司、天津政务 CA 公司、福建 CA 公司、云南 CA 公司等
大中型企事业单位	中海运集团、歌华集团、广东电信、福建联通、华微电子、湖北电力、福建电力、深圳超算中心、新疆众和等

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

表 4：PKI 有望于在政府及军工领域持续渗透，PKI 市场空间近百亿元

		用户数量	客单价 (万元)	空间测算 (亿元)	备注
政府	市级	333*5=1665	50	8.33	参照临沂市财政局身份认证与授权管理系统升级改造项目
	县级	2851*5=14255	25	35.64	县级以上人民政府应当将密码工作纳入本级国民经济和社会发展规划，所需经费列入本级预算。假设客单价为市级的 1/2
	总计	假设率先于政府办公厅、法院、税务局、审计局、财政局等关键部门率先展开		43.96	参考 PKI 项目招标单位
军工集团	集团	12			
	平均旗下企事业单位	350			平均旗下企事业单位取中国航天科工与中国核工业集团的平均值
	企事业单位总数	4200	80	33.60	客单价取市级公安与市级政府的单价

				平均值
公安	市级	333	110	3.66 驻马店市公安局 PKI/PMI 系统升级改造 项目
	县级	2851	55	15.68 假设客单价为市级的 1/2
	总计			19.34
合计				96.91

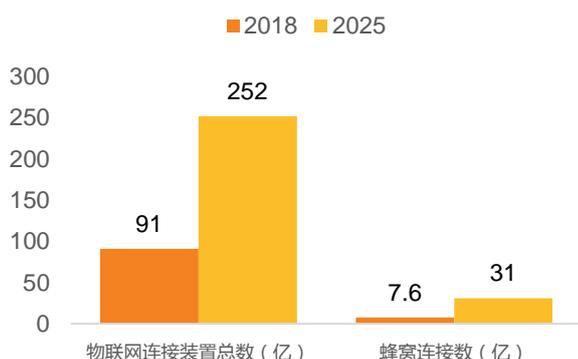
假设目前已有渗透率为 30%，PKI 服务期限为 5 年，乐观来看，每年市场约 13.6 亿元

资料来源：公司招股说明书、国家国防科技工业局、国资委、国家密码局、中国政府网等、天风证券研究所

### 3. 长期空间：若物联网 PKI 市场启动，增长中枢有望提升至 50%

“万物互联”成为未来方向，PKI 守护物联网安全。5G 和云计算等技术的发展推动“万物互联”成为现实。但物联网安全事件频发，为了防范安全威胁，Gartner 预测全球物联网安全支出将不断增加。作为被公认的保护网络安全系数最高的技术，PKI 有望在物联网市场中分一杯羹。

图 4：全球联网设备高速增长，“万物互联”成为未来方向



资料来源：GSMA、天风证券研究所

图 5：安全事件频发，物联网安全支出将不断增长

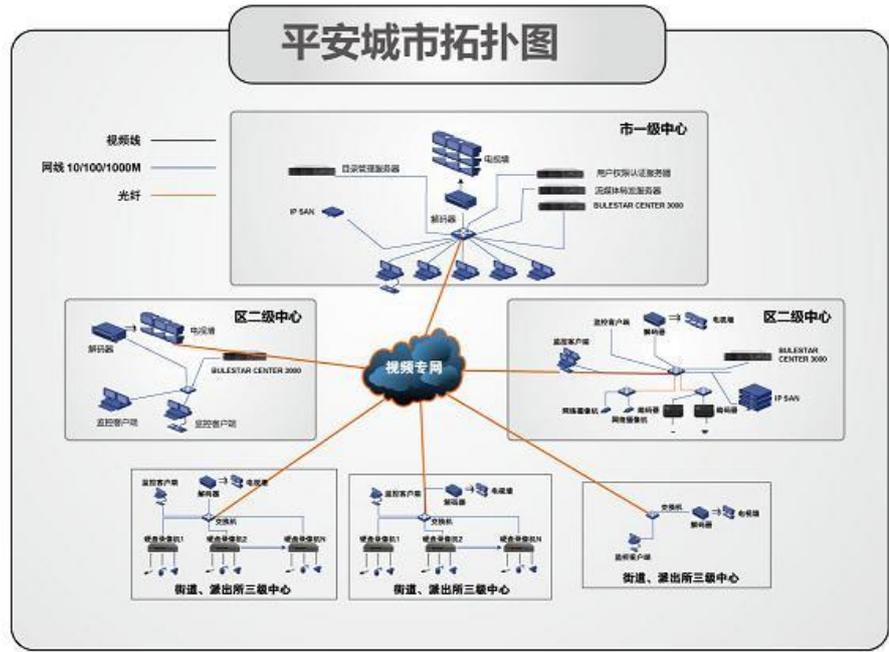


资料来源：Gartner、天风证券研究所

在安防领域，PKI 加密带来 10 亿元市场。

- 1) 后端认证系统建设有望带来超 10 亿元市场。据国家统计局数据，截至 2018 年，我国有 333 个地级行政区划单位，假设“平安城市”完成地级行政区划的全覆盖，平均每个地级行政区 PKI 建设平台费为 200 万，我们预计平安城市将带来超 6 亿元市场空间。

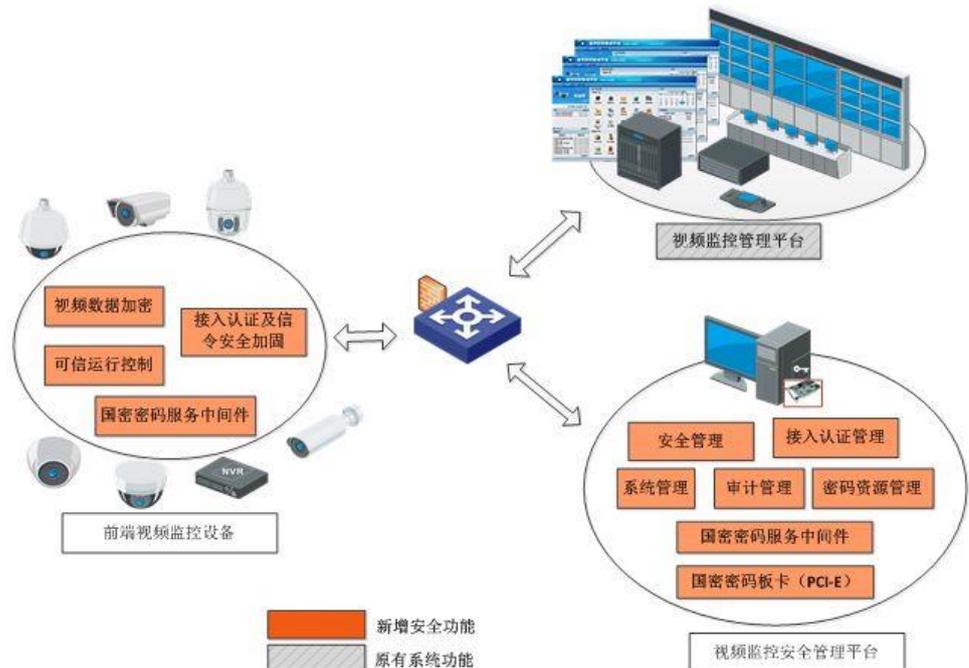
图 6：PKI 可通过加强身份认证，保障传输安全



资料来源：国际电子商情、天风证券研究所

2) 按前端加密模块，有望带来 4 亿元市场空间。根据央视消息，截至 2017 年 9 月，“天网”视频镜头超过 2000 万个。国家安全部在 GB35114 号文件中规定了公共安全领域视频监控联网视频信息以及控制信令信息安全保护的技术要求。仅从前端芯片来看，假设每个摄像头装载一个安全芯片，每个安全芯片 20 元，我们预计“天网”工程有望带来 4 亿元市场空间。

图 7：视频监控系统通过对前端摄像机和后端通用平台进行安全加固来实现



资料来源：信息安全与通信保密杂志社、天风证券研究所

在汽车行业，车联网将推动 PKI 应用，每年市场达 14 亿。基于 PKI 的非对称加密技术具体应用涵盖车载设备、网络运营与通信等多方面，其中，PKI 已经在车载信息系统等应用中得到验证。因为车载终端对访问和使用的认证需求尤为突出，我们认为 PKI 有望在车载终端设备安全上率先大规模投入使用。从芯片角度，车载终端设备有望带来约 14 亿市场空间。

图 8：基于 PKI 的非对称加密技术具体应用涵盖车载设备、网络运营与通信等多个方面



资料来源：FreeBuf 互联网安全新媒体平台、天风证券研究所

表 5：车载终端设备有望为 PKI 应用带来约 14 亿元市场空间

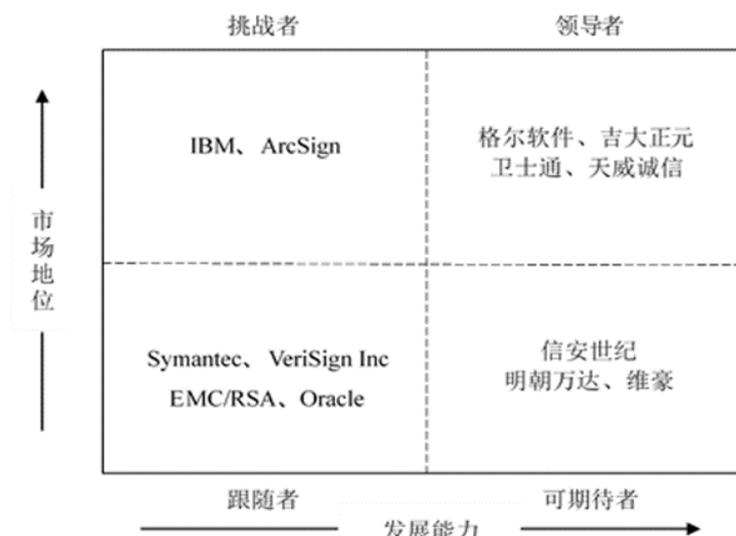
测算项目	测算值	测算依据
2020 年新车销售量 (万)	2300	根据乘联会数据, 2018 年狭义乘用车销量 2321.2 万台, 假设 2020 年与其持平
2020 年智能网联车渗透率 (%)	60%	根据工信部《车联网 (智能网联汽车) 产业发展行动计划》目标
单车联网终端数量 (片)	5	车载终端设备主要由车载视频服务器、LCD 触摸屏、外接摄像机、通话手柄、汽车防盗器等各种外接设备组成, 假设平均一辆智能车需要 5 个安全芯片
安全芯片单价 (元)	20	
PKI 安全芯片市场 (亿元)	13.8	

资料来源：乘联会、工信部、天风证券研究所

#### 4. 公司竞争力：行业理解与品牌溢价，公司领军者地位有望保持

PKI 行业未来竞争看“行业理解力”及“品牌溢价力”，而公司行业领军者地位有望保持。根据 IDC2019 年报告，2018 年身份和数字信任软件市场份额分别是：吉大正元 16.3%，亚信安全 15.0%，上海格尔软件 11.3%，其他 57.4%，公司位列行业三大领军者之一。从客户角度，基于 PKI 的信息安全类产品主要面向政府部门、军工、金融机构及其他大型企事业单位，对其而言，供应品牌至关重要，新进入者难以快速进入市场。从供应商角度，资质认证要求较高且周期较长，故公司当前 PKI 行业领军者的地位有望保持。而 PKI 行业的核心竞争力主要为“行业理解力”及“品牌溢价力”。

图 9：公司处于 PKI 行业领导者地位，具有较强发展能力



资料来源：赛迪顾问、天风证券研究所

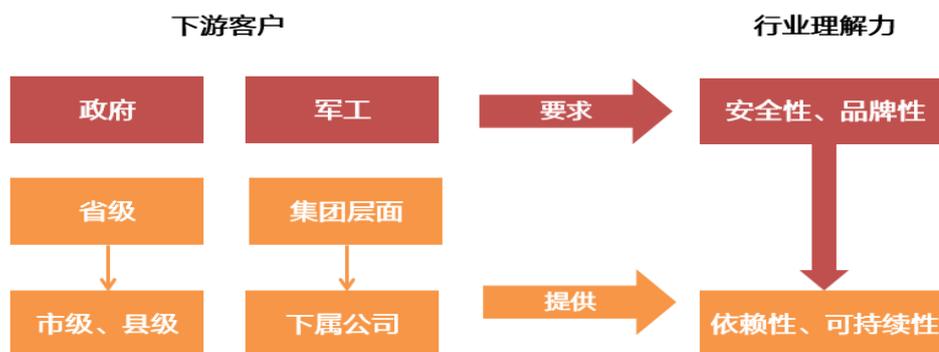
图 10：2018 年身份和数字信任软件市场份额，格尔软件占 11.3%

### 2018年身份和数字信任软件市场份额



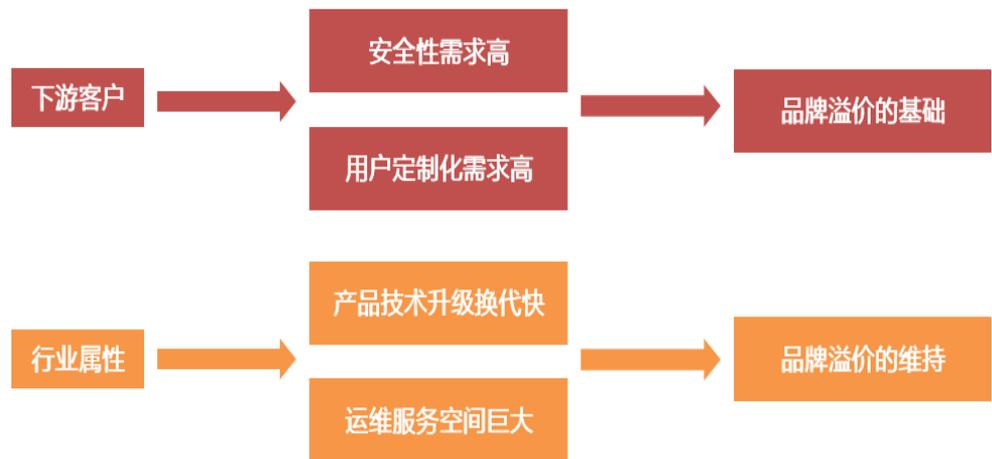
资料来源：IDC、天风证券研究所

图 11：行业理解力有助于抢占头部客户，促进持续发展



资料来源：格尔软件招股说明书、天风证券研究所

图 12: PKI 行业具有品牌溢价的基础, 维持品牌溢价力有利于提高企业整体营收水平



资料来源: 格尔软件招股说明书、天风证券研究所

在行业理解力方面, 公司专注 PKI 细分市场, 拥有大型优质客户。公司不仅曾参与多项行业标准制定, 而且唯二两家被选入多款国家电子政务外网相关产品型号参考范围的公司之一, 在业界拥有良好口碑。另外, 根据公司公告, 公司前十大客户多为政府机关、事业单位及国有企业, 且 2014-2018 年, 其前十大客户保持相对稳定, 公司与主要客户之间建立了长期、稳定的业务合作关系。

表 6: 公司参与多项行业相关标准制定, 具备深刻的行业理解力

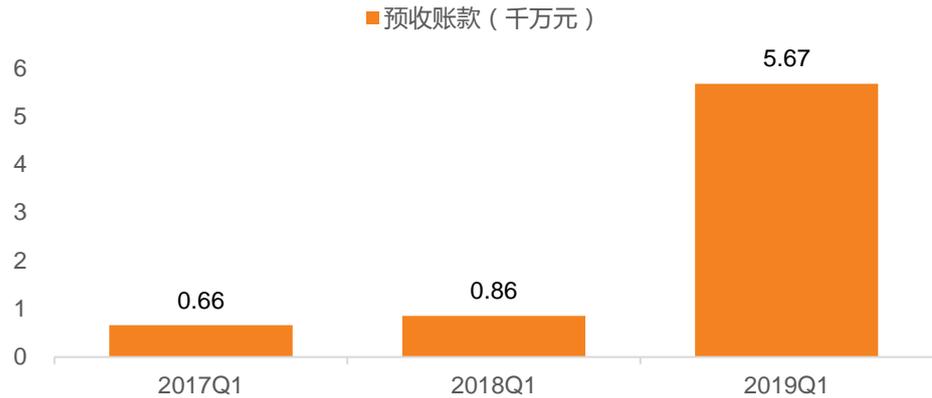
	格尔软件	吉大正元	天威诚信	亚信安全
起草的国家标准计划 (个)	13	5	2	2
起草的国家标准 (个)	13	6	7	2
起草的行业标准 (个)	11	2		

资料来源: 全国标准信息公共服务平台、天风证券研究所

## 5. 增长与估值: 看好增长中枢提升, 公司营收未来五年有望实现超 30%复合增速

PKI 行业增长中枢有望得以提升, 一季度预收账款预示营收将于进入增长拐点。未来五年, 安防领域 PKI 加密带来 10 亿元市场, 军工、政务领域 PKI 每年市场约 13.6 亿元, 所以 2023 年市场规模将新增 80 亿元, 对比当下 15 亿元的 PKI 市场规模, 行业复合增速将超过 30%。假设公司增速与行业增速保持一致, 公司营收未来五年有望实现超 30%复合增速。根据公司公告, 公司 2019 年一季度预收账款 5.67 千万元, 同比增长近 6 倍。根据公司业务特性, 预收账款可对营收形成参考, 一季度预收账款的大幅增长预示今年营收有望进入增长拐点。

图 13：一季度预收账款同比增长 564%，今年营收有望进入增长拐点



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司预收账款与现金流显示经营情况极佳。根据公司年报，2018 年公司实现归母净利润 0.72 亿元。考虑军工、政务领域国密 PKI 替代进程由缓即快推进以及前期投入问题，我们预计公司 2019 年将实现归母净利润 0.77 亿元。2020 年军工、政务领域国密 PKI 替代进程加快，我们预计公司的利润增长将与行业增速大致一致，甚至超越行业增速，基于此我们预计 2020-2021 年公司将实现归母净利润 1.00、1.46 亿元。

我们选取 5 家网络安全服务厂商作为可比公司，参考同类公司 2020 年平均估值，我们给予公司 2020 年 52X P/E，目标市值 52 亿元，首次覆盖给予增持评级。

表 7：选定 5 家网络安全服务厂商作为可比公司，推算格尔软件 2020 年 P/E 值为 52X

公司名称	股票代码	P/E	
		2019E	2020E
深信服	300454.SZ	68.78	53.9
绿盟科技	300369.SZ	62.92	47.95
迪普科技	300768.SZ	68.11	53.6
卫士通	002268.SZ	92.01	56.67
数字认证	300579.SZ	67.9	49.6
平均值		76.01	52.34

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

1. 国密 PKI 替代进程低于预期。公司深耕行业超过二十年，占据政务和军工领域头部客户，但 PKI 建设向市县级机关进一步渗透受地方政策和落地进度影响，若政策落地进程不及预期，国密 PKI 替代进程存在低于预期的风险。
2. 物联网 PKI 发展进展不及预期。5G 和云计算等技术的发展推动“万物互联”成为现实，但 5G 建设还受到行业因素和政府资金情况影响。若政府资金情况不佳，公司面临订单释放过程低于预期的风险。
3. 市场竞争加剧。PKI 在军工、政务等内网领域应用广泛，物联网安全有望打开行业长期成长空间。预计未来会有更多厂商介入 PKI 市场进行布局，对公司的产品单价和市场占有率可能造成影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	83.25	57.02	261.56	40.06	129.28
应收票据及应收账款	161.26	200.24	139.80	325.72	307.39
预付账款	12.94	38.35	2.21	58.86	32.05
存货	21.02	33.31	32.51	55.17	65.22
其他	254.39	253.47	177.29	236.96	234.58
<b>流动资产合计</b>	<b>532.85</b>	<b>582.38</b>	<b>613.37</b>	<b>716.76</b>	<b>768.51</b>
长期股权投资	30.26	27.14	27.14	27.14	27.14
固定资产	65.76	69.18	88.70	128.29	166.93
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	21.88	28.25	18.65	9.06	0.00
其他	10.38	17.90	16.03	15.79	15.90
<b>非流动资产合计</b>	<b>128.28</b>	<b>142.46</b>	<b>186.51</b>	<b>249.87</b>	<b>281.72</b>
<b>资产总计</b>	<b>661.14</b>	<b>724.84</b>	<b>799.88</b>	<b>966.63</b>	<b>1,050.23</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	7.36	0.00
应付票据及应付账款	40.60	24.76	34.94	58.55	69.32
其他	45.19	74.85	45.10	111.19	87.32
<b>流动负债合计</b>	<b>85.79</b>	<b>99.61</b>	<b>80.04</b>	<b>177.10</b>	<b>156.64</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.51	2.41	1.26	1.39	1.69
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.51</b>	<b>2.41</b>	<b>1.26</b>	<b>1.39</b>	<b>1.69</b>
<b>负债合计</b>	<b>86.30</b>	<b>102.02</b>	<b>81.29</b>	<b>178.49</b>	<b>158.33</b>
少数股东权益	0.46	1.05	1.09	1.03	1.11
股本	61.00	85.40	121.27	121.27	121.27
资本公积	250.28	225.88	225.88	225.88	225.88
留存收益	513.38	536.38	596.22	665.83	769.52
其他	(250.28)	(225.88)	(225.88)	(225.88)	(225.88)
<b>股东权益合计</b>	<b>574.84</b>	<b>622.83</b>	<b>718.58</b>	<b>788.13</b>	<b>891.90</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>661.14</b>	<b>724.84</b>	<b>799.88</b>	<b>966.63</b>	<b>1,050.23</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	69.95	71.93	77.40	99.78	145.51
折旧摊销	13.20	18.16	14.08	16.40	18.26
财务费用	0.18	0.00	(0.97)	(0.92)	(0.52)
投资损失	(9.86)	(15.66)	(16.00)	(16.00)	(16.00)
营运资金变动	(305.45)	(79.72)	153.57	(234.06)	24.43
其它	251.17	3.49	0.05	(0.06)	0.08
<b>经营活动现金流</b>	<b>19.19</b>	<b>(1.80)</b>	<b>228.12</b>	<b>(134.86)</b>	<b>171.76</b>
资本支出	27.16	21.88	61.16	79.86	49.71
长期投资	1.56	(3.12)	0.00	0.00	0.00
其他	(286.15)	(19.10)	(105.16)	(143.86)	(83.71)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(257.42)</b>	<b>(0.35)</b>	<b>(44.00)</b>	<b>(64.00)</b>	<b>(34.00)</b>
债权融资	0.00	0.00	1.13	7.74	0.50
股权融资	214.57	0.36	36.84	0.92	0.52
其他	(9.01)	(24.30)	(17.56)	(31.30)	(49.56)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>205.56</b>	<b>(23.94)</b>	<b>20.41</b>	<b>(22.64)</b>	<b>(48.54)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(32.68)</b>	<b>(26.10)</b>	<b>204.53</b>	<b>(221.50)</b>	<b>89.22</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>271.65</b>	<b>308.59</b>	<b>376.47</b>	<b>500.71</b>	<b>680.97</b>
营业成本	108.46	124.81	152.85	204.79	279.88
营业税金及附加	3.70	2.88	4.13	5.66	7.18
营业费用	20.47	26.84	33.13	40.56	51.07
管理费用	38.60	43.10	52.71	66.09	78.31
研发费用	40.57	55.94	69.65	93.13	123.25
财务费用	(1.79)	(0.36)	(0.97)	(0.92)	(0.52)
资产减值损失	4.12	5.76	3.69	4.52	4.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.86	15.66	16.00	16.00	16.00
其他	(20.02)	(31.84)	(32.00)	(32.00)	(32.00)
<b>营业利润</b>	<b>67.69</b>	<b>65.78</b>	<b>77.29</b>	<b>102.87</b>	<b>153.13</b>
营业外收入	6.19	9.68	9.06	8.31	9.02
营业外支出	0.37	0.46	0.30	0.37	0.38
<b>利润总额</b>	<b>73.51</b>	<b>75.00</b>	<b>86.05</b>	<b>110.80</b>	<b>161.77</b>
所得税	3.56	3.07	8.61	11.08	16.18
<b>净利润</b>	<b>69.95</b>	<b>71.93</b>	<b>77.45</b>	<b>99.72</b>	<b>145.59</b>
少数股东损益	(0.30)	0.13	0.05	(0.06)	0.08
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>70.25</b>	<b>71.80</b>	<b>77.40</b>	<b>99.78</b>	<b>145.51</b>
每股收益(元)	0.58	0.59	0.64	0.82	1.20

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.06%	13.60%	22.00%	33.00%	36.00%
营业利润	23.10%	-2.82%	17.50%	33.09%	48.86%
归属于母公司净利润	24.60%	2.21%	7.80%	28.92%	45.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率	60.07%	59.55%	59.40%	59.10%	58.90%
净利率	25.86%	23.27%	20.56%	19.93%	21.37%
ROE	12.23%	11.55%	10.79%	12.68%	16.33%
ROIC	35.40%	13.04%	12.54%	20.75%	18.56%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.05%	14.07%	10.16%	18.47%	15.08%
净负债率	-14.48%	-9.16%	-36.24%	-4.10%	-14.44%
流动比率	6.21	5.85	7.66	4.05	4.91
速动比率	5.97	5.51	7.26	3.74	4.49
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.27	1.71	2.21	2.15	2.15
存货周转率	11.97	11.36	11.44	11.42	11.31
总资产周转率	0.54	0.45	0.49	0.57	0.68
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.58	0.59	0.64	0.82	1.20
每股经营现金流	0.16	-0.01	1.88	-1.11	1.42
每股净资产	4.74	5.13	5.92	6.49	7.35
<b>估值比率</b>					
市盈率	56.54	55.31	51.31	39.80	27.29
市净率	6.91	6.39	5.54	5.05	4.46
EV/EBITDA	24.41	13.60	40.89	33.16	22.40
EV/EBIT	44.10	15.53	50.86	40.31	26.30

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