

深信服 (300454)

证券研究报告

2018年12月06日

三问三答，深信服核心释疑

——公司系列专题研究之二

本篇是深信服专题深度研究系列之二，针对市场关心的三个问题，我们从客观数据出发，力图解决市场疑问。

问题一：超融合市场空间究竟有多大？

通过我们对渗透率的测算，目前中国超融合对本地部署私有云的渗透率为10%，远低于全球约38%的渗透率水平，我们认为未来三年保持50%以上的高增速是大概率事件。从市场规模看，仅考虑中国头部企业和事业单位，远期市场空间应在140亿元以上。另外，不同于传统厂商，超融合产品在扩容时不兼容其他厂商的硬件设备，具备高客户粘性，客户复购可为厂商带来二次收入。

问题二：如何看待我国超融合市场竞争逻辑？

行业竞争逻辑在于规模效应和品牌溢价。规模效应来源于研发门槛和渠道体系。根据我们的测算，Nutanix、华为、深信服三家厂商中超融合研发团队最少也为500人规模，对应薪酬超过1亿元，远超中小厂商覆盖能力。高额研发投入和完善渠道体系带来的规模效应将构筑壁垒，形成对中小厂商的全面包围。中长期看，类比安防行业，优质厂商市场份额有望持续提升，并最终形成强者恒强的市场格局。同时，规模效应和品牌溢价带来高产品附加值，参考Nutanix，公司研发人员人均产出近500万元，中长期销售费用率和研发费用率有望分别下降至30%和14%左右。

问题三：经济周期是否会对公司业务产生较大影响？

按行业进行拆分，2017年中国超融合最大的两个子市场是政府和教育行业，增长最快的子市场是通信、金融等垄断行业，因此市场受经济周期影响较小。根据招股说明书，深信服来自政府和垄断行业的收入占比超过60%，而其他行业客户中也不乏大型企业。考虑到政府、事业单位和垄断行业相对稳定的IT支出，我们认为公司业务受经济周期影响有限。我们统计了深信服129个标杆客户，其中事业部门和服务业客户数量占比达89%，受周期影响较大的制造业占比仅为11%，虽然标杆案例不能反映公司整体客户结构，但我们认为其具备一定参考价值。

优质赛道叠加公司强执行力，维持增持评级

经济周期影响有限，超融合拥有确定性的成长空间，公司市场份额有望快速提升。维持公司2018~2020年EPS 1.70/2.24/2.94元，重申目标价100元，维持“增持”评级。

风险提示：公司业绩低于预期；超融合业务收入增速低于预期；报告假设不准确；客户结构受样本影响不准确

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,750.05 | 2,472.47 | 3,327.00 | 4,512.00 | 5,600.61 |
| 增长率(%) | 32.70 | 41.28 | 34.56 | 35.62 | 24.13 |
| EBITDA(百万元) | 105.22 | 641.15 | 742.91 | 985.63 | 1,296.35 |
| 净利润(百万元) | 257.56 | 573.52 | 683.67 | 903.05 | 1,184.34 |
| 增长率(%) | (21.96) | 122.67 | 19.21 | 32.09 | 31.15 |
| EPS(元/股) | 0.64 | 1.42 | 1.70 | 2.24 | 2.94 |
| 市盈率(P/E) | 133.04 | 59.75 | 50.12 | 37.94 | 28.93 |
| 市净率(P/B) | 28.30 | 19.69 | 9.59 | 7.66 | 6.05 |
| 市销率(P/S) | 19.58 | 13.86 | 10.30 | 7.59 | 6.12 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 41.17 | 29.86 | 21.74 |

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（维持评级） |
| 当前价格 | 85.00元 |
| 目标价格 | 100元 |

基本数据

| | |
|-------------|--------------|
| A股总股本(百万股) | 403.13 |
| 流通A股股本(百万股) | 40.01 |
| A股总市值(百万元) | 34,266.31 |
| 流通A股市值(百万元) | 3,400.85 |
| 每股净资产(元) | 7.81 |
| 资产负债率(%) | 29.56 |
| 一年内最高/最低(元) | 134.88/36.08 |

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《深信服-公司专题研究:财务视角，再看深信服——公司系列专题研究之一》2018-11-21
- 《深信服-季报点评:Q3 业绩符合预期，云计算有望保持高速增长态势》2018-10-29
- 《深信服-首次覆盖报告:与巨头并肩驰骋，云计算再造一个“深信服”》2018-06-05

内容目录

| | |
|--|---|
| 1. 市场空间：渗透率仅约 10%，高客户粘性带来持久性收入..... | 3 |
| 2. 竞争逻辑：规模效应与品牌溢价是关键，头部厂商市场份额有望持续提升..... | 4 |
| 3. 宏观影响：优质客户支撑稳定收入，经济周期影响有限..... | 7 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1：中国超融合市场渗透率提升空间巨大..... | 3 |
| 图 2：仅考虑头部企业和事业单位，超融合长期市场空间 140 亿元以上..... | 4 |
| 图 3：传统厂商收入持续性弱..... | 4 |
| 图 4：超融合厂商收入持续性强..... | 4 |
| 图 5：深信服配备了 500 人左右的研发体系团队..... | 4 |
| 图 6：深信服渠道体系完善，覆盖广泛..... | 5 |
| 图 7：安防产品品牌溢价明显..... | 5 |
| 图 8：全球超融合软件市场集中度提升..... | 6 |
| 图 9：规模效应和品牌溢价带来人均产出的优势..... | 6 |
| 图 10：长期看销售费用率和研发费用率呈现下降趋势..... | 6 |
| 图 11：2017 年中国超融合市场（按行业拆分）..... | 7 |
| 图 12：收入角度，深信服超过 60%的收入来源于政府和垄断行业..... | 8 |
| 图 13：公司标杆案例中，受周期影响较大的制造业占比仅为 11%..... | 9 |
| 表 1：根据测算，2017 年全球超融合在本地部署私有云的渗透率为 38%..... | 3 |
| 表 2：根据测算，2017 年中国超融合在本地部署私有云的渗透率为 10%..... | 3 |
| 表 3：深信服客户中不乏大型企业..... | 8 |

1. 市场空间：渗透率仅约 10%，高客户粘性带来持久性收入

2017 年全球超融合在本地部署私有云的渗透率约 38%。Nutanix 在 2017 财年的营收为 7.67 亿美元，2017 年第四季度在超融合市场的市占率为 19%，对应全球超融合市场规模大致为 40.4 亿美元。根据 Wikibon 数据，全球本地部署私有云市场规模为 106 亿美元。因此，根据我们对超融合渗透率的测算，2017 年全球超融合在本地部署私有云的渗透率约为 38%。

表 1：根据测算，2017 年全球超融合在本地部署私有云的渗透率为 38%

| | 2017A |
|-----------------------------|------------|
| Nutanix 营收（亿美元） | 7.67 |
| Nutanix 市场份额（%，2017Q4） | 19% |
| 全球超融合市场规模（亿美元） | 40.4 |
| 全球本地部署私有云（亿美元） | 106.0 |
| 全球超融合在本地部署私有云的渗透率（%） | 38% |

资料来源：Wind、IDC、Wikibon、天风证券研究所 注：Nutanix 营收采用 2017 财年营业收入

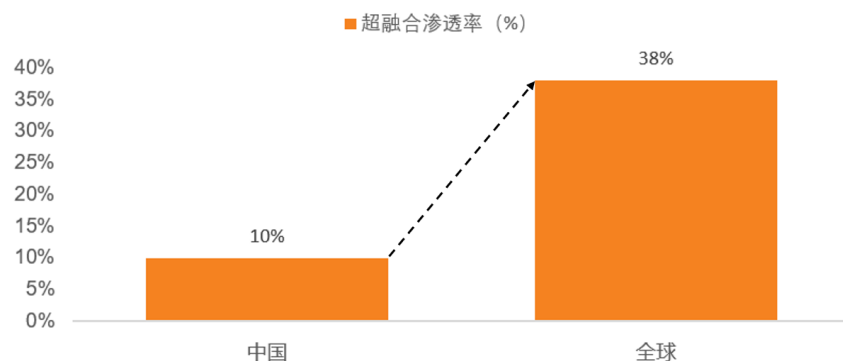
我们判断目前中国超融合在本地部署私有云的渗透率为 10%，未来三年行业保持 50%以上高增长是大概率事件。根据信通院数据，2017 年中国私有云规模为 426.8 亿元，根据 IDC 数据，2017 年中国超融合市场规模为 25.6 亿元。假设中国本地部署私有云在全部私有云中占比为 60%，即本地部署私有云市场规模为 256.1 亿元，则超融合在本地部署私有云的渗透率为 10%，对比全球渗透率水平提升空间显著，未来三年行业保持 50%以上高增长是大概率事件。

表 2：根据测算，2017 年中国超融合在本地部署私有云的渗透率为 10%

| | 2017A |
|-----------------------------|------------|
| 私有云规模（亿人民币） | 426.8 |
| 本地部署私有云规模（亿人民币） | 256.1 |
| 超融合市场规模（亿人民币） | 25.6 |
| 中国超融合在本地部署私有云的渗透率（%） | 10% |

资料来源：中国信息通信研究院、IDC、天风证券研究所；注：假设本地部署私有云占全部私有云的 60%

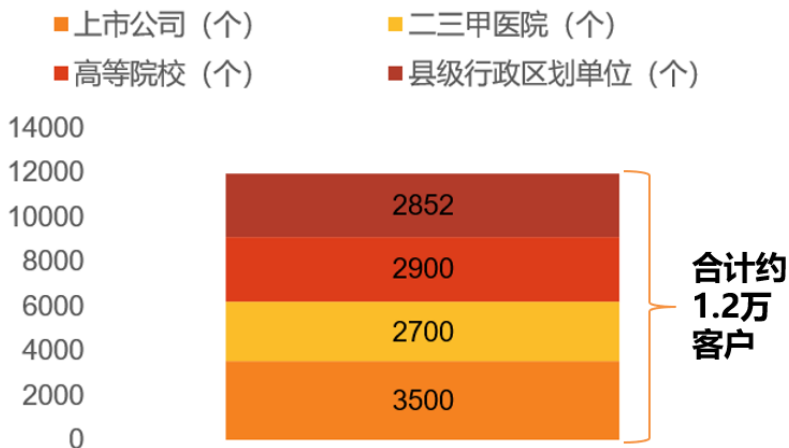
图 1：中国超融合市场渗透率提升空间巨大



资料来源：Wind、IDC、Wikibon、中国信息通信研究院、天风证券研究所

仅考虑头部客户，超融合拥有 140 亿元以上的长期市场空间。仅考虑中国头部企业（上市公司）和事业单位，大致数字如下：3500 家上市公司、2700 家三甲医院、2900 所高等院校、2900 个县级行政区划单位，四类客户合计数量约为 1.2 万。考虑到长期中的扩容需求，单客户收入保守按 200 万元计算，假设 60% 的客户采用超融合解决方案，长期市场空间超过 140 亿元。

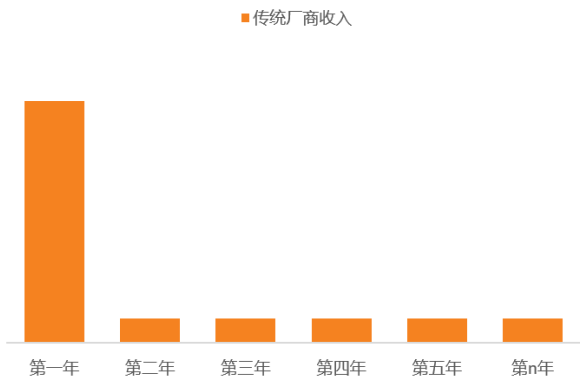
图 2：仅考虑头部企业和事业单位，超融合长期市场空间 140 亿元以上



资料来源：教育部、卫计委、证监会、民政部、天风证券研究所

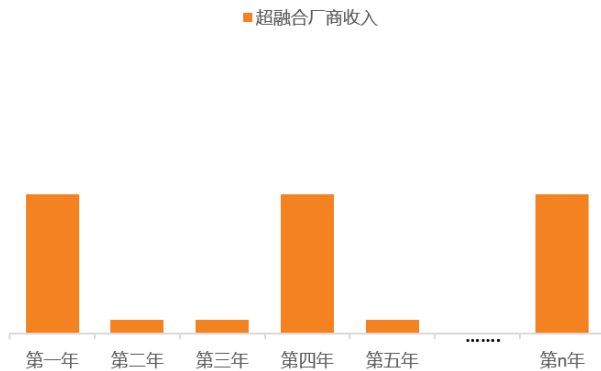
超融合厂商具备高客户粘性，扩容带来更稳定更持续的收入。传统方案厂商由于要进行硬件超配，初次购买收入往往更高，但客户不会复购，厂商后续只能收取少量维护费用。与此相对，超融合产品可实现弹性扩容，无需超配，初次购买收入较低，但其在扩容时不兼容其他厂商的硬件产品，具备高客户粘性，客户复购可为厂商带来二次收入。因此，不同于传统 IT 厂商的一次性收入，超融合厂商的收入持续性更强，能跟随客户的成长而成长。

图 3：传统厂商收入持续性弱



资料来源：天风证券研究所 注：仅为持续性强弱示意图，不代表具体公司或具体收入规模

图 4：超融合厂商收入持续性强

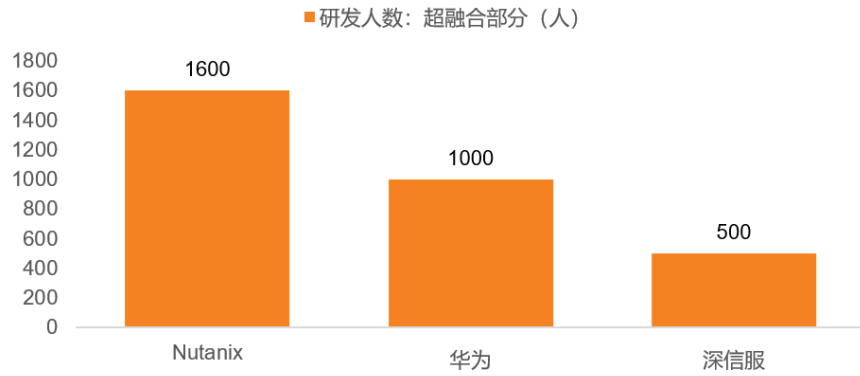


资料来源：天风证券研究所 注：仅为持续性强弱示意图，不代表具体公司或具体收入规模

2. 竞争逻辑：规模效应与品牌溢价是关键，头部厂商市场份额有望持续提升

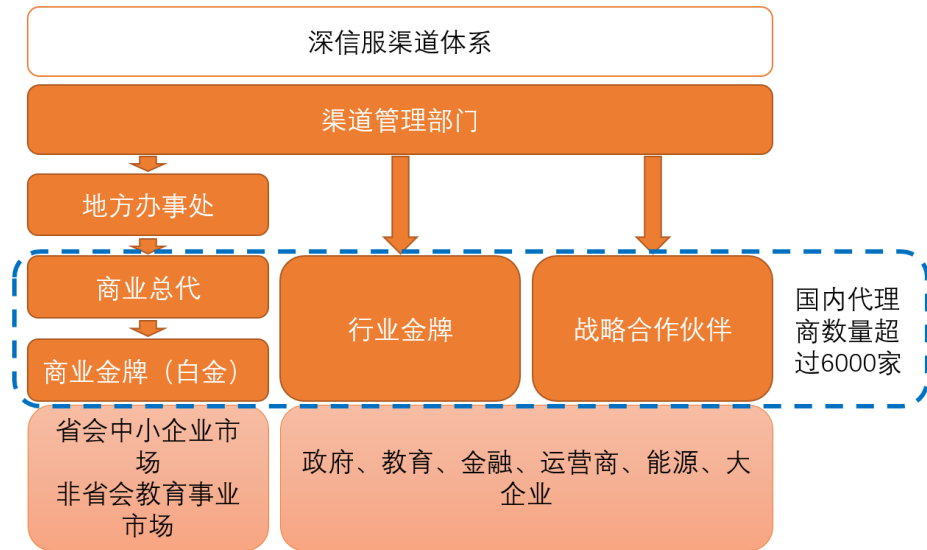
研发门槛和渠道体系带来规模效应，投入要求远超中小厂商覆盖能力。根据我们对 Nutanix、华为和深信服超融合产品线研发人员数量的估计，这三家厂商的超融合研发团队规模为分别为 1600、1000 和 500 人。500 人研发团队对应的研发费用仅研发人员薪酬部分就超过 1 亿元，远远超过一般中小和创业公司的覆盖能力，长期看其产品竞争优势有望持续扩大。同时，大型厂商渠道体系建设完善，对上下游议价力更强，形成规模效应，带来更健康的现金流，反哺业务拓展和研发投入。长期看，高额的研发投入和完善的渠道体系带来的规模效应将构筑壁垒，形成对中小厂商的全面包围。

图 5：深信服配备了 500 人左右的研发体系团队



资料来源：Nutanix 年度报告、华为年度报告、深信服创新论坛、天风证券研究所 注：我们采取这一数据的估计值；假设路坦力 40%的员工为研发人员，假设华为研发人员人均产出与深信服相等，深信服参考深信服创新论坛数据进行估计

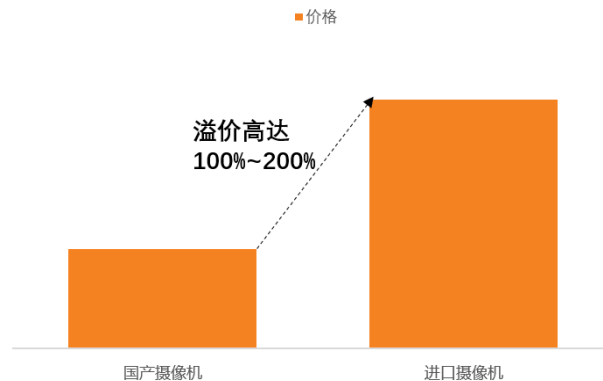
图 6：深信服渠道体系完善，覆盖广泛



资料来源：公司官网、招股说明书、天风证券研究所

类比安防市场，规模效应和品牌溢价作用下，优质厂商市场份额有望快速提升。安防产品用户安全性需求高，愿意为安全性承担更多的品牌溢价，同时技术更新快，有利于品牌维持溢价。超融合产品用户对于稳定性需求较高且产品迭代迅速，与安防有相似之处。同时，安防与超融合行业均具备较强的规模效应。在规模效应和品牌溢价共同作用下，深信服等优质厂商市场份额有望快速提升。

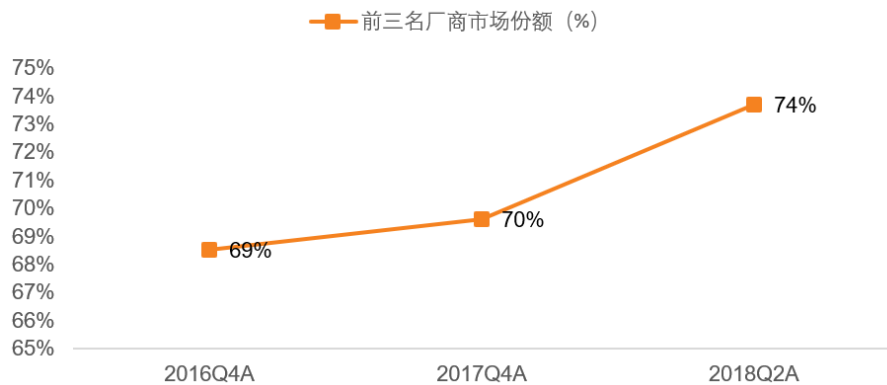
图 7：安防产品品牌溢价明显



资料来源：中关村在线、天风证券研究所

参考全球市场，市场份额最终向头部厂商集中，强者恒强。全球超融合软件市场集中度持续提升，2018 年第二季度前三名厂商市场份额已达 74%，头部厂商领先优势进一步扩大。头部厂商依靠规模效应市场地位不断提升，中小厂商由于缺少品牌溢价竞争力逐渐下降，最终形成强者恒强的市场格局。另一方面，根据 IDC 数据，2018 年上半年中国超融合软件市场中深信服的市占率为 15%，与 VMware、Nutanix 持平，并列第二位，作为软件市场的头部厂商，我们认为深信服有望保持较高的市场份额。

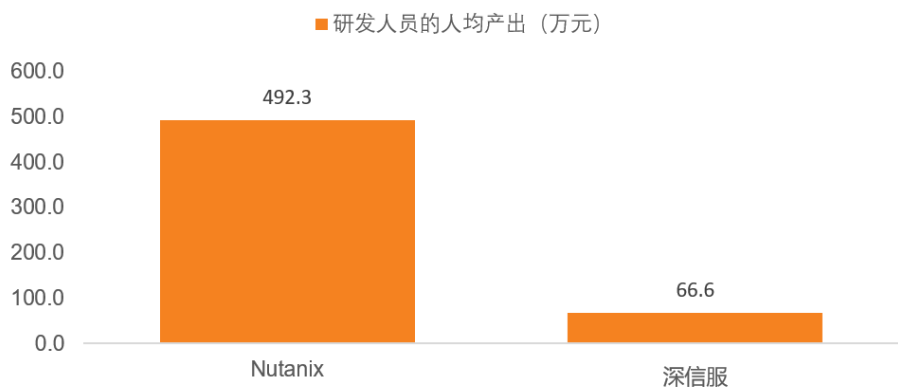
图 8：全球超融合软件市场集中度提升



资料来源：IDC、天风证券研究所 注：前三名厂商分别为 VMware、Nutanix、Dell

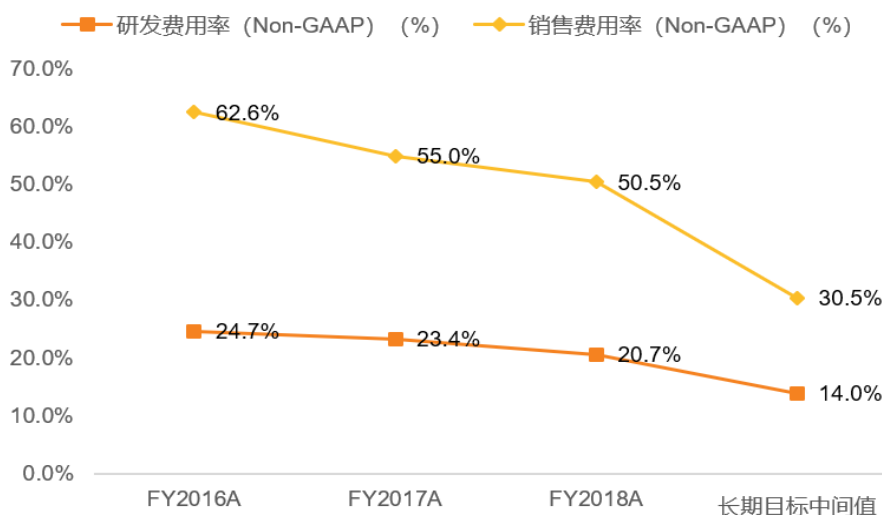
规模效应和品牌溢价带来高产品附加值，中长期费用率有望下降。我们认为 Nutanix 作为超融合市场的先行者，其在全球范围内的规模效应和品牌溢价显著强于中国厂商。根据测算，Nutanix 的研发人员人均产出接近 500 万元，优势显著。长期看 Nutanix 研发费用率和销售费用率均呈现下降趋势，根据 2017 财年 Nutanix 年度报告交流 PPT，公司设定了研发费用率和销售费用率的长期目标，分别为 13~15% 和 29~32%。我们认为，在规模效应和品牌溢价双重作用下，优质超融合厂商在投入期结束后，中长期费用率下降是必然趋势。

图 9：规模效应和品牌溢价带来人均产出的优势



资料来源：Wind、IDC、天风证券研究所 注：Nutanix 收入基于 2018 财年营收数据，深信服超融合收入基于 IDC 数据；超融合研发人员数量为前文估计值

图 10：长期看销售费用率和研发费用率呈现下降趋势



资料来源: Nutanix 年度报告投资者关系 PPT、天风证券研究所

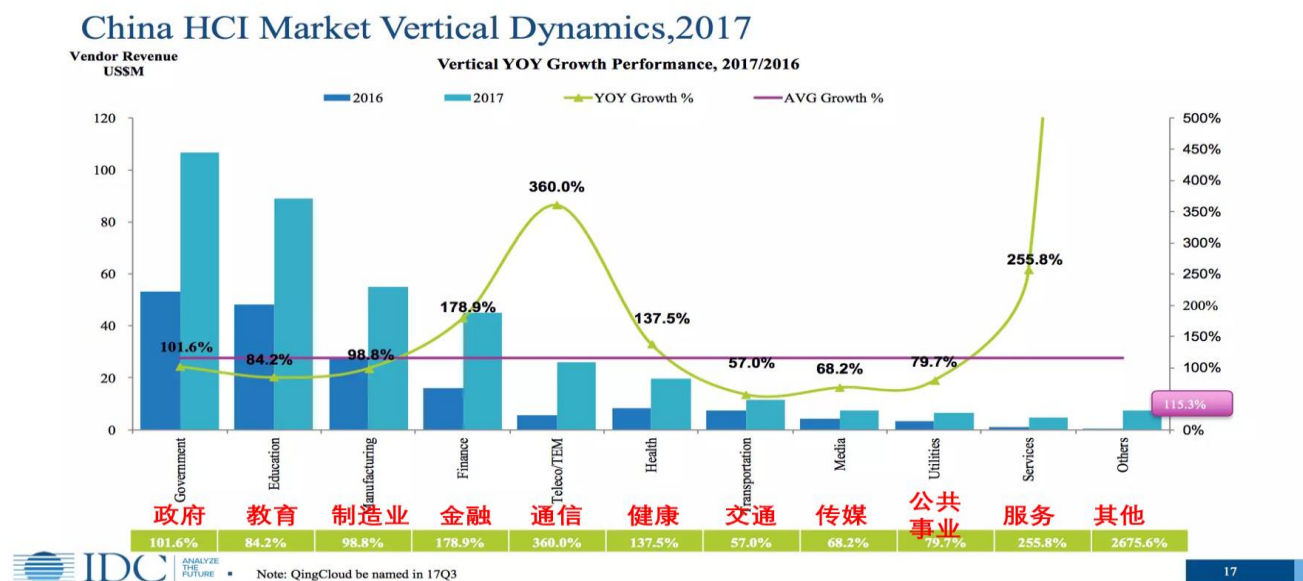
3. 宏观影响：优质客户支撑稳定收入，经济周期影响有限

根据 IDC 的行业拆分，超融合市场主要收入来源是政府和教育行业，主要增长动力来源于垄断行业：

- 1) 从市场存量角度，政府和教育行业是超融合最大的两个市场，且其市场规模大幅领先于其他行业。
- 2) 从市场增量角度，通信、金融、健康、政府是 4 个增速最快的细分市场，同比增速均超过 100% (服务业、其他行业基数较小暂不考虑)。

中国超融合市场受经济周期影响有限。政府和教育行业受经济周期影响很小，IT 支出稳定；而垄断行业受经济周期的影响也较为有限。因此，在宏观经济存在压力的情况下，我们认为超融合市场仍能保持快速发展。

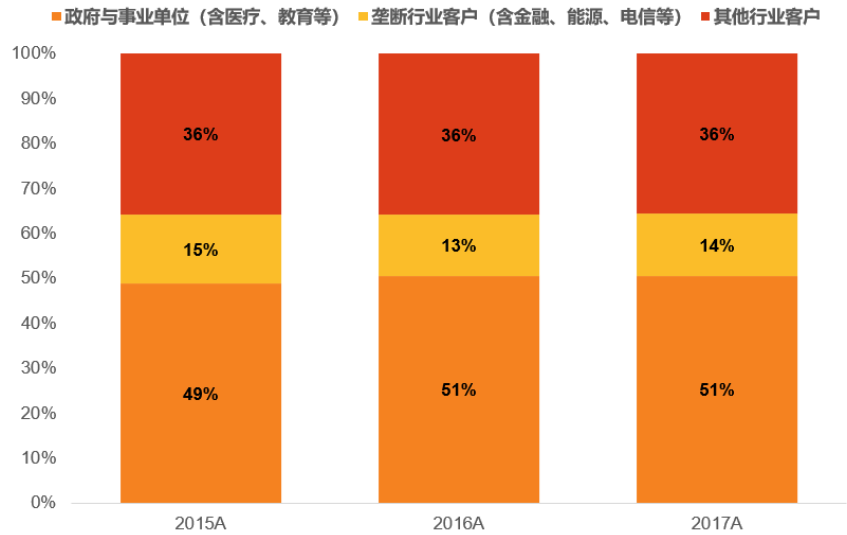
图 11：2017 年中国超融合市场（按行业拆分）



资料来源: IDC、天风证券研究所

具体看深信服收入构成，来自政府、事业单位和垄断行业的收入占比超过 60%，受经济周期影响有限。根据招股说明书，公司约 50%的收入来源于政府与事业单位，约 14%的收入来自于垄断行业客户，二者占比合计达 64%左右，可以认为公司收入结构较为稳定。另一方面，根据公司标杆客户案例，在其他行业客户中，不乏员工人数过万或营收额达数十亿的大型企业，客户质量较高。综合以上两方面，考虑到政府、事业单位和垄断行业相对稳定的 IT 支出，我们认为公司业务受宏观经济影响有限。

图 12：收入角度，深信服超过 60%的收入来源于政府和垄断行业



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

表 3：深信服客户中不乏大型企业

其他行业客户：标杆客户

- 南孚电池
- 中国铁路南宁局集团有限公司
- 海豚传媒股份有限公司
- 广东海印集团股份有限公司
- 河北省成套招标有限公司
- 湖南省轻工盐业集团有限公司
- 中国华录集团有限公司
- 上海环境集团股份有限公司
- 安徽四创电子股份有限公司
- 劲霸男装
- 重庆中渝物业发展有限公司
- 中国铁建港航局集团有限公司
- 中国石油长庆油田公司
- 中国计划出版社
- 中铁一局集团有限公司
- 天津药业集团有限公司
- 湖南有色金属控股集团有限公司
- 佳兆业集团控股有限公司
- 丰田工机（大连）有限公司
- 比亚迪股份有限公司
- 奥凯航空有限公司
- 重庆市城市建设投资(集团)有限公司

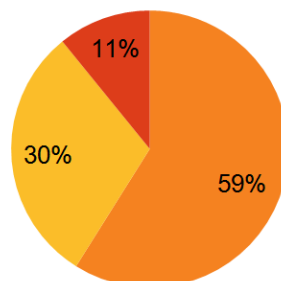
资料来源：公司官方公众号、天风证券研究所

公司标杆案例中，政府、事业单位和服务业的客户数占比近九成。我们统计了公司云计算

业务的 129 名标杆客户，其中服务业和政府事业部门的客户数量合计占比 89%，而受经济周期影响较大的制造业占比仅为 11%。虽然标杆案例不能反映公司整体客户结构，但我们认为其具备一定参考价值。

图 13：公司标杆案例中，受周期影响较大的制造业占比仅为 11%

■ 事业部门 ■ 服务业 ■ 制造业



资料来源：公司官方公众号（N=129）、天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 230.62 | 215.63 | 1,097.33 | 1,552.65 | 1,916.49 |
| 应收账款 | 159.49 | 261.43 | 317.18 | 434.40 | 457.41 |
| 预付账款 | 10.31 | 7.79 | 29.79 | 21.12 | 39.91 |
| 存货 | 51.38 | 87.65 | 127.33 | 175.72 | 211.24 |
| 其他 | 732.13 | 1,514.49 | 2,300.02 | 2,798.39 | 3,562.58 |
| 流动资产合计 | 1,183.93 | 2,086.98 | 3,871.66 | 4,982.29 | 6,187.64 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 99.93 | 143.75 | 174.88 | 179.23 | 155.37 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 0.95 | 5.32 | 6.44 | 7.49 | 8.02 |
| 其他 | 819.44 | 675.09 | 810.64 | 972.35 | 1,162.50 |
| 非流动资产合计 | 920.32 | 824.16 | 991.97 | 1,159.07 | 1,325.90 |
| 资产总计 | 2,104.26 | 2,911.14 | 4,863.62 | 6,141.36 | 7,513.54 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 96.14 | 187.07 | 238.99 | 368.04 | 408.67 |
| 其他 | 708.85 | 857.00 | 952.40 | 1,192.66 | 1,334.43 |
| 流动负债合计 | 804.98 | 1,044.07 | 1,191.40 | 1,560.70 | 1,743.11 |
| 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 | 88.56 | 126.54 | 99.47 | 104.86 | 110.29 |
| 非流动负债合计 | 88.56 | 126.54 | 99.47 | 104.86 | 110.29 |
| 负债合计 | 893.54 | 1,170.61 | 1,290.87 | 1,665.55 | 1,853.39 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 360.00 | 360.00 | 403.13 | 403.13 | 403.13 |
| 资本公积 | 690.85 | 715.95 | 1,831.15 | 1,831.15 | 1,831.15 |
| 留存收益 | 143.94 | 654.81 | 1,338.47 | 2,241.52 | 3,425.86 |
| 其他 | 15.92 | 9.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 1,210.72 | 1,740.54 | 3,572.75 | 4,475.80 | 5,660.14 |
| 负债和股东权益总计 | 2,104.26 | 2,911.14 | 4,863.62 | 6,141.36 | 7,513.54 |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 257.56 | 573.52 | 683.67 | 903.05 | 1,184.34 |
| 折旧摊销 | 40.88 | 55.76 | 63.51 | 94.88 | 127.65 |
| 财务费用 | (40.60) | (32.22) | (71.98) | (101.89) | (129.41) |
| 投资损失 | (5.93) | (6.75) | (5.22) | (5.97) | (5.98) |
| 营运资金变动 | (165.86) | 93.46 | (17.56) | 89.88 | (151.94) |
| 其它 | 401.41 | 81.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 487.46 | 765.43 | 652.42 | 979.95 | 1,024.65 |
| 资本支出 | 80.48 | 57.13 | 122.84 | 94.89 | 98.89 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (105.28) | (682.52) | (1,100.40) | (721.41) | (889.12) |
| 投资活动现金流 | (24.80) | (625.39) | (977.57) | (626.52) | (790.23) |
| 债权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 925.48 | 75.00 | 1,220.52 | 101.89 | 129.41 |
| 其他 | (1,273.73) | (223.09) | (13.66) | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (348.25) | (148.08) | 1,206.86 | 101.89 | 129.41 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 222.35 | 262.05 | 328.41 | 418.39 |
| 现金净增加额 | 114.41 | 214.31 | 1,143.76 | 783.73 | 782.23 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,750.05 | 2,472.47 | 3,327.00 | 4,512.00 | 5,600.61 |
| 营业成本 | 373.48 | 605.87 | 924.19 | 1,317.50 | 1,677.33 |
| 营业税金及附加 | 25.45 | 34.99 | 48.76 | 65.20 | 80.76 |
| 营业费用 | 765.90 | 867.94 | 1,123.89 | 1,488.96 | 1,803.40 |
| 管理费用 | 513.16 | 586.90 | 808.46 | 1,073.86 | 1,288.14 |
| 财务费用 | (39.60) | (42.38) | (71.98) | (101.89) | (129.41) |
| 资产减值损失 | 7.38 | 11.66 | 9.58 | 10.11 | 6.66 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 5.93 | 6.75 | 5.22 | 5.97 | 5.98 |
| 其他 | (11.86) | (235.85) | (272.50) | (340.35) | (430.35) |
| 营业利润 | 110.20 | 636.60 | 751.37 | 992.64 | 1,298.12 |
| 营业外收入 | 197.31 | 6.10 | 10.01 | 12.63 | 19.58 |
| 营业外支出 | 2.24 | 1.65 | 1.75 | 1.88 | 1.76 |
| 利润总额 | 305.27 | 641.05 | 759.63 | 1,003.39 | 1,315.93 |
| 所得税 | 47.71 | 67.53 | 75.96 | 100.34 | 131.59 |
| 净利润 | 257.56 | 573.52 | 683.67 | 903.05 | 1,184.34 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 257.56 | 573.52 | 683.67 | 903.05 | 1,184.34 |
| 每股收益(元) | 0.64 | 1.42 | 1.70 | 2.24 | 2.94 |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|---------|----------|-----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 32.70% | 41.28% | 34.56% | 35.62% | 24.13% |
| 营业利润 | -56.96% | 477.67% | 18.03% | 32.11% | 30.77% |
| 归属于母公司净利润 | -21.96% | 122.67% | 19.21% | 32.09% | 31.15% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 78.66% | 75.50% | 72.22% | 70.80% | 70.05% |
| 净利率 | 14.72% | 23.20% | 20.55% | 20.01% | 21.15% |
| ROE | 21.27% | 32.95% | 19.14% | 20.18% | 20.92% |
| ROIC | 203.80% | -217.94% | -1643.36% | -733.62% | -295.90% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 42.46% | 40.21% | 26.54% | 27.12% | 24.67% |
| 净负债率 | 56.74% | 38.09% | 26.73% | 4.32% | 1.99% |
| 流动比率 | 1.47 | 2.00 | 3.25 | 3.19 | 3.55 |
| 速动比率 | 1.41 | 1.91 | 3.14 | 3.08 | 3.43 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 7.76 | 11.75 | 11.50 | 12.01 | 12.56 |
| 存货周转率 | 41.11 | 35.57 | 30.95 | 29.78 | 28.95 |
| 总资产周转率 | 0.82 | 0.99 | 0.86 | 0.82 | 0.82 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.64 | 1.42 | 1.70 | 2.24 | 2.94 |
| 每股经营现金流 | 1.21 | 1.90 | 1.62 | 2.43 | 2.54 |
| 每股净资产 | 3.00 | 4.32 | 8.86 | 11.10 | 14.04 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 133.04 | 59.75 | 50.12 | 37.94 | 28.93 |
| 市净率 | 28.30 | 19.69 | 9.59 | 7.66 | 6.05 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 41.17 | 29.86 | 21.74 |
| EV/EBIT | 0.00 | 0.00 | 45.02 | 33.04 | 24.12 |

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