

分析师：唐月
 登记编码：S0730512030001
 tangyue@ccnew.com 021-50586737

2023 年业务蓄势待发，高投入期已过盈利能力有望恢复

——天融信(002212)年报分析

证券研究报告-公司深度分析

买入(维持)

市场数据(2023-05-11)

收盘价(元)	10.47
一年内最高/最低(元)	13.3/8.55
沪深 300 指数	3990.66
市净率(倍)	1.27
流通市值(亿元)	122.27

发布日期：2023 年 05 月 11 日

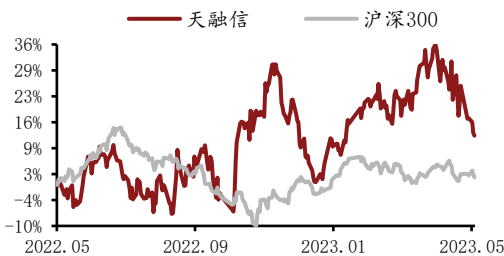
基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	8.21
每股经营现金流(元)	-0.04
毛利率(%)	45.06
净资产收益率_摊薄(%)	-0.94
资产负债率(%)	18.13
总股本/流通股(万股)	118,483.24/116,776.8
	2
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

投资要点：

- 2022 年公司收入 35.43 亿元，同比增长 5.71%；净利润 2.05 亿元，同比下滑 10.83%；扣非净利润 1.54 亿元，同比下滑 0.14%。根据 IDC 数据，2022 年中国网络安全硬件市场规模 36.5 亿美元，同比下降 3.3%，首次出现下滑。疫情管控影响下，公司来自政府的收入下滑 32.89%，对于整体业绩形成拖累。但与此同时，公司在能源、运营商等行业取得了不错的成绩，在渠道业务也取得了 31.1% 的增幅。
- 2023 年公司目标为收入增长 30%。在剥离了同天科技和电缆业务的以后，我们可以看到公司近几年的成长性其实是非常优异的，随着原材料短缺、疫情管控这类短期和阶段性影响因素的消失，我们认为 2023 年公司的基本面也将持续恢复。2023 年，公司在云计算、渠道、信创、数据安全等业务方面都颇具看点。
- 2022 年人员控制动作明显，对减轻 2023 年费用控制的压力和实现净利润率恢复方面将发挥积极的作用。公司 2020 年有较大的研发人员增长和投入的动作，也给 2021 年业绩带来了较大压力。随着新品研发准备告一段落，2022 年公司研发投入仅增长 4.36%，转而把更多精力放在行业深耕、地市下沉和渠道拓展方面，实现研发成果的落地。
- 维持对公司“买入”的投资评级。公司经过过去几年较大的研发投入，在一些主要的新产品赛道都颇具优势，有望随着行业复苏和新赛道需求的释放，实现较好的业绩表现。预计 23-25 年公司 EPS 分别为 0.40 元、0.58 元、0.73 元，按 5 月 11 日收盘价 10.47 元计算，对应 PE 为 26.36 倍、18.06 倍、14.33 倍。

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源，中原证券

相关报告

《天融信(002212)公司点评报告：研发投入增速如期放缓，下半年是发力的重点》

2022-07-23

《天融信(002212)公司点评报告：毛利、费用皆有改善预期，全年业绩值得期待》

2022-05-15

《天融信(002212)公司点评报告：主业实现行业领涨，但产品结构变化、原材料短缺拖累 Q4 整体盈利能力》 2022-02-18

联系人：马蕊琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

风险提示：行业竞争加剧；经济形势影响政府财政预算；股东方股权问题解决对股价的干扰。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,386	4,437	5,830	7,317	9,248
增长比率 (%)	20.3	1.2	31.4	25.5	26.4
净利润(百万元)	862	626	1,115	1,466	2,077
增长比率 (%)	7.1	-27.3	78.2	31.5	41.6
每股收益(元)	0.90	0.66	1.17	1.54	2.18
市盈率(倍)	35.4	48.7	27.4	20.8	14.7

资料来源：Wind，中原证券

内容目录

1. 2022 年业绩情况分析	3
1.1. 2022 年全行业受到疫情防控较大负面影响，公司仍整体保持了收入的稳定	3
1.2. 分项数据中亮点频频	4
1.3. Q4 整体超预期，毛利率回升、费用下滑带来盈利能力大幅改善	6
1.4. 研发投入期告一段落，销售端仍在持续加强	6
1.5. 2022 年底回款情况受到疫情较大影响	8
2. 2023 年蓄势待发	8
2.1. 公司过去几年报表隐藏了网安业务的真实成长性	9
2.2. 2023Q1 财报来看，公司业务恢复的趋势明显	9
2.3. 2023 年公司的业务增长点	10
3. 投资建议	11
4. 风险提示	11

图表目录

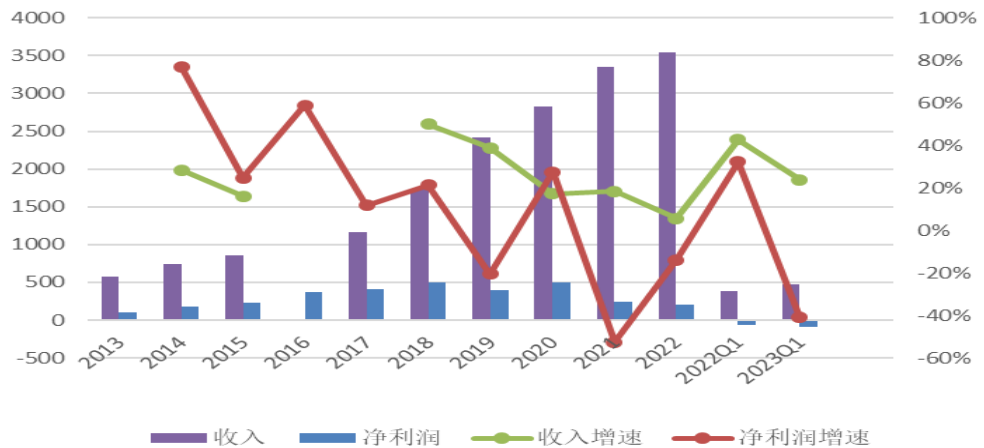
图 1: 2013-2023Q1 公司网络安全收入、净利润及其增速	3
图 2: 2010-2023E 网络安全领域细分产品收入和增速	3
图 3: 2021 年中国网络安全下游客户的行业分布	4
图 4: 2020-2022 年主要网络安全公司的渠道业务收入占比	5
图 5: 2020-2022 年网安公司数据安全收入及增速	5
图 6: 2019-2022 年公司信创业务收入及增速	5
图 7: 2019Q3-2023Q1 公司收入、净利润及其增速	6
图 8: 2013-2022 年公司网安业务毛利率、净利率	7
图 9: 2018-2022 年公司分业务毛利率	7
图 10: 2017-2022 年公司分类型员工数量 (人)	7
图 11: 2017-2022 年公司员工总数及增速	7
图 12: 2019Q3-2023Q1 公司单季度三大费用 (百万元)	8
图 13: 2020-2022 年公司三大费用 (百万元)	8
图 14: 2016-2023Q1 公司应收账款及其周转率	8
图 15: 2016-2023Q1 公司经营性现金流及净现比	8
图 16: 2013-2022 年公司网络安全 (去除同天科技) 收入及其增速	9
图 17: 全球数据安全市场投资预测 (亿美元)	10
图 18: 公司 PE/PB-Band	11
表 1: 综合安全厂商 2022 年增速对比 (亿元)	4
表 2: 综合安全厂商 2023Q1 业绩增速对比 (亿元)	9

1. 2022 年业绩情况分析

1.1. 2022 年全行业受到疫情防控较大负面影响，公司仍整体保持了收入的稳定

公司公布 2022 年年报：收入 35.43 亿元，同比增长 5.71%；净利润 2.05 亿元，同比下滑 10.83%；扣非净利润 1.54 亿元，同比下滑 0.14%。

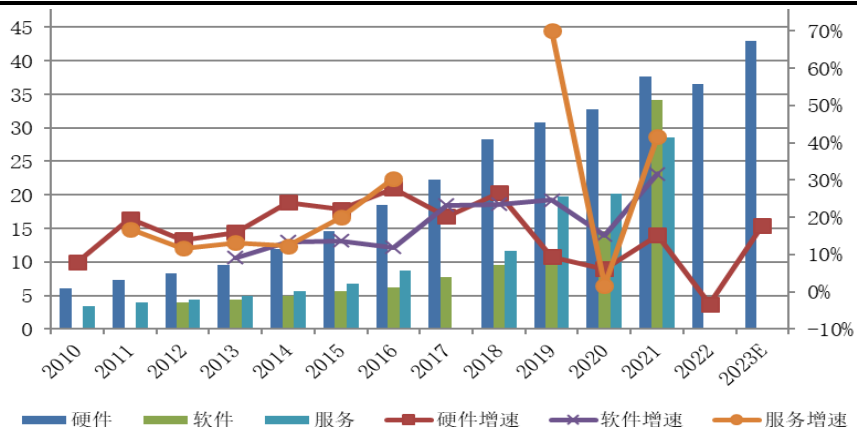
图 1：2013-2023Q1 公司网络安全收入、净利润及其增速



资料来源：Wind，中原证券

2022 年由于疫情和防控因素的影响，业务开展面临较大的困难，同时地方政府在防控方面投入较大的资金，需求相对较弱，因而行业整体增速都受到不同程度的影响。根据 IDC 数据，2022 年中国网络安全硬件市场规模 36.5 亿美元，同比下降 3.3%，首次出现下滑。在这样的行业背景下，公司 2022 年仍然保持了收入增长态势，净利润略有下滑，保持了整体业务的稳定，有望在 2023 年跟随行业实现业务的复苏。

图 2：2010-2023E 网络安全领域细分产品收入和增速



资料来源：IDC，中原证券

同行对比来看，公司整体业绩表现的稳定性相对比较突出，利润规模位居行业第 2。全年人员控制动作明显，对减轻 2023 年费用控制的压力和实现净利润率恢复方面将发挥积极的作用。

表 1: 综合安全厂商 2022 年增速对比 (亿元)

公司	2022						2021				员工增速	
	收入	收入增速	净利润	净利润增速	扣非净利润	扣非净利润增速	收入	收入增速	扣非净利润	扣非净利润增速	2021	2022
启明星辰	44	1%	6.3	-27%	5.2	-32%	44	20%	7.6	9%	22%	5%
天融信*	35	6%	2.1	-11%	1.5	-0.1%	33	18%	1.5	-60%	17%	3%
深信服	74	9%	1.9	-29%	1.0	-23%	68	25%	2.7	-81%	18%	3%
迪普科技	8.9	-13%	1.5	-52%	1.3	-54%	10	16%	3.0	14%	5%	10%
亚信安全	17	3%	1.0	-45%	0.8	-92%	17	31%	1.0	-32%	26%	1%
奇安信	62	7%	0.6	110%	-3.1	61%	58	40%	-7.9	-46%	24%	3%
绿盟科技	26	0.8%	0.3	-92%	0.1	-95%	26	30%	2.4	-9%	30%	9%
安博通	4.6	17%	-0.09	-112%	-0.4	-240%	4	49%	0.6	96%	57%	45%
山石网科	8	-21%	-1.8	-342%	-2.1	-480%	10	42%	0.5	42%	34%	16%
安恒信息	20	9%	-2.5	-1922%	-2.9	-266%	18	38%	-0.8	-166%	33%	20%

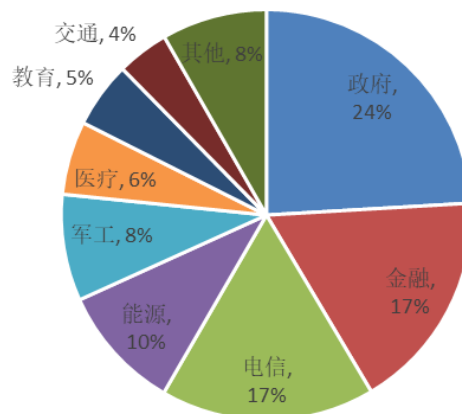
资料来源: 上市公司公告, 中原证券 (*只包含网络安全业务)

1.2. 分项数据中亮点频频

分项数据来看:

(1) 来自政府的收入下滑 32.89%, 对于整体业绩形成拖累。在大类行业方面也取得了新的突破, 2022 年公司在能源获得 50.94% 的增长, 运营业务同比增长 21.68%, 金融同比持平。从公司在重要行业入围数据来看, 在能源行业从上一年的 19 类大幅增加到 89 类 (全品类), 取得的突破也是非常显著的。

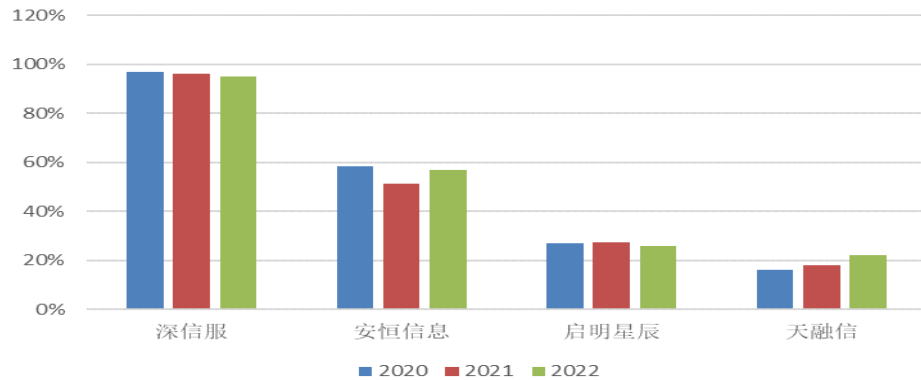
图 3: 2021 年中国网络安全下游客户的行业分布



资料来源: 中国网络安全产业创新发展联盟, 信通院, 中原证券

(2) 来自渠道的收入达到 7.89 亿元, 占比 22.28%, 同比大幅增长 31.1%, 证明公司渠道业务推广是卓有成效的, 也对支撑 2022 年公司的收入起到了积极的影响。对比同行来看, 公司渠道业务占比持续提升的趋势也是最为明显的。

图 4：2020-2022 年主要网络安全公司的渠道业务收入占比



资料来源：上市公司公告，中原证券

(2) 2022 年公司几项新业务都取得了不错的增长。

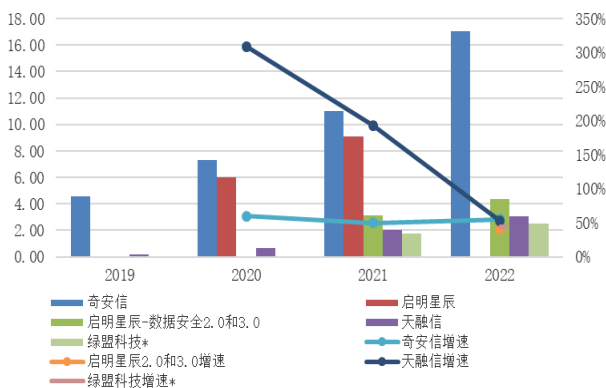
信创业务在上年大幅增长 1000%的基础上，虽然 2022 年信创行业建设进度整体减弱，但是公司的信创业务继续保持了 25.73% 的增长。2022 年，信创业务在党政领域实现了向县市级下沉，同时也在从党政向金融、电力、电信、石油、交通、教育、医疗、航空航天等重点行业进行推进。国产化正在呈现出全面推广的趋势下，友商也在积极向国产化安全领域投入和布局，公司通过早投入早布局优势明显，在入围型号比例方面高达 13.34%，也将在后续的国产化安全市场发力中持续受益。

数据安全规模超过了 3 亿，同比增长了 53.21%，增速领先于多数同行。

工业互联网安全同比增长 44.39%，10 类产品及服务位于赛迪领导者象限。考虑到等保和数字化趋势的拉动，工业领域的安全需求仍有较大的发展潜能。

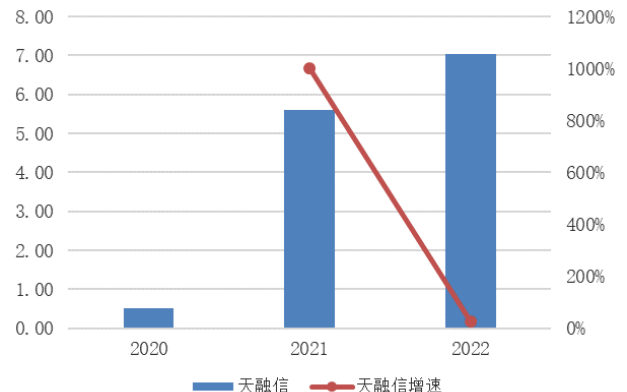
云计算与云安全业务同比增长 34%，其中云计算前三季度同比增长 299.69%，全年增速预计高于 30%，对比深信服云计算及 IT 基础设施业务 2022 年 20.17% 的增速来看，也有优于同行的表现。同时，随着云计算业务中软件占比的提升，2022 年公司云计算业务毛利率也有超过 4 个百分点的提升。

图 5：2020-2022 年网安公司数据安全收入及增速



资料来源：Wind，中原证券（*订单）

图 6：2019-2022 年公司信创业务收入及增速



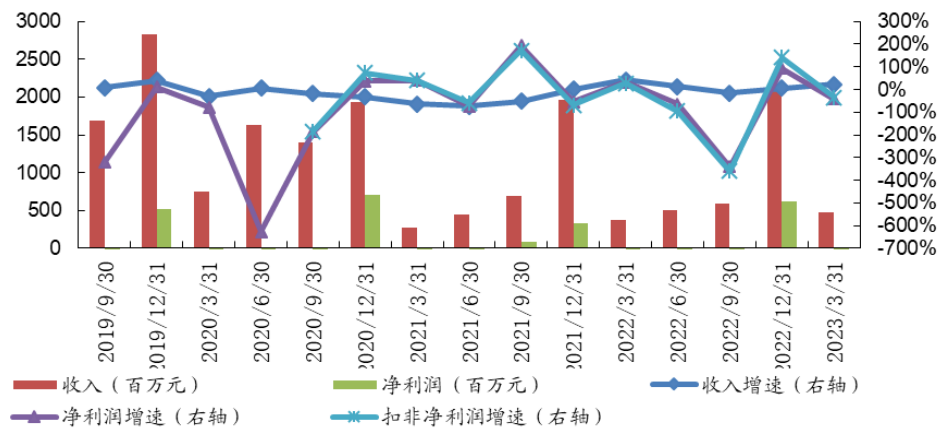
资料来源：Wind，中原证券

1.3. Q4 整体超预期，毛利率回升、费用下滑带来盈利能力大幅改善

单季度来看，2022Q4 公司收入 20.80 亿元，同比增长 6.04%，净利润 6.05 亿元，同比增长 93.24%，扣非净利润 6.11 亿元，同比增长 141.47%。无论是收入还是利润情况都好于预期。

从 2022 年单季度情况来看，公司在 Q1 取得了不错的增速（42.80%）；Q2 由于有延后确认的订单，表现明显由于同行；Q3 在市场较高的预期下收入和净利润皆出现下滑；Q4 在疫情形势下，仍然取得了正增长，整体表现也超出了预期。

图 7：2019Q3-2023Q1 公司收入、净利润及其增速



资料来源：Wind，中原证券

2022Q4 业绩大幅改善，主要源于 2021Q4 原材料短缺带来了毛利率下滑，而 2022Q4 公司不再受到这一短期影响，毛利回升了 10.33 个百分点至 58.66%。同时，疫情导致了公司销售费用、管理费用、研发费用分别同比下滑了 19%、8%、18%。

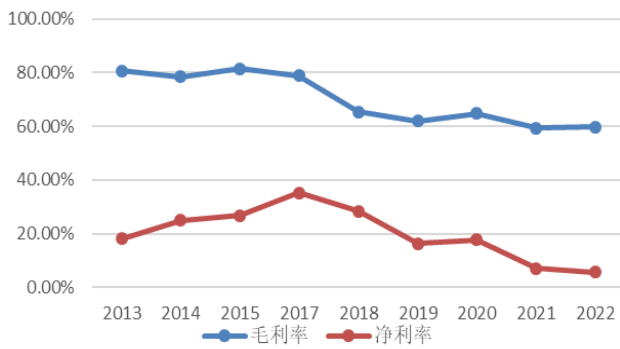
1.4. 研发投入期告一段落，销售端仍在持续加强

由于不断在拓展新业务快速增长，公司产品结构较早年有较大的变化，产品毛利率低于早年 80% 左右的水平。

随着云计算业务收入占比的快速提升，公司云计算与云安全产品及服务业务毛利率从 2019 年的 90%，下滑到了 2022 年的 53%。对标来看，深信服 2022 年“云计算及 IT 基础设施业务”的毛利率为 43.56%，这意味着公司“云计算与云安全产品及服务”毛利率还有进一步下行的空间。

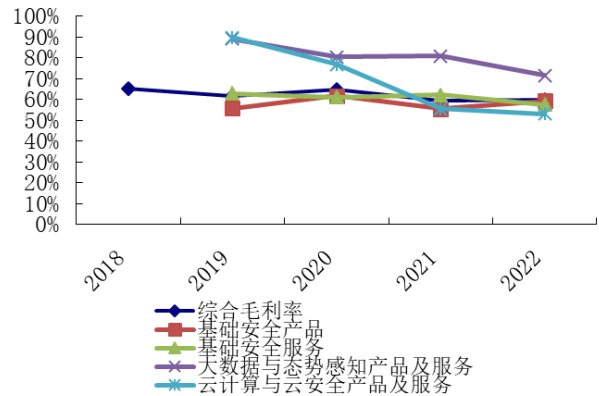
未来随着新业务占比的持续提升，公司整体毛利率或有进一步下行的空间，但是有望通过规模效应获得一个更好的盈利水平。

图 8：2013-2022 年公司网安业务毛利率、净利率



资料来源：Wind，中原证券

图 9：2018-2022 年公司分业务毛利率



资料来源：Wind，中原证券

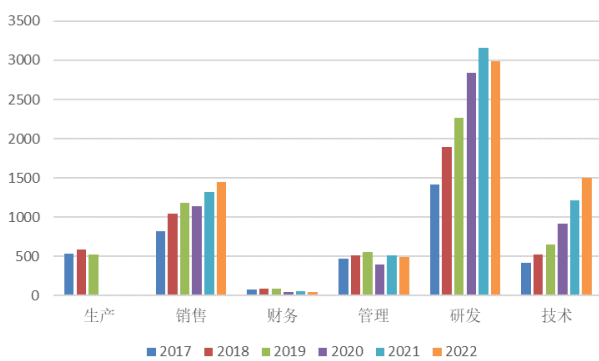
公司 2022 年员工 6496 人，同比增长 4%，较 2021 年 17% 的人员增速水平有明显下滑。从公司分类型员工数量来看，**管理人员和研发人员已经在进行优化，而销售条线仍是公司扩张的重点。**

(1) 占比最高的研发人员在电缆业务剥离的基础上，2020 年增幅最为明显，2021 年增长步伐放缓，2022 年研发人员下降了 5%。

(2) 管理人员从 2021 年的 514 人，下降到了 489 人，下降 5%。

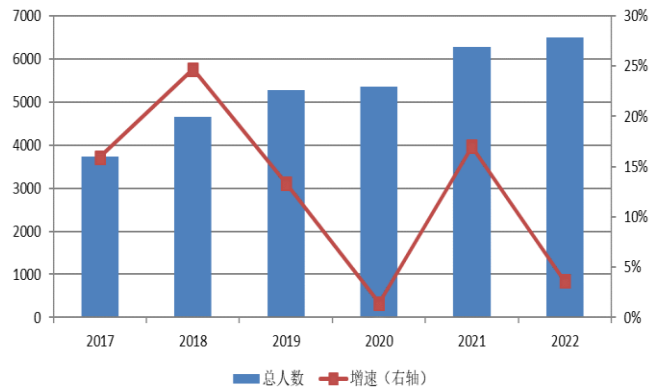
(3) 销售人员和技术人员 2022 年还在持续增长的过程中，同比分别增长了 10% 和 24%。

图 10：2017-2022 年公司分类型员工数量 (人)



资料来源：公司公告，中原证券

图 11：2017-2022 年公司员工总数及增速

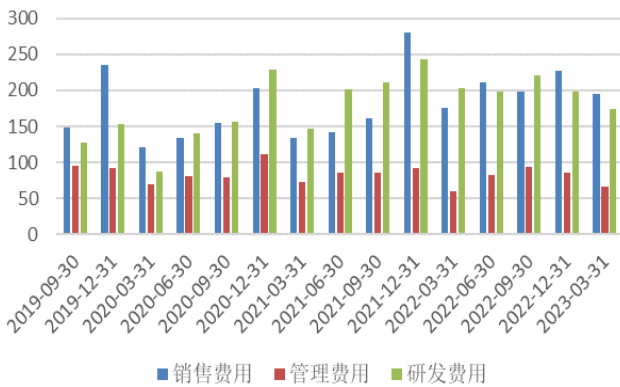


资料来源：Wind，中原证券

费用端来看，2022Q2 开始公司研发费用出现首次同比下滑，Q4 继续下滑 18%，2023Q1 同比下滑了 15%。而与此同时公司销售费用还在持续增长，除了 2022Q4 受到疫情因素下滑以外，2023Q1 继续同比增长 11%。

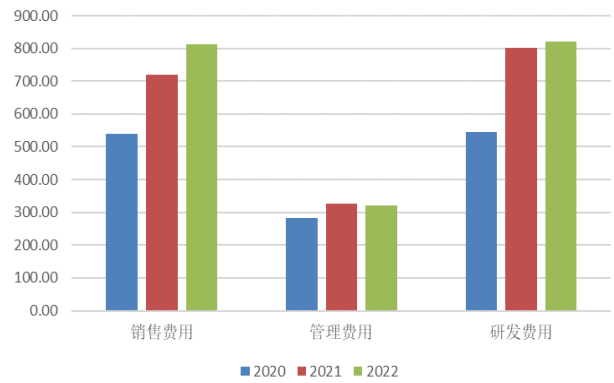
从以上数据我们也可以看出，公司 2020 年有较大的研发人员增长和投入的动作，也给 2021 年业绩带来了较大压力。随着新品研发准备告一段落，2022 年公司研发投入仅增长 4.36%，转而把更多精力放在行业深耕、地市下沉和渠道拓展方面，实现研发成果的落地。

图 12: 2019Q3-2023Q1 公司单季度三大费用(百万元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 2020-2022 年公司三大费用(百万元)

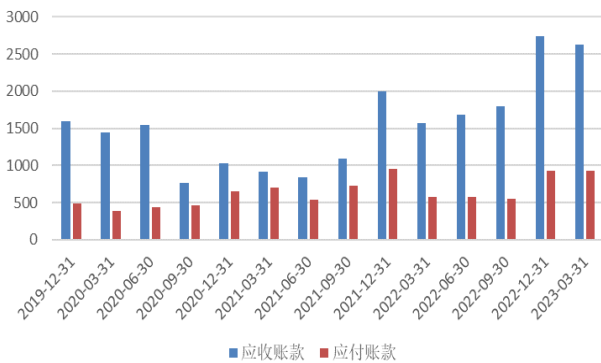


资料来源: Wind, 中原证券

1.5. 2022 年底回款情况受到疫情较大影响

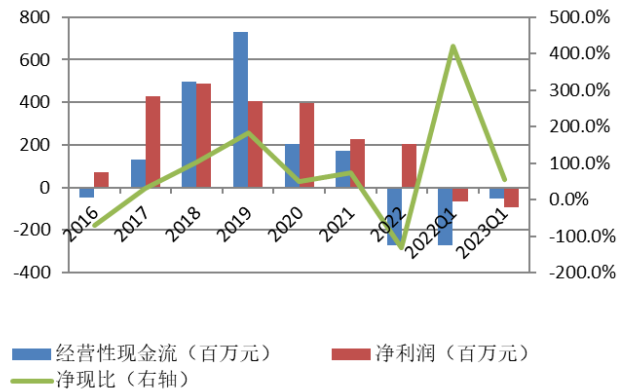
2022 年, 由于疫情管控放开带来感染, 公司短期回款情况受到了较大的负面影响, 年底应收账款 27.47 亿元, 较上年末增长了 7.49 亿元, 导致经营性现金流-2.71 亿元。此外, 2022 年公司有 1.06 亿贷款以客户的保理业务方式进行了回款, 但是会计上计入公司的短期借款项目类别中, 筹资活动现金流金额相应增加。如果除去这一笔回款资金, 公司应收账款为 26.41 亿元, 经营性现金流量为-1.65 亿元。

图 14: 2016-2023Q1 公司应收账款及其周转率



资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 2016-2023Q1 公司经营性现金流及净现比



资料来源: Wind, 中原证券

2023Q1 来看, 公司经营性现金流-0.50 亿元, 明显好于同期净利润-0.91 亿元, 同时明显好于上年同期-2.73 亿元水平。

后续来看, 公司回款和现金流管理工作还有待持续加强。

2. 2023 年蓄势待发

2.1. 公司过去几年报表隐藏了网安业务的真实成长性

2023 年公司目标为收入增长 30%。单从报表情况其实隐藏了公司网络安全业务的真是成长性，从过去 3 年来看，对报表和公司基本面影响较大的因素包括：

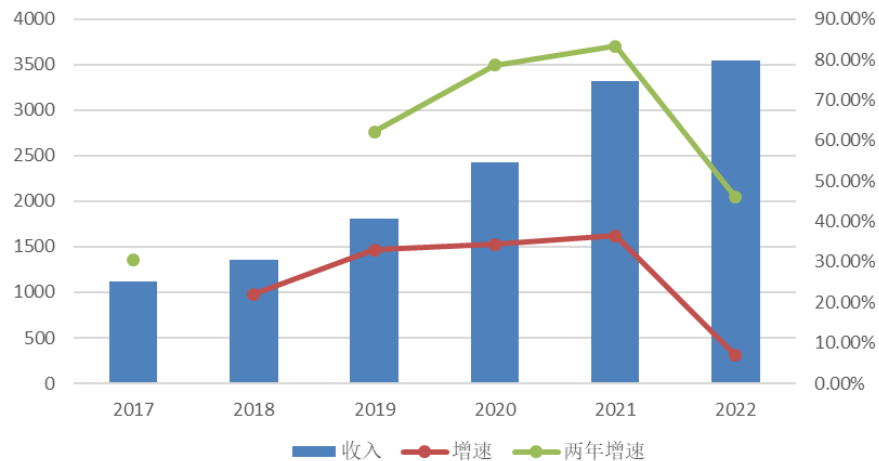
(1) 2020 年，公司在 9 月剥离了电缆业务，收入下滑明显；

(2) 2021 年，4 月剥离了从事低端系统集成业务的同天科技，Q4 原材料短缺和会计确认问题影响收入延后确认 2 亿元；

(3) 2022 年，受到疫情管控影响收入增速下滑。

在剥离了同天科技和电缆业务的以后，我们可以看到公司近几年的成长性其实是非常优异的，随着原材料短缺、疫情管控这类短期和阶段性影响因素的消失，我们认为 2023 年公司的基本面也将持续恢复。30% 的增长目标也彰显出了公司对 2023 年加快发展的信心和决心。

图 16: 2013-2022 公司网络安全（去除同天科技）收入及其增速



资料来源：Wind，中原证券

2.2. 2023Q1 财报来看，公司业务恢复的趋势明显

从 2013Q1 的情况来看，公司收入 4.69 亿元，同比增长 23.81%；净利润亏损 0.91 亿元，同比下滑 40.96%；扣非净利润亏损 0.97 亿元，同比下滑 35.65%。

与同行对比来看，由于公司 2022Q1 业绩增长突出，在高基数的影响下，2023Q1 仍然保持了较高的收入增速水平。但是由于低毛利业务占比的提升，Q1 公司毛利率下滑了，净利润有一定下滑。未来几个季度随着基数的变化，我们认为公司的收入和利润增速水平都将进一步提升。

表 2: 综合安全厂商 2023Q1 业绩增速对比（亿元）

公司	2023Q1					2022Q1				员工增速	
	收入	收入增速	净利润	净利润增速	毛利率	收入增速	净利润	净利润增速	毛利率	2022	2021

亚信安全	2.4	-17%	0.95	-21%	60%	10%	-0.8	-6824%	49%	1%	26%
迪普科技	2.3	8%	0.33	-28%	70%	10%	0.45	-3%	68%	10%	5%
绿盟科技	3.3	0.8%	0.28	-92%	63%	35%	-1.1	-152%	63%	9%	30%
安博通	0.52	-2%	-0.46	-106%	54%	20%	-0.2	-690%	51%	45%	57%
启明星辰	7.9	40%	-0.66	33%	51%	12%	-1.0	-29%	68.5%	5%	22%
山石网科	1.4	-0.1%	-0.87	-22%	67%	53%	-0.7	14%	61.7%	16%	34%
天融信	4.7	24%	-0.91	-41%	45%	43%	-0.6	32%	67.6%	4%	17%
安恒信息	3.4	44%	-1.9	0.4%	56%	27%	-2.0	-50%	51%	20%	33%
深信服	12	6%	-4.1	20%	62%	5%	-5.2	-439%	59%	3%	18%
奇安信	9.3	40%	-5.3	-11%	58%	45%	-6.0	-10%	59%	3%	24%

资料来源：上市公司公告，中原证券

2.3. 2023 年公司的业务增长点

在 2023 年，公司的业务也有非常多增长点：

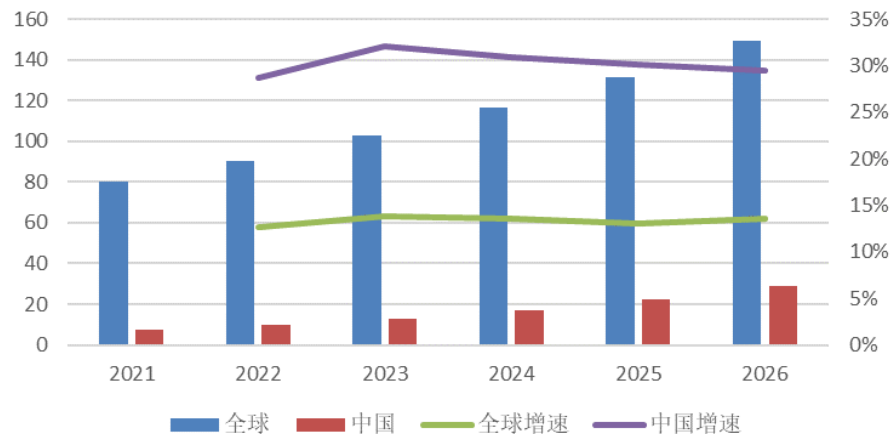
(1) 云计算业务：ChatGPT 带来人工智能的变革，也将进一步推动下游在云计算基础设施的建设。同时，随着公司在云计算领域的业务体量的持续提升，对整体收入贡献也将进一步增大。

(2) 渠道业务：近几年几大老牌网络安全企业都在积极进行渠道业务拓展，我们认为公司在渠道业务上突破是较为突出的，这也成为了公司业务增长的一个新的增量。

(3) 信创业务：随着中美在科技领域脱钩趋势的日益明显，信创覆盖的领域和产品持续扩大。在 2023 年及今后的几年中，信创需求有望持续提升。

(4) 数据安全业务：随着年初数据安全相关政策的发布和数据要素市场的快速成长，数据安全将步入快速发展期，也成为行业主要厂商争相布局的赛道。

图 17：全球数据安全市场投资预测（亿美元）



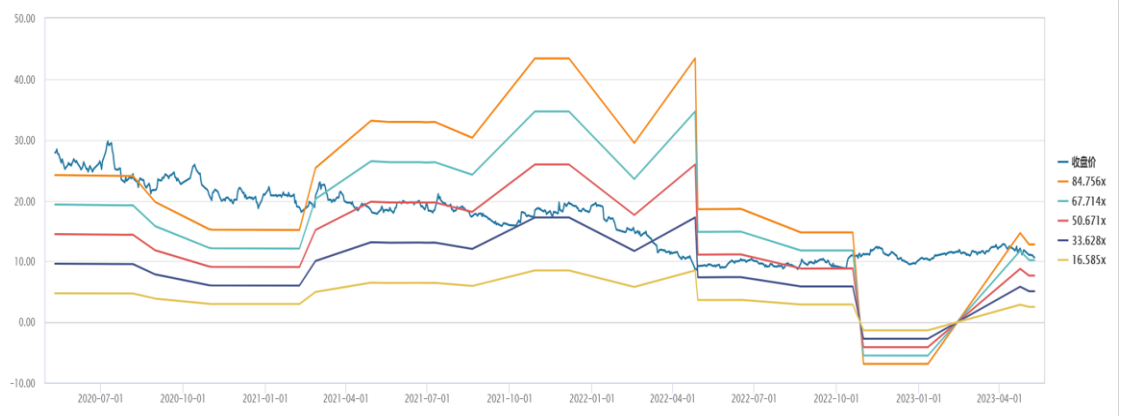
资料来源：IDC，中原证券

IDC 预计 2023 年中国网络安全硬件市场同比增速 17.8%，由于公司在多个未来具备成长性的赛道上都进行了早期的投入，头部优势明显，因而我们认为公司能取得较行业整体增速更优的收入增长水平。

3. 投资建议

维持对公司“买入”的投资评级。公司经过过去几年较大的研发投入，在一些主要的新产品赛道都颇具优势，有望随着行业复苏和新赛道需求的释放，实现较好的业绩表现。预计 23-25 年公司 EPS 分别为 0.40 元、0.58 元、0.73 元，按 5 月 11 日收盘价 10.47 元计算，对应 PE 为 26.36 倍、18.06 倍、14.33 倍。

图 18：公司 PE/PB-Band



资料来源：Wind，中原证券

4. 风险提示

行业竞争加剧；经济形势影响政府财政预算；股东方股权问题解决对股价的干扰。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4657	4843	6085	7397	9134
现金	914	918	1150	1323	1703
应收票据及应收账款	2214	2750	2532	4044	4005
其他应收款	906	485	1321	927	1824
预付账款	28	20	42	35	59
存货	509	573	944	971	1447
其他流动资产	86	97	97	97	97
非流动资产	6939	7143	7084	6981	6879
长期投资	636	514	377	239	104
固定资产	228	442	537	593	659
无形资产	850	1028	1010	978	932
其他非流动资产	5225	5159	5160	5171	5184
资产总计	11596	11986	13169	14378	16014
流动负债	1997	2000	2715	3260	4058
短期借款	0	105	0	0	0
应付票据及应付账款	951	946	1305	1624	1988
其他流动负债	1046	949	1410	1635	2070
非流动负债	121	205	205	205	205
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	121	205	205	205	205
负债合计	2117	2205	2920	3465	4263
少数股东权益	2	2	-0	-5	-12
股本	1186	1185	1185	1185	1185
资本公积	6348	6446	6446	6446	6446
留存收益	2762	2944	3386	4021	4832
归属母公司股东权益	9477	9779	10249	10919	11762
负债和股东权益	11596	11986	13169	14378	16014

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	170	-271	431	225	452
净利润	226	205	468	682	859
折旧摊销	149	220	202	232	262
财务费用	-8	-1	-10	-15	-19
投资损失	-17	-23	-32	-42	-58
营运资金变动	-382	-829	-155	-594	-559
其他经营现金流	201	158	-41	-37	-33
投资活动现金流	-99	184	-70	-50	-70
资本支出	519	465	78	35	33
长期投资	715	627	136	136	135
其他投资现金流	1135	1275	144	121	99
筹资活动现金流	-547	71	-130	-2	-3
短期借款	0	105	-105	0	0
长期借款	-14	0	0	-0	-0
普通股增加	14	-1	0	0	0
资本公积增加	297	98	0	0	0
其他筹资现金流	-843	-131	-25	-2	-3
现金净增加额	-476	-16	232	173	379

资料来源: Wind, 中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3352	3543	4599	5726	7008
营业成本	1360	1427	2000	2525	3189
营业税金及附加	35	27	36	44	54
营业费用	719	812	934	1074	1235
管理费用	337	322	322	354	408
研发费用	803	821	919	1103	1323
财务费用	-8	-1	-10	-15	-19
资产减值损失	-4	-10	-13	-16	-19
其他收益	211	135	176	219	268
公允价值变动收益	53	0	41	37	33
投资净收益	17	23	32	42	58
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	280	245	583	859	1046
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	21	0	8	9	9
利润总额	261	246	577	851	1038
所得税	35	41	109	170	178
净利润	226	205	468	682	859
少数股东损益	-4	0	-2	-5	-6
归属母公司净利润	230	205	471	687	866
EBITDA	401	463	767	1066	1279
EPS (元)	0.19	0.17	0.40	0.58	0.73

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	-41.2	5.7	29.8	24.5	22.4
营业利润 (%)	-51.6	-12.5	138.1	47.2	21.8
归属母公司净利润 (%)	-42.5	-10.8	129.4	46.0	26.0
获利能力					
毛利率 (%)	59.4	59.7	56.5	55.9	54.5
净利率 (%)	6.9	5.8	10.2	12.0	12.4
ROE (%)	2.4	2.1	4.6	6.2	7.3
ROIC	2.3	2.0	4.4	6.0	7.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.3	18.4	22.2	24.1	26.6
净负债比率 (%)	-8.3	-5.9	-9.3	-10.3	-12.8
流动比率	2.3	2.4	2.2	2.3	2.3
速动比率	2.0	2.1	1.8	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	1.7	1.4	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	1.7	1.5	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.17	0.40	0.58	0.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	0.09	0.36	0.19	0.38
每股净资产 (最新摊薄)	8.00	8.25	8.65	9.22	9.93
估值比率					
P/E	53.94	60.49	26.36	18.06	14.33
P/B	1.31	1.27	1.21	1.14	1.05
EV/EBITDA	28.94	25.54	14.92	10.58	8.52

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。