

首次覆盖
投资评级 优于大市

医用敷料龙头，三管齐下保增长

股票数据

07月01日收盘价(元)	28.80
52周股价波动(元)	19.06-60.81
总股本/流通A股(百万股)	633/224
总市值/流通市值(百万元)	18238/6437

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	23.7	36.2	26.8
相对涨幅(%)	16.7	27.7	11.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 钮宇鸣

Tel: (021) 23219420

Email: ymniu@htsec.com

证书: S0850511010040

联系人: 王园沁

Tel: 02123154123

Email: wyq12745@htsec.com

投资要点:

- 国内最大医用敷料出口生产商，88%外销。**2019年度，公司境外业务收入20.80亿元，占比88%，同比增长15.52%；毛利率36.17%，同比增长2.77%。公司产品销往美国、加拿大、德国、日本等多个国家和地区，海外客户主要包括Medline、Dukal、Hartmann、Lohmann & Rauscher、Medicom、Johnson & Johnson等知名企业。公司行业龙头地位稳固，医用敷料产品出口额连续十一年行业第一。
- 拥有完整产业链，自动化水平高。**公司拥有国际先进水平的生产线，形成了从基材生产到产品深加工、包装、灭菌、检测等贯穿所有生产环节的完整产业链。2019年，公司依照智能化、信息化、自动化理念设计并运作的年产“60万锭医用棉纱、12亿平方米医用纱布”的募投项目和“医用卫生非织造制品生产建设项目”均已完成并投入量产，为公司带来盈利增长。未来，公司将陆续对现有的其他生产项目、管理项目进行技术改造与升级。
- 2020Q1收入利润双增长，龙头地位稳固。**由于新冠肺炎疫情带来对防护用品需求激增，2019年公司募投项目投产，2020Q1公司收入同比增长16%；净利润同比增长65%，基本面持续向好，行业龙头地位稳固，医用敷料产品出口额连续十一年行业第一。
- 公司处于成长中早期，三大业务可齐保增长：国际医疗、国内医疗、消费品。**国际医疗方面，公司是国内最大的医用敷料出口企业，客户资源优异，龙头地位稳固；国内医疗方面，2019年以来公司发展国内多家大型医院作为下游客户，同时通过和国药集团的投资合作持续挖掘国内市场，增速较快；消费品方面，公司“尚棉纪”、“安织爱”等业务线已向市场推出产品，入驻天猫、京东，在产品质量优势基础上引入医护品质的理念，深受消费者好评。
- 行业集中度提高，头部企业持续受益。**2019年共6437家企业出口医用敷料，其中出口金额超千万的约50家，超5000万的有6家。前100强企业累计出口17.16亿美元同比增加5.73%，市场的集中程度有进一步提高。我们认为，未来行业集中度还将进一步提升，头部企业如奥美医疗将持续受益。
- 盈利预测及估值。**我们看好公司的行业龙头地位，预测2020-2022年EPS分别为0.61元、0.73元和0.78元，给予公司2020年52-54倍PE估值，对应合理价值区间31.72元-32.94元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**宏观经济波动风险，国际环境波动风险，疫情风险，国内市场不及预期，消费产品销售不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2028	2352	2997	3614	4277
(+/-)YoY(%)	18.5%	16.0%	27.4%	20.6%	18.3%
净利润(百万元)	228	326	386	461	493
(+/-)YoY(%)	-2.5%	43.0%	18.6%	19.3%	7.0%
全面摊薄EPS(元)	0.36	0.51	0.61	0.73	0.78
毛利率(%)	31.4%	33.9%	31.9%	32.1%	30.9%
净资产收益率(%)	17.4%	15.9%	14.9%	14.6%	13.2%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内最大医用敷料出口生产商	5
1.1.1 88%产品销往国外，自动化全产业链生产	5
1.2 2020Q1 归母净利润高增，连续十一年出口第一	6
2. 龙头企业优势显著，国内市场迅速扩张	7
2.1 产业链：上游棉花优先进口，下游需求扩张拉动行业	7
2.2 竞争格局：第一梯队三家企业，奥美为最大出口生产商	8
2.3 发展趋势：行业集中度持续提升，内外需求将趋于平衡	9
3. 公司增长亮点：成长中早期，三大业务战略促发展	9
3.1 扩产产品品类，消费、医疗双管齐下	10
3.2 发展国内市场，品牌自营+国药合作初见成效	10
3.3 市场集中度提高，头部企业更受益	10
3.4 全球防疫增加医用防护用品储备需求	10
3.5 产品刚需，汇兑损益低，海外市场风险小	11
4. 盈利预测与估值	11
5. 风险提示	12
财务报表分析和预测	13

图目录

图 1	公司各业务板块产品分类.....	5
图 2	2015-2019 年公司各业务收入(亿元).....	5
图 3	2015-2020Q1 年国外收入及其增速.....	6
图 4	2015-2019 年国内外收入占比(%).....	6
图 5	公司拥有完整产业链,生产自动化程度高.....	6
图 6	2016-2020Q1 营业收入及其增速.....	7
图 7	2016-2020Q1 归母净利润及其增速.....	7
图 8	2017-2020Q1 公司利润率变化.....	7
图 9	2017-2020Q1 公司及其竞争对手净利率对比(%).....	7
图 10	公司产业链上下游情况.....	8
图 11	2015-2018 前三季度公司棉花、粘胶、涤纶、包装材料费用占产品成本的比例(%) 8	
图 12	2016-2019 年三家企业的应收账款金额对比(亿元).....	9
图 13	天猫尚棉纪官方旗舰店.....	10
图 14	京东安织爱官方旗舰店.....	10
图 15	2017-2019 年公司汇兑损益情况.....	11

表目录

表 1	2017-2019 年我国医用敷料出口企业前 5 名	9
表 2	公司营业收入及成本预测.....	12
表 3	可比公司估值表	12

1. 国内最大医用敷料出口生产商

1.1.1 88%产品销往国外，自动化全产业链生产

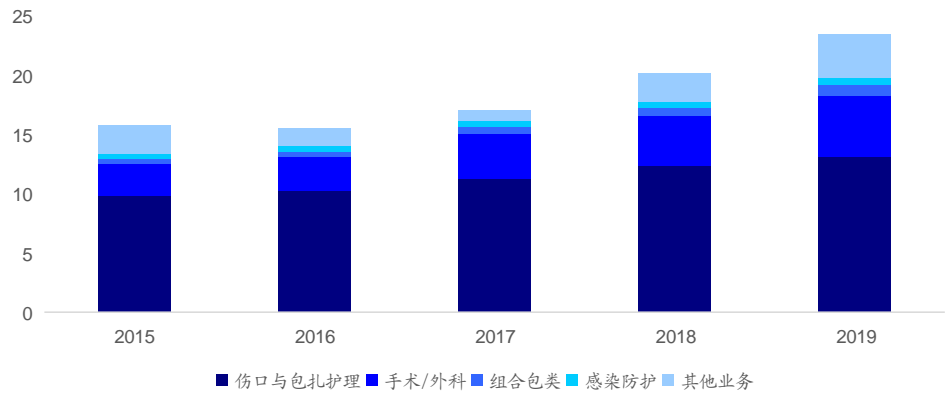
国内最大医用敷料出口生产商。奥美医疗成立于 1997 年，产品根据使用用途可以分为伤口与包扎护理类、手术/外科类、感染防护类、组合包类四大系列。截至目前，公司已形成了贯穿基材生产到产品深加工、包装、灭菌、检测等所有生产环节的完整产业链，具备较为突出的智能化、信息化、自动化、规模化生产优势，是国内最大的医用敷料出口生产厂商。

图1 公司各业务板块产品分类



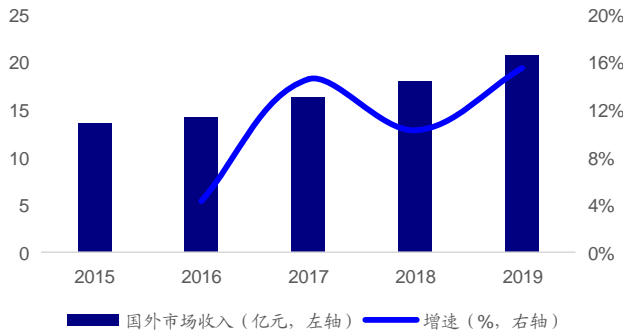
资料来源：公司官网，海通证券研究所

图2 2015-2019 年公司各业务收入 (亿元)

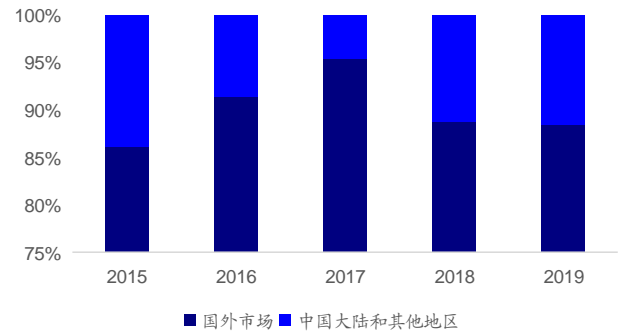


资料来源：wind，海通证券研究所

88%产品销往国外，是欧美市场主力军。医用敷料产品主要用于出口，销往美国、加拿大、德国、日本等多个国家和地区，海外客户主要为国际知名品牌商，并已建立了长期而稳定的合作关系，覆盖的客户包括 Medline、Dukal、Hartmann、Lohmann & Rauscher、Medicom、Johnson & Johnson 等知名企业。2019 年度，公司境外业务收入 20.80 亿元，占比 88%，同比增长 15.52%；毛利率 36.17%，同比增长 2.77%。公司主要市场在欧美，而除这些传统市场外，2019 年公司加大对新兴市场如中东市场、亚太市场、非洲市场的开发，且均取得了一定成效。

图3 2015-2020Q1 年国外收入及其增速


资料来源: wind, 海通证券研究所

图4 2015-2019 年国内外收入占比 (%)


资料来源: wind, 海通证券研究所

公司是行业内少数拥有完整产业链，且自动化水平较高的企业之一。公司打造了系统的、符合行业特点的、具有国际先进水平的生产线，形成从基材生产（如纺纱、织布、脱漂）到深加工、包装、灭菌、检测等贯穿所有生产环节的完整产业链。公司一方面引进国外先进成套生产设备，另一方面加大专用设备的自主开发，并持续推进设备及工艺的升级，整合完成产业链各生产环节的设备自动化、智能化与一体化。公司目前拥有 3 个大型生产基地和 4000 多名员工，规模化、自动化生产优势显著。

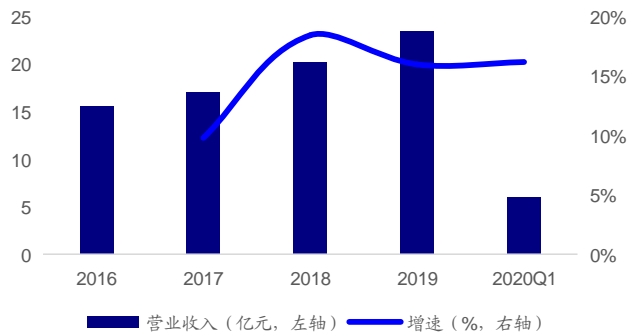
此外，公司依照智能化、信息化、自动化理念设计并运作的募投项目“新疆奥美医用纺织品有限公司年产 60 万锭医用棉纱、12 亿平方米医用纱布项目”、“医用卫生非织造制品生产建设项目”均已在 2019 年完成并开始投入生产，公司还将陆续对现有的其他生产项目、管理项目进行技术改造与升级。

图5 公司拥有完整产业链，生产自动化程度高

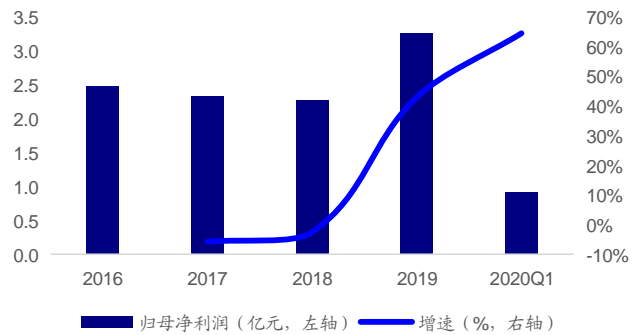

资料来源: 公司 2019 年报、公司官网, 海通证券研究所

1.2 2020Q1 归母净利润高增，连续十一年出口第一

收入利润双增长，龙头地位稳固。公司 2020Q1 实现营业总收入 5.98 亿元，同比增长 16%；归属于上市公司股东的净利润 0.91 亿元，同比增长 65%。我们认为收入利润双增长的原因主要为：1) 受新冠肺炎疫情影响，市场上口罩等防护用品出现短缺，公司第一季度主动扩产；2) 2019 年，新疆奥美“60 万锭医用棉纱及 12 亿平米医用纱布项目”正式投产，2019 年末“医用非织造制品项目”试产，大幅提升公司生产能力。2019 年，公司多个产品品类均实现销售额、毛利率同步增长的态势，基本面持续向好，行业龙头地位稳固：根据 2019 年报援引医保商会统计数据，截至 2019 年，公司医用敷料产品出口额已连续十一年位列行业第一。

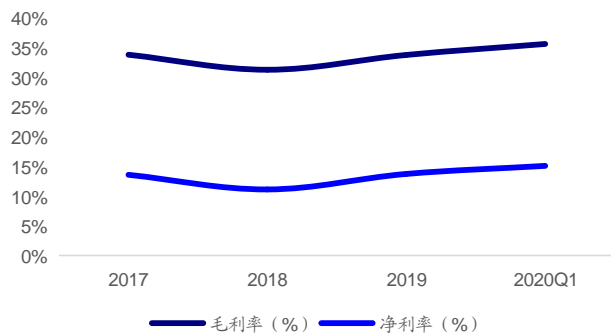
图6 2016-2020Q1 营业收入及其增速


资料来源: wind, 海通证券研究所

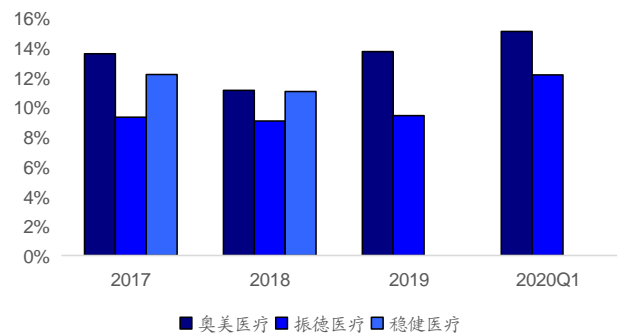
图7 2016-2020Q1 归母净利润及其增速


资料来源: wind, 海通证券研究所

公司利润空间稳定可观。从利润率来看,公司自2016年以后毛利率维持在31%-36%之间,净利率维持在11%-15%之间,明显高于同行业振德医疗、稳健医疗的净利率。主要原因在于外销方面,公司主要根据境外品牌商提供的技术规范和质量标准进行贴牌生产,而境外品牌商以其自有品牌或代理品牌负责国际市场的渠道销售。双方合作关系长期稳定,可通过协议保障双方均有较合理的利润空间。此外,公司拥有完整产业链和先进的自动化生产流程,进一步降低费用,增厚利润。

图8 2017-2020Q1 公司利润率变化


资料来源: wind, 海通证券研究所

图9 2017-2020Q1 公司及其竞争对手净利率对比 (%)


资料来源: wind, 海通证券研究所

新冠病毒疫情的蔓延导致全球范围内口罩需求快速扩张。自2019年12月底以来,新型冠状病毒感染的肺炎疫情暴发,奥美医疗作为湖北当地上市公司,快速响应,董事长率领多位高管全程坐镇,赴枝江等地组织协调生产。为抗击疫情,公司取消防护用品生产、采购等相关部门的春节假期,从1月19日开始,快速恢复与扩大防护用品的生产,在湖北省抗疫关键期,供应了全省三分之二的N95医用防护口罩和五分之二的外科口罩。而2020年3月下旬起,虽然国内疫情逐步开始缓解,但国外疫情持续发酵,公司凭借以往的出口优势,保持口罩等防护用品满产并扩大产能,并陆续出口美国、德国、波兰、法国、加拿大等多个国家或地区。

2. 龙头企业优势显著,国内市场迅速扩张

2.1 产业链: 上游棉花优先进口,下游需求扩张拉动行业

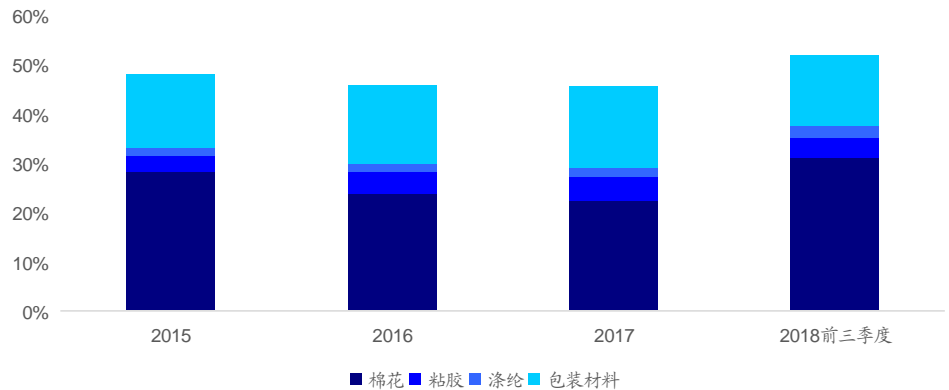
上游棉花主要选择美棉。公司直接材料的成本占比约为63%,其主要原材料为棉花等大宗商品。其中,棉花供应主要选择进口,公司每年棉花在单位产品成本中占比普遍在20%-31%之间,对成本的影响较大。国内棉花产量无法满足国内需求量,如2017年国内棉花总产量仅为420万吨,而总需求量高达710万吨。我们预计随着公司募投项目新疆奥美的投产,公司或将加大国内棉花尤其是新疆棉的用量。

下游医疗发展拉动行业需求。公司下游是大型医用敷料品牌商或生产商,品牌商及生产商将产品进一步提供给各级医院、社区诊所、OTC药店及其他医疗机构。目前,我

国是全球医用敷料的生产基地，主要为欧美发达国家提供代工生产服务。欧美市场的需求较为稳定，而近年来，亚洲及中东市场的需求逐步提升，随着我国老龄化进程的加速，人民生活水平的提高，卫生机构的数量增加，以及医保覆盖人群比例的扩大，下游医疗卫生机构对医疗卫生纺织产品需求持续增长。

图10 公司产业链上下游情况


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图11 2015-2018 前三季度公司棉花、粘胶、涤纶、包装材料费用占产品成本的比例 (%)


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2.2 竞争格局：第一梯队三家企业，奥美为最大出口生产商

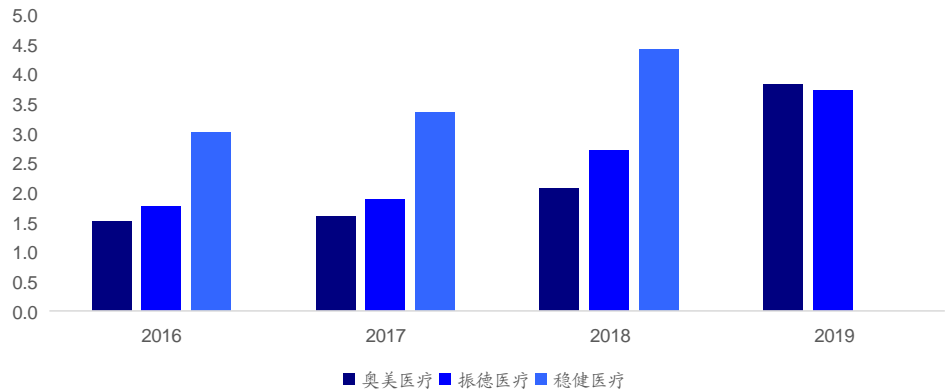
目前，奥美医疗、稳健医疗和振德医疗稳居我国医用敷料出口企业前三。其中，奥美医疗和振德医疗的业务均以出口为主，2019 年境外业务占比分别为 88%、67%，而稳健医疗 19H1 国外业务占比仅为 20%，以国内市场为主。根据奥美医疗 2019 年报援引 Freedonia 数据，预计 2020 年全球绷带和医用敷料市场规模可达 244 亿美元，2025 年可达 313 亿美元，复合增长率约为 5%。而根据振德医疗 2019 年报数据，我国医用敷料出口额已占据全球 20% 左右的市场份额，因此我们按 5% 的年增长率和 20% 的出口份额估算 2019 年全球市场规模 232 亿美元，我国出口规模约为 4648 百万美元。奥美医疗、稳健医疗 2019 年境外收入分别为 298 百万美元、180 百万美元，出口市场占比分别为 6% 和 4%。

表 1 2017-2019 年我国医用敷料出口企业前 5 名

2017 年		2018 年		2019 年	
排名	企业名称	排名	企业名称	排名	企业名称
1	奥美医疗用品股份有限公司	1	奥美医疗用品股份有限公司	1	奥美医疗用品股份有限公司
2	稳健医疗用品股份有限公司	2	稳健医疗用品股份有限公司	2	稳健医疗用品股份有限公司
3	振德医疗用品股份有限公司	3	振德医疗用品股份有限公司	3	振德医疗用品股份有限公司
4	合肥普尔德医疗用品有限公司	4	合肥普尔德医疗用品有限公司	4	施洁医疗技术(上海)有限公司
5	施洁医疗技术(上海)有限公司	5	施洁医疗技术(上海)有限公司	5	合肥普尔德医疗用品有限公司

资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

与稳健医疗、振德医疗相比，奥美医疗的应收账款结构优于其他两家企业，我们认为部分原因在于国内外市场的付款方式不同。国外销售通常账期为 15 天-90 天，但国内销售通常产生较多应收账款，且账龄相对较长。奥美医疗的出口占比最高，振德医疗其次，因此三家企业应收账款为稳健>振德>奥美。

图 12 2016-2019 年三家企业的应收账款金额对比 (亿元)


资料来源：wind，海通证券研究所

2.3 发展趋势：行业集中度持续提升，内外需求将趋于平衡

市场集中度提高，头部企业优势显著。根据年报援引中国医药保健品进出口商会数据，2019 年总计 6437 家企业出口医用敷料，其中出口金额超千万的约 50 家，出口金额超 5000 万的有 6 家企业。前 100 强企业累计出口 17.16 亿美元，较 2018 年增加 9302 万美元，同比增加 5.73%，高于全行业出口金额同比增速，表明市场的集中程度有进一步提高。

医用敷料市场内外需求将趋于平衡。我国是全球医用敷料的生产基地，根据 2019 年报援引中国医药保健品进出口商会数据，2015 年欧洲医用敷料产能外包比例已达 90% 左右，美国产能外包约为 60%。目前我国医用敷料仍以出口为主，但随着国内需求扩大，以及具有较低劳动力成本的东盟国家如越南、泰国等介入国际传统医用敷料市场，许多企业将视野重新转回本土市场，通过平衡国内销售量和海外市场出口量来防范和化解海外市场波动风险。同时，我国医疗体制改革的深入、医疗器械监管体系的建立和医用敷料行业标准的不断完善，也为目前仍以出口为主的企业特别是业内领先企业进入国内市场创造有利的条件。

3. 公司增长亮点：成长中早期，三大业务战略促发展

我们认为，公司未来可坚持三大业务战略，三管齐下保业绩增长：**国际医疗、国内医疗、消费品**。国际医疗方面，公司是国内最大的医用敷料出口企业，客户资源优异，

龙头企业地位稳固；国内医疗方面，2019-2020 年公司发展国内多家大型医院作为下游客户，同时通过和国药集团的投资合作持续挖掘国内市场，增速较快；消费品方面，公司“尚棉纪”、“安织爱”等业务线已向市场推出产品，入驻天猫、京东，在产品质量优势的基础上引入医护品质的理念，深受消费者好评。未来，我们认为公司可继续坚持三大业务战略，协同发展，提升品牌竞争力和市占率。

3.1 扩产产品品类，消费、医疗双管齐下

公司在原有医疗防护产品的基础上，又发展了母婴、女性护理类的产品。女性护理、母婴用品对于原材料质量、无菌低敏等特性有严格的要求，与公司所从事的医疗器械行业相契合。公司深耕医用纺织制品、医用无纺制品二十余年，在高端纺织产品、无纺布产品领域拥有质量优势。目前消费品业务由全资子公司奥美生活运营，传承了奥美医疗的质量体系，将医护品质的理念引入消费品领域，形成产品独特的竞争优势。2019 年，公司陆续建立起消费品业务线“尚棉纪”、“安织爱”等品牌，并逐步向市场推出产品。目前推出的主要产品包括柔棉纸巾、卫生湿巾、纸尿裤等，在天猫、京东上均有旗舰店销售。

图13 天猫尚棉纪官方旗舰店



资料来源：天猫尚棉纪旗舰店官网，海通证券研究所

图14 京东安织爱官方旗舰店



资料来源：京东安织爱旗舰店官网，海通证券研究所

3.2 发展国内市场，品牌自营+国药合作初见成效

自营品牌+国药合作，国内市场初见成效。2019 年，公司国内业务收入 2.73 亿元，同比增长 20.05%，毛利率提升 1.52%。2019 年，公司营销重点主要在湖北、北京、深圳、浙江等地，截至 2020 年 5 月，公司客户已涵盖北京 301 医院、中日友好医院、武汉协和、武汉同济、浙大医一附等医院，以及湖北省内多家医院。此外，公司与国药器械合作，将合资成立国药集团奥美（湖北）医疗有限公司，进一步打入国内市场。

3.3 市场集中度提高，头部企业更受益

行业仍有整合空间，头部企业受益。过去我国医用敷料行业准入门槛较低，主要原因是相关行业标准的滞后和限制。我们认为，未来行业集中度还将进一步提升，头部企业如奥美医疗将持续受益，原因主要包括：1) 随着行业标准不断完善以及行业监管体系的建立，行业准入门槛提高，同时劣势企业将被淘汰；2) 国内劳动力成本、运输成本攀升，行业利润空间被压缩，而头部企业拥有规模化生产优势，可有效控制成本，占领市场高地；3) 随着行业发展，新型高端敷料需求将持续扩张，而高端敷料的研发和临床试验需要投入大量的人力、物力和财力，进一步提高技术和资金门槛。

3.4 全球防疫增加医用防护用品储备需求

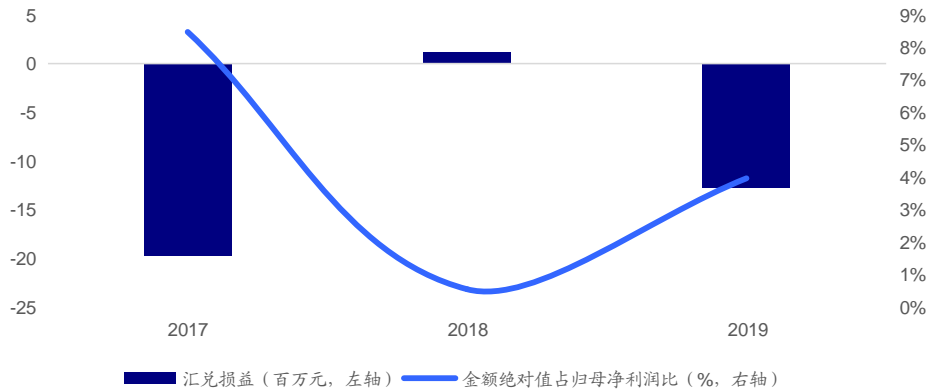
疫情扩张医用防护用品储备需求。一方面，我们认为，即使疫情平复，消费者平时的防疫意识也将有大幅加强，全球范围内医用防护用品储备需求将有所提升，国内外的市场空间将有进一步增长。另一方面，奥美医疗募投项目已在 2019 年完成并开始投产，2020 年 4 月投资 10 亿元的奥美医疗疾控防护用品生产基地项目预计于 2021 年投产，产能将得到进一步提升。公司拥有产品质量优势和多年积累下来的渠道优势，我们认为

即使疫情过后行业整体的产能扩张将加剧竞争，公司作为细分领域的龙头企业，所受波及也相对较小。

3.5 产品刚需，汇兑损益低，海外市场风险小

汇兑损益比例较低，汇率风险较小。尽管公司外销收入占比近九成，但 2018 年、2019 年公司汇兑损益仅为 116 万元和 -1286 万元（负数为汇兑收益），其绝对值分别占当年归母净利润的 1% 和 4%，影响较小。此外，公司的大部分产品为刚需品，疫情期间除小部分零售和外科类防护用品外，大部分产品销量也呈现上升的趋势，海外市场的风险波动对公司经营和业绩的影响整体较小。

图15 2017-2019 年公司汇兑损益情况



资料来源：公司 2018 年、2019 年年报，海通证券研究所

4. 盈利预测与估值

估值关键假设：

伤口与包扎护理业务：我们预测 2020 年该业务受疫情影响较大，收入增速有较大提高，将在前两年平均增速的基础上提升 20pct 至 28%；而 2021-2022 年疫情逐渐平复，收入逐步恢复到 2018-2019 年的平均增速，分别为 15% 和 8%。

手术/外科业务：我们预测 2020 年该业务受疫情和公司主动扩产的影响，收入增长加速，但疫情对此类产品的影响较护理业务更小，2020 年收入增速将在前两年平均增速的基础上提升 10pct 至 26%，2021 年开始恢复到疫情前的平均水平。2021-2022 年收入增幅分别为 16% 和 16%。

其他业务：对于其他类医用产品（包括组合包类和防护感染类）部分，我们预测 2020-2022 年收入维持 2019 年增速，均为 48%；其他非主营业务的收入占比较小，且近两年的收入基本稳定，因此我们预测 2020-2022 年收入仍将维持 2018-2019 年的平均水平，分别为 1.27 亿元、1.35 亿元和 1.4 亿元。

公司 2017-2019 年的毛利率分别为 34%、31% 和 34%，每年的变动幅度不大，我们预计 2020-2022 年公司毛利率维持在 31%-32%。

表 2 公司营业收入及成本预测

项目	2020E	2021E	2022E
伤口与包扎护理			
收入 (亿元)	16.86	19.33	20.86
收入增速 (%)	28%	15%	8%
成本 (亿元)	10.49	11.85	12.89
毛利 (亿元)	6.37	7.47	7.97
毛利率 (%)	38%	39%	38%
手术/外科			
收入 (亿元)	6.44	7.45	8.63
收入增速 (%)	26%	16%	16%
成本 (亿元)	4.82	5.53	6.44
毛利 (亿元)	1.61	1.92	2.19
毛利率 (%)	25%	26%	25%
其他医用产品			
收入 (亿元)	5.40	8.00	11.87
收入增速 (%)	48%	48%	48%
成本 (亿元)	4.27	6.28	9.36
毛利 (亿元)	1.13	1.72	2.52
毛利率 (%)	21%	22%	21%
其他非主营业务			
收入 (亿元)	1.27	1.35	1.40
收入增速 (%)	-20%	6%	4%
成本 (亿元)	0.82	0.86	0.89
毛利 (亿元)	0.46	0.50	0.51
毛利率 (%)	36%	37%	36%

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们看好公司的行业龙头地位, 预测 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61 元、0.73 元和 0.78 元, 给予公司 2020 年 52-54 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 31.72 元-32.94 元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
300760	迈瑞医疗	3,628.84	3.85	4.73	5.73	47.25	63.1	52.1	17.9	15.4
300677	英科医疗	269.65	0.89	1.92	2.40	18.64	63.9	51.0	8.8	14.6
002223	鱼跃医疗	359.99	0.75	1.13	1.23	27.09	31.9	29.3	6.2	5.1
	均值		1.8	2.6	3.1	31.0	53.0	44.1	11.0	11.7

注: 收盘价为 2020 年 7 月 1 日价格, EPS 为 wind 一致预期
资料来源: wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

宏观经济波动风险, 国际环境波动风险, 疫情风险, 国内市场不及预期, 消费产品销售不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2352	2997	3614	4277
每股收益	0.51	0.61	0.73	0.78	营业成本	1555	2040	2452	2957
每股净资产	3.24	4.10	5.00	5.92	毛利率%	33.9%	31.9%	32.1%	30.9%
每股经营现金流	0.43	0.64	0.52	0.59	营业税金及附加	21	27	35	39
每股股利	0.00	0.37	0.44	0.47	营业税金率%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	130	164	199	235
P/E	55.16	46.50	38.98	36.43	营业费用率%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
P/B	8.76	6.92	5.68	4.79	管理费用	230	284	342	407
P/S	5.09	6.00	4.97	4.20	管理费用率%	9.8%	9.5%	9.5%	9.5%
EV/EBITDA	19.12	28.17	29.33	27.40	EBIT	357	406	494	530
股息率%	0.0%	1.3%	1.5%	1.6%	财务费用	29	31	47	66
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.2%	1.0%	1.3%	1.6%
毛利率	33.9%	31.9%	32.1%	30.9%	资产减值损失	-17	-11	-14	-15
净利润率	13.8%	12.9%	12.8%	11.5%	投资收益	13	3	9	11
净资产收益率	15.9%	14.9%	14.6%	13.2%	营业利润	391	442	536	569
资产回报率	10.3%	8.0%	8.4%	7.5%	营业外收支	4	0	1	2
投资回报率	11.1%	8.4%	8.7%	7.8%	利润总额	394	442	537	571
盈利增长 (%)					EBITDA	478	616	621	672
营业收入增长率	16.0%	27.4%	20.6%	18.3%	所得税	70	57	78	80
EBIT 增长率	31.6%	14.0%	21.6%	7.2%	有效所得税率%	17.7%	13.0%	14.6%	14.0%
净利润增长率	43.0%	18.6%	19.3%	7.0%	少数股东损益	-2	-2	-2	-3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	326	386	461	493
资产负债率	34.7%	46.0%	42.4%	42.8%					
流动比率	2.68	1.74	1.56	1.63	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.35	1.08	0.70	0.78	货币资金	243	900	100	300
现金比率	0.39	0.59	0.07	0.18	应收账款及应收票据	384	457	551	652
经营效率指标					存货	709	874	1064	1288
应收帐款周转天数	33.61	33.61	33.61	33.61	其它流动资产	328	409	483	544
存货周转天数	166.29	156.40	158.35	159.03	流动资产合计	1663	2640	2198	2784
总资产周转率	0.75	0.62	0.66	0.65	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.06	2.28	2.02	1.90	固定资产	1141	1315	1791	2251
					在建工程	75	600	1272	1297
					无形资产	161	147	129	113
					非流动资产合计	1492	2176	3304	3770
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3156	4816	5501	6555
净利润	326	386	461	493	短期借款	362	1152	994	1211
少数股东损益	-2	-2	-2	-3	应付票据及应付账款	108	160	185	226
非现金支出	139	220	141	157	预收账款	7	8	10	12
非经营收益	49	30	44	51	其它流动负债	144	193	221	257
营运资金变动	-239	-226	-316	-323	流动负债合计	620	1513	1411	1706
经营活动现金流	273	408	328	376	长期借款	187	411	635	809
资产	-232	-704	-860	-204	其它长期负债	289	289	289	289
投资	14	0	0	0	非流动负债合计	476	700	924	1098
其他	0	4	10	11	负债总计	1097	2214	2335	2805
投资活动现金流	-218	-700	-851	-193	实收资本	422	633	633	633
债权募资	1029	1014	66	391	归属于母公司所有者权益	2052	2597	3163	3750
股权募资	487	211	0	0	少数股东权益	7	6	3	1
其他	-1602	-276	-344	-374	负债和所有者权益合计	3156	4816	5501	6555
融资活动现金流	-86	949	-277	17					
现金净流量	-28	657	-800	200					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 蓝色光标,江山欧派,三角轮胎,汉威科技,三环集团,元隆雅图,共进股份,道恩股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 联系人
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com
 联系人
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队
深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com