

奥美医疗 (002950)

证券研究报告

2020年01月09日

一次性医用耗材领头羊，上市元年大放异彩

营收保持稳健增长，扣非后归属母公司净利润增长 56.03%

公司 2019 年前三季度，营业收入为 17.12 亿元，同比增长 18.22%；归属母公司股东净利润为 2.18 亿元，同比增长 54.66%；扣非后归属母公司股东净利润为 1.95 亿元，同比增长 56.03%。公司基本面持续向好，行业龙头地位稳固。2019 年上半年，公司医用敷料产品出口总额位列行业第一。

深耕美国市场，积极拓展新兴市场

公司一直持续聚焦和深耕美国市场，美国市场是公司重要的市场之一，公司与相关客户一直保持密切沟通，以求在美国市场开拓新的领域及扩大市场份额。公司受贸易战的影响小，2019 年上半年，公司在北美市场的营业收入约增长 20%左右。

在新兴国家市场的拓展方面，公司也取得了一定成效，以中东地区为例，2019 年度以来，公司在中东地区、南美地区、非洲地区等均实现销售收入增长。

医用敷料行业稳健增长

公司身处一次性医用耗材行业中的医用敷料行业，随着全球性的人口老龄化问题日益突出和由此带来的溃疡、褥疮等疾病病人的增长，及随着社会的进步和人们生活质量的提高，患者对伤口愈合、舒适度等要求也相应提高，全球医用敷料行业市场规模稳健增长。与此同时，公司对研发方面的投入也丝毫不曾懈怠，2019 年前三季度，公司研发费用投入 4494 万元，同比增长 49.13%，保证其行业领头羊的地位持续。

根据 Freedonia 的统计及预测，2015 年全球绷带及医用敷料市场规模达 188.4 亿美元，较 2010 年增长 30.65%。预计到 2020 年全球绷带及医用敷料市场规模将达到 244 亿美元，2025 年则可达 313 亿美元。

首次覆盖，给予“买入”评级

公司规模优势明显，有利于在全球的市场竞争中获得更大的市场份额，我们预计 19-21 年公司营收 24.33、29.20、35.04 亿元，净利润为 3.21、4.29、5.59 亿元，对应 EPS 为 0.76、1.02、1.33 元，PE 为 29、22、17 倍，选取相关的公司，2020E 平均估值约为 28.4x，考虑到公司竞争优势较为明显，同时具备规模化、自动化生产能力，2020 年给予 30X PE，对应目标价 30.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：外销收入占比较高的风险、原材料价格波动的风险、汇率波动风险、衍生工具基础资产价格波动风险等。

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	22.22 元
目标价格	30.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	422.18
流通 A 股股本(百万股)	48.00
A 股总市值(百万元)	9,380.77
流通 A 股市值(百万元)	1,066.56
每股净资产(元)	4.63
资产负债率(%)	37.51
一年内最高/最低(元)	38.38/13.24

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,711.12	2,027.51	2,433.01	2,919.62	3,503.54
增长率(%)	9.82	18.49	20.00	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	412.45	430.51	476.08	592.56	743.80
净利润(百万元)	233.73	227.78	321.36	429.37	559.49
增长率(%)	(5.80)	(2.55)	41.08	33.61	30.30
EPS(元/股)	0.55	0.54	0.76	1.02	1.33
市盈率(P/E)	40.13	41.18	29.19	21.85	16.77
市净率(P/B)	8.62	7.15	5.68	4.63	3.76
市销率(P/S)	5.48	4.63	3.86	3.21	2.68
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.16	15.77	12.27

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 奥美医疗——一次性医用耗材领头羊.....	3
1.1. 股权结构清晰.....	3
2. 经营状况稳定且逐步优化.....	3
3. 行业及竞争格局分析.....	5
3.1. 医用敷料市场规模稳健增长.....	5
3.2. 连续九年出口第一.....	6
4. 五大核心竞争力.....	6
4.1. 规模化生产优势.....	6
4.2. 制造优势—完整产业链与先进装备优势.....	6
4.3. 技术创新优势.....	7
4.4. 客户资源优势.....	7
4.5. 质量控制优势.....	7
5. 盈利预测及估值分析.....	7
6. 风险提示.....	8

图表目录

图 1：公司股权结构.....	3
图 2：营业收入、归母净利润、扣非后净利润（百万元）及增速（右轴）.....	4
图 3：2014-2019Q3 销售、管理和财务费用（百万元）及各营收占比（右轴）.....	4
图 4：2015-2019H 主营产品营收占比.....	5
图 5：2015-2019H 各地区营收占比.....	5
表 1：盈利预测（百万元）.....	7
表 2：可比公司估值分析（元）.....	8

1. 奥美医疗——一次性医用耗材领头羊

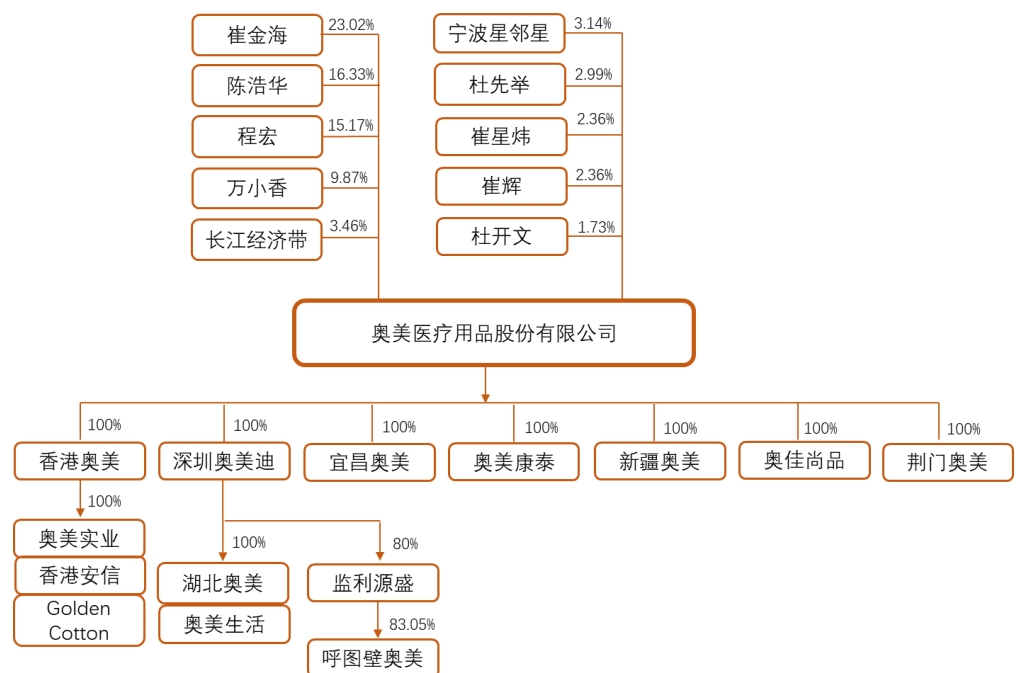
奥美医疗用品股份有限公司成立于 2002 年，长期专注于医疗健康事业，主营业务为医用敷料等一次性医用耗材的研发、生产和销售，为国际知名医疗器械品牌厂商提供 OEM 贴牌服务。公司注重医用敷料产业链深度整合，截至目前已形成了贯穿纺纱、织布、脱漂、加工、包装、灭菌、检测等所有生产环节的完整产业链，具备较为突出的自动化、规模化生产优势。

1.1. 股权结构清晰

公司前身奥美有限成立于 2002 年 7 月 24 日，由香港奥美出资设立，于 2016 年 10 月 13 日，整体变更设立为股份有限公司。公司控股股东及实际控制人为崔金海、万小香、崔辉、崔星炜，四人为一致行动人。万小香系崔金海之妻，崔辉、崔星炜均系崔金海之子。截至公司 2019 年三季报，崔金海、万小香、崔辉、崔星炜四人共计持有公司股份 37.61%。

截至公司 2019 年三季报，公司共计直接持有 7 家全资子公司，另外通过香港奥美间接持有 3 家全资子公司，以及通过深圳奥美迪间接持有 2 家全资子公司和间接持有监利源盛 80% 股份，监利源盛持有呼图壁奥美股份 83.05%。子公司经营范围涉及贸易或医用敷料生产及销售等方面。

图 1：公司股权结构



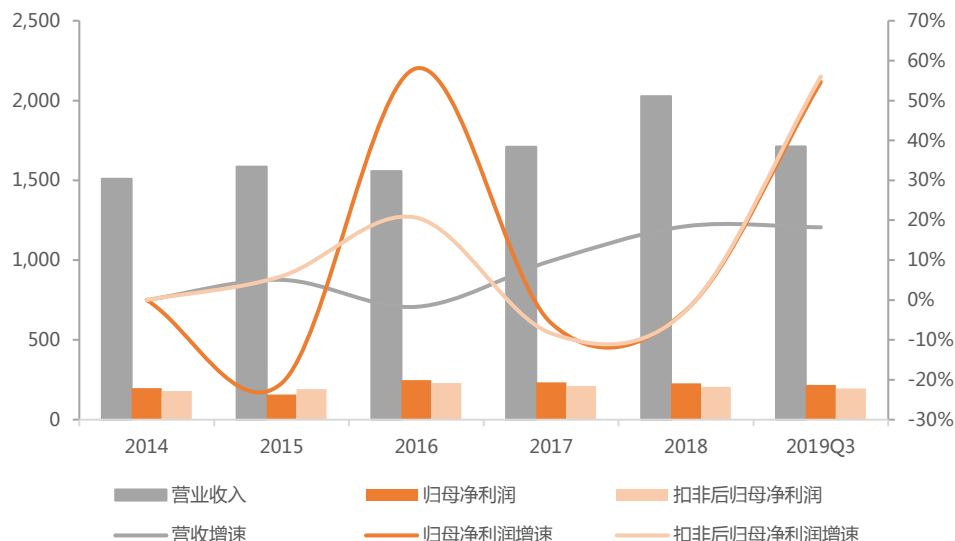
资料来源：公司 2019 三季报，天风证券研究所

2. 经营状况稳定且逐步优化

公司营业收入自 2014 年以来保持稳定且逐渐提升，从 2014 年的 15.09 亿元增长至 2018 年的 20.28 亿元，复合增长率 7.67%；归属母公司净利润从 2014 年的 1.98 亿元增长至 2018 年的 2.28 亿元，复合增长率 3.59%；扣非后归属母公司净利润从 2014 年的 1.80 亿元增长至 2018 年的 2.06 亿元，复合增长率 3.43%，表明公司业绩受非经常性损益影响较小。

截至 2019 年三季度报告，公司前三季度营业收入为 17.12 亿元，同比增长 18.22%；归属母公司净利润为 2.18 亿元，同比增长 54.66%；扣非后归属母公司净利润为 1.95 亿元，同比增长 56.03%。公司净利润的大幅增长主要来源于，出售全资子公司东莞奥美医疗用品有限公司 100% 股权产生的投资收益。

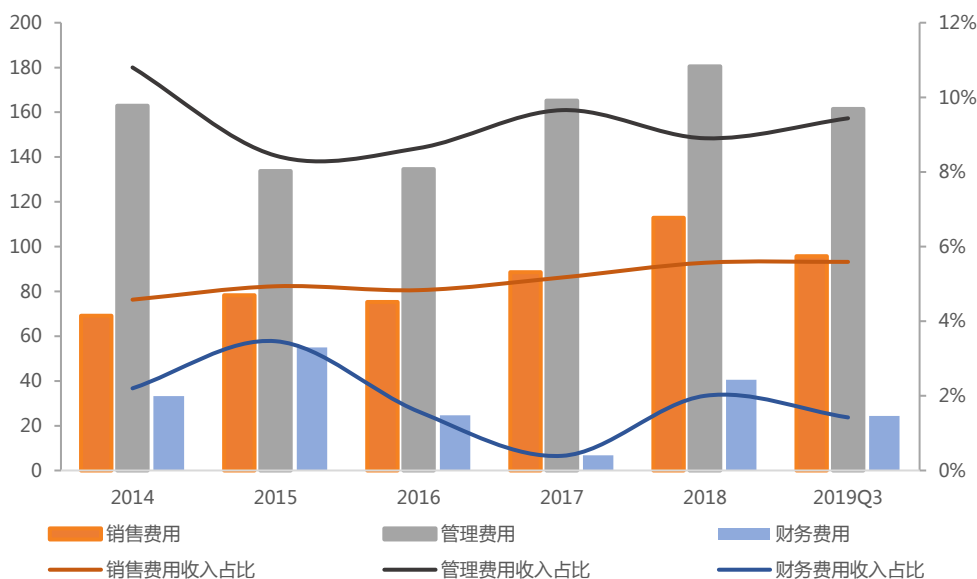
图 2：营业收入、归母净利润、扣非后净利润（百万元）及增速（右轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司的销售、管理、财务费用占营收比例多年来一直维持在稳定水平。2019 年前三季度的销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.96 亿元，1.62 亿元，0.24 亿元，分别占营收比例为 5.59%，9.44%，1.42%。公司的研发投入从 2014 年的 0.38 亿元增长至 2018 年的 0.50 亿元，复合增长率 7.10%。2019 年前三季度公司研发支出为 0.45 亿元，同比增加 49.10%。

图 3：2014-2019Q3 销售、管理和财务费用（百万元）及各营收占比（右轴）

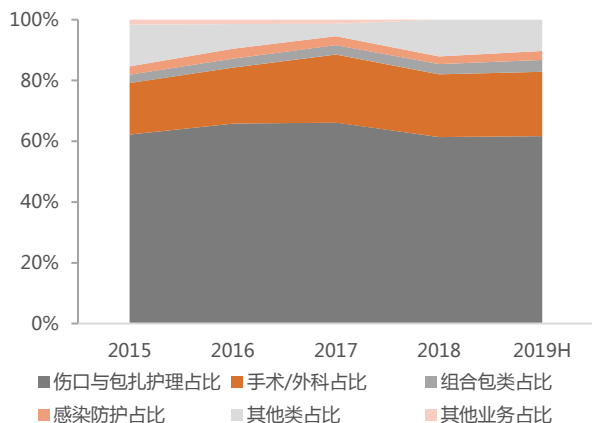


资料来源：Wind，天风证券研究所

目前公司产品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。其中伤口与包扎护理类产品占营业收入的 60% 以上，手术/外科产品营收占比逐年提升。2019 年上半年，伤口与包扎护理类、手术/外科类、感染防护类、组合包类产品占营业收入比重分别为 61.64%，21.20%，2.86%，3.95%。

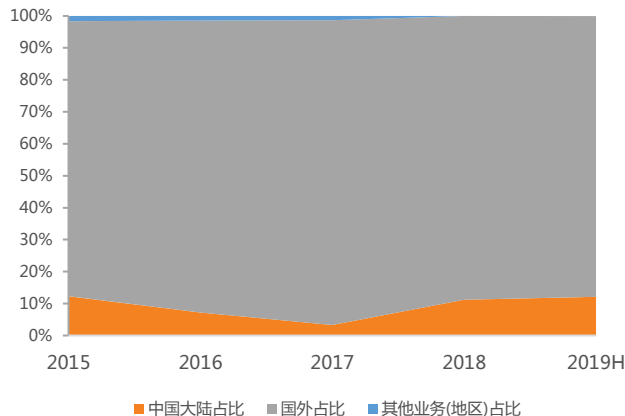
公司的营业收入主要来自于海外市场，多年来占公司总营业收入的 85% 以上。2019 年上半年，公司在海外地区的营业收入为 9.62 亿元，同比增加 18.61%，占总营业收入的 87.89%；中国大陆地区的营业收入为 1.33 亿元，同比增加 45.68%，占总营业收入的 12.10%。

图 4：2015-2019H 主营产品营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

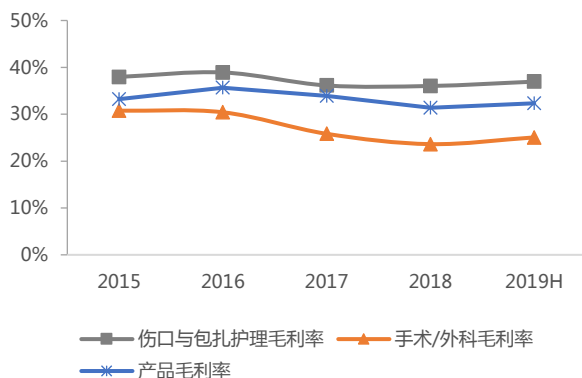
图 5：2015-2019H 各地区营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

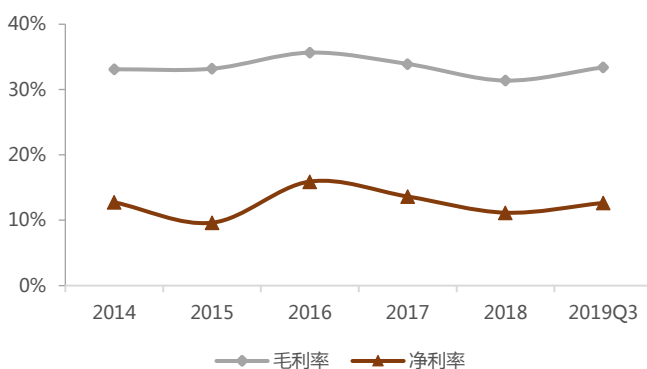
公司产品毛利率整体维持在 33%左右，其中伤口与包扎护理类产品的毛利率较高，历年来均维持在 35%以上。2018 年公司净利润有所下滑，主要是由人民币兑美元汇率波动较大所带来，1-5 月呈现快速升值，6 月份开始快速贬值，导致期间人民币平均汇率阶段性升值幅度较大，对公司净利润产生了较大影响。

图 6：2015-2019H 主要产品及整体毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2014-2019Q3 毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 行业及竞争格局分析

公司主营业务为医用敷料等一次性医用耗材的研发、生产和销售。医用敷料属于医疗器械中的医用卫生材料及敷料。医用敷料是用于对各种创伤、创口表面进行临时覆盖，使之免受细菌感染及其他外来因素的影响，起到保护创口、创面，促进愈合的医用卫生材料。

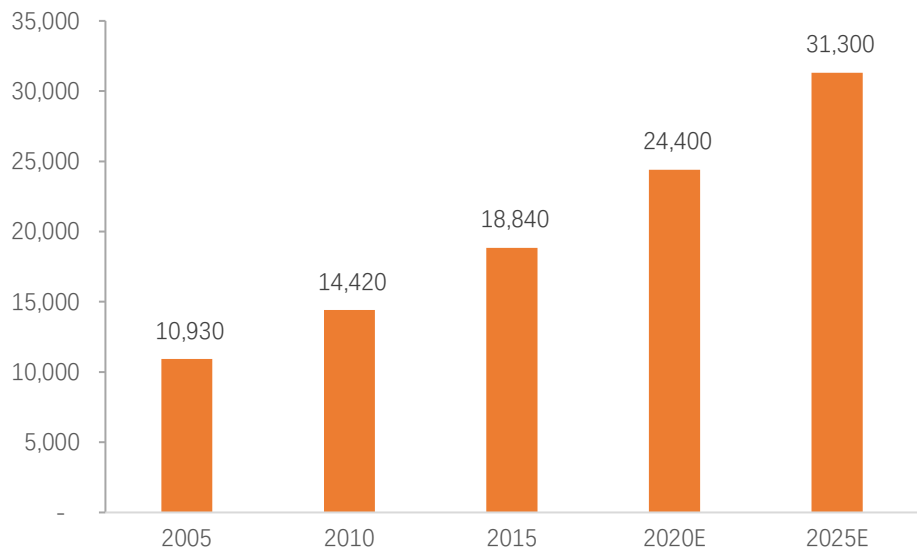
3.1. 医用敷料市场规模稳健增长

我国目前已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。根据中国医药保健品进出口商会的统计，截至 2015 年，欧洲医用敷料产能外包已达 90%左右，美国产能外包约为 60%。从我国医用敷料的出口市场来看，欧洲市场是我国医用敷料最大出口市场，2016 年出口金额 8.36 亿美元，占比为 35.48%。我国医用敷料已经在国际市场上占据较高的外包市场份额。我国医用敷料第二大出口市场是北美洲，2016 年出口金额 7.84 亿美元；亚洲依然是我国第三大医用敷料出口目的地，亚洲市场较好，需求增长较大，2016 年出口亚洲 4.52 亿美元。

随着全球性的人口老龄化问题日益突出和由此带来的溃疡、褥疮等疾病病人的增长，及随着社会的进步和人们生活质量的提高，患者对伤口愈合、舒适度等要求也相应提高，全球医用敷料行业市场规模平稳增长。根据 Freedonia 的统计及预测，2015 年全球绷带及医用敷料市场规模达 188.4 亿美元，较 2010 年增长 30.65%。预计到 2020 年全球绷带及医用敷

料市场规模将达到 244 亿美元，2025 年则可达 313 亿美元。

图 8：全球绷带及医用敷料市场规模及预测（百万美元）



资料来源：Freedonia，天风证券研究所

受手术量上升、新兴国家市场增长等有利因素的影响，全球伤口护理类医用敷料市场仍处于扩张阶段。2013 年至 2016 年，全球伤口护理类医用敷料市场的销售额约为 110 亿美元-123 亿美元。但是，受到微创手术大量增加及全球经济普遍下行等负面因素的影响，市场规模增速放缓，年均增长率为 3%-5%。

3.2. 连续九年出口第一

目前医用敷料领域经营规模较大的国际企业主要有 Smith&Nephew、Mckesson、Medline、Hartmann 等，这些企业拥有领先的生产技术、人才优势，涵盖的业务类别和产品种类繁多，具有较高的品牌度与市场占有率，占据了全球高端医用敷料市场的主要份额。

我国医用敷料行业生产企业众多，市场竞争激烈，利润空间逐步收窄。因此具备规模化的生产能力是企业控制成本，获得领先地位的关键因素。据中国医药保健品进出口商会最新统计数据显示，截止 2017 年，我国有超过 4,500 家企业从事医用敷料产品出口，其中前 10 家企业出口金额占总出口额达 27.1%，市场集中度逐步提高，产业淘汰升级正在推进。

近年来，我国医用敷料行业的主要生产商及出口商包括奥美医疗、稳健医疗、振德医疗等。公司不断推进医用敷料领域的产品创新、工艺升级及产业链深度整合，在产品性能与质量、产品附加值与市场开拓等方面具有较为突出的优势，是中国医用敷料行业重要的 OEM 生产商和出口商。据中国医药保健品进出口商会的统计，公司医用敷料产品连续九年出口第一。

4. 五大核心竞争力

4.1. 规模化生产优势

公司是国内医用敷料行业领先的生产商和出口商，拥有 10 个生产基地，4000 名员工，配备先进的生产设备，规模化生产程度高，凭借显著的规模优势，公司生产效率大幅提升，生产成本得到有效降低。公司的医用敷料产品主要是销往欧美市场。一方面欧美市场医用敷料行业竞争较为充分，集中度高，具有规模化生产能力企业才能保持产品性价比优势；另一方面下游客户在产品的数量、类别、型号等方面的不同需求，也要求生产企业具备一定的规模化、多样化生产能力。作为国内最大的医用敷料出口企业，公司的规模优势是其核心竞争力。

4.2. 制造优势—完整产业链与先进装备优势

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。在企业 20 年的发展过程中，积累了丰富的行业经验与生产经验，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，形成了从纺纱、织布、脱漂、深加工、包装、灭菌、检测等贯穿所有生产环节的完整产业链。公司在引进先进成套生产设备的同时，公司不断加大专用设备的自助开发，不断进行设备及工艺的升级，进一步提升了产业链各环节的设备自动化、智能化程度与一体化的整合，保持竞争优势。

4.3. 技术创新优势

公司坚持以研发为发展的核心驱动力，持续进行研发投入，不断优化工艺水平、革新设备与技术，培养和吸引创新人才，打造较为完善的研发体制，巩固其在行业中的竞争地位。截止 2018 年 9 月，公司拥有 50 项专利，其中发明专利 11 项，实用新型专利 37 项，外观设计专利 2 项，研发设计的不断创新使得公司在激烈的市场竞争中始终保持了较强的竞争优势。

4.4. 客户资源优势

公司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，在长期的发展过程中，与海外客户建立了长期而稳定的合作关系。目前公司在全球范围内覆盖的客户主要包括：Medline、Dukal、Hartmann、Lohmann&Rauscher、Medicom、Johnson&Johnson 等国际知名企业。在长期的合作过程中，公司凭借优秀的品牌能力与声誉，其产品客户认可度高，对客户的黏性亦不断提升。客户资源优势是公司保持持续发展的重要竞争力。

4.5. 质量控制优势

公司自成立以来，重视产品质量和品牌声誉，采用国内外高标准要求实施产品质量控制，建立了完善的质量控制制度及体系。公司质量管理采用 ISO13485 质量体系标准，并参照美国 FDA QSR820 质量法规、欧盟 MDD 医疗器械指令和日本药事法的要求，能满足国外不同市场法规要求，凭借突出的产品质量控制优势，在多个国家成功注册登记，并获得了多个相关国际认证：美国 FDA 工厂注册登记，日本外国制造者认定证、德国医疗器械产品登记备案、欧盟产品 EC 认证等。这些注册与认证有效的加强了客户对公司的信任与认可，带动公司业务的持续发展。

5. 盈利预测及估值分析

奥美规模化优势明显，有利于在全球的市场竞争中获得更大的市场份额，结合行业增速以及公司 2019 年前三季度的增速情况，我们预计 19-21 年收入增速分别为 20%/20%/20%。

2018 年新疆产能逐步释放，规模化效应下毛利率有望逐步提升，同时期间费用率有望下降，人均单产提升，同时考虑 2019 年前三季度净利率变化趋势，我们预计 19-21 年净利率分别为 13.2%/14.7%/16.0%，归母净利润为 3.21 亿/4.29 亿/5.61 亿，同比增长 41.0%/33.6%/30.6%。

表 1: 盈利预测 (百万元)

整体业绩	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,558	1,711	2,028	2,433	2,920	3,504
营收增速	-1.7%	9.8%	18.5%	20%	20%	20%
毛利率	35.7%	33.9%	31.4%	32.0%	33.0%	34.0%
期间费用率	17.5%	17.9%	18.9%	18.5%	18.0%	17.5%
净利率	15.9%	13.6%	11.2%	13.2%	14.7%	16.0%
归母净利润	248	234	228	321	429	561
归母净利润增速	58.1%	-5.8%	-2.5%	41.0%	33.6%	30.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

奥美医疗属于低值医用耗材领域，选取相关的公司，2020E 平均估值约为 28.4X，考虑到奥美医疗竞争优势较为明显，同时具备规模化、自动化生产能力，利润增速较高，给予估

值上限，2020 年给予 30X PE，对应目标价 30.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值分析（元）

证券代码	证券简称	收盘价	2020E PE	2021E PE	2020E EPS	2021E EPS	2020E 利润增速	2021E 利润增速	2020E PEG
600529.SH	山东药玻	29.88	30.79	25.07	0.97	1.19	24.94%	22.82%	1.23
002382.SZ	蓝帆医疗	12.18	16.17	13.45	0.75	0.91	33.20%	20.20%	0.49
851551.SI	医疗器械行业		38.08	30.56					
	平均值		28.35	23.03					
002950.SZ	奥美医疗	22.22	21.85	16.77	1.02	1.33	33.61%	30.30%	0.65

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

外销收入占比较高的风险：2018 年海外收入占比为 88.8%，外销业务受国家出口政策、出口目的地国进口政策与经济状况、货币汇率以及国际医用敷料市场变动等多方面因素的影响。

原材料价格波动的风险：公司主要原材料为棉花。棉花价格受播种面积、自然产量、库存周期、产地农产品价格政策、消费需求、期货价格、国际贸易政策、进口配额和汇率波动等多重因素影响，公司存在棉花等主要原材料价格波动导致产品成本变化的风险。

汇率波动风险：公司海外收入较大，汇率波动可能对公司利润产生一定不利影响。

衍生工具基础资产价格波动风险：公司在采购棉花和外销产品时，签订了棉花期货合约和远期外汇合约，若金融衍生产品价格出现剧烈波动，将对公司净利润产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	200.29	309.60	194.64	233.57	370.74
应收票据及应收账款	160.55	207.70	248.64	126.42	323.65
预付账款	45.50	156.74	78.32	122.74	141.50
存货	442.59	565.36	605.68	767.02	866.87
其他	114.73	201.56	209.83	174.70	264.21
流动资产合计	963.66	1,440.95	1,337.11	1,424.45	1,966.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	904.66	991.61	1,037.45	1,072.47	1,088.00
在建工程	83.04	179.68	143.81	134.29	110.57
无形资产	188.83	184.81	180.29	175.78	171.26
其他	132.42	103.14	100.82	110.73	104.60
非流动资产合计	1,308.94	1,459.23	1,462.38	1,493.27	1,474.44
资产总计	2,272.60	2,900.19	2,799.98	2,917.88	3,441.62
短期借款	482.49	846.78	307.55	122.57	71.01
应付票据及应付账款	181.69	135.90	233.09	228.76	301.07
其他	105.27	122.02	189.10	116.35	189.40
流动负债合计	769.45	1,104.70	729.74	467.68	561.48
长期借款	154.00	228.00	200.00	180.00	150.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	250.62	245.80	210.41	235.61	230.61
非流动负债合计	404.62	473.80	410.41	415.61	380.61
负债合计	1,174.06	1,578.50	1,140.15	883.29	942.09
少数股东权益	10.56	9.09	8.24	6.68	4.32
股本	374.18	374.18	422.18	422.18	422.18
资本公积	353.42	357.21	357.21	357.21	357.21
留存收益	706.65	937.84	1,229.41	1,605.73	2,073.05
其他	(346.27)	(356.63)	(357.21)	(357.21)	(357.21)
股东权益合计	1,098.54	1,321.68	1,659.83	2,034.59	2,499.54
负债和股东权益总	2,272.60	2,900.19	2,799.98	2,917.88	3,441.62

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	233.31	226.31	321.36	429.37	559.49
折旧摊销	85.29	111.80	54.54	59.02	62.70
财务费用	5.04	37.18	32.72	16.55	10.32
投资损失	20.79	(2.41)	(9.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	(68.48)	(367.47)	108.85	(102.95)	(259.96)
其它	(78.70)	(2.41)	11.48	(10.08)	(0.88)
经营活动现金流	197.25	3.01	519.95	376.92	356.67
资本支出	295.80	295.50	95.39	54.80	55.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(688.65)	(573.50)	(148.02)	(118.23)	(90.51)
投资活动现金流	(392.86)	(278.00)	(52.63)	(63.43)	(35.50)
债权融资	636.49	1,074.78	507.55	302.57	221.01
股权融资	(36.22)	(43.35)	14.70	(16.55)	(10.32)
其他	(486.91)	(639.25)	(1,104.52)	(560.57)	(394.69)
筹资活动现金流	113.36	392.18	(582.27)	(274.56)	(184.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(82.25)	117.20	(114.96)	38.93	137.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,711.12	2,027.51	2,433.01	2,919.62	3,503.54
营业成本	1,130.68	1,391.24	1,654.45	1,956.14	2,312.34
营业税金及附加	11.85	22.24	19.77	25.32	32.43
营业费用	88.50	112.87	121.65	145.98	175.18
管理费用	165.24	180.52	183.94	204.37	245.25
研发费用	45.41	49.74	48.66	58.39	70.07
财务费用	6.72	40.57	32.72	16.55	10.32
资产减值损失	(1.69)	4.39	4.39	2.37	3.72
公允价值变动收益	32.26	0.74	12.38	(8.49)	1.54
投资净收益	(20.79)	2.41	9.00	15.00	15.00
其他	(30.56)	(54.80)	(42.75)	(13.01)	(33.07)
营业利润	283.49	277.59	388.81	516.99	670.78
营业外收入	0.36	1.24	5.00	7.90	12.00
营业外支出	1.57	2.45	2.45	2.45	2.45
利润总额	282.29	276.38	391.37	522.44	680.33
所得税	48.98	50.07	70.91	94.65	123.26
净利润	233.31	226.31	320.46	427.79	557.07
少数股东损益	(0.43)	(1.47)	(0.90)	(1.59)	(2.41)
归属于母公司净利润	233.73	227.78	321.36	429.37	559.49
每股收益(元)	0.55	0.54	0.76	1.02	1.33

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.82%	18.49%	20.00%	20.00%	20.00%
营业利润	-0.28%	-2.08%	40.07%	32.97%	29.75%
归属于母公司净利润	-5.80%	-2.55%	41.08%	33.61%	30.30%
获利能力					
毛利率	33.92%	31.38%	32.00%	33.00%	34.00%
净利率	13.66%	11.23%	13.21%	14.71%	15.97%
ROE	21.48%	17.35%	19.46%	21.17%	22.42%
ROIC	22.59%	18.58%	17.41%	23.36%	28.00%
偿债能力					
资产负债率	51.66%	54.43%	40.72%	30.27%	27.37%
净负债率	39.71%	57.89%	18.85%	3.39%	-5.99%
流动比率	1.25	1.30	1.83	3.05	3.50
速动比率	0.68	0.79	1.00	1.41	1.96
营运能力					
应收账款周转率	10.94	11.01	10.66	15.57	15.57
存货周转率	4.50	4.02	4.16	4.25	4.29
总资产周转率	0.82	0.78	0.85	1.02	1.10
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.54	0.76	1.02	1.33
每股经营现金流	0.47	0.01	1.23	0.89	0.84
每股净资产	2.58	3.11	3.91	4.80	5.91
估值比率					
市盈率	40.13	41.18	29.19	21.85	16.77
市净率	8.62	7.15	5.68	4.63	3.76
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.16	15.77	12.27
EV/EBIT	0.00	0.00	22.77	17.51	13.40

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