

奥美医疗 (002950)

医用耗材龙头，海外+国内双轮驱动加速发展

医用耗材龙头，连续 11 年出口冠军

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、ODM 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、智能化、规模化生产优势。

全球绷带及医用敷料行业市场规模平稳增长，预计 2019 年市场规模超过 200 亿美元，增速保持在 5% 以上。全球市场集中度高，TOP4 合计占据约 50% 市场，龙头 3M 市占率接近 20%。

2019 年我国医用敷料市场规模 184.4 亿元，增速为 13.7%。国内市场以国产品牌为主，头部公司市占率较低，未来行业集中度有望提升。从整体收入体量上来看，奥美医疗属于国内龙头企业，将逐步加强内销，提高国内市占率。

奥美核心竞争力：自动化智能化生产+优秀品质+高性价比

公司是国内医用敷料行业领先的生产商和出口商，拥有三大生产基地，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 年的发展历程中，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主研发，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。

海外知名品牌，开辟国内新蓝海市场

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、ODM 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 11 年出口第一。

未来可预期医用耗材品类扩充，如水胶体、水凝胶等高级敷料品种布局

公司在医疗器械领域，持续扩充现有低值耗材产品系列，提供一站式的产品供应服务。同时以神经手术垫、凡士林纱布等高附加值产品为基础，围绕伤口护理、手术外科等向水凝胶、水胶体等高值耗材延伸，打造多层次产品线。

考虑到今年疫情带来口罩等产品的明显放量，我们上调盈利预测，预计 2020-2022 年净利润由原来的 4.29 亿/5.59 亿/7.11 亿上调至 7.03 亿/8.03 亿/9.08 亿，对应 EPS 为 1.11/1.27/1.43 元，给予 2020 年 30X 估值，对应目标价由原来的 30.6 元上调至 33.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：外销占比高、原材料价格波动、汇率波动、衍生工具价格波动风险等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,027.51	2,352.46	4,704.92	5,184.83	5,532.21
增长率(%)	18.49	16.03	100.00	10.20	6.70
EBITDA(百万元)	430.51	567.14	940.27	1,065.56	1,186.57
净利润(百万元)	227.78	325.81	703.16	803.13	908.11
增长率(%)	(2.55)	43.04	115.82	14.22	13.07
EPS(元/股)	0.36	0.51	1.11	1.27	1.43
市盈率(P/E)	76.09	53.20	24.65	21.58	19.09
市净率(P/B)	13.20	8.45	6.39	5.52	4.86
市销率(P/S)	8.55	7.37	3.68	3.34	3.13
EV/EBITDA	0.00	15.92	18.95	15.66	14.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.18 元
目标价格	33.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	633.27
流通 A 股股本(百万股)	223.52
A 股总市值(百万元)	15,945.62
流通 A 股市值(百万元)	5,628.31
每股净资产(元)	5.10
资产负债率(%)	42.10
一年内最高/最低(元)	60.81/19.06

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

- 《奥美医疗-年报点评报告:2019 业绩表现亮眼，2020Q1 业绩增长势头更盛》2020-04-28
- 《奥美医疗-首次覆盖报告:一次性医用耗材领头羊，上市元年大放异彩》2020-01-09

内容目录

1. 公司业务由海外市场为主导转为国际+国内双轮驱动.....	4
2. 2019 年全球医用敷料行业超过 200 亿美金，增速 5%	4
2.1. 全球市场稳定增长，top4 占据约 50%的市场	4
2.2. 2019 年中国敷料市场 184.4 亿，行业增速 13.7%	6
3. 奥美医疗——一次性医用耗材领头羊.....	7
3.1. 股权结构清晰，创始人崔金海及一致行动人共同持有 37.61%股权	7
3.2. 经营状况稳定，持续保持稳健增长	9
3.3. 产品种类丰富，远销海外	10
4. 奥美医疗医用耗材，连续 11 年出口第一	13
4.1. 2019 年奥美医疗产品净利率 13.78%，高于可比公司	14
4.2. 公司盈利能力可观，处于较高水平	14
4.3. 原材料价格相对稳定	15
5. 五大核心竞争力	15
5.1. 规模化生产优势	15
5.2. 制造优势—完整产业链与先进装备优势	16
5.3. 技术创新优势	16
5.4. 客户资源优势	16
5.5. 质量控制优势	17
6. 盈利预测及估值分析	17
7. 风险提示	17

图表目录

图 1：全球绷带及医用敷料市场规模及预测（亿美元）	4
图 2：全球伤口护理类医用敷料市场规模（亿美元）及增速	5
图 3：全球伤口护理类产品竞争格局	5
图 4：2006-2019 年施乐辉创伤管理类收入（百万美元）	5
图 5：施乐辉创伤管理类各产品占比	5
图 6：2013-2019 年中国伤口护理类医用敷料市场规模（亿人民币）及增速	6
图 7：国内伤口护理类医用敷料竞争格局	6
图 8：上市前公司股权结构	8
图 9：目前公司股权结构	8
图 10：营业收入、归母净利润（百万元）及其增速（右轴）	9
图 11：扣非后归母净利润（百万元）及其增速（右轴）	9
图 12：2014-2020Q1 经营、投资、筹资现金流净额及现金流净增加额（百万元）	9
图 13：2014-2020Q1 公司经营周转情况（天）	10
图 14：2014-2020Q1 销售、管理和财务费用（百万元）及各营收占比（右轴）	10
图 15：2015-2019 主营产品营收占比	12
图 16：2015-2019H 各地区营收占比	12

图 17: 2015-2017 海外各地区营收占比情况	12
图 18: 2015-2019 主要产品及整体毛利率	13
图 19: 2014-2020Q1 毛利率及净利率	13
图 20: 2017-2019 我国医用敷料出口企业前 5 名	13
图 21: 2019 年同行业公司产品毛利率比较	14
图 22: 2019 年同行业公司净利率水平对比	14
图 23: 2019 年同行业盈利能力对比	14
图 24: 2019 年同行业公司 ROE (加权) (%) 水平对比	15
图 25: 2018 年 5 月以来进口棉花到港价格指数 (美分/磅)	15
表 1: 国内医用敷料头部公司对比	7
表 2: 公司主要产品目录	10
表 3: 产品生产环节介绍	16
表 4: 盈利预测	17
表 5: 可比公司估值分析 (元)	17

1. 公司业务由海外市场为主导转为国际+国内双轮驱动

中国自 1986 年开始有医用敷料行业，主要学习欧洲和北美的技术，由作坊式生产逐步向规模化生产转型，行业发展距今有约 30 余年行业历史。奥美医疗创始人崔总自 80 年代末开始专注于医用敷料领域。

92 年崔总南下发展，97 年自主创业，专注于医用敷料行业，从成品不断向上游延伸，最终形成全产业链布局。奥美医疗的细分产品目前在北美的院线和药店都是市占率第一。

奥美医疗优势源于其优良的品质和高性价比，公司在生产制造升级领域有约 60 人的团队，专注于生产环节的自动化、信息化、智能化，目前在纺织、脱漂，水刺，折叠，包装、灭菌等环节上的专利或著作权超过 70 项，而非市场所认为的低技术含量生产。通过不断淘汰落后产能，公司不断提高生产效益，而这种技术更迭，决定了产能难以被越南等第三世界国家所取代。

未来公司在医疗领域的战略主要聚集在三大板块，包括伤口护理，手术外科，感染防护领域。2020 年由于新冠疫情，导致防护类产品需求激增，在 2020 年 Q1 就有非常明显的业绩带动，随着疫情海外蔓延，预计 2020 年 Q2 以及全年整体来看，全球都有非常强的订单需求，奥美医疗的优势渠道在海外，有能力抓住这次扩大市场份额的机会。

未来公司在海外的成熟渠道可以不断新增新的产品线，如敷贴，消毒湿巾、防护服，水凝胶，水胶体等。国内主要是开拓新的市场，导入现有成熟产品。

2020 年 3 月，公司和国药器械合资成立子公司，该合资公司定位为生产口罩产品为主的工业公司。奥美将与国药深度合作，打开国内市场，合资公司将有权使用国药器械的“可来福”商标。同时扩大口罩产品的产能，加速双方产品在国内市场的布局。合资公司的设立，将增强公司自有品牌口罩销售及代理的客户品牌口罩销售的供应保障能力。

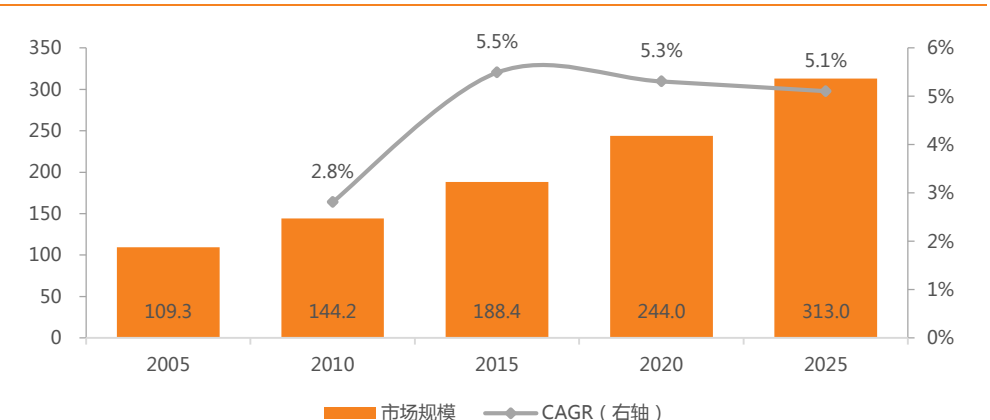
2. 2019 年全球医用敷料行业超过 200 亿美金，增速 5%

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。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。

2.1. 全球市场稳定增长，top4 占据约 50%的市场

全球绷带及医用敷料行业市场规模平稳增长，预计 2019 年市场规模超过 200 亿美金，增速保持在 5%以上。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，2010-2015 年 CAGR 为 5.5%。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，2015-2020 年 CAGR 预测为 5.3%。

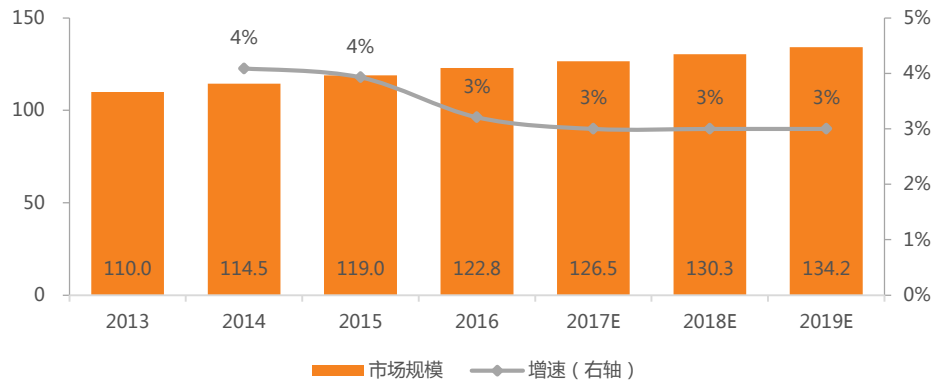
图 1：全球绷带及医用敷料市场规模及预测（亿美元）



资料来源：Freedonia，奥美医疗招股书，天风证券研究所

全球伤口护理类医用敷料市场仍处于扩张阶段，预计 2019 年行业规模为 134.2 亿美元，占据全球绷带及医用敷料市场的主要份额。2013 年至 2016 年，全球伤口护理类医用敷料市场的销售额由 110 亿美元增长至 123 亿美元，CAGR 为 3.8%，主要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。假设保守估计 2016-2019 年行业增速保持 3%，预计全球伤口护理类医用敷料市场规模达到 134.2 亿美元。

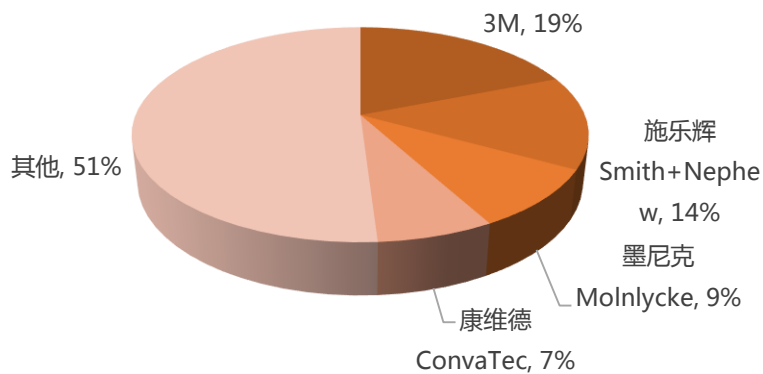
图 2：全球伤口护理类医用敷料市场规模（亿美元）及增速



资料来源：广州标点，振德医疗招股书，天风证券研究所

全球市场集中度高，TOP4 合计占据约 50% 市场，龙头 3M 市占率接近 20%。全球伤口护理类耗材竞争格局较为集中，前四家占据约 50% 的市场份额，其中 3M 是全球龙头公司，市占率约为 19%，其次是施乐辉 Smith+Nephew，市占率为 14%。第二梯队是瑞典墨尼克 Molnlycke 和康维德 ConvaTec。

图 3：全球伤口护理类产品竞争格局

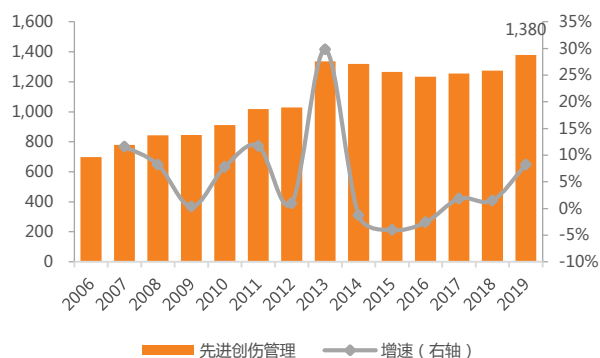


资料来源：Smith+Nephew 投资者资料，天风证券研究所

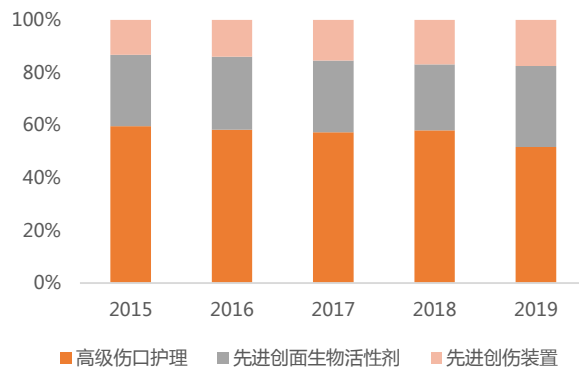
施乐辉预计全球市场规模约为 94 亿美金，行业增速 4%。2019 年施乐辉创伤管理类收入达到 13.8 亿美元，过往历史整体保持稳健增长，2006-2019 年 CAGR 为 5.3%。除了传统的伤口护理类耗材，公司近年来逐步在开发新型伤口护理产品，包括生物活性剂和创伤装置，从施乐辉的发展上也能看到行业发展趋势。

图 4：2006-2019 年施乐辉创伤管理类收入（百万美元）

图 5：施乐辉创伤管理类各产品占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

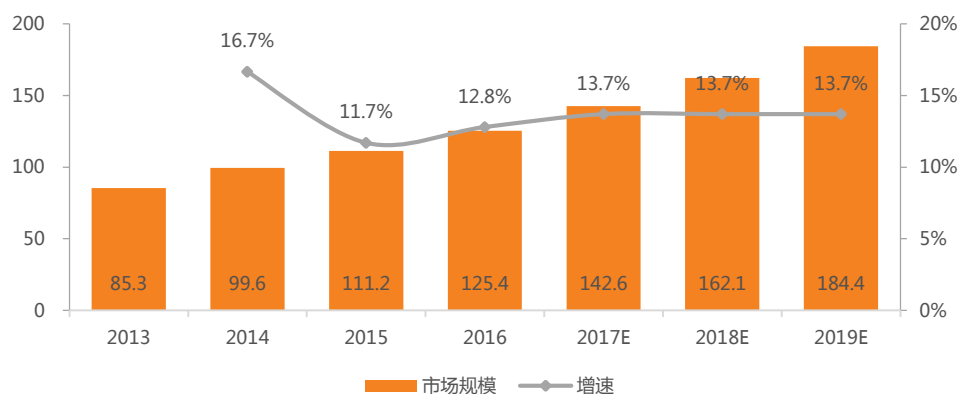


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 2019 年中国敷料市场 184.4 亿，行业增速 13.7%

2019 年我国医用敷料市场规模 184.4 亿元，增速为 13.7%。我国伤口护理类医用敷料市场保持稳健快速的增长，根据广州标点医疗统计数据，市场规模由 2013 年的 85.3 亿增长至 2016 年的 125.4 亿，CAGR 为 13.7%，我们以该数据进行后续年份的增速假设，测算得到 2019 年我国市场规模约为 184.4 亿元。

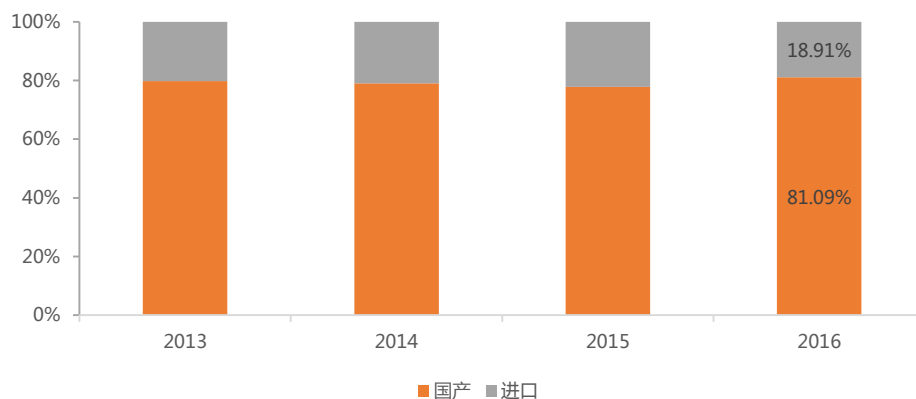
图 6：2013-2019 年中国伤口护理类医用敷料市场规模（亿人民币）及增速



资料来源: 振德医疗招股书、广州标点, 天风证券研究所

国内市场以国产品牌为主，头部公司市占率较低，未来行业集中度有望提升。2016 年我国伤口护理类医用敷料国产占比超过 8 成，并且呈现提升的趋势，国产品牌具有性价比优势，本土化生产，优于进口品牌。

图 7：国内伤口护理类医用敷料竞争格局



资料来源: 振德医疗招股书、广州标点, 天风证券研究所

奥美医用敷料整体销售额大，将逐步转向内外并重的战略。奥美医疗整体在医用敷料销售额上是国内的龙头企业，早期以外销为主，2018 年公司整体增速高于竞争对手。国内市场是高速增长的市场，头部公司内销获得比行业增速（前文提到的 13.7%）更高的增速增长，表明集中度处于提升的态势，以前文测算的 2018 年市场规模 162 亿，奥美、振德、稳健国内市占率分别为 1.4%、2.8%、2.2%，增速为 303.7%、28.7%、27.3%（稳健医疗逐步重心转向消费市场，知名品牌全棉时代），对标全球行业集中度（3M 市占率 19%，施乐辉 14%），国内头部公司仍有很大的提升空间，奥美在国内的增速保持快速的增长，有望超越竞争对手。

表 1：国内医用敷料头部公司对比

公司	奥美医疗	振德医疗	稳健医疗（2018 年）
成立日期	2002 年	1994 年	2000 年
上市日期	2019 年	2018 年	已申报
2019 年医用敷料产品销售额	23.5 亿	18.7 亿	11.6 亿
增速	16.0%	30.7%	6.2%
中国大陆区销售额	2.73 亿	5.98 亿	3.56 亿
增速	20.1%	33.3%	27.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：稳健医疗为 2018 年数据，2019 年暂未更新

医用敷料行业整体保持稳健的增长，同时国内市场还处于快速增长期，奥美医疗逐步将从外销转至内外并重，强大的生产、供应、质量控制体系，保证产品的高标准，有望成功打入国内市场，实现业绩提升。

3. 奥美医疗——一次性医用耗材领头羊

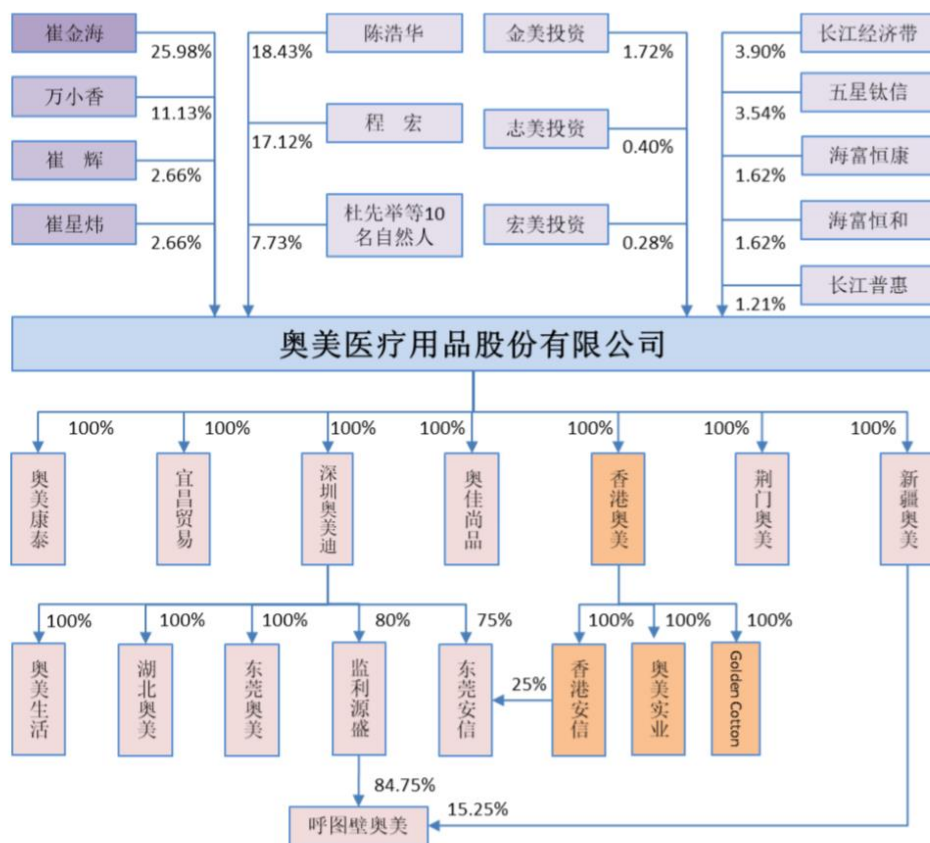
奥美医疗用品股份有限公司创立于 1997 年，长期专注于医疗健康事业，主营业务为医用敷料等一次性医用耗材的研发、生产和销售，为国际知名医疗器械品牌厂商提供 OEM、ODM 服务。公司注重医用敷料产业链深度整合，截至目前已形成了贯穿纺纱、织布、脱漂、加工、包装、灭菌、检测等所有生产环节的完整产业链，具备较为突出的自动化、规模化生产优势。

3.1. 股权结构清晰，创始人崔金海及一致行动人共同持有 37.61%股权

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。在公司上市前，四人共计持有公司 42.43%股份。

上市前，公司共拥有 12 家境内子公司，4 家境外子公司，1 家参股公司。其中，深圳奥美迪、香港奥美及奥美实业主营业务为医用敷料产品的海外销售及相关贸易；宜昌贸易、奥美康泰主营业务为医用敷料产品的国内销售；奥佳尚品主营业务为民用卫生产品的推广与销售；新疆奥美、湖北奥美及监利源盛主营业务为棉纱的生产；荆门奥美主营业务为无纺布的生产；呼图壁奥美主营业务为棉花贸易；奥美生活计划开展民用卫生产品的推广与销售；香港安信主营业务为医用包装材料的贸易业务。

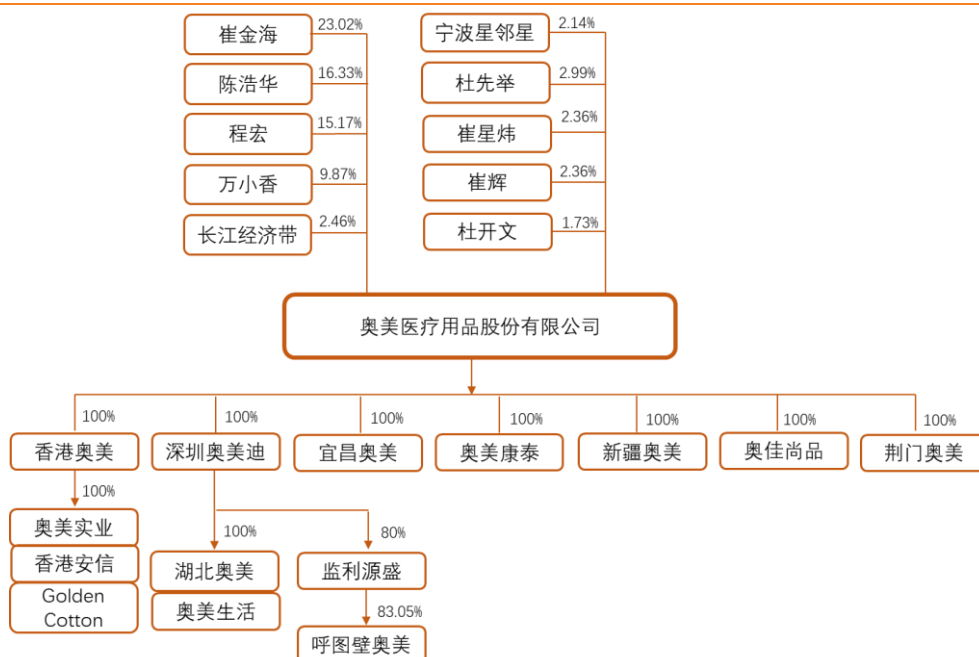
图 8：上市前公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

截至公司 2020 一季报，崔金海、万小香、崔辉、崔星炜四人共计持有公司股份 37.61%。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%。

图 9：目前公司股权结构



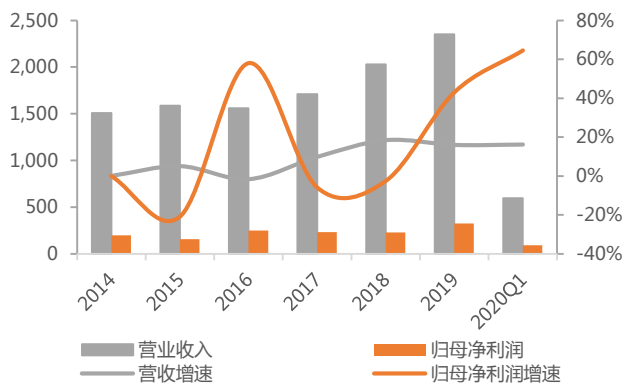
资料来源：公司 2020 一季报，天风证券研究所

3.2. 经营状况稳定，持续保持稳健增长

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 2019 年的 23.52 亿元，复合增长率 9.28%；归属母公司净利润从 2014 年的 1.98 亿元增长至 2019 年的 3.26 亿元，复合增长率 10.49%；扣非后归属母公司净利润从 2014 年的 1.80 亿元增长至 2019 年的 2.76 亿元，复合增长率 8.92%，表明公司业绩受非经常性损益影响较小。2018 年公司归母净利润有所下滑，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。

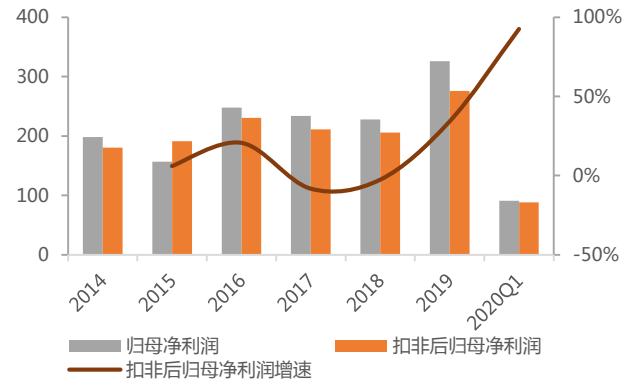
2020Q1，公司产生营业收入为 5.98 亿元，同比增长 16.23%；归属母公司净利润为 0.91 亿元，同比增长 64.62%；扣非后归属母公司净利润为 0.88 亿元，同比增长 92.58%。受新冠疫情影响，公司的口罩、防护服等感染防护类产品供不应求，基础耗材产品销量也大幅增加，带来归母净利润的大幅增长。

图 10：营业收入、归母净利润（百万元）及其增速（右轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所

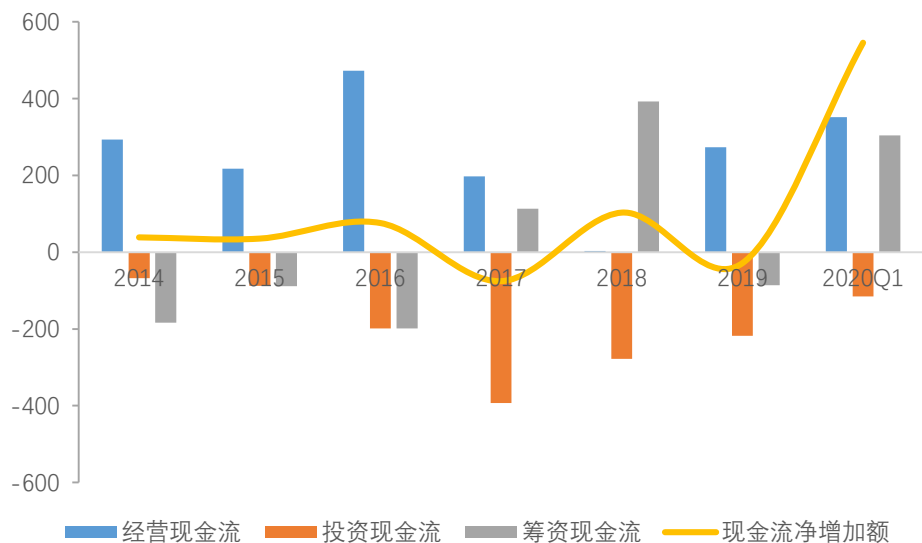
图 11：扣非后归母净利润（百万元）及其增速（右轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.51 亿元，同比增加 590.62%，主要是由于公司销售规模的扩大，预收款和回款增加。2017 年-2018 年公司一直在预先投入募投项目，造成公司投资活动现金流出金额较大。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额变动较大，主要是由于公司在 2018 年末预先采购原材料所致。

图 12：2014-2020Q1 经营、投资、筹资现金流净额及现金流净增加额（百万元）

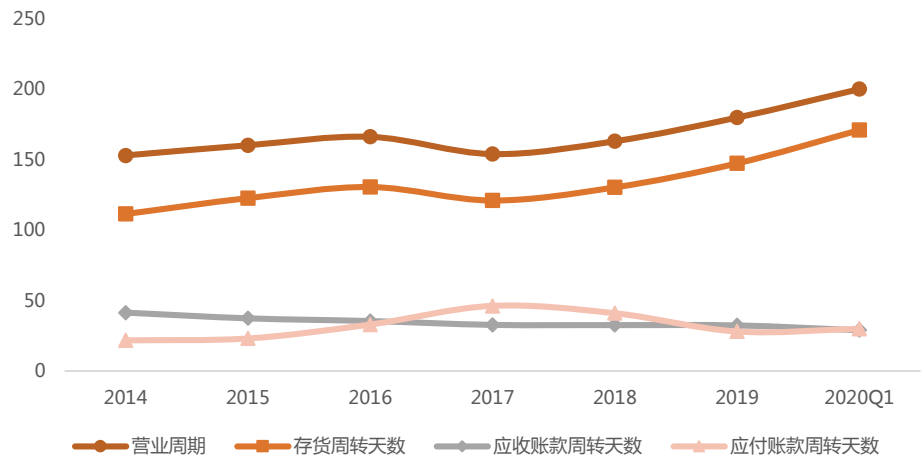


资料来源：Wind，天风证券研究所

2014 年以来，公司的经营周转情况稳定良好。应收账款周转天数一直维持在稳定水平，表明公司运营水平正常。2020Q1 公司存货周转天数上升，主要是由于公司为了充分应对新

新冠肺炎疫情，保证原材料供应，增加了相应库存所致。

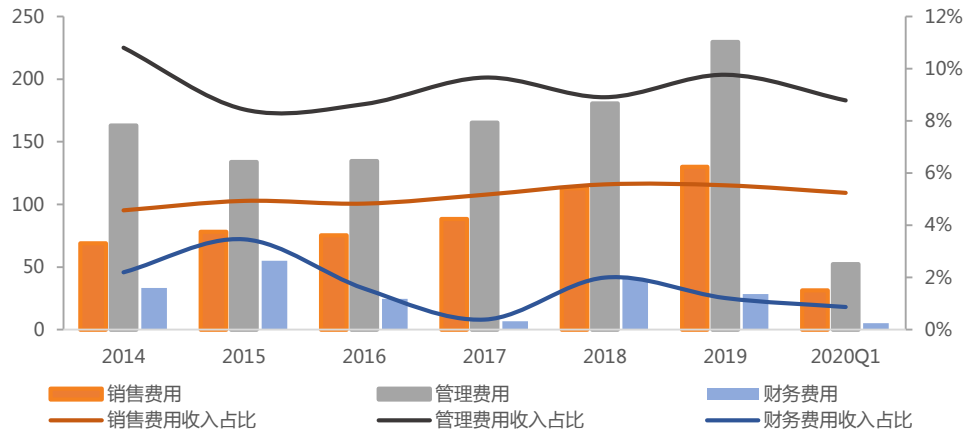
图 13：2014-2020Q1 公司经营周转情况（天）



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。2020 一季度的销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.31 亿元，0.52 亿元，0.05 亿元，分别占营收比例为 5.2%，8.8%，0.9%。公司的研发投入从 2014 年的 0.38 亿元增长至 2019 年的 0.60 亿元，复合增长率 9.57%。2020Q1 公司研发支出为 969 万元，同比减少 47.5%，主要是受到新冠肺炎疫情影响，研发项目进展放缓。

图 14：2014-2020Q1 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


3.3. 产品种类丰富，远销海外

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 55%以上，手术/外科产品营收占比逐年提升。

表 2：公司主要产品目录

类别	产品	图例	功能介绍
伤口与包扎护理	纱布片		是由 100%棉纤维经纺、织、漂染与后加工工艺制成，具有柔韧、透气与高吸收性能，是理想的伤口敷料，适用于伤口护理，能根据医疗需要制成不同型号和规格。
	无纺布片		是由粘胶等人造纤维，经特殊工艺与步骤制作而成，具有透气、柔软、质轻、高吸收性及价格低廉、容易分解等特点，与传统纱布类产品相比，其具有更强的吸收特性。

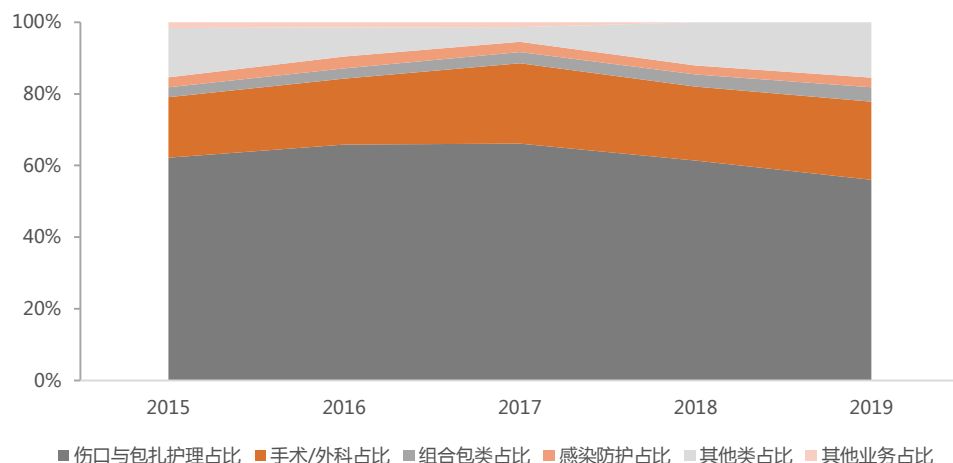
	不粘伤口片		是由超强吸液能力的脱脂棉或其它纤维材料与抗粘性强 PE 薄膜复合并分切制成，具有超强吸液能力与不粘伤口的特性，能有效保护伤口，促进愈合过程。
	纱布曲缩卷		由纯棉纱布经特殊工艺起绉加弹制成，与传统平织布绷带相比，具有柔软、透气、吸收性强及使用舒适的特点。
	术后片		由无纺布和纤维纸复合而成，适用于伤口包扎和一般的伤口护理。
	无纺布球		由无纺布制成，适用于伤口血液和渗出液的吸收，亦可用于伤口清理和皮肤消毒防止感染。
	纱布球/脱脂棉球		由纯棉纱布或脱脂棉制成，适用于伤口血液和渗出液的吸收，亦可用于伤口清理和皮肤消毒防止感染。
	眼垫片		由 100%脱脂棉作为填充物，用棉纱布或无纺布作为面层构成，用于眼科手术、眼科疾病或创伤时的眼部包扎与防护。
	创可贴		由不同基材、伤口护理材料及无过敏与毒性的医用粘合剂复合制成，适用于人体表皮轻度创伤的快速护理，可根据不同创伤部位及大小制作成不同的形状与规格。
	凡士林纱布		由纯棉纱布经凡士林溶液浸润制成，能在保护伤口的同时防止纱布与创面粘连，发挥凡士林促进肉芽生长、促进伤口愈合的作用，主要适用于烧伤性包扎、非感染性创口贴敷包扎使用。
	瓶装医带		由纯棉织带浸润碘仿溶液后装瓶制成，用于对开放或感染的伤口进行无菌引流。
	OB 片		特别设计于女性产后使用的护垫，由渗透性良好的无纺布、高吸水性的填充纤维及拒水无纺布加工制成，具有很好的渗液吸收与卫生防护性能。
	医用吸收垫		由亲水与拒水无纺布加高吸水性垫充料复合制成，适用于有中到大度渗出液的伤口护理，如腿部溃疡和压疮、大面积烧伤以及手术中用于吸收患者体液，同时适用于卧床病人保洁或预防褥疮。
	弹性绷带卷		可使用于不同的应用场合，具备适当的压缩和支持功能，绷带具有良好的透气性及皮肤友好功能，并配有钩环等方便闭合使用。
手术/外科	神经手术片		以非织造布为主体，X 光可显影的钡线和涤纶线为辅助材料制作而成，用于神经外科手术中组织的隔离防护，吸收血液或液体。
	显影纱布片		由纯棉纱布植入钡线制作而成，适用于手术创口或腔内止血、吸收渗出液、清洁等用，产品植入钡线可通过专业探测设备检测与成像，可防止或及时发现是否有纱布留置在手术伤口或腹腔内，避免医疗事故发生。
	显影无纺布片		由人造纤维经非织造工艺及后加工制成，其中植入钡线后，在 X 线照射下可显影，主要适用于手术。

显影纱布球		由 100%脱脂漂白纱布制成，具有很强的清洁和吸收能力，钡线可热粘合或植入纱布球中，在 X 线照射下可显影，主要适用于手术前的消毒。
医用手术巾		纯棉制品，具有较强的吸收性能，并可根据需要制成白色、蓝色、绿色、自然色等不同颜色，用途广泛，如用于隔离、保护手术切口等，可织入或缝入能在 X 线照射下显影的钡片或芯片。
全棉手术巾		成分为 100%棉，具有较强的吸收性能，产品缝入钡片或热粘合钡线，在 X 线照射下可显影，主要适用于腹部手术。
感染防护 外科手套等		由无纺布、PVC 等制成，穿着舒适，并具有良好的防护作用，主要用于手术室医护人员手术过程中隔离防护所用，用以防止病人与医护人员之间的微生物、体液以及粒状物质的传染。
组合包类 医用组合包		组合包产品根据需要可由各种药棉、纱布等相关敷料和器械组合而成，适用于各类治疗或护理过程。

资料来源：2019 年报，天风证券研究所

2019 年，伤口与包扎护理类产品营业收入达到 13.18 亿元，手术/外科类产品收入 5.12 亿元，二者共计占总营业收入达 77.78%。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 56.03%，21.75%，4.10%，2.65%。

图 15：2015-2019 主营产品营收占比



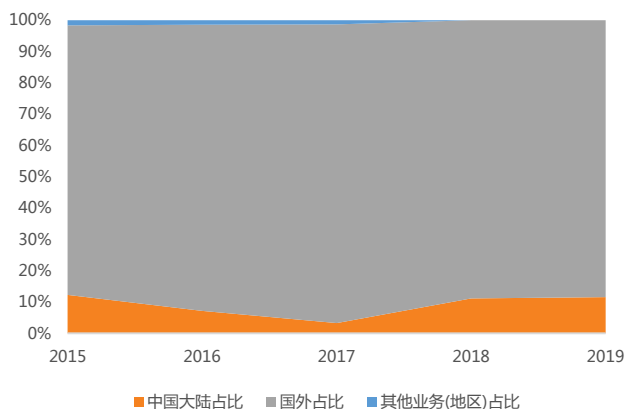
资料来源：Wind，天风证券研究所

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，公司在海外地区的营业收入为 20.80 亿元，同比增加 15.5%，占总营业收入的 88.41%；中国大陆地区的营业收入为 2.73 亿元，同比增加 20.1%，占总营业收入的 11.59%。

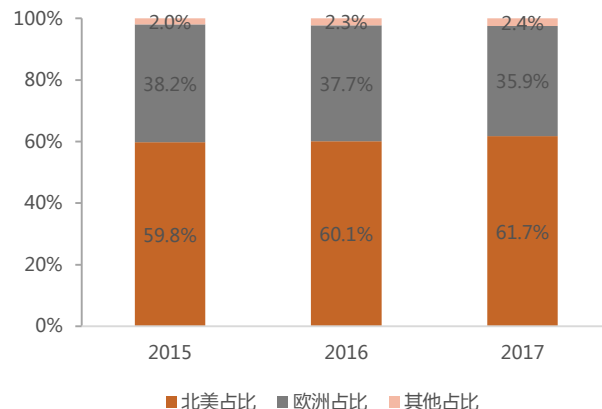
公司最主要的海外市场是北美市场，2017 年公司在北美市场的营业收入达到 10.08 亿元，占公司海外收入的 61.73%；其次是欧洲市场，营业收入为 5.85 亿元，占公司海外收入的 35.87%；包括亚洲、南美和非洲在内的其他市场营业收入为 0.39 亿元，占公司海外收入的 2.39%。

图 16：2015-2019H 各地区营收占比

图 17：2015-2017 海外各地区营收占比情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

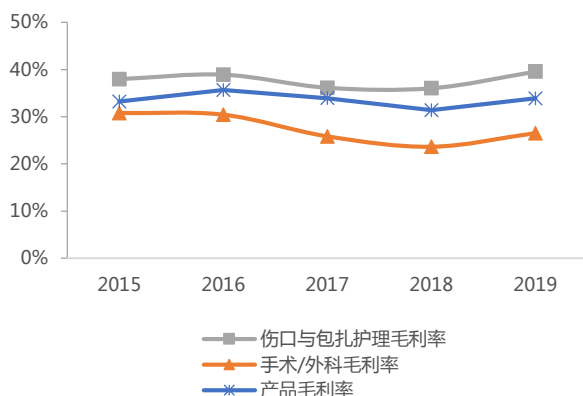


资料来源: Wind, 天风证券研究所

备注: 公司披露仅更新至 2017 年

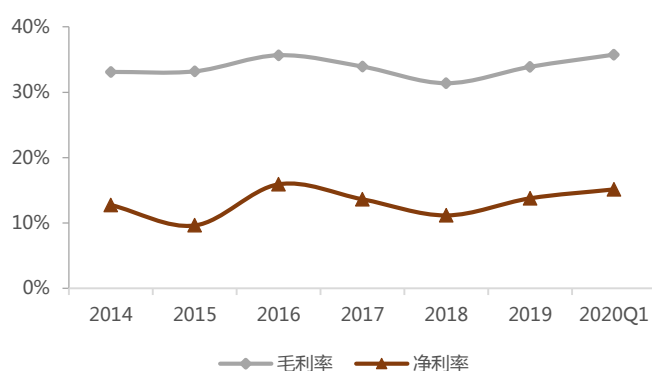
公司产品毛利率整体维持在 33% 左右, 其中伤口与包扎护理类产品的毛利率较高, 历年来均维持在 35% 以上。2018 年, 受全球宏观环境形势贸易摩擦等因素影响, 经济下行风险增大, 人民币兑美元汇率剧烈波动, 导致公司净利润受较大影响。

图 18: 2015-2019 主要产品及整体毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2014-2020Q1 毛利率及净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 奥美医疗医用耗材, 连续 11 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, 2019 年我国总计有 6437 家企业从事医用敷料产品出口, 其中前 100 家企业累计出口金额占总出口额达 63.17%, 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、ODM 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 11 年出口第一。

图 20: 2017-2019 我国医用敷料出口企业前 5 名

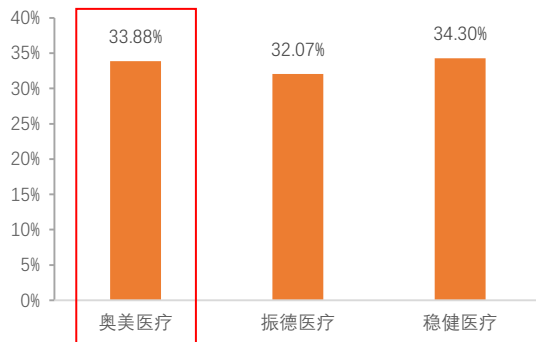
2017年		2018年		2019年	
排名	企业名称	排名	企业名称	排名	企业名称
1	奥美医疗用品股份有限公司	1	奥美医疗用品股份有限公司	1	奥美医疗用品股份有限公司
2	稳健医疗用品股份有限公司	2	稳健医疗用品股份有限公司	2	稳健医疗用品股份有限公司
3	振德医疗用品股份有限公司	3	振德医疗用品股份有限公司	3	振德医疗用品股份有限公司
4	合肥普尔德医疗用品有限公司	4	合肥普尔德医疗用品有限公司	4	施洁医疗技术（上海）有限公司
5	施洁医疗技术（上海）有限公司	5	施洁医疗技术（上海）有限公司	5	合肥普尔德医疗用品有限公司

资料来源：2019 公司年报，天风证券研究所

4.1. 2019 年奥美医疗产品净利率 13.78%，高于可比公司

从产品毛利率水平来看，由于稳健医疗的主营产品包含日用消费品，所以仅选取其医用敷料产品的毛利率来进行比较。在公司净利率水平方面，奥美医疗的净利率表现要优于同业另外两家公司。

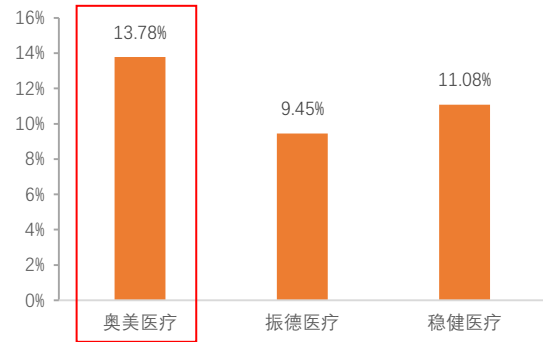
图 21：2019 年同行业公司产品毛利率比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：稳健医疗为 2018 年医用敷料毛利率，2019 年未更新

图 22：2019 年同行业公司净利率水平对比



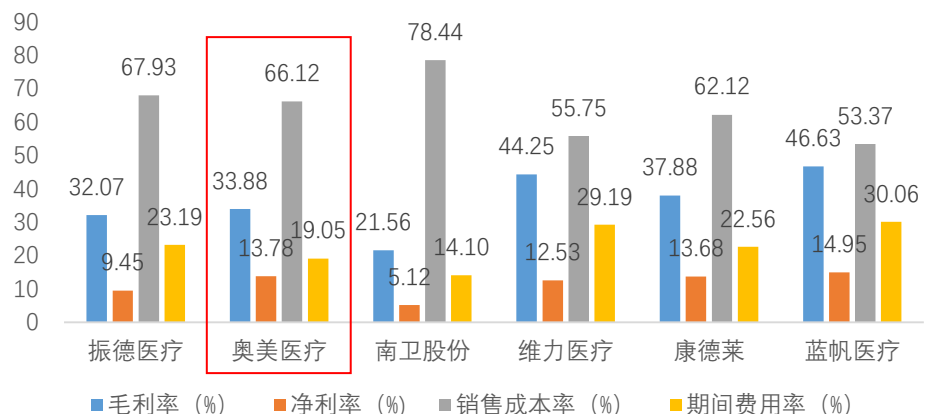
资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：稳健医疗为 2018 年数据，2019 年未更新

4.2. 公司盈利能力可观，处于较高水平

另外选取振德医疗、南卫股份、维力医疗、康德莱、蓝帆医疗与奥美医疗做盈利能力对比。其中，维力医疗是以高分子耗材为代表，康德莱以医用金属耗材为代表，蓝帆医疗专注于手套业务。2019 年，奥美医疗毛利率为 33.88%，领先于振德医疗，净利率在同行业中处于领先地位，同时奥美的期间费用率较低低于同业水平。

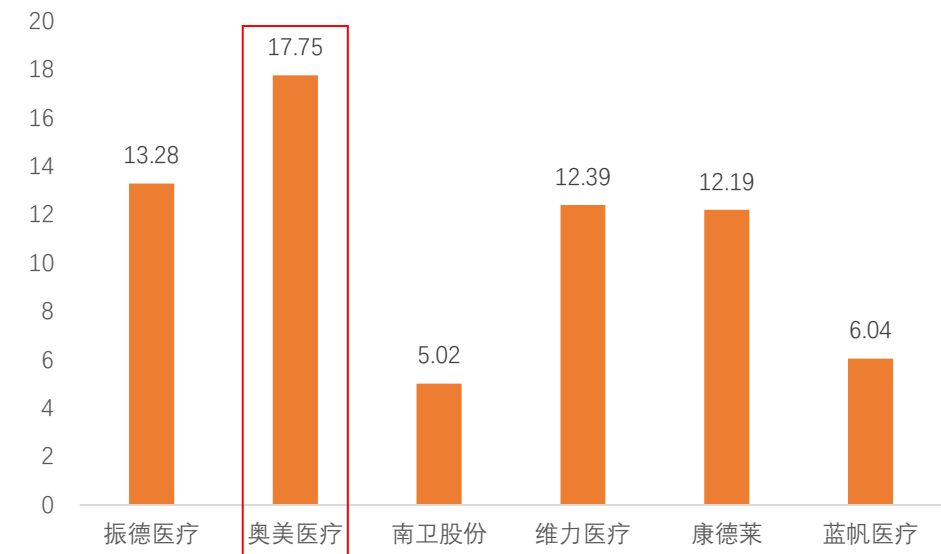
图 23：2019 年同行业盈利能力对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

从资产回报率来看，奥美医疗的资产回报率要显著高于同业其他几家公司，达到 17.75%。

图 24：2019 年同行业公司 ROE（加权）（%）水平对比

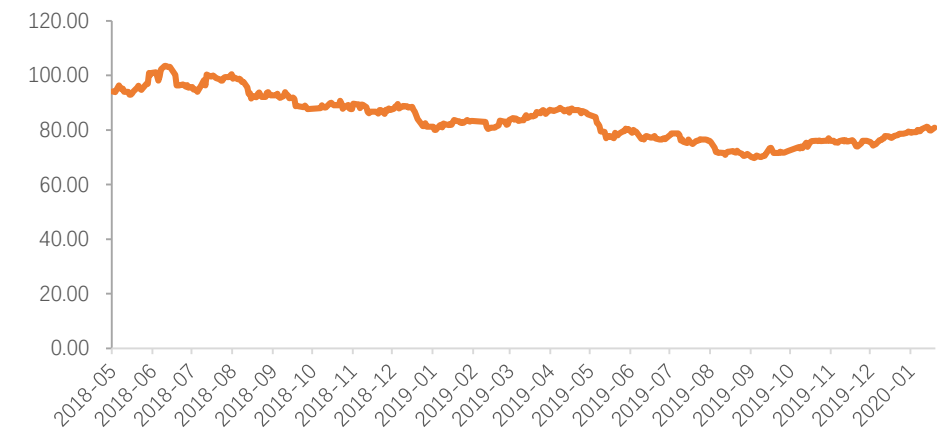


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 原材料价格相对稳定

棉花是生产棉纱、医用纺织布的原料，棉纱、医用纺织布是生产医用敷料的原料。棉花的价格直接影响棉纱、医用纺织布的制造成本，进而影响医用敷料产品的制造成本。而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、期货价格及国际贸易政策和汇率波动等多重因素影响。2018 年 5 月以来，进口棉花价格呈现下降趋势，直至 2019 年 9 月，略有回升。总体棉花价格近年来，都维持在相对稳定的状态。

图 25：2018 年 5 月以来进口棉花到港价格指数（美分/磅）



资料来源：Wind 数据库，进口棉价格指数(FC Index):M:到港价，天风证券研究所

5. 五大核心竞争力

5.1. 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。

5.2. 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。

表 3：产品生产环节介绍

生产环节	突出特点	场景展示
纺纱	进口德国的全自动纺纱生产线，该生产线具有自动接头、自动落纱及工艺参数自动控制等特点，智能高效；同时，生产线配有自动空气循环系统与温湿度调节系统和除尘系统等，在确保良好工作环境的同时，有效满足了对产品生产工艺要求。	
织布	公司研发设计了业内领先的无浆纱喷气织布机，使纱线无需预先上浆，大幅提高了产品质量并有效降低了生产成本，同时也改善了生产环境。	
脱漂	拥有全自动高温控制蒸布锅、高性能卷绕机和业内先进的同步干燥、分切机。	
产品制作与加工	拥有自主研发并受国家专利保护的折叠机、纱布曲缩机等专用设备，能对全棉纱布及无纺布进行深加工，制成能满足美国、欧盟、日本等国家或地区标准要求的纱布或无纺布制品。	
包装	拥有自主研发设计并受国家专利保护的包装机，用于包装无纺布片、纱布片和曲缩卷等产品，较大程度的提高了生产效率。	
消毒灭菌	拥有行业内最大规模且智能化管理的 ETO 灭菌中心	
检测	公司建有高水平的中央检测实验室，用于进行确保产品安全可靠的各种实验与各类新型产品研发。	

资料来源：2019 年公司年报，天风证券研究所

5.3. 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。2019 年度，公司共获批 24 项专利，软件著作权 2 项，继续保持研发投入高产出的趋势。截至 2020 年 4 月 22 日，公司共拥有 84 项专利，软件著作权 2 项，不断创新使公司在激烈的市场竞争中始终保持竞争优势。

5.4. 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。

5.5. 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，日本厚生省的外国制造者认定证、德国医疗器械主管部门的医疗器械产品登记备案、且通过了公告机构南德 TUV 的欧盟产品 EC 认证。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。

6. 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，且考虑到今年疫情带来口罩等产品的明显放量，公司医用外科、一次性使用医用口罩等平面口罩日供应能力在 500 万只左右，N95、KN95 等口罩供应能力在 80 万只左右，目前公司订单较为饱满，口罩等产品最远的订单已经接到 2020 年第三季度。我们上调盈利预测，预计 2020-2022 年净利润由原来的 4.29 亿/5.59 亿/7.11 亿上调至 7.03 亿 8.03 亿/9.08 亿，对应 EPS 为 1.11/1.27/1.43 元。

表 4：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,027.51	2,352.46	4,704.92	5,184.83	5,532.21
增长率(%)	18.49	16.03	100.00	10.20	6.70
EBITDA(百万元)	430.51	567.14	940.27	1,065.56	1,186.57
净利润(百万元)	227.78	325.81	703.16	803.13	908.11
增长率(%)	(2.55)	43.04	115.82	14.22	13.07
EPS(元/股)	0.36	0.51	1.11	1.27	1.43

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 38.6X，考虑到新冠肺炎疫情带来今年的业绩明显增长，且明年业绩增速预期放缓，保守给予公司 2020 年 30X 估值，对应目标价 33.3 元，维持“买入”评级。

表 5：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
600529.SH	山东药玻	48.2	49.1	39.2	1.0	1.2
002382.SZ	蓝帆医疗	30.3	13.8	17.2	2.2	1.8
851551.SI	医疗器械行业		52.8	45.3		
	平均值		38.6	33.9		

资料来源：Wind，天风证券研究所

截止至 2020 年 6 月 16 日

7. 风险提示

外销收入占比较高的风险：2019 年海外收入占比为 88.4%，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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	309.60	242.53	376.39	1,417.19	809.74	营业收入	2,027.51	2,352.46	4,704.92	5,184.83	5,532.21
应收票据及应收账款	207.70	384.07	582.07	233.43	636.70	营业成本	1,391.24	1,555.34	3,119.36	3,421.99	3,612.53
预付账款	156.74	64.98	305.41	158.44	319.43	营业税金及附加	22.24	21.04	42.09	49.88	50.73
存货	565.36	708.61	1,596.08	1,007.40	1,677.54	营业费用	112.87	130.11	235.25	259.24	276.61
其他	201.56	256.08	350.62	230.50	400.69	管理费用	180.52	229.70	355.69	369.16	387.25
流动资产合计	1,440.95	1,656.27	3,210.58	3,046.97	3,844.10	研发费用	49.74	59.71	94.10	103.70	110.64
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	40.57	28.60	33.59	38.40	33.19
固定资产	991.61	1,140.73	1,142.33	1,151.17	1,151.34	资产减值损失	4.39	(16.68)	(16.68)	(9.65)	(14.34)
在建工程	179.68	74.69	80.81	96.49	87.89	公允价值变动收益	0.74	0.33	(0.46)	0.20	0.02
无形资产	184.81	161.23	156.88	152.52	148.16	投资净收益	2.41	12.50	9.00	15.00	15.00
其他	103.14	115.81	117.49	112.53	114.80	其他	(54.80)	(58.75)	(17.08)	(30.40)	(30.04)
非流动资产合计	1,459.23	1,492.46	1,497.52	1,512.70	1,502.20	营业利润	277.59	390.54	850.06	967.32	1,090.61
资产总计	2,900.19	3,155.72	4,710.42	4,562.77	5,350.44	营业外收入	1.24	7.55	5.00	7.90	12.00
短期借款	846.78	362.18	717.20	645.48	580.93	营业外支出	2.45	3.93	3.93	3.93	3.93
应付票据及应付账款	135.90	107.55	559.80	123.16	563.27	利润总额	276.38	394.16	851.12	971.29	1,098.68
其他	122.02	150.64	202.34	162.16	170.29	所得税	50.07	69.96	151.06	172.39	195.00
流动负债合计	1,104.70	620.38	1,479.34	930.80	1,314.49	净利润	226.31	324.20	700.06	798.90	903.67
长期借款	228.00	186.74	251.12	226.01	203.41	少数股东损益	(1.47)	(1.61)	(3.10)	(4.24)	(4.43)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	227.78	325.81	703.16	803.13	908.11
其他	245.80	289.43	261.95	265.73	272.37	每股收益(元)	0.36	0.51	1.11	1.27	1.43
非流动负债合计	473.80	476.17	513.07	491.74	475.78						
负债合计	1,578.50	1,096.55	1,992.41	1,422.54	1,790.27						
少数股东权益	9.09	7.47	4.52	0.36	(3.98)	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	374.18	422.18	633.27	633.27	633.27	成长能力					
资本公积	357.21	783.65	783.65	783.65	783.65	营业收入	18.49%	16.03%	100.00%	10.20%	6.70%
留存收益	937.84	1,624.46	2,080.23	2,506.61	2,930.88	营业利润	-2.08%	40.69%	117.66%	13.79%	12.75%
其他	(356.63)	(778.59)	(783.65)	(783.65)	(783.65)	归属于母公司净利润	-2.55%	43.04%	115.82%	14.22%	13.07%
股东权益合计	1,321.68	2,059.17	2,718.02	3,140.24	3,560.17	获利能力					
负债和股东权益总计	2,900.19	3,155.72	4,710.42	4,562.77	5,350.44	毛利率	31.38%	33.88%	33.70%	34.00%	34.70%
						净利率	11.23%	13.85%	14.95%	15.49%	16.41%
						ROE	17.35%	15.88%	25.91%	25.58%	25.48%
						ROIC	18.58%	17.39%	31.94%	25.84%	37.07%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	54.43%	34.75%	42.30%	31.18%	33.46%
净利润	226.31	324.20	703.16	803.13	908.11	净负债率	57.89%	16.53%	22.20%	-16.90%	-0.15%
折旧摊销	111.80	121.55	56.63	59.85	62.78	流动比率	1.30	2.68	2.17	3.28	2.93
财务费用	37.18	31.09	33.59	38.40	33.19	速动比率	0.79	1.54	1.09	2.19	1.65
投资损失	(2.41)	(12.50)	(9.00)	(15.00)	(15.00)	营运能力					
营运资金变动	(367.47)	(286.83)	(923.42)	732.76	(957.00)	应收账款周转率	11.01	7.95	9.74	12.72	12.72
其它	(2.41)	95.62	(3.57)	(4.04)	(4.41)	存货周转率	4.02	3.69	4.08	3.98	4.12
经营活动现金流	3.01	273.13	(142.61)	1,615.10	27.66	总资产周转率	0.78	0.78	1.20	1.12	1.12
资本支出	295.50	98.30	87.48	76.22	43.36	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.36	0.51	1.11	1.27	1.43
其他	(573.50)	(316.12)	(132.90)	(142.40)	(79.44)	每股经营现金流	0.00	0.43	-0.23	2.55	0.04
投资活动现金流	(278.00)	(217.82)	(45.42)	(66.17)	(36.08)	每股净资产	2.07	3.24	4.28	4.96	5.63
债权融资	1,074.78	582.99	979.68	886.63	804.53	估值比率					
股权融资	(43.35)	450.32	172.44	(38.40)	(33.19)	市盈率	76.09	53.20	24.65	21.58	19.09
其他	(639.25)	(1,119.25)	(830.22)	(1,356.36)	(1,370.37)	市净率	13.20	8.45	6.39	5.52	4.86
筹资活动现金流	392.18	(85.94)	321.89	(508.12)	(599.03)	EV/EBITDA	0.00	15.92	18.95	15.66	14.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	20.25	20.17	16.59	15.31
现金净增加额	117.20	(30.63)	133.87	1,040.80	(607.45)						

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 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