

继峰股份（603997）首次覆盖报告

座椅零部件行业龙头，业绩持续增长可期 增持（首次）

2017年5月19日

首席证券分析师 高登

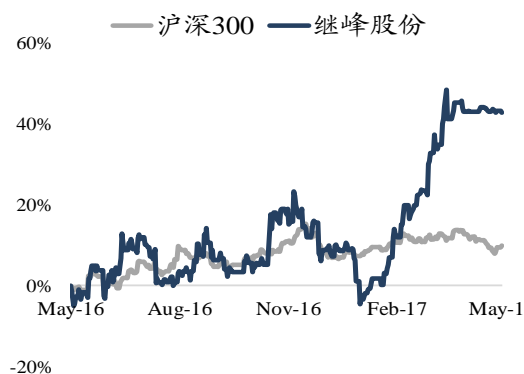
执业资格证书号码：S0600516070003

gaod@dwzq.com.cn

010-66573557

- 公司是国内乘用车座椅系统零部件供应商。公司主要产品为乘用车座椅头枕、座椅扶手以及头枕支架等。公司直接客户包括安道拓（原江森自控）、李尔集团、佛吉亚、泰极、丰田纺织、德尔塔等国际知名座椅厂商，公司间接客户包括一汽大众、宝马、长安福特、神龙汽车等合资品牌整车厂，以及长城汽车、吉利汽车等优秀自主品牌整车厂。2016年公司实现营业收入14.66亿元，同比增加40%；实现归母净利润2.5亿元，同比增加42%。
- 汽车座椅系统单车价值量高，全球市场规模超过4000亿元，配套零部件市场形成国产替代趋势。汽车座椅系统是汽车重要组成部分，对安全性、舒适性要求较高，单车价值量在4000-5000元左右，全球市场规模超过4000亿元。在全球座椅系统市场中，前10位供应商占据的市场份额约90%，以海外跨国公司为主导。中国公司主要为一级系统供应商提供零部件，逐步形成国产替代趋势。
- 客户资源+技术研发+成本管控构筑护城河。汽车行业认证壁垒高，公司与整车厂保持良好合作关系，其中一汽大众、东风日产和神龙汽车配套份额接近50%。公司与主要一级供应商关系稳定，安道拓、李尔等前五名客户收入占比维持70%左右。公司高度重视研发和技术创新能力，具备同步开发能力。公司成本控制能力强，产品具有价格优势。
- 新产品+新客户+海外扩张保障未来业绩高增长。公司新产品座椅扶手仍是蓝海市场，公司经过多年积累进入高成长期，收入和利润贡献占比持续提升。牵手德国格拉默，双方将为共同扩大中国和全球业务建立战略合作伙伴关系。此次合作不仅使公司向同行业世界领先的企业学习相关技术，也能够通过其打开海外业务的窗口，改善收入结构。
- 投资建议：预计公司2017/18/19年EPS分别为0.77/1.02/1.34元（2016年为0.59元）。当前价26.44元，对应2017/18/19年34/26/20倍PE。考虑汽车座椅市场成长空间广阔，公司新产品高速成长以及海外市场拓展的潜力，参考行业平均估值，我们认为公司合理估值为2017年40倍PE，首次给予“增持”评级，目标价31元。
- 风险提示：1) 汽车销量增长不达预期；2) 新客户及新产品进展不顺利；3) 海外市场开拓与合作进展不顺利。

股价走势



市场数据（2017年5月19日）

收盘价（元）	26.44
市盈率（2016）	44.47
市净率（2016）	7.27
流通A股市值（百万元）	3014

基础数据（2016）

每股净资产（元）	3.64
资产负债率（%）	14.19
总股本（百万股）	420
流通A股（百万股）	114

目 录

1. 专注于乘用车座椅系统的龙头公司.....	4
1.1 公司主要产品为乘用车座椅系统零部件	4
1.2 公司收入及利润保持稳定增长	4
1.3 持股集中的民营企业	6
2. 汽车座椅市场空间大，零部件配套国产替代.....	6
2.1 跨国零部件巨头垄断全球汽车座椅系统	6
2.2 中国公司的机遇在座椅零部件配套市场	8
2.3 国内座椅头枕需求量有望破亿，扶手市场潜力巨大	8
3. 竞争优势：客户资源+研发能力+成本控制.....	10
3.1 客户资源稳定，集中度较高	10
3.2 研发实力较为强大	11
3.3 成本管控卓有成效	11
4. 公司看点：新产品+新客户+海外扩张.....	11
4.1 新产品：座椅扶手加速发展	11
4.2 新客户：不断拓展车型品牌和客户	12
4.3 海外布局助力公司发展	13
5. 盈利预测与投资建议	14
6. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司主要产品说明.....	4
图表 2: 2011-2017Q1 公司营业收入 (百万元)	5
图表 3: 2011-2017Q1 公司归母净利润 (百万元)	5
图表 4: 各产品毛利率情况 (%)	5
图表 5: 各产品收入占比 (%)	6
图表 6: 继峰股权结构图.....	6
图表 7: 汽车座椅系统零部件的供货模式.....	7
图表 8: 2016 年座椅销量对比 (亿美元)	8
图表 9: 全球座椅系统市场份额 (%)	8
图表 10: 继峰股份同行业竞争者.....	8
图表 11: 乘用车销量 (亿)	9
图表 12: 2015 年各国千人汽车保有量对比.....	9
图表 13: 座椅头枕市场规模 (亿)	9
图表 14: 座椅扶手市场规模 (亿)	9
图表 15: 直接客户销售收入结构 (2014 年)	10
图表 16: 研发支出 (万元)	11
图表 17: 三费率较为稳定 (%)	11
图表 18: 期间费用率对比 (%)	11
图表 19: 各产品单价 (元/件)	12
图表 20: 座椅扶手总成产量及增速.....	12
图表 21: 新增客户.....	13
图表 22: 新增配套车型.....	13
图表 23: 格拉默集团收入 (百万欧元)	14
图表 24: 盈利预测表.....	15
图表 25: 同行业公司对比.....	15

1. 专注于乘用车座椅系统的龙头公司

1.1 公司主要产品为乘用车座椅系统零部件

继峰股份是国内乘用车座椅系统零部件供应商。公司主要产品为乘用车座椅头枕、座椅扶手以及头枕支架等。公司直接客户包括安道拓（原江森自控）、李尔集团、佛吉亚、泰极、丰田纺织、德尔塔等国际知名座椅厂商，公司间接客户包括一汽大众、宝马、长安福特、神龙汽车等合资品牌整车厂，以及长城汽车、吉利汽车等优秀自主品牌整车厂。

图表 1: 公司主要产品说明

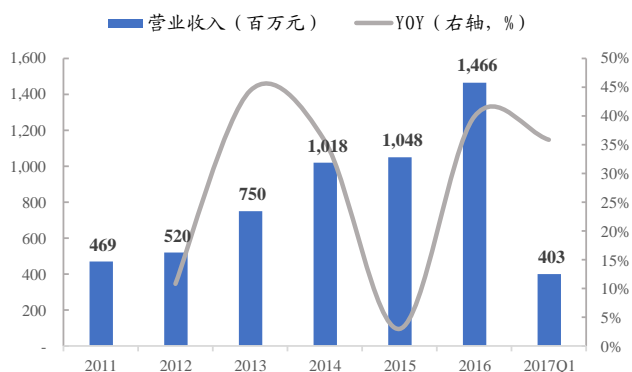
产品名称	产品图片	主要用途
座椅头枕		汽车座椅系统中的必备功能件，强调安全性能。事故发生时公司自主研发的主动性头枕可防止乘客受伤。
座椅扶手		包括前排扶手和后中扶手。主要用于中高端型乘用车，既为乘客提供舒适性，也是重要的功能部件。
头枕支杆		包括前排头枕支杆和后排两侧及中间头枕支杆。同样是汽车座椅头枕的核心部件之一，起到支撑头枕，调节头枕位置的作用。

资料来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

1.2 公司收入及利润保持稳定增长

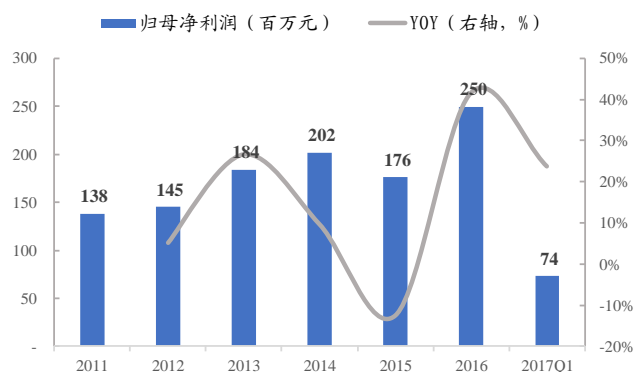
公司收入保持高速增长，净利润增速维持相对稳定。2011 年至 2016 年，公司营业收入从 4.7 亿元上升至 14.7 亿元，复合增速 21.0%；公司净利润从 1.4 亿元上升至 2.5 亿元，复合增速 10.3%。

图表 2：2011-2017Q1 公司营业收入（百万元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

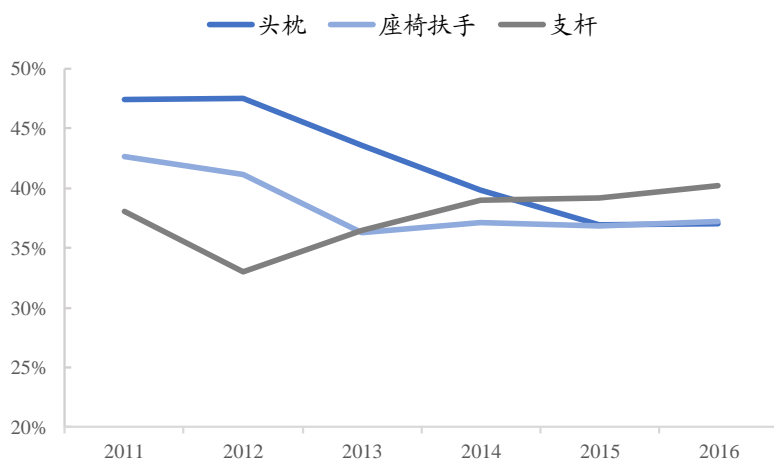
图表 3：2011-2017Q1 公司归母净利润（百万元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司产品结构改善利润率趋于稳定。公司上市以后，信息更加透明导致客户谈判价格下降，公司毛利率由 2011 年的 44.2% 下降至 2016 年的 35.6%，下降 8.6 个百分点。随着座椅扶手逐步上量，头枕支架毛利率回升，公司整体利润率趋于稳定。

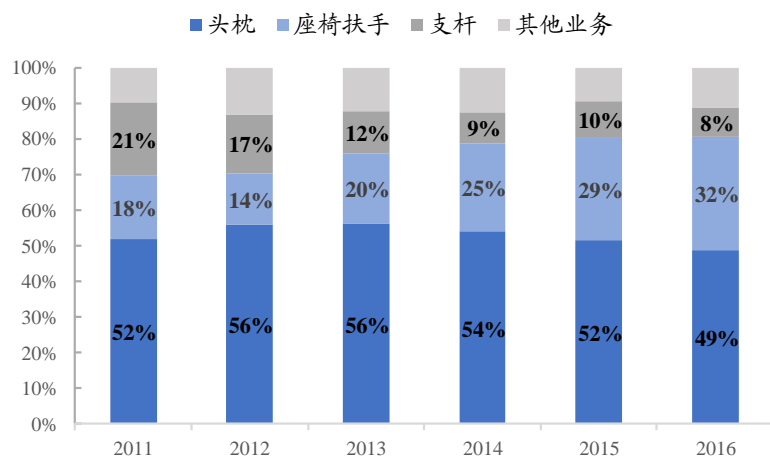
图表 4：各产品毛利率情况（%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

座椅头枕收入占比最高，座椅扶手收入占比逐年提高。主营产品中，座椅头枕多年来一直是公司的核心产品，产品收入贡献在 50% 以上。收入占比第二的座椅扶手份额逐步提升，由 2011 年的 18% 上升到 2016 年的 32%。

图表 5: 各产品收入占比 (%)

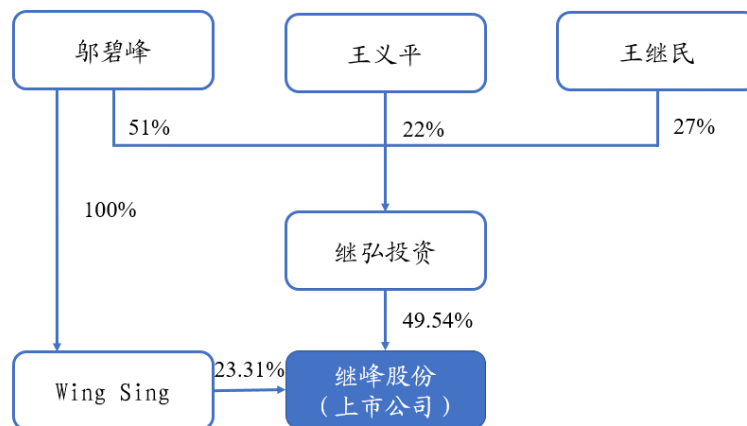


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3 持股集中的民营企业

实际控制人王义平家族共持有 72.85% 公司股份。宁波继峰汽车零部件股份有限公司创立于 1996 年, 2011 年改制成为股份有限公司, 2015 年通过 IPO 上市。公司实际控制人为王义平家族, 通过继弘投资持有公司 49.54% 股权, 通过其妻邬碧峰全资持有的公司 Wing Sing 拥有继峰股份 23.31% 股权。

图表 6: 继峰股权结构图



注: 王义平与邬碧峰为夫妻关系, 王继民为其子。

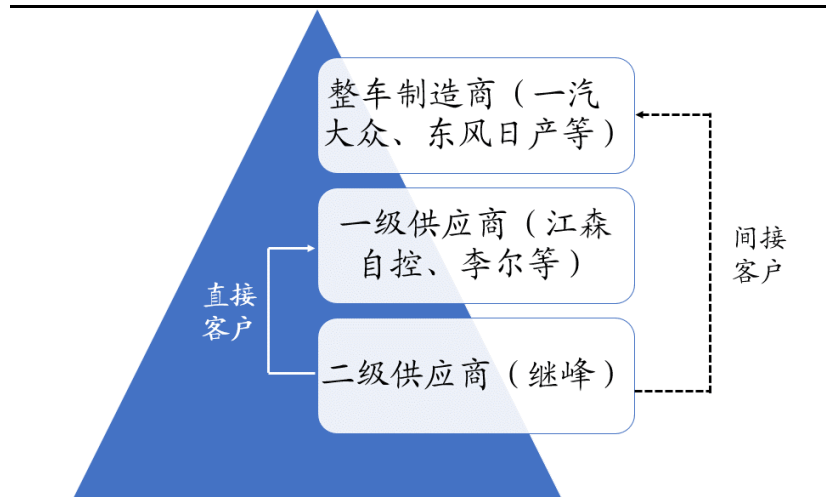
资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2. 汽车座椅市场空间大, 零部件配套国产替代

2.1 跨国零部件巨头垄断全球汽车座椅系统

汽车座椅系统产业链主要由二级零件供应商和一级系统供应商组成。整车厂商根据需求选取座椅总成的一级供应商, 再由一级供应商选取制造座椅系统零部件的二级供应商。根据全球市场来看, 汽车座椅总成主要被江森自控、李尔、佛吉亚等大型跨国零部件巨头垄断, 国内的座椅零部件制造企业一般充当向其配货的二级供应商角色。

图表 7: 汽车座椅系统零部件的供货模式



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

汽车座椅系统单车价值量高, 全球市场规模超过 4000 亿元。汽车座椅系统是汽车重要组成部分, 对安全性、舒适性要求较高, 单车价值量在 4000-5000 元左右。按照 2016 年全球汽车产量 9498 万辆测算, 全球汽车座椅系统市场规模超过 4000 亿元。

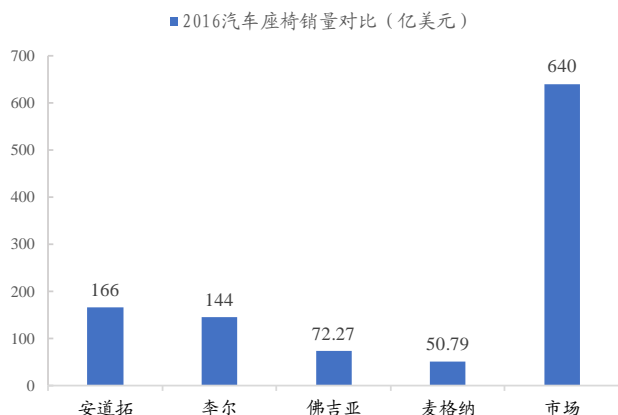
全球座椅系统一级供应商市场集中度较高。在全球座椅系统市场中, 前 10 位供应商占据市场份额的约 90%, 包括 5 家欧美供应商 (安道拓、李尔、佛吉亚、麦格纳、博泽) 和 5 家亚洲供应商。

安道拓 (原江森自控) 是欧美座椅系统第一大供应商, 李尔、佛吉亚、麦格纳紧跟其后。江森自控于 2016 年剥离出座椅和内饰业务, 由新设立的安道拓公司负责运营, 2015 年座椅净收入 168.6 亿美元, 2016 年净收入 166 亿美元。李尔集团年报中显示, 2016 年公司座椅收入 144 亿美元, 市场份额大约在 22.5%。

日系座椅供应商主要有丰田纺织、泰极爱思和日本发条等, 主要向日系整车厂提供配套, 其中丰田纺织是日本最大的座椅配套厂, 座椅数量约占日本市场的 30%。

中国地区是海外汽车座椅龙头企业的重要布局点。目前, 安道拓在中国设立有 17 个合营公司, 在 32 个城市布局了 60 个生产地点。李尔集团 2016 年中国区收入 (合并报表后) 22.8 亿美元, 占比达到 16%。

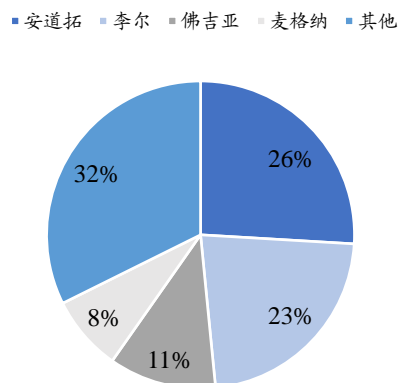
图表 8：2016 年座椅销量对比（亿美元）



注：佛吉亚单位为欧元，以汇率 1: 1.1 换算成美元。

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 9：全球座椅系统市场份额（%）



注：佛吉亚单位为欧元，以汇率 1: 1.1 换算成美元。

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2 中国公司的机遇在座椅零部件配套市场

中国公司进入座椅零部件配套市场，具有一定竞争力。座椅系统零部件包括座椅骨架、滑轨、调角器、座椅头枕、座椅腰靠、面套等多个零部件。继峰股份主要为座椅系统一级供应商配套座椅头枕和座椅扶手，主要竞争对手为格拉默、延锋安道拓等中外合资企业。

图表 10：继峰股份同行业竞争者

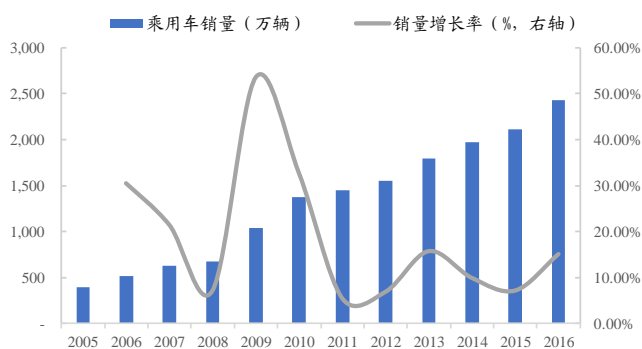
		简介
头枕	格拉默公司及国内子公司	格拉默主要生产商用车、工程机械用中控台、座椅头枕和座椅扶手等
	延锋安道拓	延锋和安道拓共同投资设立，国内客户主要有上海大众、上海通用等企业。
	武汉万兴汽车零部件制造有限公司	主要生产汽车座椅及零配件、车门饰板、遮阳板等其他汽车零部件，由萨摩亚优利得公司与东风本田合资设立。
	武汉泰昌汽车内饰件有限公司	主要产品包括车厢地毯、隔音垫系列产品和头枕系列产品，主要为神龙汽车、东风本田及上海大众配套供应产品。
扶手	格拉默公司及国内子公司	
	华安汽车装备有限公司	

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.3 国内座椅头枕需求量有望破亿，扶手市场潜力巨大

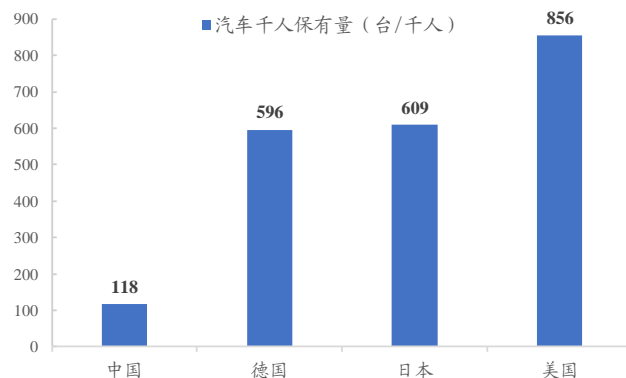
中国汽车零部件发展空间较大。目前中国千人汽车保有量远低于世界发达国家且市场向二三线城市下沉后，乘用车销量将会保持增长趋势（2005-2016 复合增长率达到 14.57%）。因此，中国的汽车零部件行业具有较大发展空间。

图表 11：乘用车销量（万辆）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 12：2015 年各国千人汽车保有量对比

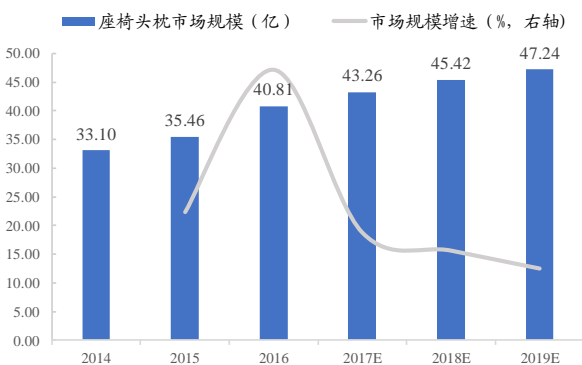


资料来源：Wind，东吴证券研究所

国内座椅头枕需求量有望破亿，市场规模 40-50 亿。考虑到受购置税减免政策退坡影响，假设乘用车销量 2017/2018/2019 分别以 6%/5%/4% 增速增长，头枕数量为每车 4 个，单价 42 元，单车价值量 168 元。预计到 2019 年，汽车座椅头枕需求量将超过一亿件，市场规模在 48 亿左右。

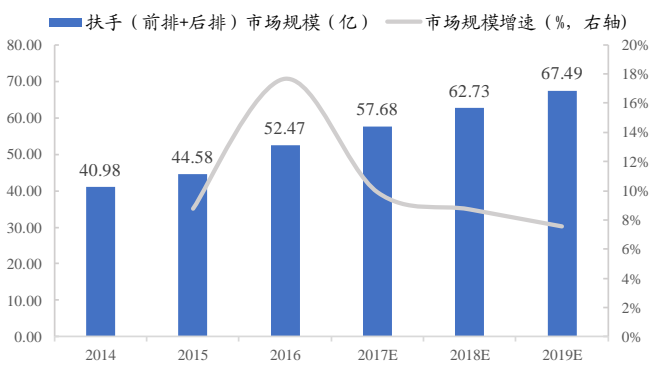
国内座椅扶手从高端向低端渗透，市场潜力巨大。座椅扶手主要分为中控台扶手以及后排扶手。中控台扶手每车一个，单车价值量为 160 元，后排扶手主要用于 1.6L 以上排量汽车，目前渗透率在 30% 左右，趋势是从高端车型向低端车型渗透，预计到 2019 年上升到 50% 左右，座椅扶手（包括前排和后排）总需求量超过 4000 万件，市场规模在 68 亿左右。根据假设，目前继峰股份头枕市占率约为 18%，座椅扶手市占率约为 9%，我们预计到 2019 年，继峰头枕市占率将上升至 26% 左右，扶手市占率上升至 15% 左右。

图表 13：国内座椅头枕市场规模（亿）



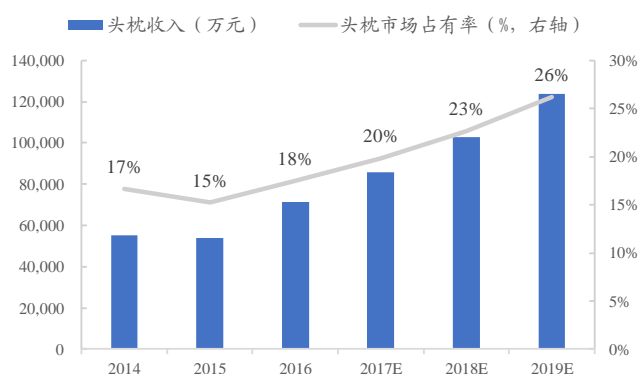
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 14：国内座椅扶手市场规模（亿）



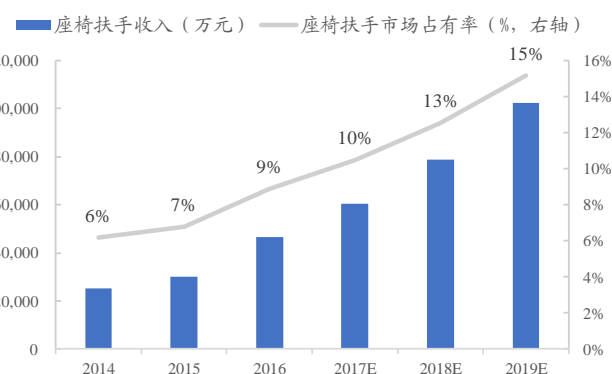
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 15：继峰头枕收入预测及市场占有率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 16：继峰座椅扶手收入预测及市场占有率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

3. 竞争优势：客户资源+研发能力+成本控制

3.1 客户资源稳定，集中度较高

汽车行业认证壁垒高，客户关系稳定。由于汽车零部件制造商必须通过第三方质量体系认证，只有通过 ISO/TS16949 质量体系认证才能进入整车配套体系，继峰股份目前已通过 ISO/TS16949 质量管理体系认证是获得稳定客户资源的前提保证。

公司的客户来源分为直接客户和间接客户。直接客户包括安道拓、李尔和弗吉亚等在国内的子公司。公司通过竞标取得此类一级供应商项目，成为整车厂商新车型的零部件配套供应商。间接客户包括一汽大众、东风日产、神龙汽车等整车制造商。此类厂商对配套产品直接向二级供应商询价，自主选择，然后向一级座椅总成供应商指定中标企业为其定点供应商。公司目前是一汽大众的 A 级供应商，广菲克、长安福特、华晨宝马、神龙汽车、一汽轿车等整车厂的一级供应商，并能直接参与德国奔驰、大众、宝马等整车厂的 OEM 全球项目定点。

公司直接客户集中度较高。根据招股说明书，2014 年公司从前五大直接客户获得的销售收入占公司总营收比重 73.18%，其中富维江森是公司最大的一级供应商客户。间接客户方面，2014 年前三季度，公司头枕为一汽大众、东风日产和神龙汽车配套的份额分别为 53.3%，40.75%和 31.27%。

图表 17：直接客户销售收入结构（2014 年）

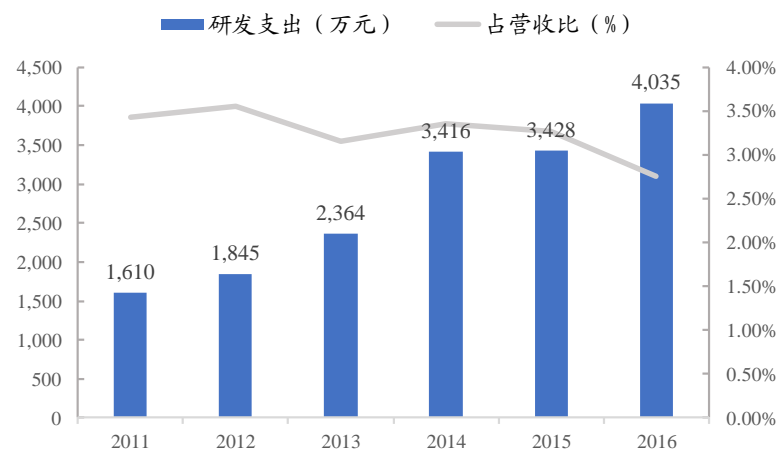
客户名称	销售收入占营收比 (%)
富维江森	34.84%
李尔系统	22.50%
泰极系统	5.73%
东风李尔	5.33%
佛吉亚体系	4.78%
合计	73.18%

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2 研发实力较为强大

公司高度重视研发和技术创新能力，具备同步开发能力。截至 2016 年，公司拥有有效专利 72 项，其中发明专利 8 项，实用新型专利 64 项，包括降低头枕支杆重量的薄壁管深槽挤压滚切工艺、减少碰撞时乘员头部受到的伤害的慢回弹泡沫配方等 6 项自主研发技术。公司已具备与客户同步开发能力，能够及时根据客户需求进行更改，对技术要求更高。

图表 18: 研发支出 (万元)

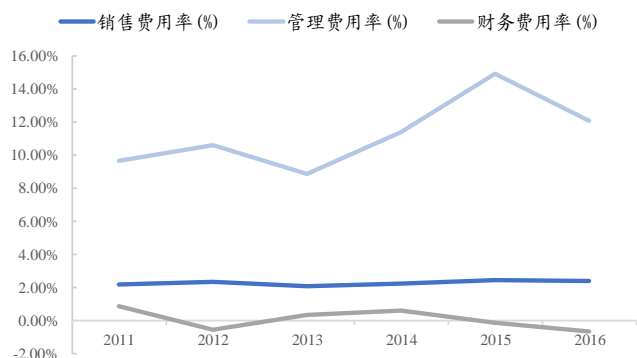


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3 成本管控卓有成效

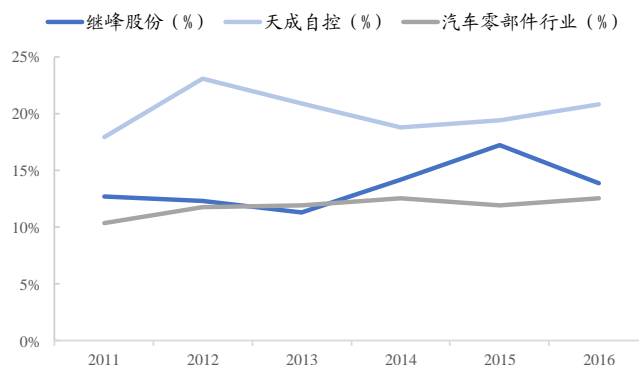
公司成本控制能力强，产品具有价格优势。公司销售费用长期维持在 2%，管理费用率涉及到科研费用和人员规模扩大等原因，在 10% 上下浮动。期间费用率在同行业中处于中等水平。由于公司是 A 股市场上稀缺的汽车座椅零部件制造企业，因此选择天成自控作为对标公司（商用车座椅提供者）。对比后发现继峰期间费用率优于可比标的，成本管控水平较为优异。

图表 19: 三费率较为稳定 (%)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 20: 期间费用率对比 (%)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

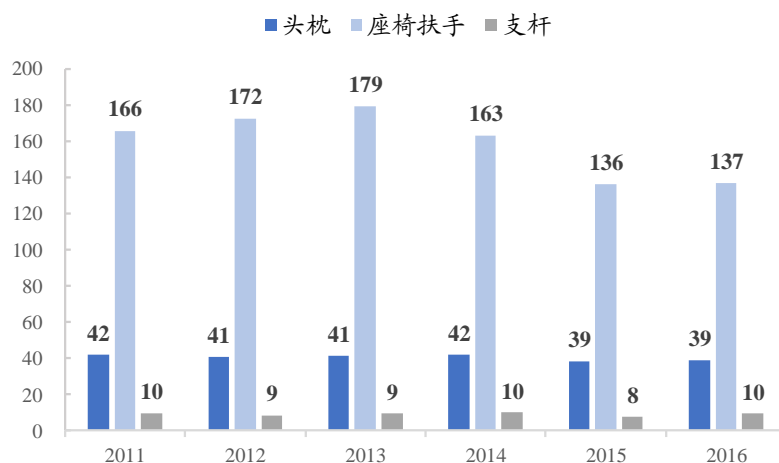
4. 公司看点: 新产品+新客户+海外扩张

4.1 新产品: 座椅扶手加速发展

座椅扶手单车价值高，收入和利润贡献提升明显。针对 1.6L 以上中

高端乘用车，座椅扶手需要满足乘坐的舒适性和摆放物件的实用性，因此附加价值较高。根据测算（营业收入除以销售量），扶手的单件销售价格在三种产品里最高，2016 年每件约为 137 元，同年头枕和支杆的单价分别为 39 元/件、10 元/件。且毛利率较为稳定，2016 年（37.22%）已高于头枕毛利率（36.99%），发展扶手产品将为公司带来丰厚利润。

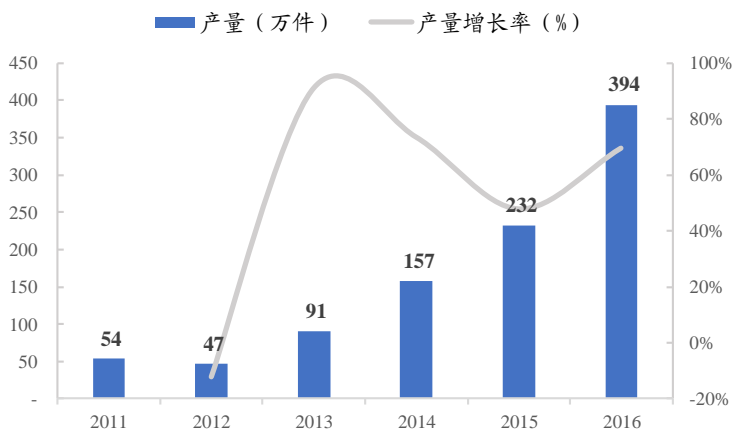
图表 21: 各产品单价 (元/件)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司座椅扶手市场份额有望进一步提升。作为公司新产品，座椅扶手起步晚于头枕业务，2011 年座椅扶手产量仅为 54 万件，2016 年已达到 394 万件，复合增速接近 40%，近两年来呈加速趋势。

图表 22: 座椅扶手总成产量及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2 新客户: 不断拓展车型品牌和客户

由合资向自主品牌，拓展新车型和新客户。2011 年，公司按照丰田汽车质量标准成功研发了慢回弹泡沫技术，进入丰田汽车的座椅头枕配套体系，成为市场上少数能够同时供应欧美、日韩和国产车系头枕的厂商。间接客户由合资品牌拓展到自主品牌，从中高端市场逐渐向低端市场渗透。

图表 23: 新增客户

	2014	2016
直接客户	江森自控、李尔、佛吉亚、德而塔、泰极、丰田纺织。	安道拓(原江森自控)、李尔集团、佛吉亚、 麦格纳 、泰极、丰田纺织、德尔塔等国际知名座椅厂商。
间接客户	一汽大众、东风日产、神龙汽车、一汽轿车、上海通用及通用汽车、克莱斯勒、长安福特、一汽丰田、东风本田、华晨宝马。	一汽大众、宝马、长安福特、神龙汽车、广菲克、上汽通用五菱、日产、本田、丰田、马自达等合资品牌整车厂及 长城 、吉利、 一汽轿车 等国产品牌整车厂配套,

注: 新增客户用黑体标出。

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 东吴证券研究所

图表 24: 新增配套车型

	2014	2016
头枕	大众 CC、新宝来、高尔夫、速腾、奥迪、奔腾 B70、马自达、逍客、标致雪铁龙 508、新君威、宝马、轩逸、新骊威、丰田 RAV4 等。	宝马(如宝马 1 系、2 系、3 系、X1 等)、大众(新宝来、高尔夫、速腾、 迈腾 、 蔚领 等)、奥迪(A3、A4、Q3、Q5 等)、标致雪铁龙(C4、C3XR、3008 等)、通用(新君威、 英朗 、 宝骏 等)、广菲克(自由侠、 指南者 等)、日产(奇骏 、 骐达 等)、本田(思域 、 杰德 等)、丰田(RAV4)、吉利沃尔沃(博瑞 、 博越 等)等、广汽(GS4、GS5、GS8 等)。
扶手	克莱斯勒 300C、凯迪拉克、逍客、阳光、马自达 6、新宝来、奔腾 B70、蒙迪欧新致胜、本田杰德、丰田 RAV4、奔腾 X80 等车型等。	<u>后排扶手</u> : 克莱斯勒 300C、凯迪拉克(XTS、CT6)、马自达(昂可塞拉 、 阿特兹 、CX5 等)、大众(新宝来、 迈腾 、 蔚领 等)、 奥迪(A4) 、福特(蒙迪欧)、广菲克(指南者 等)、本田(杰德 、 思铂睿 、 思域 等)、丰田(RAV4、 丰田卡罗拉)、 长城系列 等车型。 <u>中控扶手</u> : 福特(锐界) 、吉利沃尔沃(XC60、 博越 、 领克系列 等)、 英菲尼迪(QS50) 等。

注: 新增车型用黑体标出。

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 东吴证券研究所

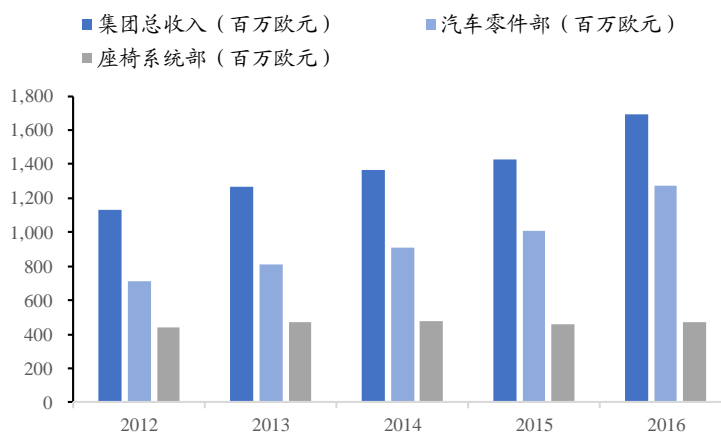
4.3 海外布局助力公司发展

牵手德国格拉默, 未来合作空间值得期待。2017 年 2 月, 公司与德国 grammer 公司签订谅解备忘录。公司股东 WingSing 认购格拉默发行的强制性可转债, 该可转债可转换相当于转股前公司 9.2% 总股本。由于 WingSing 和公司控股股东继弘投资为一致行动人, 同为公司实际控制人

王义平家族控制的企业，如转股，WingSing 将间接成为格拉默的重要股东。双方将为共同扩大中国和全球业务建立战略合作伙伴关系。此次合作不仅使公司向同行业世界领先的企业学习相关技术，也能够通过其打开海外业务的窗口，改善收入结构。

格拉默为国际知名的商用车中控台和头枕扶手汽车内饰零部件生产商。格拉默公司成立于 1880 年，其业务部门分为座椅系统和汽车内饰零部件和系统。后者主要向高端汽车制造商和汽车系统供应商供应头枕、扶手和中控台系统产品，与继峰股份主营业务较为类似。2016 年，汽车零件部门收入 12.71 亿欧元，占集团总收入的 75%。

图表 25: 格拉默集团收入 (百万欧元)



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测及投资建议：预计公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.77/1.02/1.34 元（2016 年为 0.59 元）。当前价 26.44 元，对应 2017/18/19 年 34/26/20 倍 PE。考虑汽车座椅市场成长空间广阔，公司新产品高速成长以及海外市场拓展的潜力，参考行业平均估值，我们认为公司合理估值为 2017 年 40 倍 PE，首次给予“增持”评级，目标价 31 元。

图表 26: 盈利预测表

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,048	1,466	1,793	2,199	2,703
增长率 YoY%	2.96	39.83	22.36	22.64	22.92
净利润(百万元)	176	250	322	427	562
增长率 YoY%	(12.54)	41.59	29.06	32.51	31.60
毛利率%	36.17	35.61	35.51	35.72	36.14
ROE (%)	13.2	16.3	17.4	19.6	21.5
每股收益 EPS(元, 未摊薄)	0.42	0.59	0.77	1.02	1.34
P/E	63	44	34	26	20
P/B	8.3	7.3	6.0	5.1	4.2

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 27: 同行业公司对比

代码	公司	股价	16PE	17PE (E)	18PE (E)	19PE (E)
603085.SH	天成自控	45.32	164	64	42	29
600114.SH	东睦股份	16.81	47	30	23	17
603239.SH	浙江仙通	30.69	32	35	25	16
603788.SH	宁波高发	40.06	42	30	24	20
300432.SZ	富临精工	24.41	60	25	20	17
603006.SH	黎明股份	34.92	37	42	37	35
平均			64	38	29	22

资料来源: Wind 一致预期, 东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 汽车销量增长不达预期, 乘用车受购置税减免政策退坡影响, 企业盈利不如市场预期乐观;
- 2) 新客户及新产品进展不顺利, 扶手产品市占率未能提升。
- 3) 海外市场开拓与合作进展不顺利, 与格拉默公司合作进展不达预期。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,357	1,630	1,985	2,492	营业收入	1,466	1,793	2,199	2,703
现金	232	445	558	766	营业成本	944	1,156	1,414	1,726
应收款项	476	533	653	803	营业税金及附加	16	18	22	27
存货	315	347	424	518	营业费用	177	185	227	265
其他	334	306	350	405	管理费用	177	185	227	265
非流动资产	577	628	690	719	财务费用	-9	-2	-3	-3
长期股权投资	1	1	1	1	投资净收益	5	-	-	-
固定资产	436	457	518	591	其他	129	140	173	204
无形资产	72	73	74	75	营业利润	295	391	485	627
其他	67	97	97	52	营业外净收支	8	-12	17	34
资产总计	1,934	2,258	2,674	3,211	利润总额	303	379	502	661
流动负债	389	391	477	580	所得税费用	52	57	75	99
短期借款	-	-	-	-	少数股东损益	1	-	-	-
应付账款	312	347	424	518	归属母公司净利润	250	322	427	562
其他	77	44	53	62	EBIT	292	377	500	658
非流动负债	-	-	-	-	EBITDA	284	323	432	574
长期借款	-	-	-	-					
其他	-	-	-	-	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	389	391	477	580	每股收益(元)	0.59	0.77	1.02	1.34
少数股东权益	16	16	16	16	每股净资产(元)	3.64	4.41	5.19	6.23
归属母公司股东权益	1,528	1,851	2,181	2,615	发行在外股份(百万股)	420	420	420	420
负债和股东权益总计	1,934	2,258	2,674	3,211	ROIC(%)	15.84%	17.34%	19.48%	21.38%
					ROE(%)	16.34%	17.41%	19.58%	21.49%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	35.61%	35.51%	35.72%	36.14%
经营活动现金流	43	264	276	377	EBITMargin(%)	19.95%	21.05%	22.73%	24.34%
投资活动现金流	-26	-53	-69	-44	销售净利率(%)	17.04%	17.97%	19.42%	20.79%
筹资活动现金流	-42	2	-94	-125	资产负债率(%)	20.11%	17.31%	17.84%	18.06%
现金净增加额	-25	213	113	208	收入增长率(%)	39.83%	22.36%	22.64%	22.92%
折旧和摊销	42	2	7	14	净利润增长率(%)	41.59%	29.06%	32.51%	31.60%
资本开支	-70	-53	-69	-44	P/E	44.47	34.46	26.00	19.76
营运资本变动	-248	-60	-157	-197	P/B	7.27	6.00	5.09	4.25
企业自由现金流	-33	210	206	332	EV/EBITDA	22.16	19.51	14.58	10.98

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

