

2017年7月20日

合理价格区间：19.2-25.6元

# 健友股份(603707)

医药生物

证券研究报告

新股定价报告

公司研究

财通证券研究所

## 发行上市资料

发行价(元)	7.21
发行市盈率	22.98
参考行业市盈率	39
发行新股数(万股)	6,350
老股东转让数(万股)	0
发行后总股数(万股)	42,350

## 联系信息

证券分析师:	沈瑞
SAC证书编号:	S0160517040001
电话:	0571-87620710
Email:	shenr@ctsec.com

## 财务指标

	2016年
销售毛利率(%)	42.09
销售净利率(%)	44.21
ROE(%)	19.57
营业收入增幅(%)	24.15
营业利润增幅(%)	63.37
净利润增幅(%)	193.81
资产负债率(%)	13.67
流动比率	6.10
速动比率	2.21
每股经营性净现金流量	-0.80

## 国内肝素原料药优质企业 受益全球需求增长

### 投资要点:

#### ● 全球肝素原料药需求增长迅速

肝素原料药属于特色原料药,用于生产肝素制剂。由于肝素类产品需求的迅速增加而产生的带动效应,近年来国际市场对肝素原料药的需求增长迅速。2015年全球肝素药物市场规模约125.8亿美元,肝素原料药的需求已达44.30万亿单位。我国是全球最大的肝素原料药出口国,2016年我国肝素类产品的出口量为170吨,出口金额约6.1亿美元。

#### ● 客户资源稳定,经营业绩持续增长

全球肝素制剂行业主要生产企业包括Pfizer、Sagent、Sandoz等均为公司的合作伙伴,已建立长期稳定供应关系,客户黏性较强,近两年采购量稳定增长。公司经营业绩持续增长,营业收入由2014年的41,612.11万元增长至2016年的58,191.30万元,增幅达39.84%,复合增长率18.25%;归母净利润由2014年的5,049.00万元增长至2016年的25,723.96万元,增幅达409.49%,复合增长率125.72%。

#### ● 募集资金主要用于扩大产能

公司本次拟公开发行不超过6,350万股人民币普通股A股,占发行后总股本的比例不超过15%,发行价格为7.21元。募集资金将用于投资肝素钠制剂产能扩大项目、低分子肝素钠产能扩大项目、研发中心建设项目、补充流动资金。低分子肝素钠产能扩大项目将为公司未来大规模生产低分子肝素制剂提供高品质原料,肝素钠制剂产能扩大项目是公司向肝素产业链下游延伸,优化产品结构,巩固行业优势地位的必经之路。

#### ● 盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为0.64元、0.71元、0.80元,考虑到可比公司的PE水平及公司的盈利增长情况,给予公司2017年30倍~40倍PE,对应2017年的股价合理区间为19.2~25.6元。

#### ● 风险提示

公司可能面临原材料价格上涨的风险、产品质量控制变化导致不能按时完成订单的风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	469	582	688	818	980
增长率	12.64%	24.15%	18.26%	18.90%	19.80%
归属母公司股东净利润(百万元)	87.55	257.24	269.64	301.57	340.78
增长率	73.41%	193.81%	4.82%	11.84%	13.00%
每股收益(元)	0.21	0.61	0.64	0.71	0.80
市盈率(倍)	55.2	18.8	17.9	16.0	14.2

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 目录

1、公司概况.....	4
1.1、公司简介.....	4
1.2、公司股权结构.....	4
2、肝素行业分析.....	5
2.1、全球肝素产业链.....	5
2.2、全球肝素原料药需求迅速增长.....	5
2.3、全球肝素制剂消费需求旺盛.....	6
2.4、我国肝素类产品出口情况.....	7
2.5、肝素行业竞争格局.....	8
2.5.1、肝素原料药竞争格局.....	8
2.5.2、肝素制剂竞争格局.....	9
3、公司业绩情况.....	10
3.1、公司收入及增速.....	10
3.2、公司收入结构.....	11
4、公司主营业务分析.....	12
4.1、标准肝素原料业务稳健发展.....	12
4.2、低分子肝素原料业务主要为自用.....	12
4.3、低分子肝素制剂业务持续快速增长.....	13
4.3、其他制剂业务带来新的增长点.....	13
5、募集资金主要用途.....	13
6、盈利预测与投资建议.....	14
7、风险提示.....	14

## 图目录

图 1：公司股权结构.....	4
图 2：全球肝素产业链及产业分布.....	5
图 3：2007年-2015年全球肝素原料药需求量及增速.....	6
图 4：2006年-2015年全球肝素类药物总体市场规模及增速.....	6
图 5：2000年-2016年我国肝素类产品的出口情况.....	7
图 6：2000年-2016年我国肝素类产品出口价格.....	8
图 7：2015年全国重点城市公立医院肝素制剂用量最大的十家厂商占比情况.....	10
图 8：公司营业收入及增速.....	10
图 9：公司归母净利润及增速.....	10
图 10：公司毛利率和净利率.....	11
图 11：公司期间费用率.....	11
图 12：2016年公司主营业务收入结构.....	11
图 13：2016年公司主营业务毛利结构.....	11
图 14：2016年公司主要产品毛利率.....	12
图 15：2016年公司销售收入区域分布.....	12
图 16：公司标准肝素原料收入及增速.....	12
图 17：标准肝素原料销量及增速.....	12
图 18：公司低分子肝素制剂收入及增速.....	13

图 19: 经销商新增家数和新增中标省份情况..... 13

### 表目录

表 1: 公司财务及预测数据摘要..... 1  
表 2: 公司募集资金主要用途..... 14  
表 3: 可比公司估值指标..... 14  
表 4: 公司财务报表及指标预测..... 15

## 1、公司概况

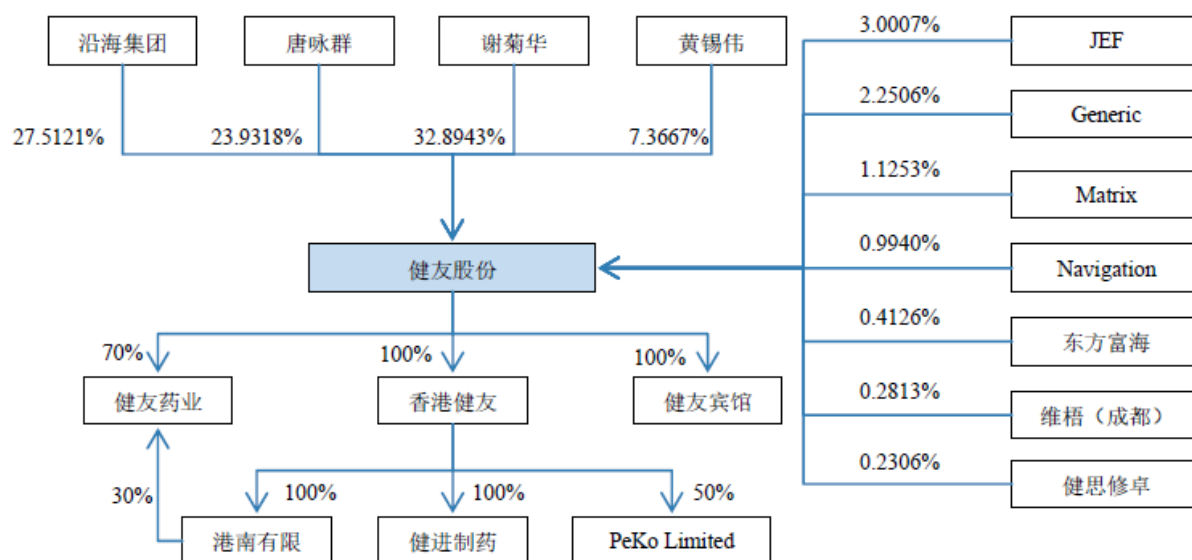
### 1.1、公司简介

健友股份是由健友有限依法整体变更设立，发起人为唐咏群、谢菊华、沿海集团及黄锡伟。公司是中国最早从事肝素提取纯化和开发肝素类粘多糖产品结构确认方法的制药企业之一，至今已从事肝素产品的生产超过20年。公司建立了遍布全国、具有可追溯性及高质量的肝素原料供应链，主要生产肝素钠、低分子肝素系列产品，产销量名列全国前茅，其中肝素钠产量占全球20%左右。公司产品通过中国GMP、美国FDA及欧盟EDQM等认证，主要出口欧美等国家，与多家世界500强制药企业有着长期的合作关系。

### 1.2、公司股权结构

公司的控股股东及实际控制人为唐咏群、谢菊华，谢菊华系唐咏群的母亲。在本次发行前唐咏群、谢菊华合计直接持有公司56.83%的股权。公司本次发行不超过6,350万股后，唐咏群、谢菊华将合计直接持有公司48.31%的股权，仍为公司控股股东，并拥有公司的实际控制权。唐咏群、谢菊华已于2011年3月30日签订一致行动协议。公司拥有6家子公司，子公司主要业务为生物医药技术和产品的研发及成果转让、药品研发、进出口贸易。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告、财通证券研究所

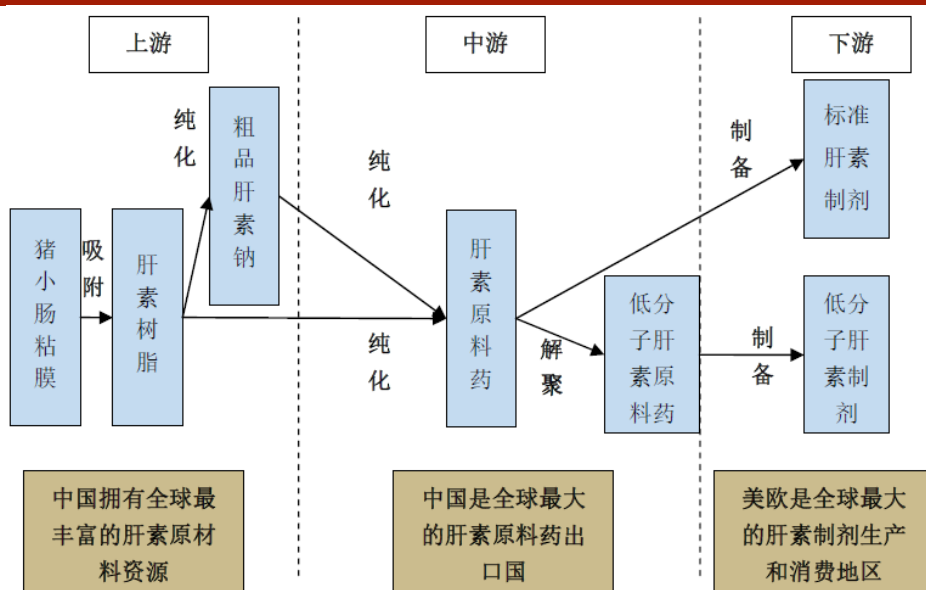
## 2、肝素行业分析

### 2.1、全球肝素产业链

肝素产业在过去70余年的发展过程中，已形成一条完整的产业链，其中肝素原料药是该产业价值链中非常重要且不可或缺的中间环节，肝素制剂（包括低分子肝素制剂）为该产业链上的最终产品。

根据肝素产业链上下游实际情况，肝素产品主要包括肝素树脂、粗品肝素钠、肝素原料药、低分子肝素原料药、标准肝素制剂和低分子肝素制剂。

图 2：全球肝素产业链及产业分布



数据来源：招股说明书，财通证券研究所整理

### 2.2、全球肝素原料药需求迅速增长

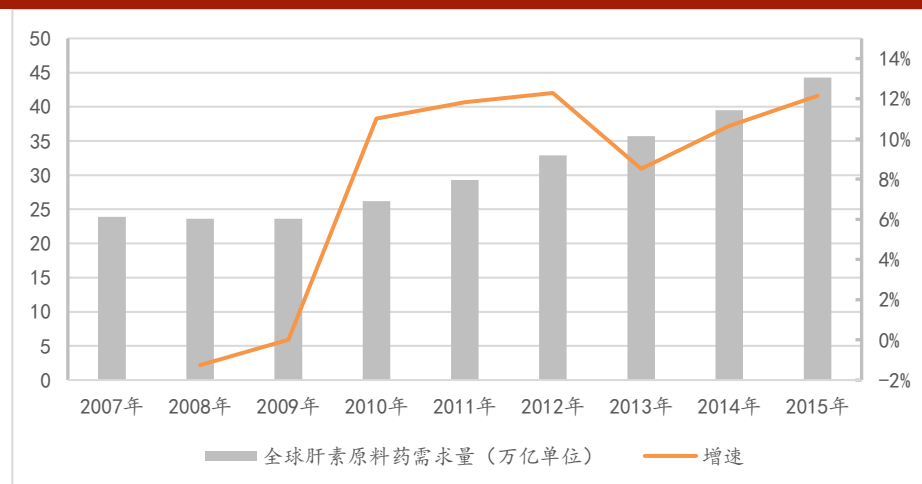
肝素原料药处于肝素产业链中游。首先生产企业从健康生猪的小肠粘膜中提取并制成粗品肝素钠，由于含有杂蛋白等杂质，需经进一步提纯后成为肝素原料药。肝素原料药通常以钠盐或钙盐的形式存在，称为标准肝素钠（Heparin Sodium）或标准肝素钙（Heparin Calcium），在实际使用中以标准肝素钠为多。肝素原料药主要用于生产标准肝素制剂或低分子肝素原料药，后者可进一步用于低分子肝素制剂的生产。

肝素原料药的主要质量指标为效价，含义为每毫克（mg）肝素原料药中的肝素活性单位（IU）的数量。每毫克肝素原料药含有的活性单位越多，表示其品质越好、抗凝血的生物活性越强。

肝素原料药属于特色原料药（区别于大宗原料药），最终用于生产肝素制剂。肝素类药品需求的迅速增加而产生的带动效应，近年来国际市场对肝素原料药的需

求增长迅速。2015年肝素原料药的需求将达44.30万亿单位。

图 3： 2007 年-2015 年全球肝素原料药需求量及增速



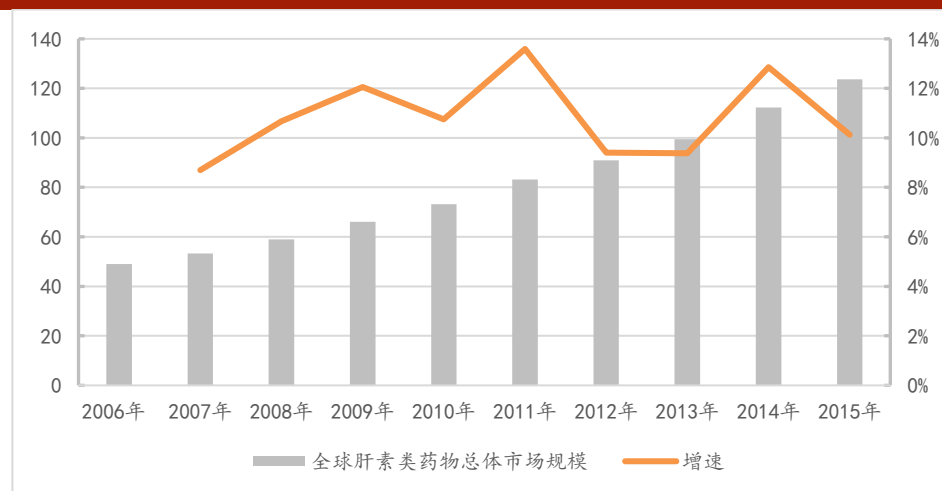
数据来源：慧聪制药工业网, 财通证券研究所整理

### 2.3、全球肝素制剂消费需求旺盛

肝素制剂是肝素的最终产品形式，主要应用于心脑血管疾病和血液透析治疗，肝素制剂分为标准肝素制剂和低分子肝素制剂，目前低分子肝素制剂已占据肝素类药品市场的主导地位，但由于其在血液保存、心脏手术、肾透析、抗动脉血栓、静脉给药留针等传统抗凝血临床应用上无法完全替代标准肝素制剂，标准肝素制剂未来仍然具有一定的市场空间。

全球临床医学对抗凝血、抗血栓类药品需求的快速增长，直接带动了肝素制剂销售规模的上升。目前肝素类药品的消费市场主要为美国、欧洲和日本等发达国家和地区。其中，美国是全球最大的肝素类药品消费市场，每年消费的低分子肝素类药品超过全球总消费的40%。2015年，全球肝素药物市场已达到125.8亿美元，较2014年增长了11.10%。

图 4： 2006 年-2015 年全球肝素类药物总体市场规模及增速



数据来源：《医药经济报》，财通证券研究所整理



### 2.3.1、我国标准肝素制剂消费规模总体较小

由于临床用药习惯差异等原因，与美欧国家对标准肝素类药物使用较为普遍的情况相比，国内市场标准肝素制剂的消费规模总体较小。我国临床上使用最多的标准肝素制剂是肝素钠注射液。随着医学界对血液凝结和其他疾病相互关联的广泛研究，以及我国弥漫性血管内凝血患者数量和血液透析病人数量的不断增加，近年来肝素钠注射液的市场需求呈稳步增长态势。

### 2.3.2、我国低分子肝素制剂市场处于起步阶段

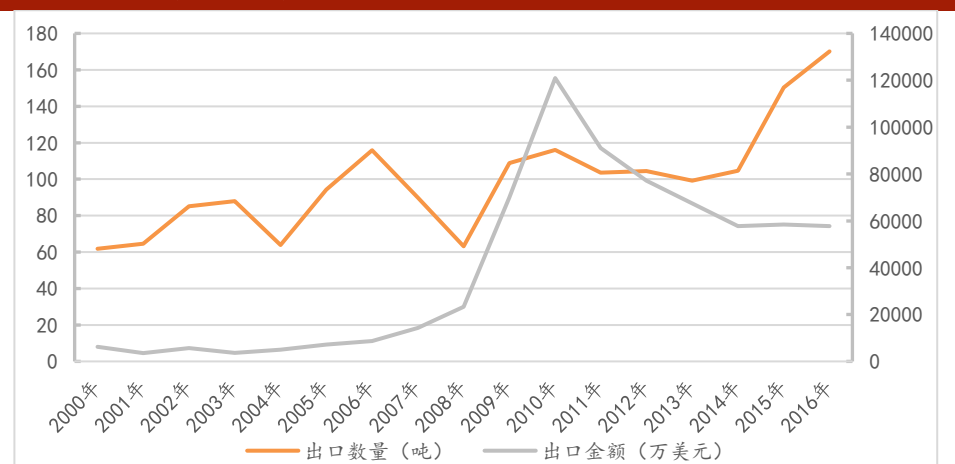
低分子肝素制剂在美欧发达国家的应用已非常成熟和广泛，除了用于传统的抗凝血和抗血栓外，还可用于深部静脉血栓的预防和治疗、预防术后静脉血栓的形成、血液透析及抗肿瘤的辅助治疗等。

现阶段，我国已有分类的低分子肝素制剂，包括那屈肝素钙注射液、依诺肝素钠注射液、达肝素钠注射液、帕肝素钠注射液等。我国低分子肝素制剂市场仍处于起步阶段，这与该产品的售价较高以及国内市场对其认知程度有限有关。在国内，低分子肝素制剂主要用于抗血栓领域，而术后病人的静脉血栓预防领域则用量较少。随着我国抗血栓药物市场的持续增长、临床对术后静脉血栓预防和急性冠脉综合症使用肝素疗法的广泛接受以及低分子肝素制剂在抗肿瘤辅助治疗中的迅速推广，未来我国低分子肝素制剂的需求规模将不断扩大。

### 2.4、我国肝素类产品出口情况

我国是全球最大的肝素类产品出口国，主要包括肝素粗品、肝素原料；而肝素制剂基本在国内销售，只有少量出口。由于全球肝素制剂生产企业主要为美欧国家的大型制药公司，我国临床使用的肝素制剂，特别是低分子肝素制剂，也大部分从国外进口。

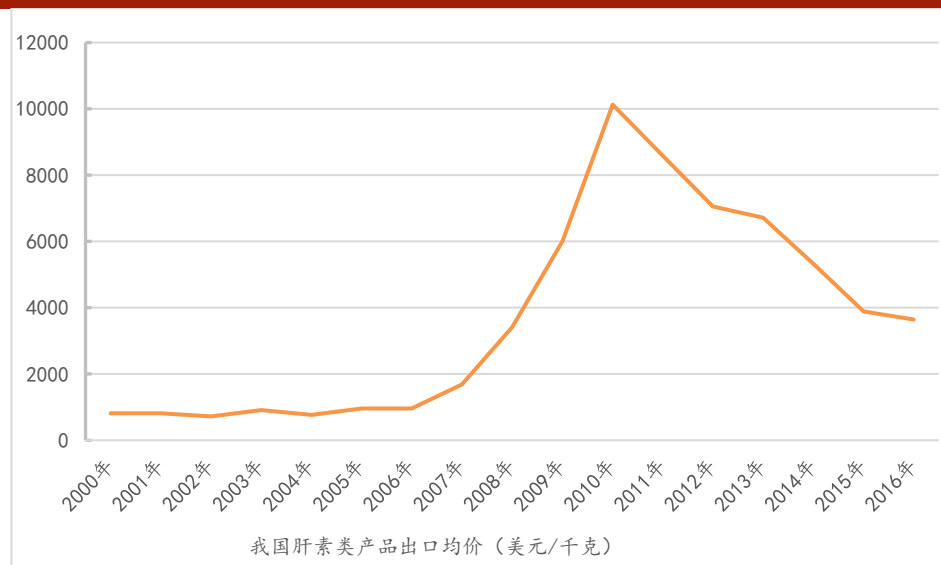
图 5：2000 年-2016 年我国肝素类产品的出口情况



数据来源：招股说明书，财通证券研究所整理

2000年至2005年，我国肝素类产品出口价格波动上涨，之后的2006年至2010年，我国肝素类产品出口价格呈现快速上涨的态势。2006年以前出口价格低于2,000美元/公斤，2010年12月出口价格已上涨至约11,000美元/公斤。2011年以来，肝素类产品出口价格有所下降，但整体仍维持在相对稳定的高位。

图 6：2000 年-2016 年我国肝素类产品出口价格



数据来源：中国海关，财通证券研究所整理

## 2.5、肝素行业竞争格局

### 2.5.1、肝素原料药竞争格局

美国主要的肝素原料药生产企业包括Pfizer、SPL等。Pfizer生产的肝素原料药主要用于自身肝素制剂的制备，少量对外销售。欧洲主要的肝素原料药生产企业包括Sanofi、Leo、Bioiberica等。其中，Sanofi和Leo公司生产的肝素原料药主要用于自身肝素制剂的制备，Bioiberica为欧洲最大的肝素原料药供应商。

我国企业生产的肝素原料药主要出口至美国和欧洲等发达国家和地区。由于全球肝素类药品的需求巨大且持续增长，而美欧地区本身的肝素原料药资源已接近被完全利用，因此我国企业与美欧地区肝素原料药企业的竞争较小，行业内竞争主要为国内企业间的竞争。

截至2016年末，我国持有CFDA颁发的肝素原料药（包含肝素钠与肝素钙）生产批准文号的企业有34家。公司同时通过美国FDA现场检查和取得欧盟CEP认证，肝素原料药产品可销售至美国和欧洲。行业内的其他企业主要包括海普瑞、千红制药、常山药业、东诚生化、青岛九龙生物医药有限公司等，上述企业均通过了FDA现场检查或取得了EDQM的CEP证书。



## 2.5.2、肝素制剂竞争格局

### 2.5.2.1、标准肝素制剂竞争格局

目前，全球主要的标准肝素制剂生产企业为美国的APP、Hospira、Sagent、Pfizer以及欧洲的Ratiopharm、B. Braun 等公司。APP、Hospira两家公司长期在肝素主要用药市场美国居于绝对主导地位。2010年6月，Sagent获得FDA 批准，推出标准肝素制剂仿制药，并实现市场份额的迅速上升，对APP在标准肝素制剂的行业地位造成冲击。2011年7月，Pfizer标准肝素制剂仿制药获得FDA批准，在美国取得了标准肝素制剂的一席之地。

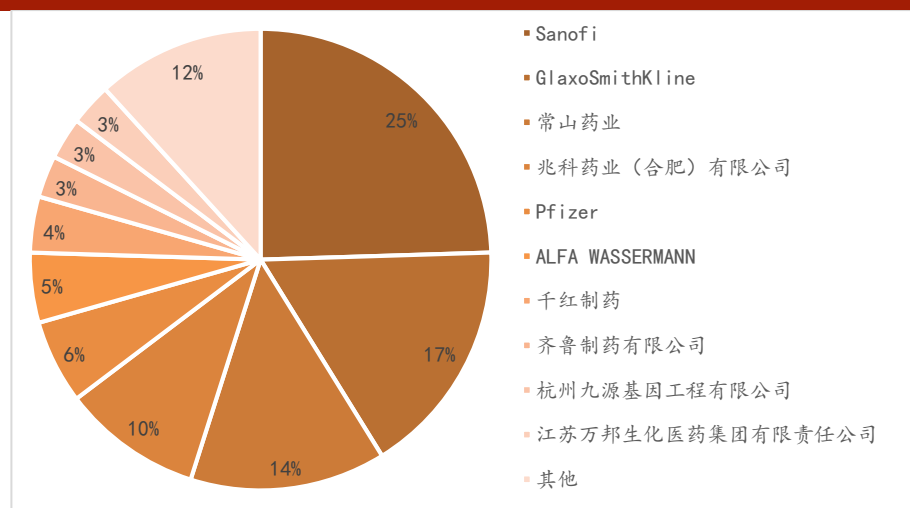
截至2016年末，我国共有21家制药企业取得了肝素钠（钙）注射液国产药品批准文号，可以在国内生产销售标准肝素钠制剂。目前占有较大市场份额的标准肝素制剂生产企业有江苏万邦生化医药集团有限责任公司、天津生物化学制药有限公司、上海第一生化药业有限公司、常山药业、千红制药等。截止2016年末，尚无国外制药厂商的标准肝素制剂取得国内的进口药品许可。

### 2.5.2.2、低分子肝素制剂竞争格局

全球市场上，长期以来，凭借传统品牌制剂产品，Sanofi、Pfizer、GlaxoSmithKline等企业分别在依诺肝素钠、达肝素钠、那屈肝素钙这三大主流低分子肝素制剂产品市场中占据主导地位。2010年7月，Sandoz推出依诺肝素钠的首个仿制药，其上市后的第一个半年（2010年下半年）即取得了美国依诺肝素钠制剂市场近40%的份额，对Sanofi在依诺肝素钠制剂市场的地位造成了冲击，2010年当年，Sanofi 依诺肝素钠制剂全球销售额较2009年下降超过10%。2011年9月，Amphastar 依诺肝素钠仿制药也获得FDA 批准，2012年其美国市场份额已经超过10%。

截至2016年末，CFDA 已批准的低分子肝素注射剂国产厂家共22家。目前，我国低分子肝素制剂市场仍以国外大型医药企业的产品为主。低分子肝素制剂为肝素类药物中的高端产品，占据较大的肝素类药物市场份额。伴随专利药产品的到期，大量仿制药将涌入低分子肝素制剂的市场中，将逐步形成对原有高端进口产品的替代，进而带动国内市场规模进入高速增长阶段。然而，高品质肝素类原料药具有资源性特征，国内自身拥有成本和原料保障优势的low molecular weight heparin制剂生产企业有望在未来市场竞争中占据先机。

图 7：2015 年全国重点城市公立医院肝素制剂用量最大的十家厂商占比情况



数据来源：《医药经济报》，财通证券研究所整理

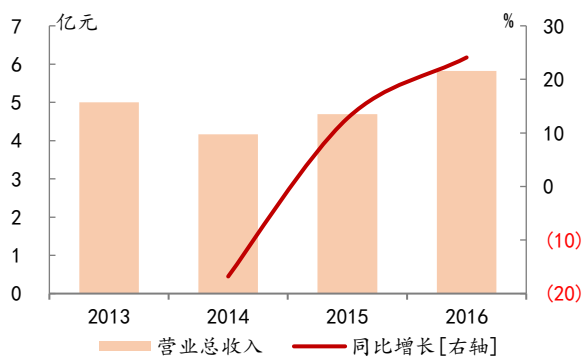
### 3、公司业绩情况

#### 3.1、公司收入及增速

公司主营标准肝素原料、低分子肝素原料及其制剂等肝素产业的主要产品类别的研发、生产和销售。2014年以来，公司经营业绩持续增长，营业收入由2014年的41,612.11万元增长至2016年的58,191.30万元，增幅达39.84%，复合增长率18.25%；归母净利润由2014年的5,049.00万元增长至2016年的25,723.96万元，增幅达409.49%，复合增长率125.72%。

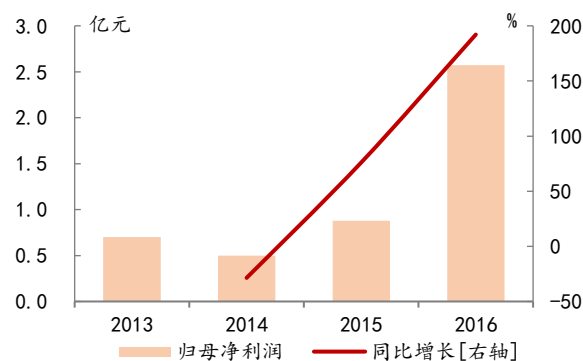
公司产品的综合毛利率自2014年以来持续提高，2016年毛利率达到42.09%，同比大幅提高14.65个百分点。公司期间费用比较稳定，2012年-2105年期间费用约占营业收入的11-12%，其中管理费用率占绝大比重，2016年管理费用率小幅提高了3.91个百分点。

图 8：公司营业收入及增速



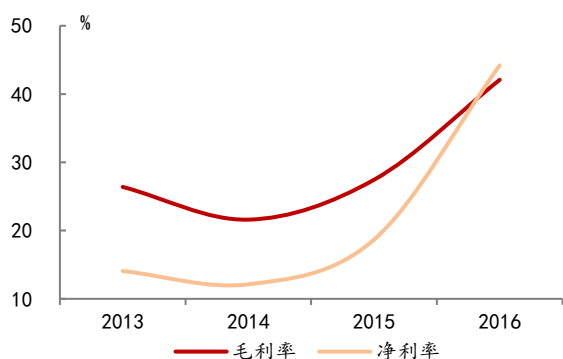
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 9：公司归母净利润及增速



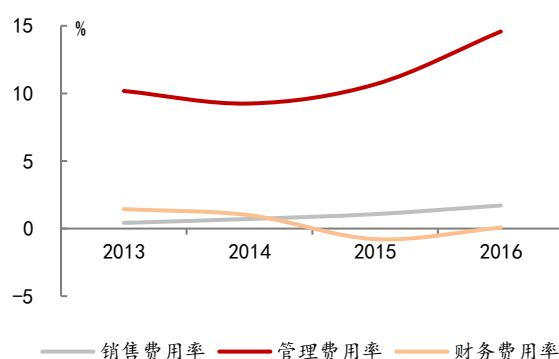
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 10：公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 11：公司期间费用率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

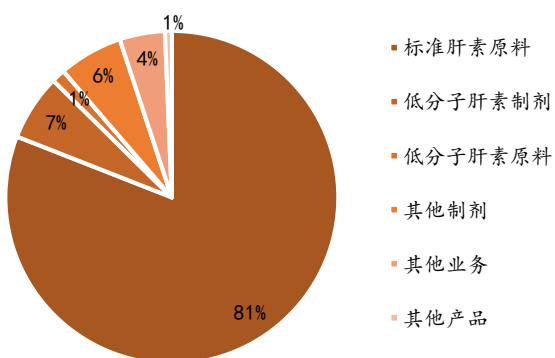
### 3.2、公司收入结构

从主营业务收入结构看，标准肝素原料占绝大比重，达81%；低分子肝素原料主要是自用，对外出售金额较小，占比仅为1%；低分子肝素制剂占比7%。从主营业务毛利结构来看，标准肝素原料占比78%，相比于其收入端占比略微下降，主要原因是其毛利率比其他产品略低。

毛利率方面，2016年公司产品的综合毛利率为42.09%，大幅提高14.65个百分点，主要受标准肝素原料毛利率提高15.67个百分点的影响。2016年，标准肝素原料毛利率大幅提高，系标准肝素原料单位销售成本降幅达到21%，销售单价降幅仅为0.09%所致。低分子肝素制剂毛利率提高9.8个百分点，主要系制剂产品在各省药品招标中陆续中标，销售数量逐渐增长，产品生产的规模效应开始体现。

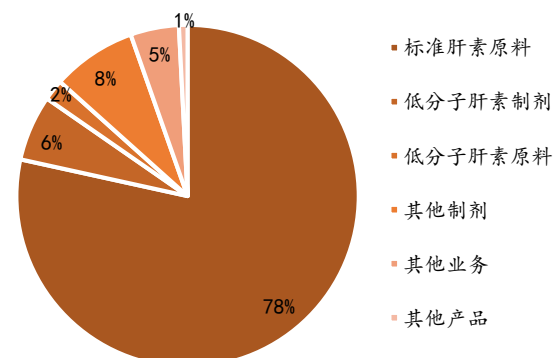
公司在标准肝素原料方面主要采用直接销售的方式将产品销售给制剂企业。制剂产品方面主要通过经销商向医院终端销售。美欧地区是全球最主要的肝素制剂用药市场和肝素原料进口市场，公司海外直接销售对象主要为长期合作的国际主流肝素制剂生产企业或其合同生产商，主要分布在北美洲和欧洲。

图 12：2016 年公司主营业务收入结构



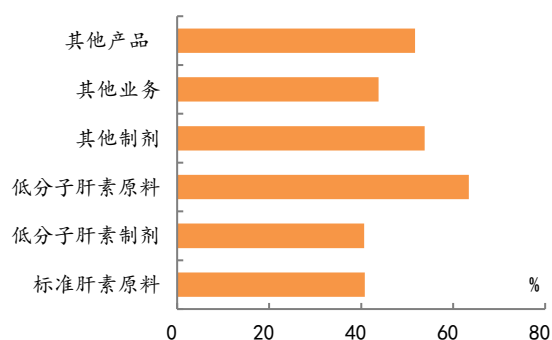
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 13：2016 年公司主营业务毛利结构



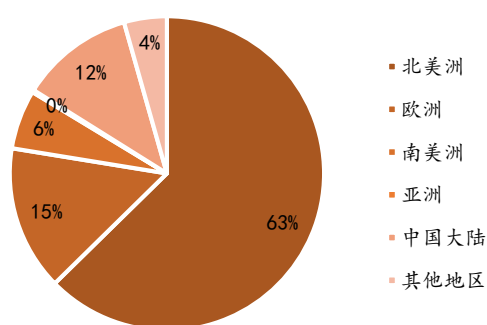
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 14：2016 年公司主要产品毛利率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 15：2016 年公司销售收入区域分布



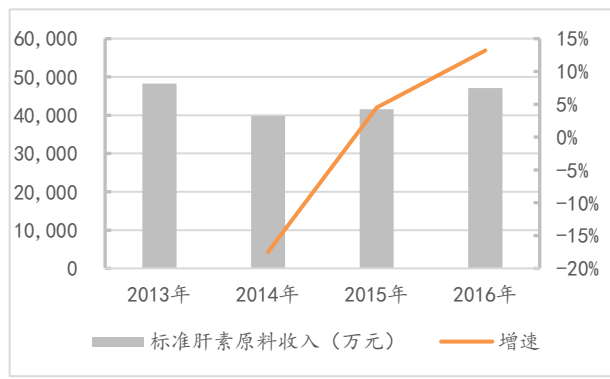
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

## 4、公司主营业务分析

### 4.1、标准肝素原料业务稳健发展

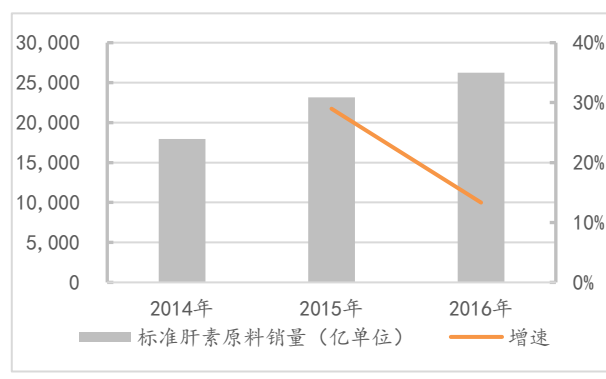
公司主营业务收入以标准肝素原料销售为主。2015年度，公司标准肝素原料销售收入较2014年度提高4.50%，主要系销量因PFIZER采购恢复正常，由17,951.35亿单位提高至23,153.77亿单位。2016年度，销售收入较2015年度提高13.21%，销量由23,153.77亿单位提高至26,237.55亿单位。2016年度，发行人标准肝素原料销量较上年增长，主要系Pfizer向发行人增加采购量所致。

图 16：公司标准肝素原料收入及增速



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 17：标准肝素原料销量及增速



数据来源：招股说明书、财通证券研究所

### 4.2、低分子肝素原料业务主要为自用

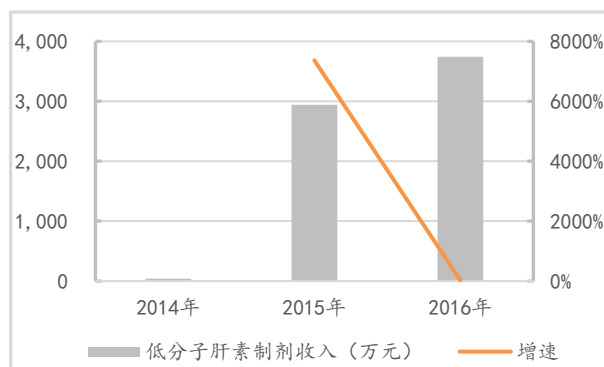
公司低分子肝素原料生产线，主要为进一步生产低分子肝素制剂提供原料。公司低分子肝素原料主要是自用，对外出售金额较小。

#### 4.3、低分子肝素制剂业务持续快速增长

公司肝素制剂销售收入持续增长，主要系公司对肝素制剂销售网络持续建设所致，2014年，公司取得低分子肝素制剂批件后，通过联系药品经销商、向各省药品招标部门积极投标等方式，加快推进肝素制剂的营销网络建设。

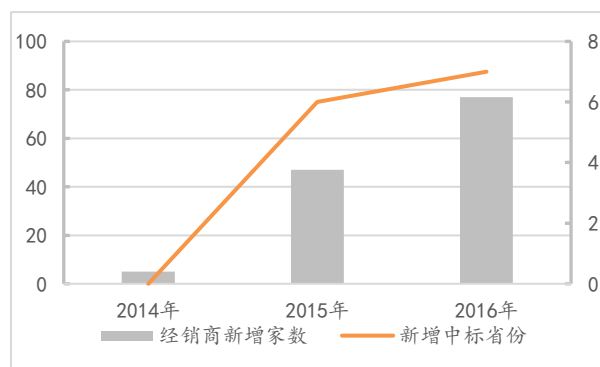
经过公司对国内市场营销网络的建设，2014年-2016年低分子肝素制剂销售金额分别达到39.40万元、2,942.04万元、3,741.46万元，呈逐年增长趋势。未来随着各省招标陆续更新，发行人国内低分子肝素制剂销售规模有望进一步提高。

图 18：公司低分子肝素制剂收入及增速



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 19：经销商新增家数和新增中标省份情况



数据来源：招股说明书、财通证券研究所

#### 4.3、其他制剂业务带来新的增长点

2016年，公司除肝素类制剂外取得了其他类制剂产品销售收入3,631.28万元。主要系2016年，公司收购健进制药后，利用健进制药的业务平台拓展制剂CRO、CMO 业务，当年形成其他制剂业务收入3,631.28 万元。新业务的开拓为公司带来了新的业务增长点，进一步促进了公司营业收入的增长。

### 5、募集资金主要用途

公司本次拟公开发行不超过6,350万股人民币普通股A股，占发行后总股本的比例不超过15%，实际募集资金扣除发行费用后按轻重缓急顺序投资肝素钠制剂产能扩大项目、低分子肝素钠产能扩大项目、研发中心建设项目、补充流动资金。

低分子肝素钠产能扩大项目将为公司未来大规模生产低分子肝素制剂提供高品质原料，肝素钠制剂产能扩大项目是公司向肝素产业链下游延伸，优化产品结构，巩固行业优势地位的必经之路。

**表 2：公司募集资金主要用途**

序号	项目名称	项目内容	投资总额	计划使用募集资金
1	肝素钠制剂产能扩大项目	年产 1800 万支 1ml 标准肝素钠西林瓶	28,000	20,000
		年产 700 万支 10ml 标准肝素钠西林瓶		
		年产 500 万支 0.4ml 那屈肝素钙西林瓶		
2	低分子肝素钠产能扩大项目	年产依诺肝素钠 1,000kg	15,000	8,874
		年产达肝素钠 1,000kg		
		年产那屈肝素钙 1,000kg		
3	研发中心建设项目	配套研发中心，用于新药开发、工艺改进等课题的研发	3,500	3,500
4	补充流动资金		10,000	10,000
合计			56,500	42,374.49

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为0.64元、0.71元、0.80元，考虑到可比公司的PE水平及公司的盈利增长情况，给予公司2017年30倍~40倍PE，对应2017年的股价合理区间为19.2~25.6元。

**表 3：可比公司估值指标**

股票代码	企业名称	EPS(元)			市盈率(倍)			市值(亿元)
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	
002399	海普瑞	0.35	0.42	0.49	57.8	48.2	41.3	252.31
002550	千红制药	0.20	0.24	0.29	28.5	23.6	19.7	72.70
300255	常山药业	0.25	0.32	0.39	31.1	24.5	20.2	73.21
平均					39.1			

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

## 7、风险提示

公司经营风险主要包括如下几个方面。第一，原材料价格上涨的风险。从2016年起，国内肝素粗品价格进入上升通道，若公司未来未能合理安排或调整采购计划，保证肝素粗品供应，有可能面临在现有库存使用完毕后，受肝素粗品价格上涨影响导致生产成本上涨，进而影响公司的盈利水平。第二，产品质量控制的风险。公司的主要客户包括Pfizer、Sagent等不时调整、提高肝素原料质量指标以及检测流程等事项，对其供应商有着严格的质量要求、甚至是个性化的产品质量要求。若公司不能根据相应质量标准的变化持续更新、不断完善并执行严格的产品质量控制体系，将直接影响公司及时完成客户订单。



**表 4: 公司财务报表及指标预测**
**财务和估值数据摘要**

单位:百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	581.9	688.2	818.2	980.3
增长率(%)	24.1	18.3	18.9	19.8
归属母公司股东净利润	257.2	269.6	301.6	340.8
增长率(%)	193.8	4.8	11.8	13.0
每股收益(EPS)	0.61	0.64	0.71	0.80
每股经营现金流(元)	0.02	0.68	0.49	0.31
销售毛利率(%)	42.1	41.4	41.5	41.7
净资产收益率(%)	19.6	17.5	16.8	16.3
市盈率(P/E)	18.8	17.9	16.0	14.2
市净率(P/B)	3.7	3.1	2.7	2.3

**利润表**

科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	581.9	688.2	818.2	980.3
营业成本	337.0	403.4	478.6	572.0
营业税金及附加	5.4	5.6	6.9	8.4
销售费用	10.0	8.0	10.8	13.7
管理费用	84.8	80.1	101.1	125.8
财务费用	0.4	-0.8	-5.0	-7.2
资产减值损失	1.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	15.3	20.0	20.0	20.0
营业利润	161.1	211.8	245.8	287.5
营业外收支净额	112.5	75.0	75.0	75.0
利润总额	273.6	286.8	320.8	362.5
所得税	16.4	17.2	19.2	21.8
净利润	257.2	269.6	301.6	340.8
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东净利润	257.2	269.6	301.6	340.8
每股收益(元)	0.61	0.64	0.71	0.80

**资产负债表**

科目	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	265.7	430.8	466.7	495.0
应收和预付款项	82.0	94.9	113.1	136.3
存货	672.1	510.9	656.8	901.0
其他流动资产	33.5	237.7	219.3	219.2
长期股权投资	2.6	2.6	2.6	2.6
投资性房地产	26.2	26.2	26.2	26.2
固定资产和在建工程	398.8	406.6	413.0	423.2
无形资产和开发支出	41.6	40.0	38.3	36.6
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>1522.7</b>	<b>1749.7</b>	<b>1936.1</b>	<b>2240.2</b>
短期借款	120.0	78.5	0.0	0.0
应付和预收款项	14.2	32.2	32.0	36.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	35.5	35.5	35.5	35.5
<b>负债合计</b>	<b>208.1</b>	<b>205.9</b>	<b>135.9</b>	<b>150.4</b>
股本	360.0	423.5	423.5	423.5
资本公积	256.5	256.5	256.5	256.5
留存收益	618.6	863.8	1120.1	1409.8
归属母公司股东权益	1314.6	1543.8	1800.1	2089.8
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>股东权益合计</b>	<b>1314.6</b>	<b>1543.8</b>	<b>1800.1</b>	<b>2089.8</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>1522.7</b>	<b>1749.7</b>	<b>1936.1</b>	<b>2240.2</b>

**现金流量表**

科目	2016	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	10.3	289.3	206.2	133.1
投资性现金净流量	-134.6	-42.3	-46.5	-53.8
筹资性现金净流量	-42.5	-81.9	-123.7	-51.1
<b>现金流量净额</b>	<b>-166.7</b>	<b>165.1</b>	<b>35.9</b>	<b>28.2</b>

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。