

2017年8月1日

合理价格区间：37.10-47.70元

# 艾德生物(300685)

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)	13.86
发行市盈率	22.99
参考行业市盈率	47.8
发行新股数(万股)	2,000
老股东转让数(万股)	0
发行后总股数(万股)	8,000

## 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(%)	90.82
销售净利率(%)	26.50
ROE(%)	21.77
营业收入增幅(%)	43.03
营业利润增幅(%)	210.45
净利润增幅(%)	217.92
资产负债率(%)	12.85
流动比率	5.60
速动比率	5.36
每股经营性净现金流量	0.54

## 直销为主技术领先的肿瘤分子诊断领域龙头

### 投资要点:

#### ● 在肿瘤分子诊断领域技术领先,产品线齐全

公司拥有行业内国际领先、完全自主知识产权的 ADx-ARMS<sup>®</sup>、Super-ARMS<sup>®</sup>两大技术平台,迅速成长为细分领域领先企业。基于核心技术的优势,针对目前肿瘤精准医疗最重要的 EGFR、KRAS、BRAF、EML4-ALK、PIK3CA、ROS1、NRAS、Her-2 等基因位点,公司陆续研发了 13 种独立或联合检测试剂,均为我国首批获得国家药监局医疗器械注册证书和通过欧盟 CE 认证的产品。

#### ● 直销模式优势明显,业绩高速增长

公司对重点医院客户采取直销方式,在国内 13 个大型城市中设有区域营销中心,营销团队由销售部总监统一协调管理。公司构建了完备的营销体系,产品已进入全球 50 多个国家和地区的 200 多家大中型医院、科研院所销售。公司的直销模式完全契合医药流通体制改革方向,“两票制”政策对公司不存在重大不利影响。公司经营业绩持续增长,营业收入由 2012 年的 3,814.68 万元增长至 2016 年的 25,298.70 万元,年复合增长率 60.48%;归母净利润由 2012 年的 797.25 万元增长至 2016 年的 6,703.39 万元,年复合增长率 70.28%。

#### ● 募集资金主要用于扩大产能、技术升级

生产基地建设项目的实施有助于扩大公司体外诊断试剂的产能规模,提高生产效率,进一步丰富公司产品结构;同时,二代基因测序仪将作为公司业务的新增长点,也是公司向基因测序产业发展的基础。研究中心建设项目的实施有助于改善公司研发环境,适应公司业务发展和技术升级的需求。营销网络及信息化建设项目的实施将进一步完善公司的销售网络,提高公司的销售能力和销售渠道管理效率。

#### ● 盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.06 元、1.49 元、2.10 元,给予公司 2017 年 35 倍~45 倍 PE,对应 2017 年的股价合理区间为 37.1~47.7 元。

#### ● 风险提示

公司可能面临新产品研发失败的风险、新增产能不能及时消化的风险。

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)	177	253	353	485	651
增长率	65.60%	43.03%	39.56%	37.32%	34.31%
归属母公司股东净利润(百万元)	21.09	67.03	85.17	119.21	167.88
增长率	10.17%	217.92%	27.06%	39.96%	40.82%
每股收益(元)	0.26	0.84	1.06	1.49	2.10

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 目录

1、公司是肿瘤分子诊断领域领先企业.....	3
1.1、公司技术先进、产品丰富、品牌知名度高.....	3
1.2、公司股权结构清晰，创办人为实际控制人.....	3
2、分子诊断是生命科学最前沿技术.....	4
2.1、分子诊断是体外诊断的重要细分行业.....	4
2.2、我国分子诊断市场保持 25% 的快速增长.....	5
2.3、我国肿瘤靶向用药分子诊断试剂市场前景广阔.....	6
3、公司业绩持续高速增长.....	7
3.1、公司产品毛利率超过 90%.....	7
3.2、分子诊断试剂是公司收入主要来源.....	8
4、公司具有双重竞争优势.....	9
4.1、肿瘤分子诊断领域的技术领先，产品线齐全.....	9
4.2、诊断试剂直销为主，业绩不受“两票制”影响.....	10
5、募集资金主要用于扩大产能.....	11
6、盈利预测与投资建议.....	11
7、风险提示.....	12

## 图目录

图 1：公司股权结构.....	3
图 2：分子诊断细分市场应用格局.....	4
图 3：分子诊断不同技术类型的临床应用格局.....	5
图 4：我国分子诊断市场规模不断扩大.....	5
图 5：我国分子诊断行业企业竞争格局.....	6
图 6：公司营业收入及增速.....	7
图 7：公司归母净利润及增速.....	7
图 8：公司毛利率和净利率.....	7
图 9：公司期间费用率.....	7
图 10：2012-2016 年公司主营业务收入结构.....	8
图 11：2016 年检测试剂收入结构.....	9
图 12：2016 年检验试剂毛利结构.....	9
图 13：2016 年检验试剂毛利率.....	9
图 14：2016 年诊断试剂销售模式.....	9

## 表目录

表 1：公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2：ADx-ARMS®方法与 DNA 测序法的对比.....	10
表 3：公司募集资金主要用途.....	11
表 4：可比公司估值指标.....	12
表 5：公司财务报表及指标预测.....	13

## 1、公司是肿瘤分子诊断领域领先企业

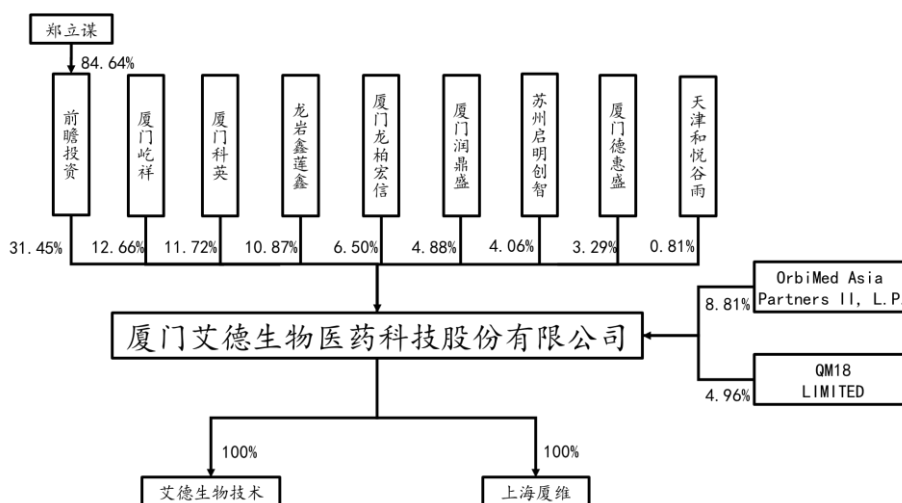
### 1.1、公司技术先进、产品丰富、品牌知名度高

公司是我国首家专业化的集肿瘤精准医疗分子诊断产品的研发、生产、销售、服务为一体的企业，拥有行业内国际领先、完全自主知识产权的ADx-ARMS®、Super-ARMS®两大技术平台，迅速成长为细分领域领先企业。基于核心技术的优势，针对目前肿瘤精准医疗最重要的EGFR、KRAS、BRAF、EML4-ALK、PIK3CA、ROS1、NRAS、Her-2等基因位点，公司陆续研发了13种独立或联合检测试剂，均为我国首批获得国家药监局医疗器械注册证书和通过欧盟CE认证的产品。公司构建了完备的营销体系，产品已进入全球50多个国家和地区的200多家大中型医院、科研院所销售，是多家跨国药企在肿瘤分子诊断技术领域的合作伙伴，赢得了良好的市场声誉和广泛的客户认可，成为国际知名的民族品牌。

### 1.2、公司股权结构清晰，创办人为实际控制人

公司控股股东为前瞻投资，持有31.45%的股权。公司创办人、董事长、总经理郑立谋持有前瞻投资84.64%的股权，为公司的实际控制人。公司拥有2家子公司，艾德生物技术主要从事肿瘤分子诊断技术服务，上海厦维主要从事生物技术领域的技术开发、技术转让、技术服务与咨询。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

## 2、分子诊断是生命科学最前沿技术

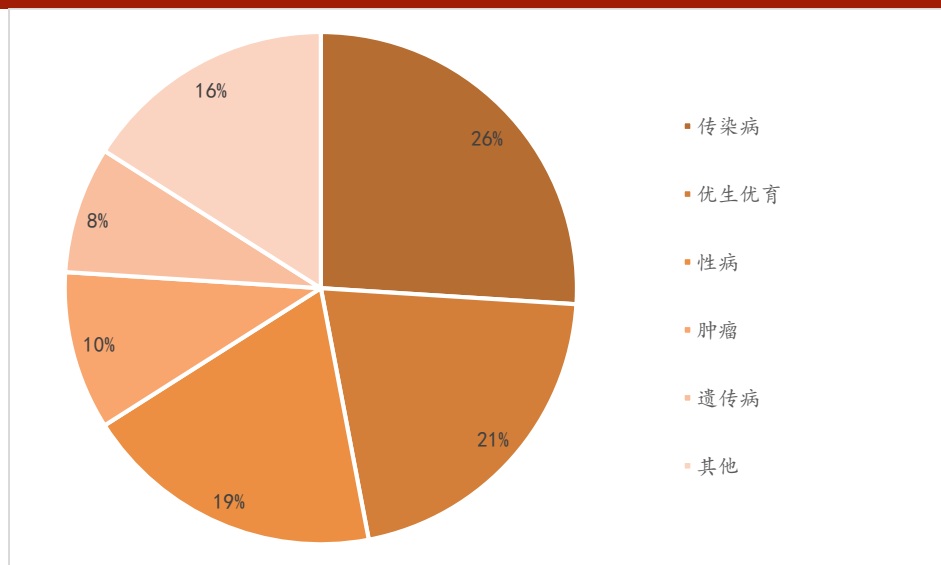
### 2.1、分子诊断是体外诊断的重要细分行业

分子诊断是体外诊断的细分领域，是应用分子生物学的方法，检测受检个体的遗传物质或携带的病毒、病原体的基因结构与类型，进而从基因层面对遗传病、传染性疾病、肿瘤等疾病进行检测诊断。

从全球看，分子诊断作为体外诊断的重要细分行业，是体外诊断诊断中技术要求最高，发展速度较快的领域。目前，全球分子诊断产品市场份额相对较小，但由于相对传统体外诊断有独特优势，近年来发展迅速。2011年全球分子诊断市场规模约为48亿美元，2016年达到74亿美元，年复合增长率达到9.1%。

分子诊断的应用领域涉及多种疾病、多项领域。分子诊断产品应用在临床疾病如肿瘤、感染、遗传等诊断领域占到70%以上，体检中心、技术服务中心、第三方检测机构及微生物快速检测市场也有应用。由于分子诊断试剂的便利和速度优势，该技术未来可扩展至牲畜的检验检疫、边防海关的检验检疫等领域。分子诊断推动精准医疗发展。利用分子诊断技术检测不同患者基因突变的种类从而制定个体化治疗方案，能避免药物的误用和滥用，真正做到精准医疗。

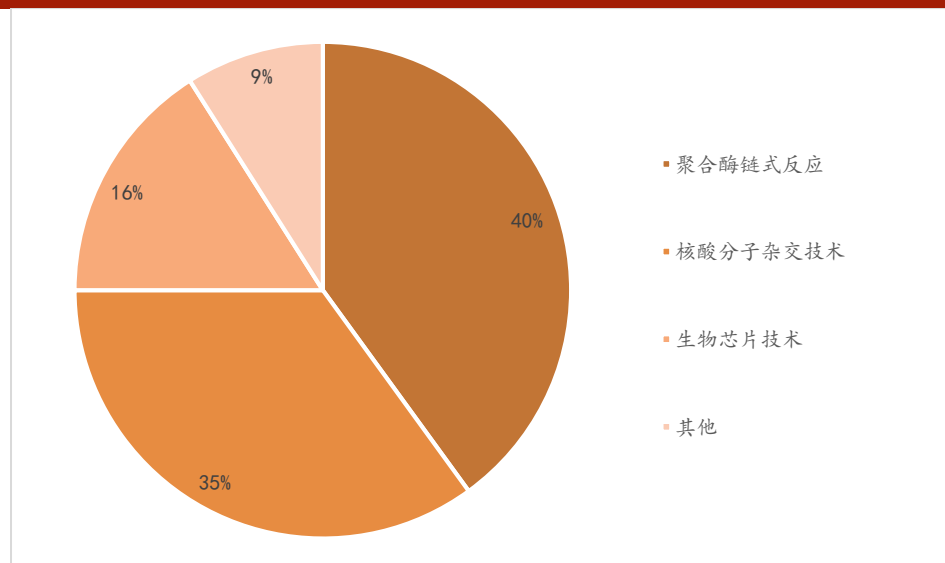
图 2：分子诊断细分市场应用格局



数据来源：中国产业信息网，财通证券研究所整理

从技术上分，分子诊断技术包括聚合酶链式反应（PCR）、等温核酸扩增（INAAT）、杂交、DNA测序和NGS、芯片等。在这些技术中，聚合酶链式反应（PCR）是最成熟、应用最广泛的技术，在2013年占据分子诊断技术市场的最大份额，达40%。基于PCR技术的诊断试剂盒能在销售终端和客户无缝连接，分享成熟的医院PCR技术平台。

图 3：分子诊断不同技术类型的临床应用格局

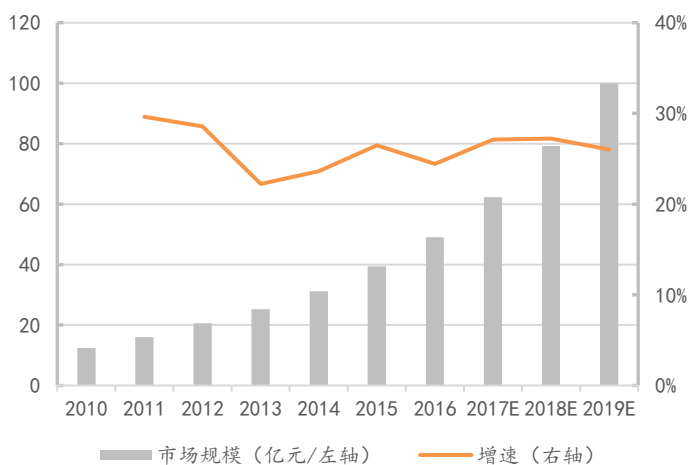


数据来源：中国产业信息网，财通证券研究所整理

## 2.2、我国分子诊断市场保持 25% 的快速增长

目前中国分子诊断行业仍处于发展初期，随着人口老龄化，医疗模式的转变，市场对分子诊断的需求将不断增加。根据《医疗机构临床检验目录》，2007年分子诊断项目仅为28项，2013年项目增加到148项。2016年我国分子诊断市场规模达到49亿元，同比增长24.42%。随着国家政策的扶持和需求的增长，未来几年市场年平均增速估计依然维持在25%左右。

图 4：我国分子诊断市场规模不断扩大

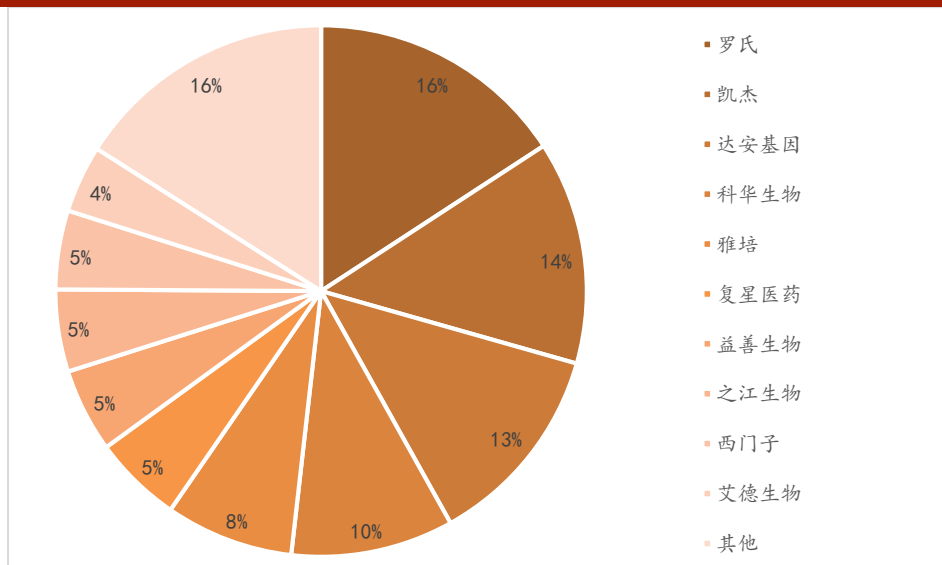


数据来源：灼识咨询，财通证券研究所整理

国内分子诊断市场目前以国内企业为主，主要企业包括达安基因、科华生物、复星医药等，由于行业壁垒问题，国外企业中只有少部分企业，诸如罗氏、雅培、

凯杰等公司有部分产品进入中国市场。

图 5：我国分子诊断行业企业竞争格局



数据来源：中国产业信息网，财通证券研究所整理

### 2.3、我国肿瘤靶向用药分子诊断试剂市场前景广阔

据《全球癌症报告2014》显示，全球癌症病例总体呈现上升趋势由2012年的1,400万，将逐年递增至2025年的1,900万，而中国新增癌症病例高居第一位。2012年中国癌症发病人数为306.5万，约占全球发病人数的1/5；癌症死亡人数为220.5万，约占全球癌症死亡人数的1/4。

肿瘤靶向药物利用肿瘤组织或细胞所具有的特异性结构分子作为靶点，达到直接杀伤肿瘤细胞的目的，与化疗药物相比具有高特异性、高选择性、低副作用以及治疗有效率高等优点。根据IMS Health发布的《全球肿瘤药物市场趋势》报告，2013年全球肿瘤药物市场规模为910亿美元（按出厂价计算），其中肿瘤靶向药物占据了46%的市场份额。

利用分子诊断技术了解肿瘤患者基因突变的种类与状态从而选择最适合的靶向药物和制定个体化治疗方案是肿瘤靶向药物临床使用的必要程序。借助分子诊断技术，肿瘤靶向药物的临床疗效能够有效提高，同时能够避免药物误用和滥用，改善患者的生活质量，有效节约社会医疗成本。我国每年新增肿瘤患者近312万人，可以预见，随着肿瘤靶向药物的临床推广，肿瘤精准医疗分子诊断试剂作为其临床用药的必要诊断程序，其市场前景非常广阔。

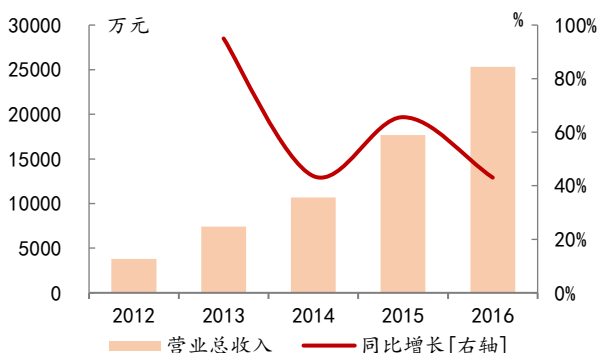
### 3、公司业绩持续高速增长

#### 3.1、公司产品毛利率超过 90%

公司主营业务为肿瘤精准医疗分子诊断产品的研发、生产及销售，并提供相关的检测服务。产品主要用于检测肿瘤患者相关基因状态，为肿瘤靶向药物的选择和个体化治疗方案的制定提供科学依据。2012年以来，公司经营业绩持续增长，营业收入由2012年的3,814.68万元增长至2016年的25,298.70万元，增幅高达563.19%，年均复合增长率60.48%；归母净利润由2012年的797.25万元增长至2016年的6,703.39万元，增幅达740.81%，年均复合增长率70.28%。

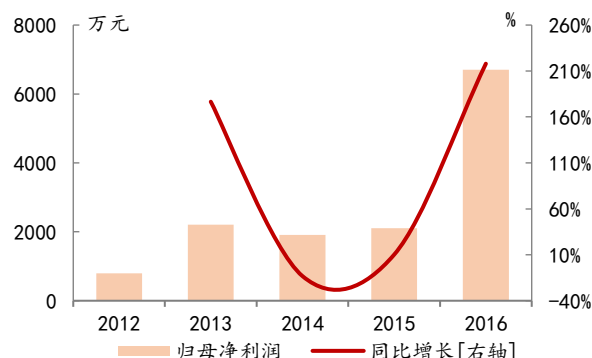
2014-2016年，公司综合毛利率分别为94.19%、93.15%和90.82%。综合毛利率较高的主要原因有三点：一是行业毛利率较高，二是公司主要产品技术水平优势明显，具有市场先发优势，三是肿瘤精准医疗分子诊断结果直接影响肿瘤患者后续的治疗方案，这使得公司的产品更受市场青睐。此外，公司净利率在2016年快速增长，达到25.88%，优于2014及2015年的17.92%和10.45%。

图 6：公司营业收入及增速



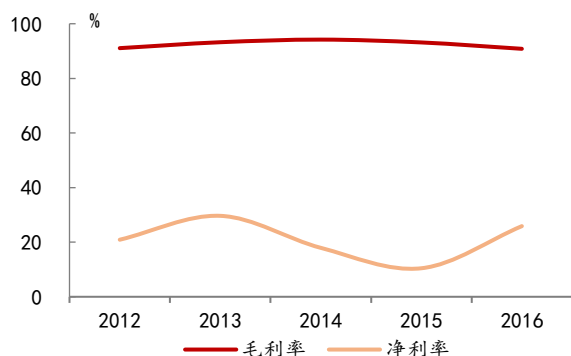
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 7：公司归母净利润及增速



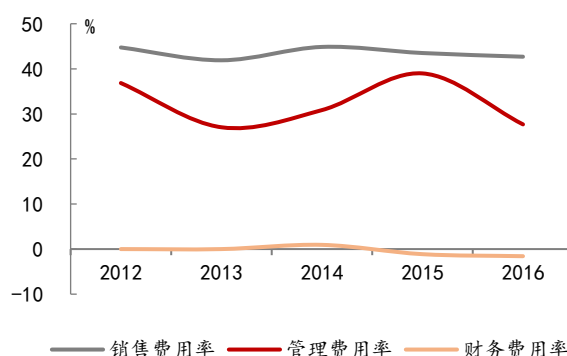
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 8：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 9：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、分子诊断试剂是公司收入主要来源

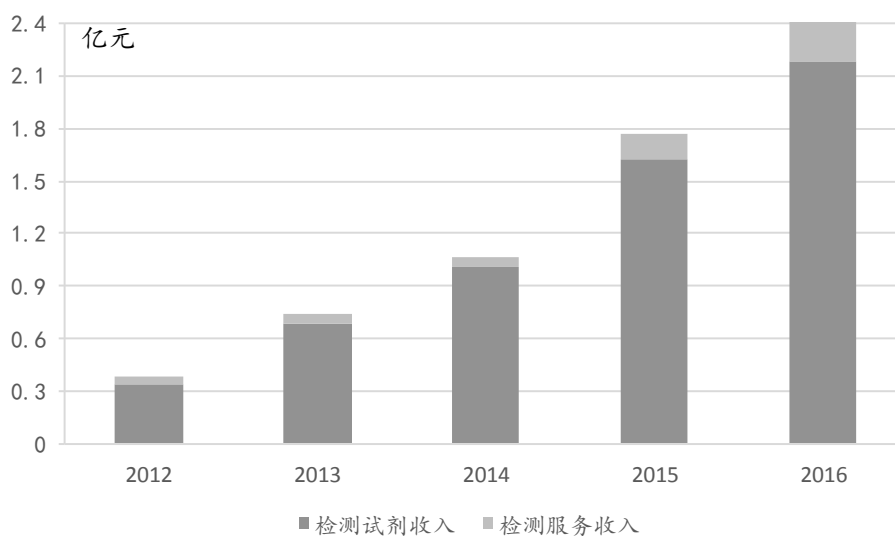
公司主营业务收入为肿瘤精准医疗分子诊断试剂销售收入和检测服务收入。2016年，检测试剂收入2.18亿元，占比86.43%，检测服务收入0.34亿元，占比13.57%。综合2014-2016三年来看，检测服务占比呈上升趋势，但检测试剂仍是公司主要收入来源。

从检测试剂细分产品销售收入来看，EGFR检测试剂为公司龙头产品，三年销售占比均在50%以上，其中2016年单产品销售收入破亿，达到1.19亿元。KRAS、ALK两款检测试剂销售收入同样保持连年上升，占比维持在一成以上。

此外，检测试剂的毛利率保持在较高水平，2014-2016年公司检测试剂毛利率分别为95.21%、95.94%和94.88%，实现毛利润9,600.66万元、15,554.99万元和20,697.14万元，是公司主要利润来源。细分产品种类来看，2016年EGFR检测试剂毛利率高达96.83%，其余主要产品的毛利率也均保持在90%以上。

公司对诊断试剂的销售实行“直销与经销相结合、直销为主、经销为辅的销售模式”。近几年，直销一直是公司的主要销售模式，2016年，诊断试剂72.01%的收入来源于直销模式，直销收入18,175.69万元。

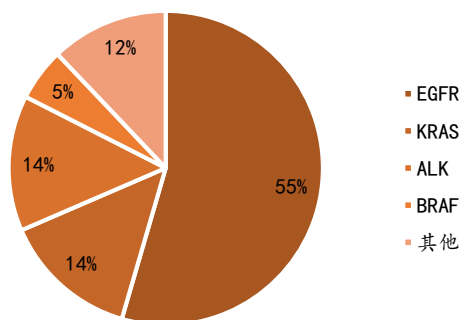
图 10：2012-2016 年公司主营业务收入结构



数据来源：Wind 资讯，财通证券研究所

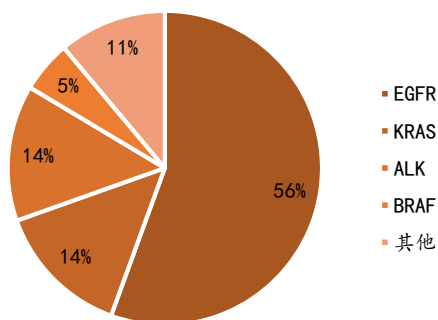


图 11: 2016 年检测试剂收入结构



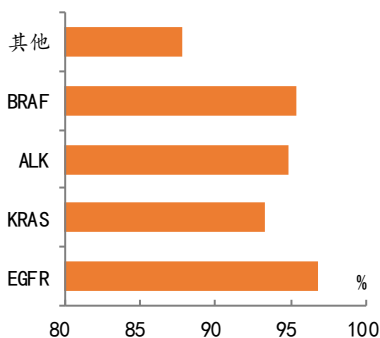
数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 12: 2016 年检验试剂毛利结构



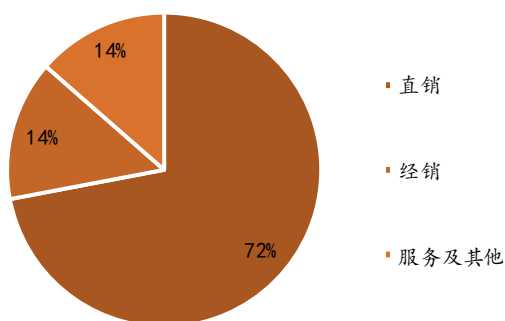
数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 13: 2016 年检验试剂毛利率



数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 14: 2016 年诊断试剂销售模式



数据来源: 公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

## 4、公司具有双重竞争优势

### 4.1、肿瘤分子诊断领域的技术领先，产品线齐全

公司自成立以来就致力于肿瘤精准医疗分子诊断的业务发展，在该领域取得技术创新上的重大突破。ADx-ARMS®技术为公司自主研发的发明专利授权技术。该技术利用特异引物对突变靶序列进行高精度PCR扩增放大，并利用一种新型探针在实时荧光定量PCR平台上实现对样品DNA中突变的检测，具有极高的特异性和灵敏度，可准确检测出含量低至1%的突变DNA，适合石蜡包埋样本、新鲜组织和胸水、血清、血浆等样本的基因检测。

凭借雄厚的研发实力和核心技术，公司成为跨国药企阿斯利康在中国大陆的靶向诊断合作伙伴，并成为Pfizer（辉瑞）靶向药物克唑替尼泛亚太临床试验的配套检测供应商，迅速成长为细分市场的技术领先企业。

在ADx-ARMS®技术应用于临床检测之前，国内开展个体化基因诊断主要采用传统的基因测序法。

**表 2：ADx-ARMS®方法与 DNA 测序法的对比**

名称	ADx-ARMS®方法	DNA 测序法
技术平台	实时荧光 PCR	PCR 后毛细管电泳
技术原理	特异引物双扩增技术	Sanger 双脱氧链终止法
操作成本	PCR 仪和普通技术人员	需配备 DNA 序列分析仪及专业人员
操作流程	核酸提取—加样上机 (PCR) —结果判定	核酸提取—普通 PCR 扩增—产物电泳回收纯化—测序反应—毛细管电泳 (上机)—结果 分析判定
灵敏度	可精准检出低至 1% 的突变 DNA 含量	突变型 DNA 含量低于 20% 易产生误差结果
成功率	成功率高, 可达 100%	对石蜡样本检测成功率低于 90%
所需时间	模板制备完成后仅需 90 分 钟	模板制备完成后还需至少 1 个工作日
结果分析	简单, 只需观察曲线	复杂, 需要 DNA 序列分析软件比对

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

目前, 公司成功研发出 20 余种肿瘤精准医疗分子诊断试剂, 是同行业产品种类最为齐全的企业之一。针对目前肿瘤精准医疗最重要的 EGFR、KRAS、BRAF、EML4-ALK、PIK3CA、ROS1、NRAS、Her-2 等基因位点, 公司陆续研发了 13 种独立或联合检测试剂, 均为我国首批获得国家药监局医疗器械注册证书和通过欧盟 CE 认证的产品。

#### 4.2、诊断试剂直销为主, 业绩不受“两票制”影响

公司诊断试剂的销售实行“直销与经销相结合、直销为主、经销为辅”的销售模式。公司对重点医院客户采取直销方式。公司在国内 13 个大型城市中设有区域营销中心, 营销团队由销售部总监统一协调管理, 销售队伍由业内具有丰富营销经验并在国内外大型医药公司供职多年的优秀销售人员组成, 共有 170 余人, 负责公司的全国市场营销服务工作, 另有 50 余名的技术人员提供专业的技术支持。目前, 公司共有直销客户 200 多家。

2017 年 1 月 9 日, 国务院医改办《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)》(下称“两票制”)正式对外公布。“两票制”的核心是“生产企业到流通企业开一次发票, 流通企业到医疗机构开一次发票”, 压缩中间环节, 降低销售价格。上述文件仅适用于药品, 并不涉及医疗器械, 对公司目前的业务并不产生直接影响。

公司主要实行“直销为主、经销为辅”的销售模式, 直销模式即公司直接开具发票给医院, 与其结算货款并负责产品配送, 属于“一票制”; 经销模式即公司将

产品销售至经销商，向其开具一张发票（公司仅有一级经销商，不存在二级经销商或者不同层级经销商互相转售的情形），经销商销售至医院再开具一张发票，经销商负责产品配送，属于“两票制”。目前，各省市推动“两票制”落地实施的文件或征求意见稿中，都在鼓励、要求医疗机构与生产企业直接结算货款，实质上是在推行“两票制”的基础上，鼓励实行“一票制”。公司的销售模式完全契合医药流通体制改革方向，“两票制”政策对公司不存在重大不利影响。

## 5、募集资金主要用于扩大产能

公司本次拟公开发行2,000万股人民币普通股A股，占发行后总股本的25.00%，实际募集资金扣除发行费用后按轻重缓急顺序投资分子诊断试剂和二代测序仪产业化项目、研发中心扩建项目、营销网络及信息化建设项目及补充流动资金及偿还银行贷款。

募集资金投资项目紧密围绕公司的主营业务，是公司依据未来发展规划做出的战略性安排。其中，生产基地建设项目的实施有助于扩大公司体外诊断试剂的产能规模，提高生产效率，进一步丰富公司产品结构；同时，二代基因测序仪将作为公司业务的新增长点，也是公司向基因测序产业发展的基础。研究中心建设项目的实施有助于改善公司研发环境，适应公司业务发展和技术升级的需求。营销网络及信息化建设项目的实施将进一步完善公司的销售网络，提高公司的销售能力和销售渠道管理效率。补充流动资金与偿还银行贷款将改善公司财务状况，保障经营业务的顺利开展。公司本次募投项目的实施将全面提升公司的综合竞争实力，推动公司业务规模快速增长，实现可持续发展。

**表 3：公司募集资金主要用途**

序号	项目名称	总投资(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	分子诊断试剂和二代测序仪产业化项目	12,760.79	8,389.57
2	研发中心扩建项目	5,698.00	5,698.00
3	营销网络及信息化建设项目	5,635.43	5,635.43
4	补充流动资金及偿还银行贷款	5,000.00	5,000.00

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1.06元、1.49元、2.10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35倍~45倍PE，对应2017年的股价合理区间为37.1~47.7元。

**表 4：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	
002030	达安基因	0.20	0.26	0.25	99.3	75.8	79.1	141.58
300676	华大基因	1.05	1.36	1.71	58.9	45.2	36.0	246.58
002022	科华生物	0.54	0.65	0.76	30.0	25.0	21.4	83.75
300406	九强生物	0.65	0.77	0.90	22.1	18.6	15.9	71.87
300439	美康生物	0.65	0.87	1.10	28.7	21.5	17.0	65.39
430620	益善生物							6.73
平均					47.8			

数据来源：Wind 资讯、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，新产品研发失败的风险。体外诊断是技术密集型行业，技术革新演进较快，若公司不能及时开发出新产品并通过注册，将会影响公司前期研发投入的回收和未来收益的实现。第二，新增产能不能及时消化的风险。本次募集资金投资项目分子诊断试剂和二代基因测序仪产业化项目投产后，公司新增试剂产能30万人份。若未来市场环境出现较大变化，或者出现其它对公司产品销售不利的客观因素，公司将面临新增产能不能及时消化的风险。

**表 5: 公司财务报表及指标预测**

财务和估值数据摘要					资产负债表				
单位:百万元	2016	2017E	2018E	2019E	科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	253.0	353.1	484.8	651.2	货币资金	82.3	85.7	118.4	180.0
增长率(%)	43.0	39.6	37.3	34.3	应收和预付款项	112.7	161.5	221.7	295.2
归属母公司股东净利润	67.0	85.2	119.2	167.9	存货	8.7	19.4	32.6	49.4
增长率(%)	217.9	27.1	40.0	40.8	其他流动资产	2.1	4.6	5.7	7.2
每股收益 (EPS)	0.84	1.06	1.49	2.10	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
每股经营现金流 (元)	0.71	0.68	1.03	1.51	投资性房地产	3.6	3.6	3.6	3.6
销售毛利率(%)	90.8	90.8	89.6	89.1	固定资产和在建工程	128.5	154.6	175.9	197.5
净资产收益率(%)	21.8	22.1	24.2	26.1	无形资产和开发支出	15.4	14.8	14.2	13.5
市盈率(P/E)	16.5	13.0	9.3	6.6	其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(P/B)	3.6	2.9	2.3	1.7	<b>资产总计</b>	<b>353.3</b>	<b>444.1</b>	<b>572.0</b>	<b>746.5</b>
					短期借款	10.0	8.8	9.8	9.5
					应付和预收款项	7.6	18.1	30.5	46.3
					长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
					其他负债	8.6	8.6	8.6	8.5
					<b>负债合计</b>	<b>45.4</b>	<b>61.4</b>	<b>84.4</b>	<b>111.3</b>
					股本	60.0	80.0	80.0	80.0
					资本公积	169.6	169.6	169.6	169.6
					留存收益	70.4	134.9	242.2	393.3
					归属母公司股东权益	307.9	384.6	491.9	642.9
					少数股东权益	0.0	-1.8	-4.3	-7.8
					<b>股东权益合计</b>	<b>307.9</b>	<b>382.8</b>	<b>487.6</b>	<b>635.1</b>
					<b>负债及权益合计</b>	<b>353.3</b>	<b>444.1</b>	<b>572.0</b>	<b>746.5</b>
利润表					现金流量表				
科目	2016	2017E	2018E	2019E	科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	253.0	353.1	484.8	651.2	经营性现金净流量	56.7	54.1	82.3	120.5
营业成本	23.2	32.5	50.3	71.0	投资性现金净流量	-36.0	-40.9	-38.8	-41.8
营业税金及附加	1.3	1.9	2.3	3.3	筹资性现金净流量	-10.3	-9.7	-10.9	-17.1
销售费用	108.4	147.7	198.0	259.4	<b>现金流量净额</b>	<b>10.4</b>	<b>3.4</b>	<b>32.7</b>	<b>61.6</b>
管理费用	70.3	88.9	117.0	150.4					
财务费用	-3.8	-0.8	-1.1	-1.8					
资产减值损失	-2.0	-1.6	-1.7	-1.8					
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0					
投资净收益	8.3	3.0	3.8	5.1					
<b>营业利润</b>	<b>59.9</b>	<b>84.3</b>	<b>120.5</b>	<b>172.2</b>					
营业外收支净额	13.1	8.1	8.8	10.0					
利润总额	73.1	92.4	129.4	182.2					
所得税	7.6	9.2	12.9	18.2					
<b>净利润</b>	<b>65.5</b>	<b>83.2</b>	<b>116.4</b>	<b>164.0</b>					
少数股东损益	-1.6	-2.0	-2.8	-3.9					
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>67.0</b>	<b>85.2</b>	<b>119.2</b>	<b>167.9</b>					
每股收益 (元)	0.84	1.06	1.49	2.10					

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。