

卫宁健康（300253）

传统业务强者恒强，创业业务迎来拐点

医联体建设驱动医院 IT 升级，区域卫生信息化建设方兴未艾

医联体建设倒逼医院提高对信息化的要求。一方面，以三级医院为代表的医生集团需要建立医联体的信息化体系链接二级以及基层医疗机构；另一方面，二级以及基层医疗机构需要建设统一标准的医疗信息化系统才能在分级诊疗中进行对接。医疗信息化分成 HIS、CIS 以及区域卫生信息化三个阶段，在 HIS 市场覆盖接近饱和，CIS 建设程度不断完善的情况下，区域卫生信息化建设大潮由点到面开启高速增长通道。

医疗 IT 龙头地位不断巩固，传统业务持续扩张

公司拥有医院信息化和公共卫生信息化的全产品线解决方案，服务内容覆盖医疗信息系统的全生命周期，丰富的项目运作能力和突出的研发实力。公司服务的医疗机构数量超过 5,000 家，大部分为二级医院客户，公司产品化程度高容易做大做强，是可比上市公司中毛利率最高的公司。通过“外延+内生”的方式保持传统医疗信息化增速高于行业增速，远高于医疗 IT 行业增速，市场份额持续提升，龙头优势不断扩大。

“4+1”与“AI+医疗”战略稳步推进，创新业务迎来拐点

公司“4+1”发展战略（云医、云康、云险、云药+创新服务平台）稳步推进，布局“AI+医疗”。创新业务平台随着覆盖医院规模的扩大具有极强的战略卡位价值，云医业务覆盖医院数量指数级增长，随着覆盖医院数量的增加有望逐渐扭亏为盈。云药业务由于控盘保费和合作药店数量的高速增长，有望率先扭亏为盈。云康和云险业务整体还处在培育阶段。整体而言，随着过去几年的持续投入，创新业务已经开始迎来拐点。公司行业技术积累深厚，“AI+医疗”持续推进：（1）AI 实验室落地；（2）构建基础层大数据平台；（3）AI+影像在部分病种落地；（4）加强高校合作，产学研一体化。

投资建议

采用 TFSOTP 估值方法：对于传统业务，给予 18 年 40 倍的目标估值，对应约 144 亿市值。云医、云药覆盖医院、药店数量指数级增长，有望迎来拐点，公司新增创新业务平台卡位价值巨大，AI 的投入也将在未来逐渐看到成果，公司作为医疗 IT 行业的平台型企业对创新产业的赋能，参考子公司融资估值对应上市公司持股比例给予 20 亿估值。

考虑到公司在医疗信息化行业的竞争优势持续强化，传统医疗信息化市场份额持续扩张，创新业务亏损持续减少，“AI+医疗”进程持续推进。盈利预测由 17/18/19 年净利润由 2.55/3.12/4.15 亿元调整为 2.43/3.24/4.21 亿元。根据 TFSOTP 估值法，18 年合理市值为 164 亿，对应目标价 10.2 元，上调至“买入”评级。

风险提示：医疗信息化市场份额扩张不及预期，创业业务进展不及预期，市场竞争格局加剧

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	8.43 元
目标价格	10.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,607.59
流通 A 股股本(百万股)	1,146.75
A 股总市值(百万元)	13,552.00
流通 A 股市值(百万元)	9,667.07
每股净资产(元)	1.55
资产负债率(%)	27.38
一年内最高/最低(元)	19.79/6.55

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《卫宁健康-公司点评:双轮驱动业绩增长，“4+1”战略纵深布局医疗大健康生态圈》 2017-04-25

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	753.16	954.47	1,250.89	1,629.87	2,055.48
增长率(%)	53.26	26.73	31.06	30.30	26.11
EBITDA(百万元)	114.65	538.03	262.80	359.99	453.06
净利润(百万元)	152.50	518.62	243.21	323.54	420.89
增长率(%)	26.07	240.07	(53.10)	33.02	30.09
EPS(元/股)	0.09	0.32	0.29	0.39	0.50
市盈率(P/E)	88.86	26.13	29.12	21.89	16.83
市净率(P/B)	13.38	5.79	2.73	2.42	2.13
市销率(P/S)	17.99	14.20	5.66	4.35	3.45
EV/EBITDA	201.75	29.22	26.58	19.10	14.40

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

医联体建设驱动医院 IT 升级，区域卫生信息化建设方兴未艾.....	3
医联体建设驱动医院信息化升级	3
区域卫生信息化建设方兴未艾	4
医疗 IT 龙头地位不断巩固，传统业务持续扩张.....	5
“4+1”与“AI+医疗”战略稳步推进，创新业务迎来拐点	7
盈利预测及投资建议	8

图表目录

图 1：分级诊疗实现方式	3
图 2：医疗信息化建设三阶段	4
图 3：医院管理信息化系统市场接近饱和	4
图 4：区域信息化应用部署	5
图 5：公司产品化程度高享受高毛利	6
图 6：2013-2017Q3 年公司营业收入（亿元）及同比增速	6
图 7：2010-2017Q3 年公司净利润（亿元）及同比增速	6
图 8：医疗 IT 行业花费规模	6
图 9：医疗 IT 行业投资规模	6
图 10：创业业务“4+1”布局	8
表 1：政策密集出台，推动分级诊疗	3

医联体建设驱动医院 IT 升级，区域卫生信息化建设方兴未艾

医联体建设驱动医院信息化升级

分级诊疗是按照疾病的轻、重、缓、急及治疗的难易程度进行分级，不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，将大中型医院承担的一般门诊、康复和护理等分流到基层医疗机构。服务流程是患者签约家庭医生（全科医生）对常见病、多发病鼓励在基层就医，危急重症可逐级或越级转诊。当患者在基层就医病情发展，需向上转诊时，结合自助选择和就近的原则，乡镇卫生院一般首先转诊到县级医院，县级医院可以视病情转往县级以上医院，若病情趋于稳定，鼓励患者转回乡镇卫生院；社区卫生服务中心一般首先转诊到二级医疗机构，二级医疗机构可以视病情转往二级以上医疗机构，病情平稳后鼓励患者转回社区卫生服务中心。

图 1：分级诊疗实现方式



资料来源：36 氪，天风证券研究所

医联体是实现分级诊疗的重要载体。医联体主要有 4 种组织模式。一是医联体，是城市开展医联体建设的主要模式。以 1 家三级医院为牵头单位，联合若干城市二级医院、康复医院、护理院以及社区卫生服务中心，构建“1+X”医联体，纵向整合医疗资源；二是医共体，是农村开展医联体建设的主要模式；三是专科联盟，指医疗机构之间以专科协作为纽带形成的联合体。以一家医疗机构特色专科为主，联合其他医疗机构相同专科技术力量，形成区域内若干特色专科中心，提升解决专科重大疾病的救治能力，形成补位发展模式；四是远程医疗协作网，由牵头单位与基层、偏远和欠发达地区医疗机构建立远程医疗服务网络。大力推进面向基层、偏远和欠发达地区的远程医疗服务体系建设，鼓励二级、三级医院向基层医疗卫生机构提供远程医疗服务。

表 1：政策密集出台，推动分级诊疗

序号	名称	内容	代表
1	城市医联体	在设区的市以上城市，有三级公立医院或者业务能力较强的医院牵头，联合社区卫生服务机构、护理院、专业康复机构等，形成资源共享、技术支持、检查互认、处方流动、服务衔接等为纽带进行合作。	深圳罗湖医疗集团

- | | | | |
|---|----------|---|--------------|
| 2 | 医共体 | 重点探索以县级医院为龙头、乡镇卫生院为枢纽、村卫生室为基础的县乡一体化管理，与乡村一体化管理有效衔接。充分发挥县级医院的城乡纽带作用和县域龙头作用，形成县乡三级医疗卫生机构分工协作机制，构建三级联动的县域医疗服务体系。 | 安徽天长 |
| 3 | 跨区域的专科联盟 | 根据不同区域医疗机构优势专科资源，以若干所医疗机构特色专科技术力量为支撑，充分发挥国家医学中心、国家临床医学研究中心及其协同网络的作用，以专科协作为纽带，组建区域间若干特色专科联盟，形成补位发展模式，重点提升重点疾病救治能力。 | 北京儿童医院儿科联盟 |
| 4 | 远程医疗协作网 | 大力发展面向基层，边远和欠发达地区的远程医疗协作网，鼓励公立医院向基层医疗卫生机构提供远程医疗、远程教学、远程培训等服务，利用信息化手段促进资源纵向流动，提高优质医疗资源可及性和医疗服务整体效率。 | 中日友好医院远程医疗网络 |

资料来源：MedSci，天风证券研究所

医联体建设倒逼医院提高对信息化的要求。一方面，以三级医院为代表的医生集团需要建立医联体的信息化体系链接二级以及基层医疗机构；另一方面，二级以及基层医疗机构需要建设统一标准的医疗信息化系统才能在分级诊疗中进行对接。

区域卫生信息化建设方兴未艾

国内医疗信息化可以分为三个阶段：第一阶段：管理信息系统（HIS）建设，医院初期进行信息化投资的目的是为了规范和细致的管理，HIS系统获取的数据是为了更好的帮助医院进行管理，目前几乎完成全覆盖，但市场较为分散；

第二阶段：临床信息系统（CIS）建设，以病人管理为核心，提高医疗服务质量和患者安全，基于电子病历的临床信息系统成，打破院内的数据孤岛，实现院内数据共享，建设院内集成（开放）平台，目前处于高速增长期；

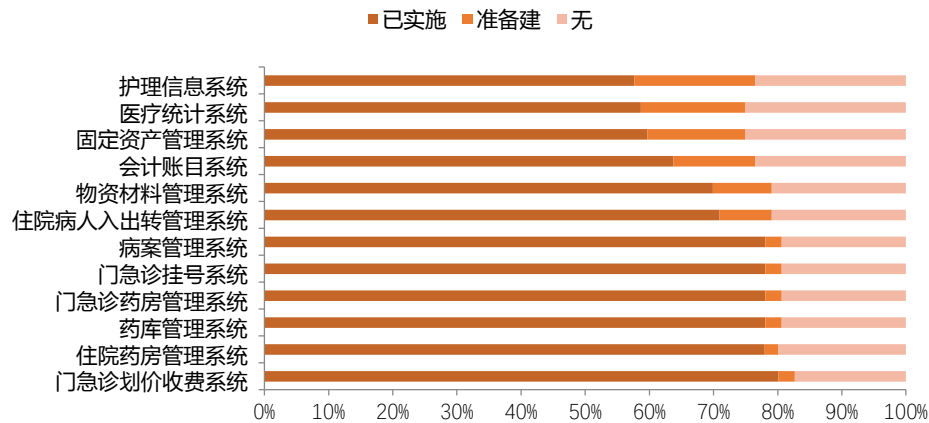
第三阶段：区域医疗资源信息平台，单个医院的数据价值仍然是十分有限，为实现区域医疗资源的优化配置，必须将区域医疗大数据互通互联，区域医疗资源信息平台建设已经进入高速增长期。

图 2：医疗信息化建设三阶段



资料来源：CHIMA，天风证券研究所

图 3：医院管理信息化系统市场接近饱和



资料来源：CHIMA，天风证券研究所

区域卫生信息化建设大潮由点到面开启高速增长通道。如果将医疗机构看作节点，区域卫生平台便是覆盖这些节点的信息交换网络，区域卫生平台的建设以健康档案以及区域内医疗卫生机构基本业务信息系统为基础。总体来看，医疗信息化的发展从医疗卫生机构“点”的信息化，扩展至区域卫生平台“面”的信息化，最终扩展至基于互联网的面向个人的健康管理和诊疗医护服务，从而达到医疗卫生体系的全民覆盖。

按照“3521”的卫生信息化建设框架，三级平台仅开始了底层区域卫生平台的试点建设，各地业务系统也才刚开始，初步建立的健康档案还都没形成可以使用的“活档”，医院电子病历标准刚制定，电子病历也都没有形成有效数据，要想建成最终医疗资源和信息系统的互联互通，需要在大的框架之下不断完善。

图 4：区域信息化应用部署



资料来源：独角兽智库，天风证券研究所

医疗 IT 龙头地位不断巩固，传统业务持续扩张

医院及公卫信息化全产品线覆盖，公司产品化程度高容易做大做强。公司拥有医院信息化和公共卫生信息化的全产品线解决方案，服务内容覆盖医疗信息系统的全生命周期，丰富的项目运作能力和突出的研发实力。公司服务的医疗机构数量超过 5,000 家，其中三级医院超过 200 家，其余大部分为二级医院客户。公司非常注重产品化程度，定制化占比较低，从而使公司成为可比上市公司中毛利率最高的公司。

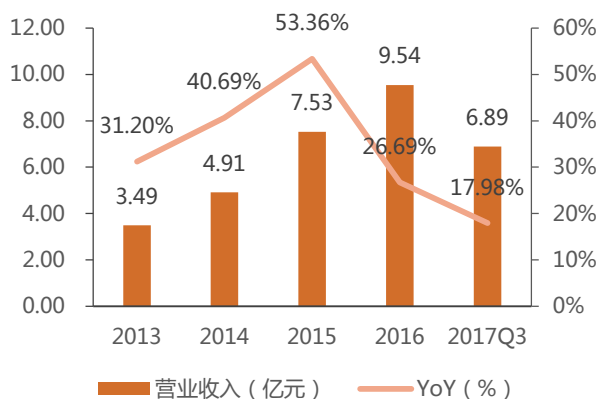
图 5：公司产品化程度高享受高毛利

财务指标	公司名称	2017年1-6月	2016年度	2015年度	2014年度
毛利率 (%)	东软集团	34.29	30.57	31.37	28.65
	东华软件	32.27	33.11	33.5	35.29
	卫宁健康	52.02	54.37	54.13	54.67
	银江股份	24.98	25.89	24.99	25.98
	太极股份	17.59	19.6	16.87	16.53
	万达信息	37.68	38.94	39.89	31.85

资料来源：wind，天风证券研究所

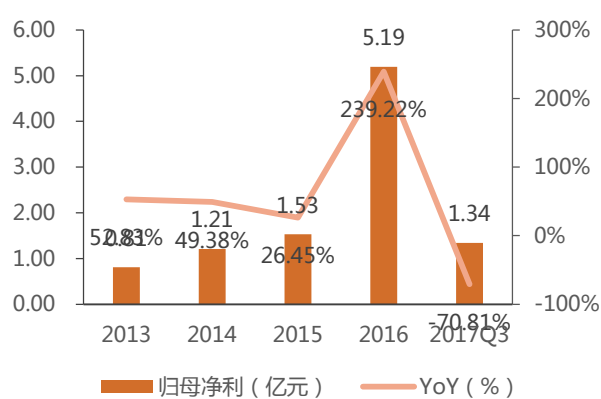
收入保持高速增长，远高于医疗 IT 行业增速，龙头优势不断扩大。通过“外延+内生”的方式保持传统医疗信息化增速高于行业增速，市场份额持续提升，公司已成为医疗信息化行业龙头。公司 2013-2016 年收入增速分别为 31.20%、40.69%、53.36%、26.69%，而根据计世资讯的统计数据，医疗 IT 行业投资规模的增速保持在 20%左右，公司收入增速显著高于行业，龙头地位凸显。

图 6：2013-2017Q3 年公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

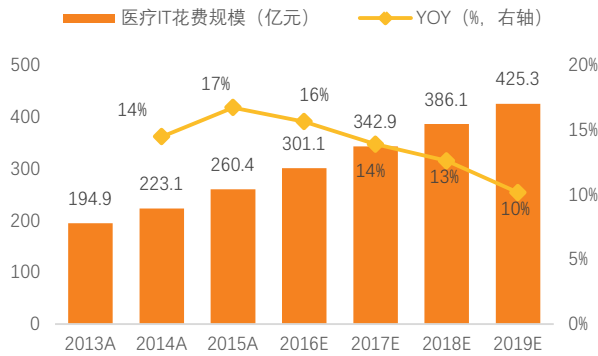
图 7：2010-2017Q3 年公司净利润（亿元）及同比增速



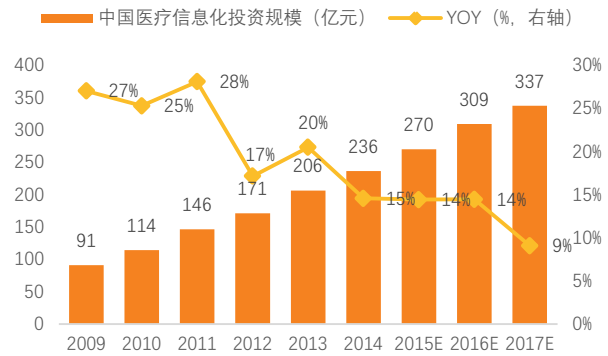
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 8：医疗 IT 行业花费规模

图 9：医疗 IT 行业投资规模



资料来源：计世资讯，天风证券研究所



资料来源：计世资讯，天风证券研究所

“4+1”与“AI+医疗”战略稳步推进，创新业务迎来拐点

2016年3月，公司使用自有资金人民币2亿元设立全资子公司“卫宁互联网科技有限公司”，公司将以互联网科技作为平台和孵化器，发挥公司在健康服务业的影响力，通过自身发展、股权投资等灵活的机制和方式，围绕“互联网+健康服务业”，不断与健康相关产业对接，形成了一个布局“4+1”战略：医疗健康云服务平台，衔接和落地四朵云（云医、云康、云险、云药）。

“创新服务平台”主要是卫宁云医院平台产品，作为医院和外部应用商之间的平台，医院有很多外部接入的需求，比如微医、平安好医生等都要通过公司平台接入。

“云医”主要借助公司传统业务板块的优势，侧重于协助医院服务突破“围墙”，以医院为主要的服务对象，即从医院、医生、管理者的角度，帮助服务主体拓展服务辐射范围和输出能力，将业务延伸到各类服务需求方及患者。

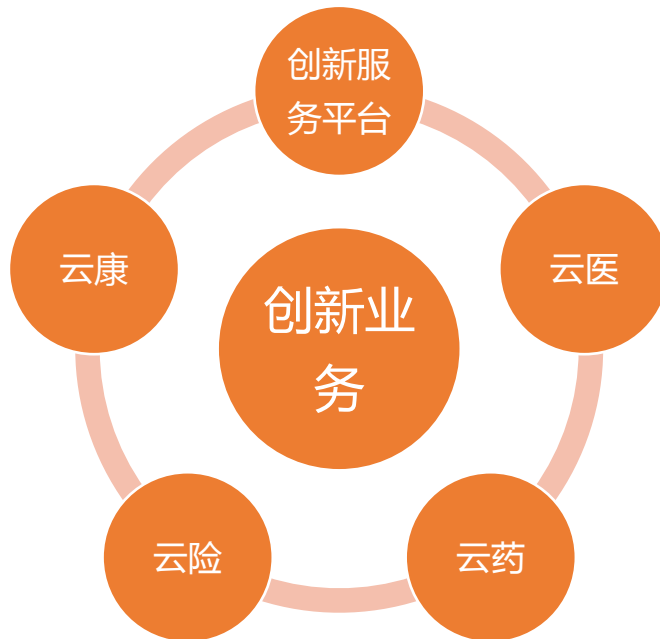
“纳里健康”平台上，以分级诊疗为切入点，最初在浙江大学医学院附属邵逸夫医院落地，现已陆续接入浙江、云南、湖北、内蒙古、新疆、山东、陕西、河北、广东、辽宁等地1,000多家医疗机构及各类医疗联合体或医疗集团，上线医生达十几万名，初步形成了基于分级诊疗的医院联盟体系及线上线下联动的云服务模式。在北京投资的“身边医生”，积极布局社区服务云化，也是分级诊疗的进一步补充。

“云药”主要通过上海钥世圈云健康科技发展有限公司的“钥匙卡”平台，一方面对接上游的保险机构及其各险种，另一方面对接下游的各连锁药店以及医疗终端，即丰富了商业健康险服务内容，推动了健康险理赔服务自动化水平，又通过导流等方式帮助线下药房业务的发展。截至目前，钥世圈已与30余家健康险、寿险公司、40,000多家药房、多家公立医院签订了合作协议，通过各种终端为被保险人提供健康、供药、理赔、直付、就诊、医保通赔等多项服务，累计实现保险控盘保费4.5亿元，服务人次超过30万，极大地方便了被保险人和节省了保险公司成本，做到了保险公司、被保险人和零售终端三赢。

“云康”主要是慢性病管理、重点人群保健、健康体检等个人健康服务。目前公司已有康信、孕乐宝等面向糖尿病、孕产妇服务的健康管理产品，同时参股的上海好医通健康信息咨询有限公司布局“互联网+体检”，已连接数百家三级医院体检科，每年可完成数十万体检服务。

“云险”本质上是医疗服务支付体系的革新，重点是打造医院的统一支付平台和保险风控体系。公司已建设了统一的医院支付平台，对接医院、保险和第三方支付机构，目前公司的扫码支付、刷卡支付等业务已完成几十家医院的服务；通过参与设立“互助家互联网财产保险相互合作社”、“金诚财产保险股份有限公司”等保险公司，不断探索自主开展保险业务的可能。在医保控费及其衍生业务领域，卫宁科技引进中国最大的商业保险公司中国人寿保险股份有限公司，以单方面对其增资人民币19,200万元，成为卫宁科技重要的战略股东。

图 10：创业业务“4+1”布局



资料来源：2016 年年报，天风证券研究所

创新业务平台随着覆盖医院规模的扩大具有极强的战略卡位价值，云医业务覆盖医院数量指数级增长，随着覆盖医院数量的增加有望逐渐扭亏为盈。云药业务由于控盘保费和合作药店数量的高速增长，有望率先扭亏为盈。云康和云险业务整体还处在培育阶段。整体而言，随着过去几年的持续投入，创新业务已经开始迎来拐点。

公司行业技术积累深厚，“AI+医疗”持续推进：（1）AI 实验室落地。2017 年初，公司成立人工智能（AI）实验室，通过整合公司医疗信息系统和人工智能技术的专长，研发易用、安全、可靠和可扩展的智能医疗健康数据分析算法、模型和系统。（2）构建基础层大数据平台。为配合人工智能研究，公司在已有临床数据中心（CDR）的基础上构建了服务临床科研的大数据平台。（3）AI+影像在部分病种落地。在医学影像人工智能方面，公司的人工智能实验室探索研发了基于深度学习的智能肺结节检测 CAD 系统和智能骨龄评估系统。（4）加强高校合作，产学研一体化。公司人工智能实验室已先后与上海交大、复旦大学、合肥工业大学、中科院大学以及多家医院签订合作协议、成立了联合实验室。

盈利预测及投资建议

2017 年我们发布了《TFSOTP，重新定义 A 股科技股龙头估值体系》报告，卫宁作为医疗信息化龙头，新业务与传统业务都具有非常强的竞争力，考虑公司新业务投入较大侵蚀利润，采用 TFSOTP 估值方法更合适。

对于传统业务，我们预计 17 年创新亏损在 3000-4000 万，按照预告净利润中值，对应传统业务实际利润约 2.77 亿元，我们预计 18 年传统业务维持 30%增长，对应约 3.6 亿元。考虑广阔的市场空间、行业龙头地位、以及持续快速增长，我们采用 PE 估值，行业可比公司平均市盈率在 35 倍以上，公司历史市盈率在 45-60 倍之间，给予 18 年 40 倍的目标估值，对应约 144 亿市值。

表 2：医疗信息化上市公司 PE（TTM）对比

市盈率 PE(TTM)	万达信息	东软集团	创业软件	东华软件	思创医惠	平均值
-------------	------	------	------	------	------	-----

2015/12/31	165	190	244	36	211	169
2016/3/31	126	60	222	36	99	109
2016/6/30	115	58	194	34	95	99
2016/9/30	95	55	189	31	75	89
2016/12/30	85	11	153	31	65	69
2017/3/31	63	13	130	27	57	58
2017/6/30	63	10	89	29	44	47
2017/9/30	58	11	71	30	59	46
2017/12/31	53	13	48	22	45	36

资料来源：wind，天风证券研究所

对于创新业务，上一轮投资时，卫宁科技估值 8.3 亿（50%）、铂世圈估值 4.7 亿（45.8%）、医通健康 6 亿（16.5%）、纳里健康估值 1.6 亿（70%），再结合上市公司持股比例，上一轮投资对应上市公司估值约 10.9 亿。我们认为，云医、云药和创新平台整体拓展顺利，覆盖医院、药店数量指数级增长，云医和云药有望迎来拐点，公司新增创新业务平台卡位价值巨大。另外，AI 的投入也将在未来逐渐看到成果。我们预计，**公司作为医疗 IT 行业的平台型企业价值将得到产业的认可，创新业务估值在新一轮融资中有望大幅提升，给予 18 年 20 亿估值。**

考虑到公司在医疗信息化行业的竞争优势持续强化，传统医疗信息化市场份额持续扩张，创新业务亏损持续减少，“AI+医疗”进程持续推进。盈利预测由 17/18/19 年净利润由 2.55/3.12/4.15 亿元调整为 2.43/3.24/4.21 亿元，同比增速分别为 -53%/33%/30%，EPS 分别为 0.29/0.39/0.50 元。我们认为公司在医疗信息化行业的竞争优势持续强化，传统医疗信息化市场份额持续扩张，“4+1”创新业务亏损持续减少，“AI+医疗”进程持续推进。根据 TFSOTP 估值法，18 年合理市值为 164 亿，对应目标价 10.2 元，上调至“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	226.75	599.71	785.95	1,024.07	1,291.49
应收账款	625.38	805.03	1,084.27	1,404.37	1,654.20
预付账款	9.29	13.74	13.20	22.09	22.71
存货	41.63	91.83	80.13	134.05	140.17
其他	10.86	12.67	15.81	19.83	23.90
流动资产合计	913.91	1,522.98	1,979.36	2,604.41	3,132.47
长期股权投资	23.51	508.84	508.84	508.84	508.84
固定资产	23.93	65.64	667.60	738.06	761.71
在建工程	199.58	453.51	272.10	163.26	97.96
无形资产	66.57	101.28	95.69	90.11	84.52
其他	507.37	694.47	686.35	692.62	695.11
非流动资产合计	820.95	1,823.73	2,230.58	2,192.88	2,148.14
资产总计	1,734.86	3,346.71	4,209.94	4,797.30	5,280.61
短期借款	150.01	240.00	661.49	773.04	805.51
应付账款	177.54	263.18	310.53	427.26	503.72
其他	285.06	325.75	372.01	381.57	463.20
流动负债合计	612.61	828.94	1,344.03	1,581.87	1,772.42
长期借款	0.00	0.00	101.57	120.32	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	74.57	111.03	95.87	98.83	100.24
非流动负债合计	74.57	111.03	197.44	219.15	100.24
负债合计	687.18	939.97	1,541.47	1,801.01	1,872.67
少数股东权益	34.46	67.50	70.71	74.99	80.55
股本	555.20	824.92	840.22	840.22	840.22
资本公积	137.01	895.21	895.21	895.21	895.21
留存收益	458.02	1,514.33	1,757.54	2,081.08	2,487.17
其他	(137.01)	(895.21)	(895.21)	(895.21)	(895.21)
股东权益合计	1,047.67	2,406.74	2,668.47	2,996.28	3,407.94
负债和股东权益总	1,734.86	3,346.71	4,209.94	4,797.30	5,280.61

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	161.49	525.48	243.21	323.54	420.89
折旧摊销	17.56	16.74	38.53	43.97	47.23
财务费用	1.96	9.90	21.35	39.30	36.43
投资损失	0.25	(378.71)	0.14	(0.27)	(0.73)
营运资金变动	(98.75)	(77.46)	(176.17)	(265.63)	(104.98)
其它	(3.04)	44.40	3.22	4.28	5.56
经营活动现金流	79.46	140.34	130.28	145.18	404.41
资本支出	396.26	902.60	468.66	(2.95)	(1.42)
长期投资	23.51	485.33	0.00	0.00	0.00
其他	(912.81)	(2,023.71)	(920.54)	2.13	2.29
投资活动现金流	(493.04)	(635.78)	(451.88)	(0.83)	0.87
债权融资	204.41	304.45	818.34	951.40	864.77
股权融资	230.80	1,021.69	(6.05)	(39.30)	(36.43)
其他	(164.44)	(454.86)	(304.45)	(818.34)	(966.20)
筹资活动现金流	270.77	871.28	507.84	93.76	(137.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(142.81)	375.84	186.24	238.12	267.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	753.16	954.47	1,250.89	1,629.87	2,055.48
营业成本	345.49	435.50	552.91	702.89	885.30
营业税金及附加	9.47	12.88	17.01	22.49	28.98
营业费用	109.10	135.18	182.16	231.97	289.21
管理费用	159.88	181.19	239.71	317.99	404.31
财务费用	(0.07)	6.24	21.35	39.30	36.43
资产减值损失	27.35	44.49	34.68	38.77	42.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.25)	378.71	(0.14)	0.27	0.73
其他	0.49	(757.42)	0.28	(0.54)	(1.46)
营业利润	101.70	517.71	202.92	276.72	369.40
营业外收入	53.23	66.15	71.15	87.84	104.71
营业外支出	0.42	0.38	0.44	0.57	0.59
利润总额	154.51	583.47	273.63	363.99	473.53
所得税	(6.98)	58.00	27.20	36.18	47.07
净利润	161.49	525.48	246.43	327.81	426.46
少数股东损益	8.99	6.86	3.22	4.28	5.56
归属于母公司净利润	152.50	518.62	243.21	323.54	420.89
每股收益（元）	0.09	0.32	0.29	0.39	0.50

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	53.26%	26.73%	31.06%	30.30%	26.11%
营业利润	13.30%	409.03%	-60.80%	36.37%	33.49%
归属于母公司净利润	26.07%	240.07%	-53.10%	33.02%	30.09%
获利能力					
毛利率	54.13%	54.37%	55.80%	56.87%	56.93%
净利率	20.25%	54.34%	19.44%	19.85%	20.48%
ROE	15.05%	22.17%	9.36%	11.08%	12.65%
ROIC	24.55%	52.93%	10.63%	11.39%	13.47%
偿债能力					
资产负债率	39.61%	28.09%	36.62%	37.54%	35.46%
净负债率	1.25%	10.64%	1.34%	-2.10%	-5.12%
流动比率	1.49	1.84	1.47	1.65	1.77
速动比率	1.42	1.73	1.41	1.56	1.69
营运能力					
应收账款周转率	1.43	1.33	1.32	1.31	1.34
存货周转率	21.55	14.30	14.55	15.22	14.99
总资产周转率	0.51	0.38	0.33	0.36	0.41
每股指标（元）					
每股收益	0.09	0.32	0.29	0.39	0.50
每股经营现金流	0.05	0.09	0.08	0.09	0.25
每股净资产	0.63	1.46	3.09	3.48	3.96
估值比率					
市盈率	88.86	26.13	29.12	21.89	16.83
市净率	13.38	5.79	2.73	2.42	2.13
EV/EBITDA	201.75	29.22	26.58	19.10	14.40
EV/EBIT	227.59	30.00	31.14	21.76	16.08

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 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com