

万兴科技 (300624)

证券研究报告

2019年02月21日

稀缺的纯软件公司，TO B 增量市场有望打开

公司具备市场稀缺性和优质的商业模式，从 TO C 到 TO B，潜在增量的市场为公司提供广阔成长天地。基于此，我们首次覆盖，给予增持评级。

1、简介：产品矩阵为 Adobe 的子集，毛利率和 ROE 凸显商业模式优质性。根据官网，公司产品包括多媒体与视频、数字文档管理、数据管理三大类。其中，视频编辑和 pdf 文档管理，直接对标 Adobe 部分产品线，如 pdfelement 对标 Adobe acrobat。根据招股说明书，公司客户目前以 C 端消费者为主，主要面向海外市场，绝大部分通过网络渠道进行出售。根据 Wind，15~17 年公司平均毛利率超过 90%，ROE 超过 25%。

2、云化：预计进度乐观，有助于提升收入稳定性和长期净利率水平。根据招股说明书，公司从 17 年开始进行云转型。考虑产品属性，我们预计云化进度乐观，但目前无法准确预估云化收入占比整体收入比例。但是长期而言，云化有助于提升收入增长持续性同时降低引流成本进而提升净利率。根据招股说明书，公司 15~17 年平均销售费用率超过 47%，其中 15~17 年广告宣传费用占比销售费用均超过 75%。

3、成长：受益于知识产权保护，国内尤其是 TO B 增量市场有望形成，保守预计 pdf SaaS 市场规模 50 亿元。我们认为，公司未来机遇主要在于两块，第一是受益于知识产权进一步强化，国内正版软件市场打开。第二是受益 TO B 销售体系建立，公司 TO B 市场突破，尤其是在国内这一增量市场。TO B 方面，我们认为公司 pdfelement 产品线最具竞争力。保守测算，仅考虑国内 pdf SaaS 稳态市场规模超过 50 亿元。（详细测算请参考正文）

4、竞争力：pdf 产品力和标杆客户具备说服力，看好公司后续落地推进。产品力方面，根据第三方机构（少数派，国内数字消费指南平台），评测者横向对比了 Adobe Acrobat、pdf Expert 和 pdfelement 三款产品，产品力角度只略弱于 Adobe Acrobat。而若考虑价格因素，选购 pdfelement 性价比凸显。标杆客户方面，根据官网，公司在海外客户质量高，包括东方汇理银行等。我们看好公司销售团队未来完善后，向 TO B 市场挺进。

5、估值：预计 19 年收入和软件主业利润增速 20%+，合理市值 59 亿元。收入层面，预计 19~20 年增速在 20%左右，19 年收入约为 6.6 亿元预计 19~20 年利润增速在 25%左右，19 年软件主业净利润约 1.3 亿元。预计报表净利润 0.96 亿元。估值方面，我们采用分部估值，从 PS 和 PE 两个角度，给予合理市值 59 亿元，基于此，首次覆盖，给予增持评级，目标价 73 元。

风险提示：知识产权保护强化进度低于预期，造成 pdf SaaS 国内市场打开进程低于预期；公司新业务包括智能家居持续投入，带来持续亏损；持股 5%以上股东减持带来流动性压力；收入多来自于海外，同时依赖 Google 等网络推广渠道带来的风险；公司客户以 C 端为主，存在黏性不强的风险

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	55.53 元
目标价格	73 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	81.14
流通 A 股股本(百万股)	48.52
A 股总市值(百万元)	4,505.82
流通 A 股市值(百万元)	2,694.32
每股净资产(元)	7.74
资产负债率(%)	7.95
一年内最高/最低(元)	167.70/41.82

作者

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

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	368.18	467.25	546.45	655.74	800.00
增长率(%)	40.09	26.91	16.95	20.00	22.00
EBITDA(百万元)	58.95	80.30	88.24	102.17	127.66
净利润(百万元)	63.49	68.60	82.85	96.47	122.34
增长率(%)	27.21	8.06	20.78	16.43	26.82
EPS(元/股)	0.78	0.85	1.02	1.19	1.51
市盈率(P/E)	63.41	58.68	48.58	41.73	32.90
市净率(P/B)	16.75	14.75	11.53	9.24	7.44
市销率(P/S)	10.93	8.62	7.37	6.14	5.03
EV/EBITDA	0.00	0.00	43.55	37.50	29.21

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 公司商业模式优质，产品矩阵对标 Adobe	3
2. 云化进度预计乐观， To B 增量市场有望打开	4
3. 首次覆盖给予增持评级，合理市值约 59 亿元	8
4. 风险提示	8
5. 公司基本情况和财务信息补充	9

1. 公司商业模式优质，产品矩阵对标 Adobe

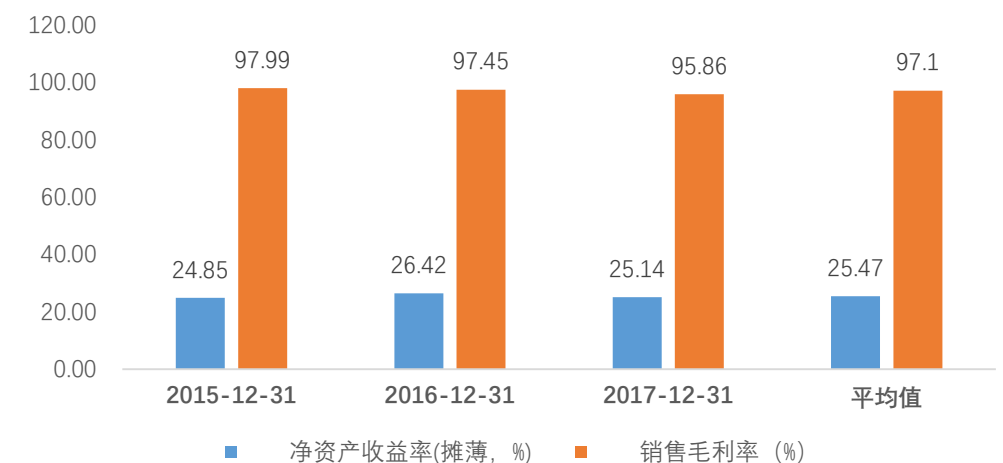
公司产品矩阵为 Adobe 的子集，毛利率和 ROE 凸显商业模式优质性。根据公司官网，公司产品包括多媒体与视频、数字文档管理、数据管理三大类。其中，视频编辑和 pdf 文档管理，直接对标 Adobe 部分产品线，如 pdfelement 对标 Adobe acrobat。根据招股说明书，公司客户目前以 C 端消费者为主，主要面向海外市场，绝大部分通过网络渠道进行出售。根据 Wind，15~17 年公司平均毛利率超过 90%，ROE 超过 25%。

图 1：公司产品包括三大类，其中视频与数字文档对标 Adobe



资料来源：招股说明书、公司官网、天风证券研究所 2017

图 2：公司 15~17 年 ROE 和销售毛利率显示，商业模式优质



资料来源：Wind、天风证券研究所

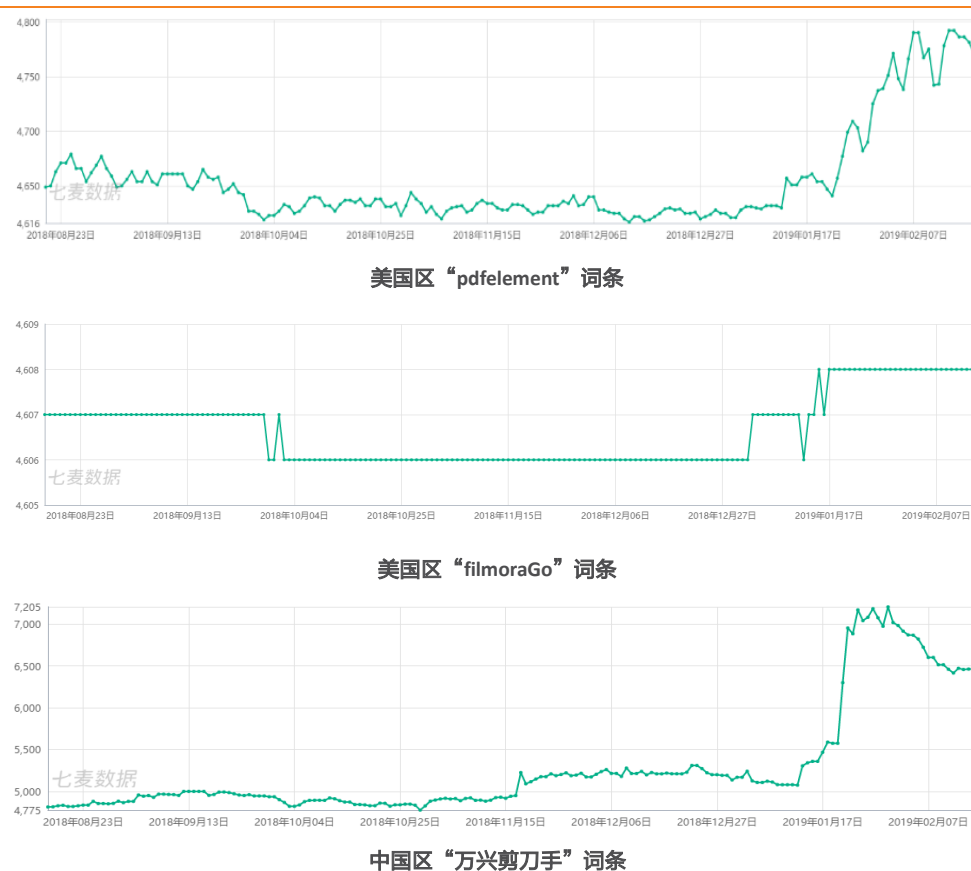
公司业务稳定发展，软件产品各渠道搜索量持续上升。根据 Alexa 网站流量排名，万兴科技公司官网网站流量排名自 2018 年 5 月以来从全球 3 万名左右提升到 15805 位(截至 2019 年 2 月 17 日)。根据七麦数据统计，公司主要产品 pdfelement、FimoraGo 词条的 APP Store 美国区搜索量近半年持续上升，反映了公司软件销售业务在海外的稳定发展，同时，国内地区主打软件产品“万兴剪刀手”反响积极，反映了其国内市场推广取得了初步成效。

图 3：公司近半年 Alexa 官方网站流量排名显示，软件搜索量持续上升



资料来源：Alexa 官方网站、天风证券研究所 注释：左轴为全球网站访问量排名

图 4：主要产品的 APP Store 搜索量呈上升趋势

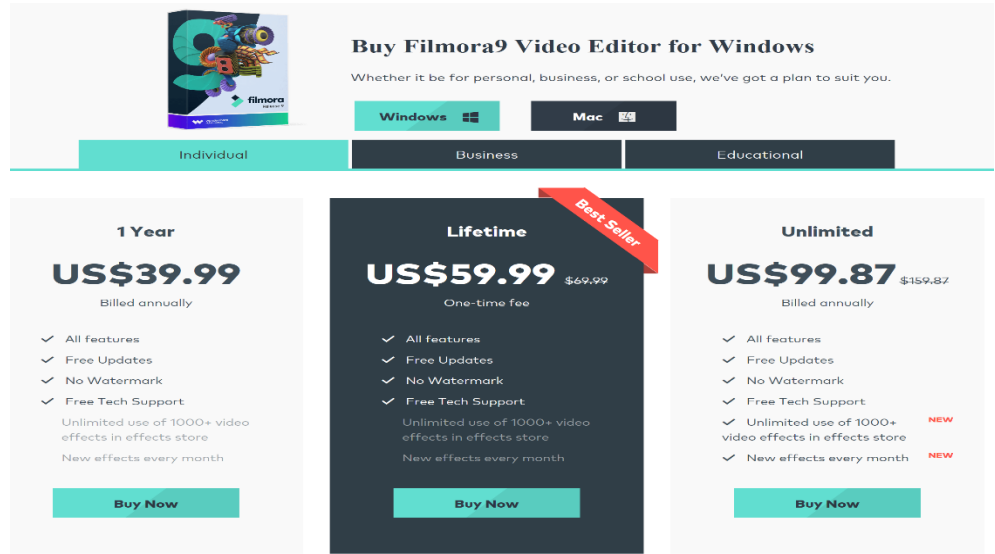


资料来源：七麦数据、天风证券研究所

2. 云化进度预计乐观，To B 增量市场有望打开

云化进度预计乐观，助于提升收入稳定性和长期净利率水平。根据招股说明书，公司从 17 年开始进行云转型。考虑产品属性，我们预计云化进度乐观，目前无法准确预估云化收入占比整体收入比例，需等待 2018 年年报发布。长期而言，云化有助于提升收入增长持续性同时降低引流成本进而提升净利率。根据招股说明书，公司 15~17 年平均销售费用率超过 47%，其中 15~17 年广告宣传费用占比销售费用均超过 75%。

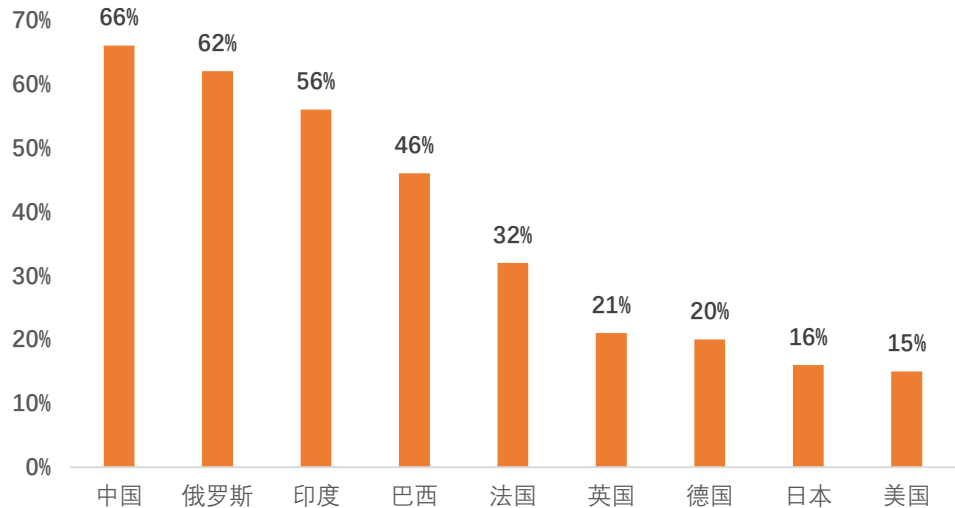
图 5：公司视频主力产品 Filmora 已推出云化版本（图左，Billed annually）



资料来源：万兴科技网站、天风证券研究所

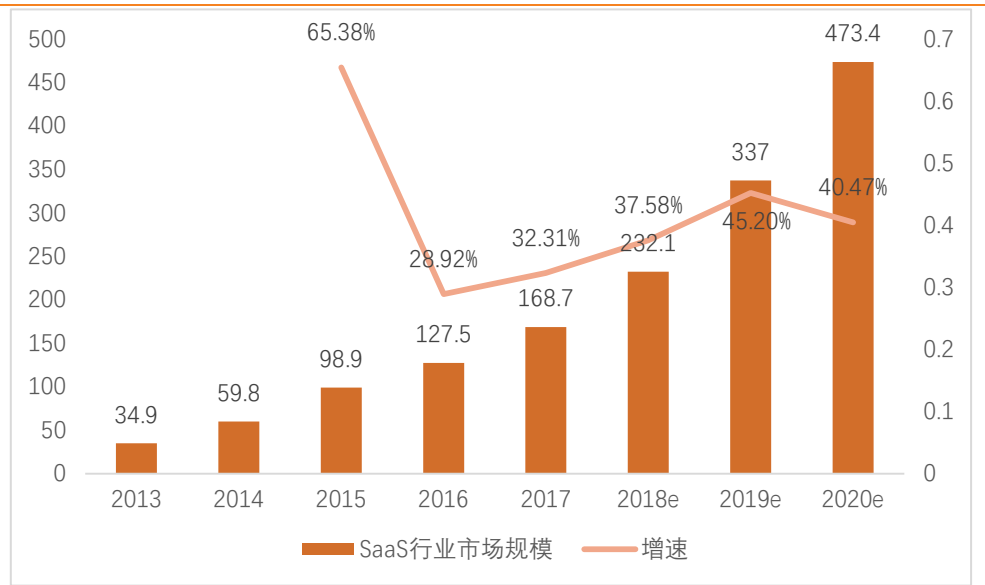
海外 TO B 成熟市场外，受益于知识产权保护，国内增量市场有望形成。我们认为，公司未来的市场机遇主要在于两块，第一是受益于知识产权进一步强化，国内正版软件市场打开。根据 BSA 的数据，中国软件盗版率 2017 年达到 66%。第二是受益 TO B 销售体系建立，公司 TO B 市场突破，尤其是在国内这一增量市场（全球市场也存在巨大机遇，但是相对成熟）。TO B 方面，我们认为公司 pdfelement 产品线最具竞争力。

图 6：中国软件盗版率居前，受益知识产权保护带来新市场



资料来源：BSA、天风证券研究所，2017

图 7：中国 SaaS 行业市场规模及增速预测（左轴：saas 行业市场规模，亿元；右轴：增速，%）



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

保守测算，增量的国内 pdf SaaS 稳态市场规模超过 50 亿元。若中国知识产权保护完全实现和公司销售团队建立，TO B 国内市场空间有望打开。仅以企业采购三台标准版测算，年付费 187 元（假设云化后定价为 license 版本 561 元的三分之一），考虑全国实体企业数量 2900 万家（截至 2017 年 9 月，来源国家工商总局），保守考虑，仅考虑国内 pdf SaaS 稳态市场规模即超过 50 亿元。

图 8：公司 pdf 产品包括标准和专业版，3 台定价约为 561 元（license 版本）

资料来源：万兴科技网站、天风证券研究所

公司产品力和标杆客户具备说服力，看好后续落地推进。产品力方面，根据第三方机构（少数派，国内数字消费指南平台），评测者横向对比了 Adobe Acrobat、pdf Expert 和 pdfelement 三款产品，产品力角度略弱于 Adobe Acrobat 但不是数量级差异。而若考虑价格因素，选购 pdfelement 性价比凸显。标杆客户方面，根据官网，公司在海外客户质量高，包括东方汇理银行等。我们看好公司销售团队未来完善后，向 TO B 市场挺进。

图 9：产品力方面，公司产品基础功能和体验接近 Acrobat（https://sspai.com/post/40293）

应用打分

项目	阅读与批注	搜索	编辑	OCR	云服务
Acrobat	★★★★☆	★★★★★	★★★☆☆	★★★★★	★★★★☆
PDF Expert	★★★★★	★★★★☆	★★★☆☆	☆☆☆☆☆	★★★★★
PDFelement	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★★	★★★☆☆	★★★★☆

资料来源：少数派、天风证券研究所

图 10：可比产品中，选购 pdfelement 性价比凸显

软件名称	购买渠道	购买价格
pdfelement	Mac App Store	标准版 ¥198 & 专业版 ¥648
	中国官方网站	标准版 ¥199 & 专业版 ¥299
pdf Expert	Mac App Store	¥518
	中国官方网站	¥169
Adobe Acrobat	官方网站	标准版约 ¥2018 & 专业版约 ¥3030
	官方教育特惠	专业版约 ¥1077

资料来源：Mac App Store、万兴官方网站、adobe 官方网站、pdf Expert 官方网站、少数派、天风证券研究所

图 11：标杆客户方面，产品已在海外获得多家知名企业使用

行业案例

灵活的 PDFelement 授权模式大幅提升企业生产效率并减少 IT 负担；简单易用的功能操作让员工轻松从 Adobe® Acrobat® 过渡。以下行业案例帮助你更好的了解 PDFelement

Groupe Dallaire

建筑行业: PDF 注释功能使设计稿件细节更完善，这样的设计稿发给客户能增进相互理解，给对方留下好印象。

[查看案例 >](#)

法国东方汇理银行

金融、银行: 得益于流畅的 PDF 创建、PDF 转化、组织和管理 PDF，合并和加密等功能，工作效率显著提高

[查看案例 >](#)

Health Advocate

医疗保健: 医疗保健公司拥有数量庞大的会员，PDF 表单功能满足了与会员基础信息表单相关的所有功能需求

[查看案例 >](#)

Nation Builder

咨询公司: 节约三大运营成本：纸张费、邮寄费和延误带来的罚金

[查看案例 >](#)

Penny & Keenleyside

房地产公司: PDFelement 提供的解决方案最终为房地产公司的经纪人、支持团队和代理省下了很多时间和费用

[查看案例 >](#)

Tan Chan & Partners Pte Ltd

会计师事务所: 会计师用 PDFelement 的加密功能为每位客户设置专属的 PDF 文件密码

[查看案例 >](#)

资料来源：万兴科技网站、天风证券研究所

3. 首次覆盖给予增持评级，合理市值约 59 亿元

1、收入层面，预计 19~20 年增速在 20%左右，19 年收入约为 6.6 亿元。公司产品正向欧美外国家地区持续渗透，同时新产品方面 filmora 营销功能、pdfelemnt 持续发力。但是受云化转型挑战，不考虑国内和 TO B 市场打开，预计公司收入增速整体保持稳定，预计 2019~2020 年收入增速分别为 20%、22%。

2、利润层面，还原后软件主业利润 18 年约 1.03 亿元。根据公告，公司 2018 年净利润约为 0.83 亿元。根据智能家居业务子公司斑点猫亏损情况还原（2017 年亏损 3300 万，假设减亏预计 18 年亏损 2000 万），软件主业 18 年我们预计净利润 1.03 亿元。

预计 19~20 年利润增速在 25%左右，19 年软件主业净利润约 1.3 亿元。考虑云化后净利率提升，预计净利增速略快于收入增速，软件主业 2019~2020 年增速 25%，27%，其中 2018 年净利润 1.29 亿元（对应 25%增速）。考虑智能家居业务亏损（假设继续亏损 1500 万）和股权激励成本摊销（1800 万），预计报表净利润 0.96 亿元。

3、估值方面，我们采用分部式估值，给予合理市值 59 亿元。

1) 软件主业部分，两种方法进行估值，一种是 PS 法，一种是 PE 法。可比公司国际和国内的纯软件公司，包括 Adobe、微软、泛微网络、广联达、恒生电子（考虑 ERP 软件定制化高，我们暂未纳入用友网络和金蝶国际）。按照 PS 法，考虑公司短期成长性给予一定折价，给予 8.9 PS，对应 58.7 亿元市值。按照 PE 法，考虑公司短期成长性给予一定折价，给予 45 倍，对应 58.5 亿元。

2) 新业务部分，考虑智能家居仍处于投入期，保守考虑，我们暂时不给予估值。

公司具备市场稀缺性和优质的商业模式，从 TO C 到 TO B，潜在增量的市场为公司提供广阔成长天地。基于此，首次覆盖，给予增持评级，目标价 73 元。

图 12： Wind 盈利一致预期，

	2019E	
	PS	PE
ADOBE	11.53	40.10
泛微网络	6.17	55.10
广联达	9.25	50.09
恒生电子	10.34	54.99
平均值	9.32	50.07

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 风险提示

知识产权保护强化进度低于预期，造成 pdf SaaS 国内市场打开进程低于预期；公司新业务包括智能家居持续投入，带来持续亏损；持股 5%以上股东减持带来流动性压力；公司收入多来自于海外，同时依赖 Google 等网络推广渠道带来的风险；公司客户以 C 端为主，存在黏性不强的风险

5. 公司基本情况和财务信息补充

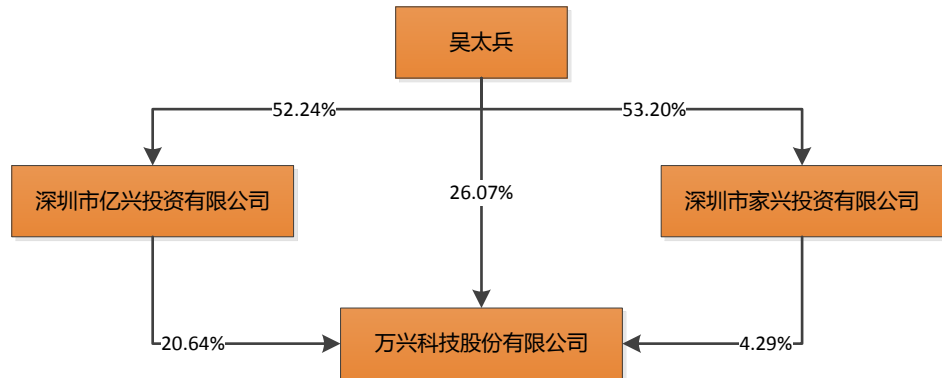
1、**公司资本结构。**从公司资本结构来看，2018 年来，随着公司 IPO 完成，资产负债率显著下降，截至 2018 年第三季度财务报表，资产负债率已从 2017 年末的 21.13% 下降至 7.95%。同时，随着公司的战略转型，流动资产占比不断上升，非流动资产占比不断下降。从股权占比来看，截至 2017 年年度报告，吴太兵先生作为公司的创始人，持有公司 51.00% 的股权。实际控制人对公司的强控制力，有利于公司战略转型的完成。

图 14：公司近 3 年资本结构分析

报告期	2016	2017	2018Q1	2018Q1-Q2	2018Q1-Q3
资产负债率	19.54%	21.13%	7.54%	7.06%	7.95%
权益乘数	1.24%	1.27%	1.08%	1.08%	1.09%
流动资产/总资产	34.78%	40.12%	69.92%	70.49%	72.06%
非流动资产/总资产	65.22%	59.88%	30.08%	29.51%	27.94%
有形资产/总资产	78.02%	79.96%	93.93%	94.74%	94.48%
归属母公司股东的权益/ 全部投入资本	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	99.23%
带息债务/全部投入资本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.77%
流动负债/负债合计	97.44%	98.84%	98.65%	98.91%	99.37%
非流动负债/负债合计	2.56%	1.16%	1.35%	1.09%	0.63%

资料来源：公司 2017 年财务报告、天风证券研究所

图 15：吴太兵先生是公司的实际控制人



资料来源：公司 2017 年财务报告、天风证券研究所

2、公司营业收入。2018 年财务预报显示, 报告期内, 公司 2018 年度实现营业总收入 5.46 亿元, 较上年同期增长 16.95%; 实现营业利 7,989.75 万元, 较上年同期增长 22.48%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.83 亿元, 较上年同期增长 20.78%。

图 16: 公司营业收入及利润

项目 (亿)	2016	2017	2018
营业总收入	3.68	4.67	5.46
营业利润	0.51	0.65	0.80
利润总额	0.57	0.61	0.79
归属于上市公司股东的净利润	0.63	0.69	0.83
基本每股收益	1.06	1.14	1.06
加权平均净资产收益率	29.87%	27.71%	14.52%

资料来源: Wind、天风证券研究所

3、公司营业收入结构。2017 年度财务报告显示, 分行业来看, 公司主要营业收入仍来源于消费类软件, 占比 96.83%, 同比增减 24.94%, 其他行业占比 3.14%, 但增速达到了 147.33%, 公司的其他业务增长更为显著。分产品来看, 多媒体软件和跨端数据管理类软件仍占据主要收入来源, 数字文档类软件及其他分别仅占比 11.38%和 3.14%。分地区来看, 营业收入 97.06%均来源于境外销售, 然而, 境内营业收入增速高达 79.66%, 远高于境外营收增长率 (25.79%)。

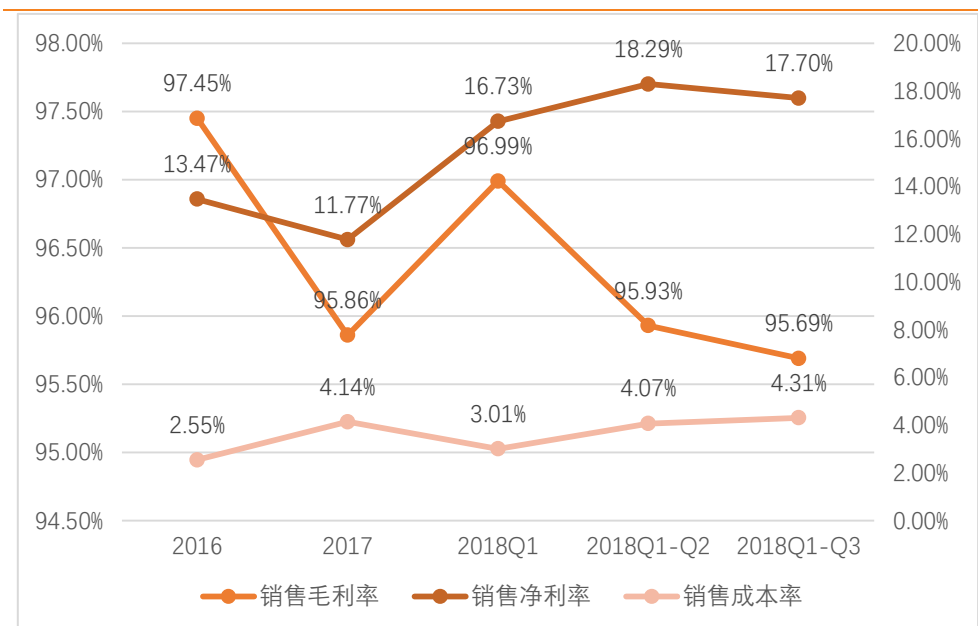
图 17: 公司营业收入来源

主营业务项目	2016		2017		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	3.68	100%	4.67	100%	26.91%
分行业					
消费类软件	3.62	98.39%	4.52	96.86%	24.94%
其他行业	0.59	1.61%	0.15	3.14%	147.33%
分产品					
多媒体软件	1.93	52.50%	2.62	56.03%	35.43%
跨端数据管理类软件	1.27	34.69%	1.38	29.46%	7.75%
数字文档类软件	0.41	11.20%	0.53	11.38%	28.95%
其他	0.06	1.61%	0.15	3.14%	147.33%
分地区					
境外	3.61	97.92%	4.54	97.06%	25.79%
境内	0.07	2.08%	0.14	2.94%	79.66%

资料来源: Wind、天风证券研究所

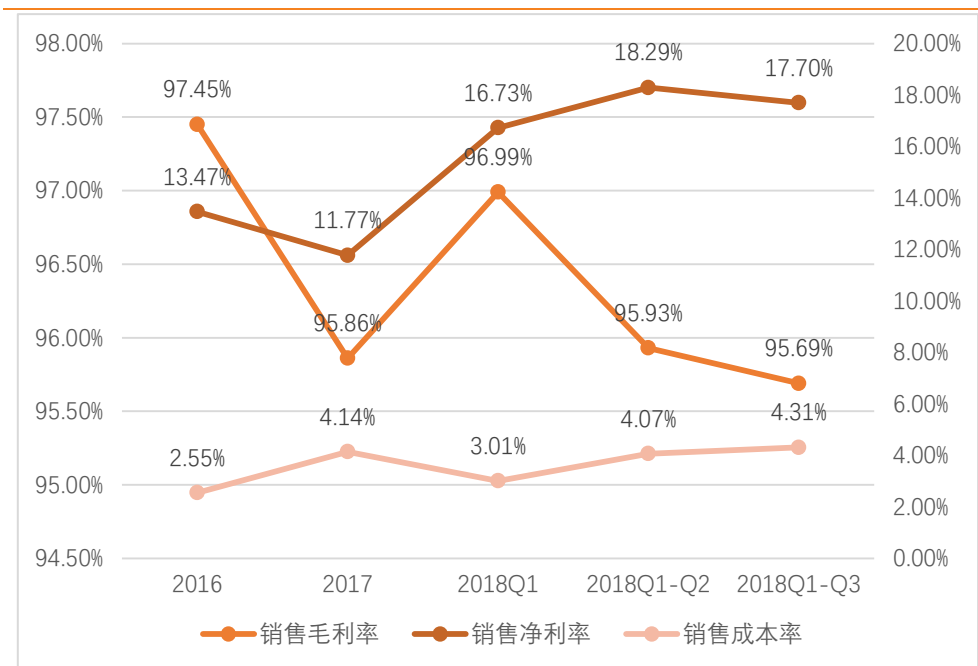
4、公司盈利能力分析。公司 2018 年销售净利率显著提升, 但销售毛利率和销售成本率显著提高, 这可能是源于新业务的开展促使成本上升, 2018 年 Q1-Q3 销售成本率为 4.31%, 较 2017 年末的 4.14%有显著上升。

图 18：销售毛利率、销售净利率、销售成本率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：销售费用率、管理费用率、财务费用率分析



资料来源：Wind、天风证券研究所

5、杜邦分析。公司 2018 年三季报显示，ROE 同比下降 42.83%。通过杜邦分析可以发现，其主要原因是 IPO 导致总资产增加。

图 20：杜邦分析表

报告期	2016	2017	2018Q1	2018Q1-Q2	2018Q1-Q3
ROE	28.79%	26.74%	5.47%	11.14%	16.24%
ROE 同比增减	6.30%	-4.84%	--	-44.02%	-42.83%
销售净利率	13.47%	11.77%	16.73%	18.29%	17.70%
-净利润/利润总额	86.34%	90.03%	90.89%	91.64%	93.45%
-利润总额/息税前利润	103.41%	96.27%	107.00%	102.34%	101.89%
-息税前利润/营业总收入	15.09%	13.58%	17.21%	19.50%	18.58%
-资产周转率 (%)	144.06	159.28	28.30	54.91	81.25
-权益乘数	1.16	1.14	1.06	1.05	1.06
归属母公司股东的 净利润占比	128.00%	124.70%	109.28%	105.35%	106.75%

资料来源：Wind、天风证券研究所

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	69.22	83.82	115.54	110.65	191.16
应收账款	18.24	23.66	27.58	11.17	16.09
预付账款	7.07	6.57	14.47	14.94	15.58
存货	1.40	5.80	0.20	9.04	0.04
其他	0.93	3.82	3.31	2.69	3.27
流动资产合计	96.86	123.67	161.09	148.49	226.15
长期股权投资	10.07	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	145.08	147.32	162.87	198.50	233.17
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	18.55	14.25	10.31	6.37	2.43
其他	7.94	22.97	20.39	18.19	15.11
非流动资产合计	181.63	184.55	229.57	292.66	322.47
资产总计	278.50	308.21	390.66	441.15	548.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	14.35	17.75	50.13	29.26	55.31
其他	38.68	46.63	36.21	40.61	41.12
流动负债合计	53.03	64.37	86.34	69.87	96.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.39	0.75	1.40	1.18	1.11
非流动负债合计	1.39	0.75	1.40	1.18	1.11
负债合计	54.42	65.13	87.74	71.05	97.55
少数股东权益	(16.20)	(29.75)	(46.32)	(65.61)	(90.08)
股本	60.00	60.00	81.14	81.14	81.14
资本公积	26.09	26.04	4.90	4.90	4.90
留存收益	180.28	212.83	268.10	354.57	460.01
其他	(26.09)	(26.04)	(4.90)	(4.90)	(4.90)
股东权益合计	224.07	243.09	302.93	370.10	451.07
负债和股东权益总	278.50	308.21	390.66	441.15	548.62

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	49.60	55.01	82.85	96.47	122.34
折旧摊销	10.14	15.48	12.40	14.72	17.11
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	(0.07)	(0.02)	(0.23)	(0.01)	(0.01)
营运资金变动	24.81	15.34	19.49	(6.78)	32.43
其它	(16.08)	(5.64)	(16.57)	(19.29)	(24.47)
经营活动现金流	68.40	80.16	97.94	85.10	147.41
资本支出	36.37	2.26	59.36	80.21	50.07
长期投资	10.07	(10.07)	0.00	0.00	0.00
其他	(85.64)	(11.21)	(119.13)	(160.20)	(100.06)
投资活动现金流	(39.21)	(19.01)	(59.78)	(79.99)	(49.99)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.90	(2.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(25.90)	(41.44)	(6.44)	(10.00)	(16.91)
筹资活动现金流	(24.00)	(43.85)	(6.44)	(10.00)	(16.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5.19	17.30	31.72	(4.89)	80.51

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	368.18	467.25	546.45	655.74	800.00
营业成本	9.37	19.37	27.32	36.07	40.00
营业税金及附加	1.17	3.27	4.75	5.70	6.96
营业费用	182.43	212.32	247.00	289.71	356.00
管理费用	126.05	164.87	191.69	236.72	286.40
财务费用	(1.90)	2.37	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.12	0.86	0.06	0.10	0.10
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.07	0.02	0.23	0.01	0.01
其他	(0.13)	(1.06)	(0.45)	(0.02)	(0.02)
营业利润	50.99	65.23	75.85	87.45	110.55
营业外收入	6.61	0.34	0.80	0.30	0.20
营业外支出	0.15	4.47	3.00	2.00	2.00
利润总额	57.44	61.11	73.65	85.75	108.75
所得税	7.85	6.09	7.36	8.58	10.88
净利润	49.60	55.01	66.28	77.18	97.88
少数股东损益	(13.89)	(13.59)	(16.57)	(19.29)	(24.47)
归属于母公司净利润	63.49	68.60	82.85	96.47	122.34
每股收益(元)	0.78	0.85	1.02	1.19	1.51

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	40.09%	26.91%	16.95%	20.00%	22.00%
营业利润	0.86%	27.94%	16.27%	15.30%	26.41%
归属于母公司净利润	27.21%	8.06%	20.78%	16.43%	26.82%
获利能力					
毛利率	97.45%	95.85%	95.00%	94.50%	95.00%
净利率	17.24%	14.68%	15.16%	14.71%	15.29%
ROE	26.42%	25.14%	23.72%	22.14%	22.61%
ROIC	31.54%	41.42%	50.08%	47.13%	41.24%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	19.54%	21.13%	22.46%	16.11%	17.78%
净负债率	-12.28%	-6.08%	-6.17%	-7.51%	-8.78%
流动比率	1.83	1.92	1.87	2.13	2.34
速动比率	1.80	1.83	1.86	2.00	2.34
营运能力					
应收账款周转率	23.40	22.30	21.33	33.85	58.70
存货周转率	445.03	129.75	182.13	142.04	176.29
总资产周转率	1.44	1.59	1.56	1.58	1.62
每股指标(元)					
每股收益	0.78	0.85	1.02	1.19	1.51
每股经营现金流	0.84	0.99	1.21	1.05	1.82
每股净资产	2.96	3.36	4.30	5.37	6.67
估值比率					
市盈率	63.41	58.68	48.58	41.73	32.90
市净率	16.75	14.75	11.53	9.24	7.44
EV/EBITDA	0.00	0.00	43.55	37.50	29.21
EV/EBIT	0.00	0.00	50.67	43.81	33.73

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com