

东富龙 (300171.SZ)
国内制药设备行业龙头，有望迎来业绩释放期

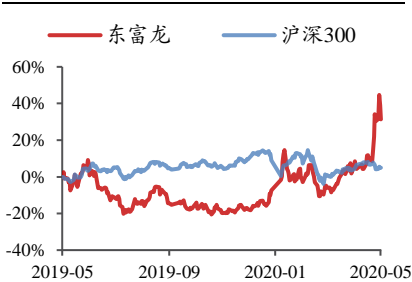
2020年05月29日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
杜佐远（分析师）

duzuoyuan@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

日期	2020/5/29
当前股价(元)	11.55
一年最高最低(元)	12.77/6.68
总市值(亿元)	72.57
流通市值(亿元)	48.43
总股本(亿股)	6.28
流通股本(亿股)	4.19
近3个月换手率(%)	177.05

股价走势图


数据来源：贝格数据

● 国内制药设备行业龙头，首次覆盖给予“买入”评级

东富龙是国内制药设备行业龙头。受益于行业拐点的来临，我们认为未来公司收入有望保持稳健增长，盈利能力逐步提升。公司无菌注射剂设备及整体解决方案受益于注射剂一致性评价持续推进，近年来新推出的生物类、原料药类和消毒类产品前景广阔，放量在即，看好公司长期发展潜力。我们预计公司 2020/2021/2022 年实现归母净利润 2.51/3.23/4.05 亿元，同比增长 72.5%/28.4%/25.3%，EPS 分别为 0.40/0.51/0.64 元，当前股价对应 PE 分别为 28.9/22.5/17.9，首次覆盖给予“买入”评级。

● 制药设备行业竞争格局优化，迎来盈利拐点

由于新版 GMP 认证结束和医药制造业增速放缓，2015 年至 2018 年制药设备行业收入增速和利润率明显下降。在行业调整期中以东富龙为代表的行业龙头市占率得到提升。随着竞争格局的优化和市场集中度提升，我们预计未来制药设备行业龙头企业盈利能力将逐步增强。长期来看，由于我国医药行业需求潜力大，新版《药品注册管理办法》取消了 GMP 认证，改为强化对药品生产全过程和药品全生命周期的动态监管，预计未来制药设备需求将平稳释放，行业有望从短期爆发式增长转化为长期稳健增长。2019 年东富龙占中国整个制药设备行业份额约 13%，未来提升空间大，加上出口，东富龙成长空间大。

● 预收款项大幅增加，迎来新一轮业绩释放周期

公司执行订单采用预收款制度，平均比例约为 30% 左右。根据项目不同的工艺与技术，收到预收款后平均验收周期为半年至一年半不等；从历史上看预收款项是公司业绩的先行指标，公司预收款项在 2017 年 Q1 见底后持续上升，2020 年 Q1 达到上市以来新高，表明公司在手订单充足，参考历史经验，我们认为公司即将迎来新一轮业绩释放期。

风险提示：医药制造业增速不及预期导致企业新增生产线/设备需求下降；主要原材料价格波动；行业竞争加剧导致毛利率下滑；新产品销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,917	2,264	2,702	3,199	3,755
YOY(%)	11.1	18.1	19.4	18.4	17.4
归母净利润(百万元)	70	146	251	323	405
YOY(%)	-42.8	107.0	72.5	28.4	25.3
毛利率(%)	30.7	33.1	34.9	36.7	38.5
净利率(%)	0.0	6.4	9.3	10.1	10.8
ROE(%)	2.8	4.6	7.5	9.0	10.5
EPS(摊薄/元)	0.11	0.23	0.40	0.51	0.64
P/E(倍)	103.0	49.8	28.9	22.5	17.9
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、东富龙：民营制药设备行业龙头企业	3
2、制药设备行业竞争格局优化，迎来盈利拐点	4
3、公司业绩触底回升，多个新产品放量在即，迎来新一轮业绩增长期	6
3.1、2019 年业绩反转，预收款项为业绩增长先行指标	6
3.2、公司有望持续受益于一致性评价	8
3.3、生物类、原料药类和消毒类产品前期广阔	8
4、盈利预测与投资建议	10
4.1、关键假设	10
4.2、盈利预测与估值	11
5、风险提示	11
附：财务预测摘要	12

图表目录

图 1：东富龙产品线逐步升级	3
图 2：东富龙实际控制人为董事长、总经理郑效东先生	4
图 3：制药设备行业收入增速放缓	4
图 4：制药设备行业利润率下降	4
图 5：医药制造业营业收入增速放缓	5
图 6：医药制造业固定资产投资完成额增速放缓	5
图 7：东富龙和楚天科技国内业务收入稳健增长	5
图 8：东富龙国内业务毛利率触底回升	5
图 9：东富龙营业收入持续增长	6
图 10：2019 年东富龙归母净利润触底回升	6
图 11：2019 年东富龙毛利率和净利率触底回升	6
图 12：东富龙管理费用率有所下降，其他基本稳定	6
图 13：冻干系统设备为营收主要来源	7
图 14：冻干系统设备为毛利主要来源	7
图 15：东富龙经营策略稳健	7
图 16：东富龙预收款项达到上市以来新高	7
图 17：国内化药注射剂市场规模超 6000 亿元	8
图 18：部分头部企业已经启动一致性评价工作	8
图 19：我国生物类似药市场进入快速增长期	9
图 20：我国 PD-1/L1 单抗市场空间巨大	9
图 21：我国生物类似药研发管线数量位列世界第一	9
图 22：我国疫苗行业市场空间巨大	9
图 23：我国原料药出口金额稳健增长	10
图 24：我国原料药出口量稳健增长	10
图 25：公司拥有多种消毒系列产品	10
图 26：东富龙 PB 处于历史低位	11
表 1：东富龙产品线不断丰富	3

1、东富龙：民营制药设备行业龙头企业

上海东富龙科技股份有限公司（以下简称：东富龙）成立于1993年，2011年在深交所创业板挂牌上市。自成立以来已有近10000台套制药设备、药品制造系统服务于全球40多个国家和地区的超千家全球知名制药企业，广泛应用于注射剂、固体制剂、化学原料药、生物工程、中药、医疗和食品等领域。

图1：东富龙产品线逐步升级



资料来源：公司网站

近年来公司产品线不断丰富。在制药设备领域，从以单一冻干机为主逐步升级为提供从单机到冻干系统等制药系统设备，近年来新增生物发酵罐及反应器、口服固体制剂生产设备等多个新产品，同时也提供注射剂、固体制剂、生物工程等整体解决方案，公司产品的应用领域和场景持续拓展。除了传统制药装备以外，公司通过投资设立东富龙医疗科技、收购上海承欢等方式相继新增医疗技术与科技和食品装备工程两项新业务板块，未来有望成为公司新的业绩增长点。

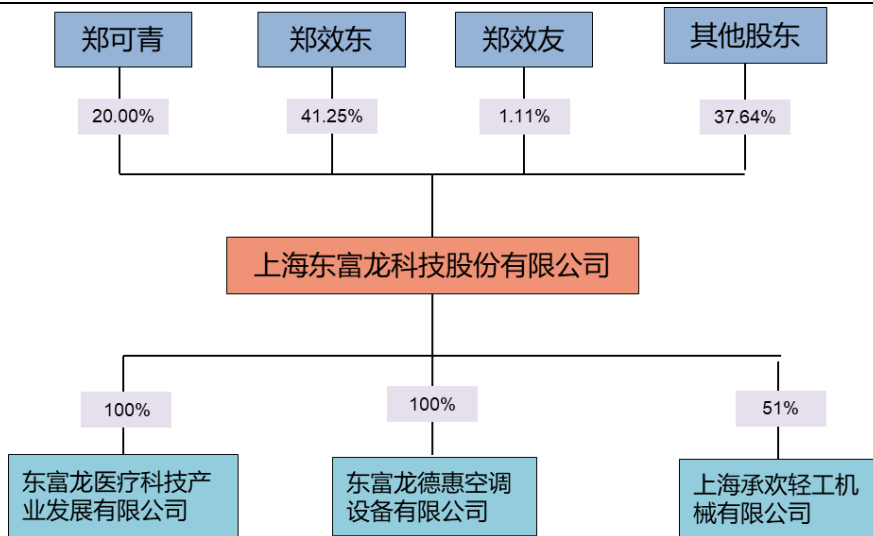
表1：东富龙产品线不断丰富

业务板块	产品	应用领域和场景
制药装备	冻干机、无菌隔离装置、自动进出料装置、灌装联动线、全自动配液系统、智能灯检机、生物制品、疫苗、血制品、抗生素、化学药品、诊断制剂、保健食品、兽药等	
医疗技术与科技板块	细胞药物生产管理系统、细胞药物制备全站、蜂巢培育系统、自动化液氮存储管理系统、空气消毒机、过氧化氢消毒机/消毒机器人等	医院、疾控中心、院校等
食品装备工程板块	清洗机、去核机、打浆机、培养发酵罐、全自动装卸机/包装机等	果蔬加工、农牧产品、饮料、啤酒、乳制品、保健品等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司实际控制人为董事长兼总经理郑效东先生，持有公司41.25%股权；郑效东先生女儿郑可青女士持有公司20%股权，为郑效东先生的一致行动人。副总经理郑效友持有公司1.11%股权。公司旗下拥有多个子公司，其中主要子公司包括：1) 东富龙医疗科技产业发展有限公司，主要从事医疗科技领域内的技术开发，医疗器械的研发销售等，提供细胞治疗整体解决方案，在消毒领域为医院等提供整体解决方案；2) 上海承欢，主要从事食品机械设备的研发和销售；3) 德惠设备，主要从事洁净工厂技术研究、工程配套安装施工。

图2: 东富龙实际控制人为董事长、总经理郑效东先生



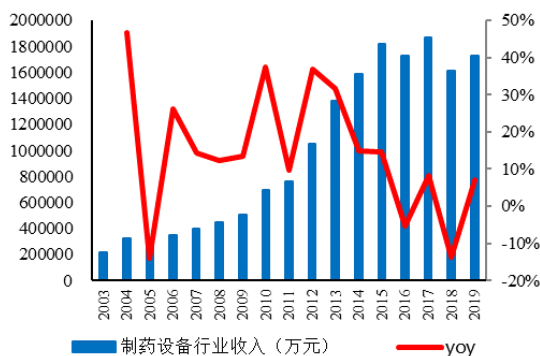
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、制药设备行业竞争格局优化，迎来盈利拐点

按照下游应用场景划分，制药设备包括原料药机械设备、制剂机械、药品包装机械、制药用水设备、药用粉碎机械、饮片机械、药物检测设备和其他制药装备等。

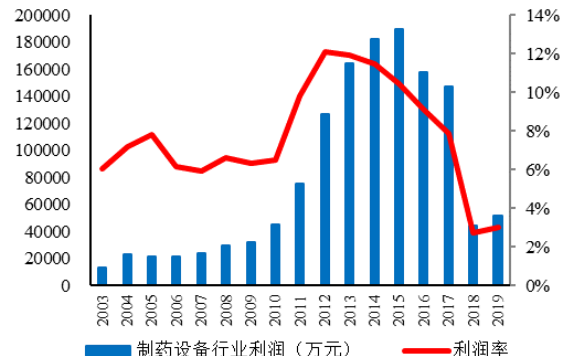
制药设备行业在 2015 年以前保持快速增长态势，主要是由于：1）医药制造业处于高速成长期，行业投资旺盛，2015 年以前全行业固定资产投资完成额同比增速基本保持在 10% 以上，有大量新增生产线和设备需求；2）国家食品药品监督管理局于 2011 年 3 月起开始实施新版 GMP 认证标准，并要求药品生产企业中血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产，应在 2013 年 12 月 31 日前达到新版 GMP 的要求，其他类别药品的生产均应在 2015 年 12 月 31 日前达到新版 GMP 的要求。与 1998 年版旧标准相比，新版 GMP 认证标准对药品企业无菌生产要求更加严格，制药设备需求在短期内出现爆发式的增长。2015 年后由于医药制造业增速下滑，行业固定资产投资增速放缓，同时由于行业新版 GMP 认证高峰结束，制药设备需求持续回落，2015 年至 2018 年我国制药设备行业增速明显放缓，利润率也由 2015 年的 10% 以上下滑至 2018 年 2.74% 的历史最低值。

图3: 制药设备行业收入增速放缓



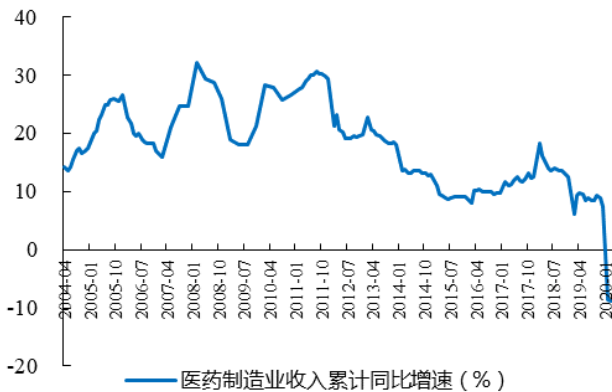
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 制药设备行业利润率下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 医药制造业营业收入增速放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

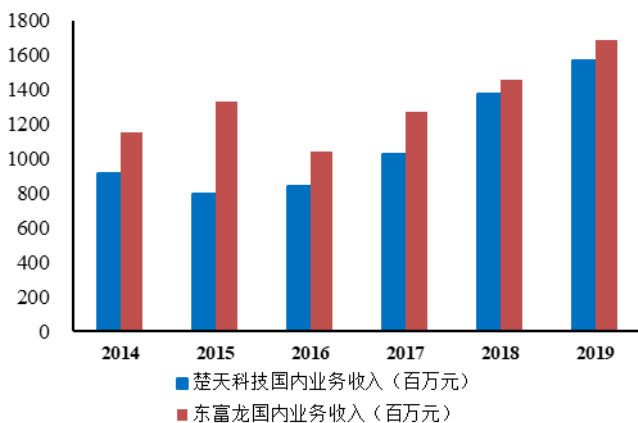
图6: 医药制造业固定资产投资完成额增速放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

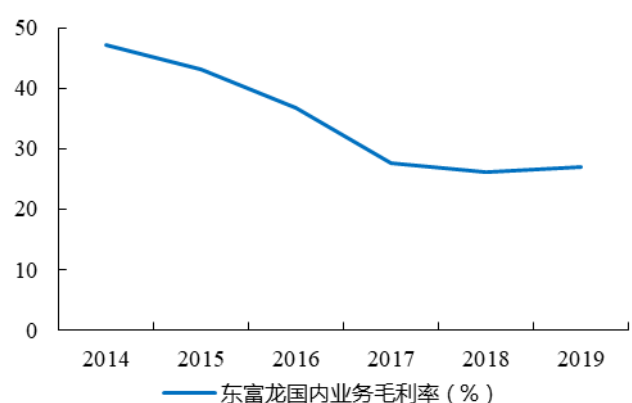
2019年我国制药设备行业实现收入172.7亿元(+7.07%),利润5.19亿元,利润率为3.01%,与2018年相比略有提升,行业拐点初现。2015年至2019年制药设备行业龙头公司东富龙和楚天科技国内业务收入仍处于增长态势,其中东富龙复合增速为6%,楚天科技复合增速为18%(有并购并表因素),而同期行业收入下滑约5%,表明在行业调整期中龙头市占率出现了提升,2019年东富龙的市占率已达到13%。随着竞争格局的优化和市场集中度提升,我们预计未来龙头制药设备行业企业的盈利能力将逐步增强,2019年东富龙国内业务已经毛利率已经出现小幅提升。长期来看,由于我国医药行业需求潜力大,新版《药品注册管理办法》取消了GMP认证,改为强化对药品生产全过程和药品全生命周期的动态监管,预计未来制药设备需求将平稳释放,行业有望从短期爆发式增长转化为长期稳健增长。

图7: 东富龙和楚天科技国内业务收入稳健增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 东富龙国内业务毛利率触底回升



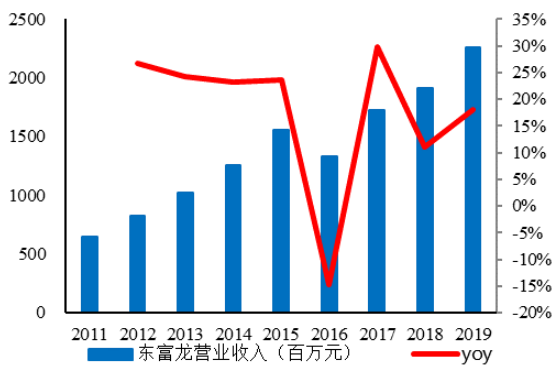
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、公司业绩触底回升，多个新产品放量在即，迎来新一轮业绩增长期

3.1、2019 年业绩反转，预收款项为业绩增长先行指标

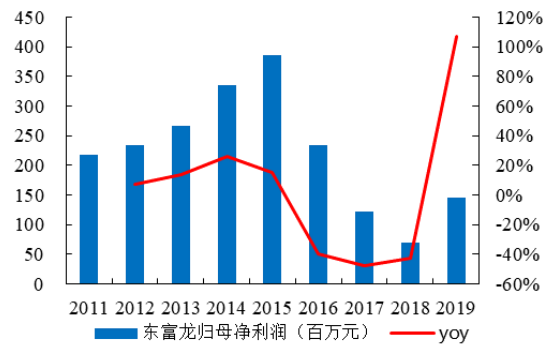
受益于制药设备行业的高景气度，2011 年至 2015 年公司营业收入和归母净利润均保持稳健增长态势；2016 年新版 GMP 认证结束后影响制药设备需求下降，公司收入首次出现负增长；2017 年起公司收入重回增长轨道。由于制药设备行业竞争加剧，行业出现激烈价格竞争，公司毛利率在 2014 年至 2018 年持续下降，同时公司加大新产品研发力度，研发费用有所提升，公司净利率降幅大于毛利率降幅。2019 年公司内部大力推行精准管理，通过提升信息化管理能力，进行全盘业务的整合梳理分析，毛利率有所提升，同时管理费用率有所下降，当年公司实现营业收入 22.64 亿元 (+18.11%)，归母净利润 1.46 亿元 (+106.94%)。2020 年 1 季度公司继续推行精准管理，提升信息化管理能力，加强费用管控；医疗技术与科技板块效益提升，特别是新冠肺炎疫情发生后消毒类产品需求增长明显，实现营业收入 5.03 亿元 (+14.72%)，归母净利润 4715 万元 (+195.5%)，扣非后归母净利润 2816 万元 (+235.81%)，非经常性损益主要是理财收益，同时公司预计 2020 年 1-6 月份累计净利润将比上年同期增长 50%以上。

图9：东富龙营业收入持续增长



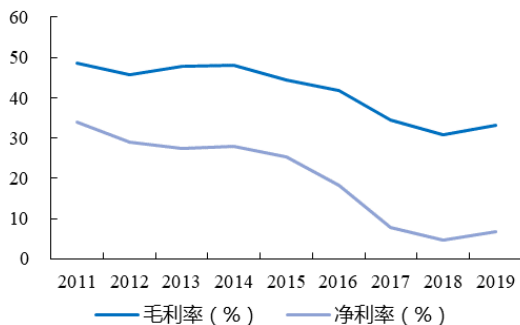
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2019 年东富龙归母净利润触底回升



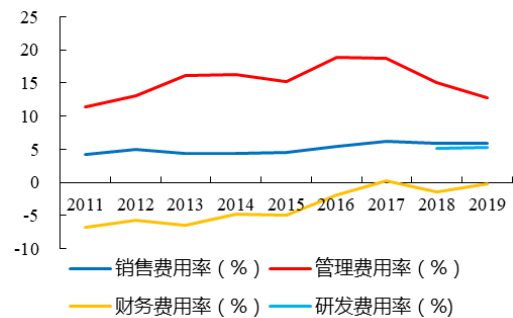
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2019 年东富龙毛利率和净利率触底回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

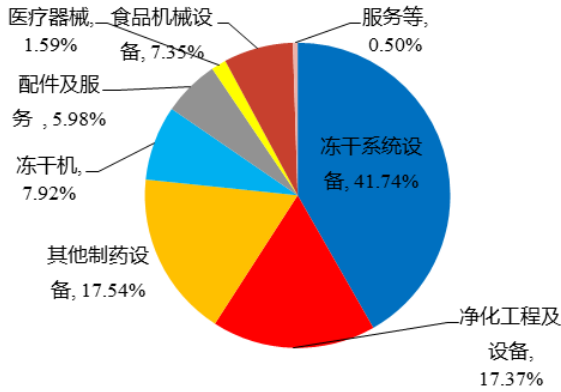
图12：东富龙管理费用率有所下降，其他基本稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

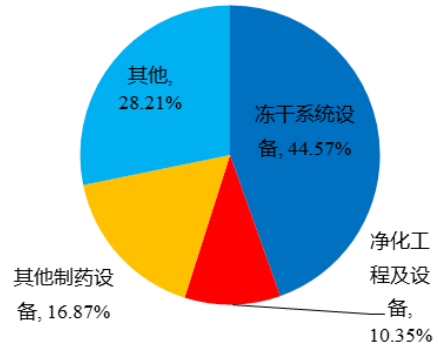
公司是国内冻干系统设备龙头企业, 2019 年冻干系统设备收入和毛利占公司整体收入和毛利的比例分别为 41.74% 和 44.57%, 是公司业绩的主要来源。此外近年来净化工程及设备、食品机械设备等也保持较快增长态势, 成为公司业绩新的增长点。

图13: 冻干系统设备为营收主要来源



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

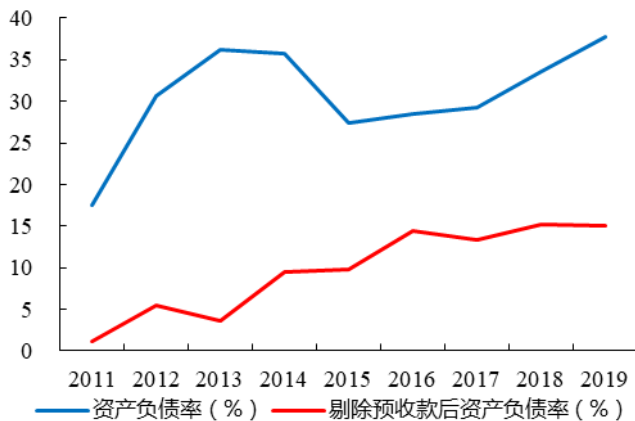
图14: 冻干系统设备为毛利主要来源



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

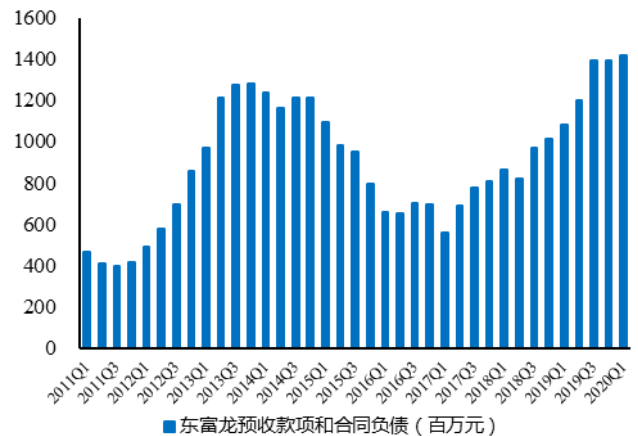
公司财务健康, 20Q1 货币资金+交易性金融资产(理财产品)合计 21.7 亿元。资产负债率在 35% 左右, 处于中等水平, 但剔除掉预收款项后公司资产负债率仅为 15% 左右, 且无有息负债, 表明公司经营策略稳健。公司执行订单采用预收款制度, 平均比例约为 30% 左右。公司项目分为单机、系统工程等, 根据项目不同的工艺与技术, 收到预收款后平均验收周期为半年至一年半不等。从历史上看公司预收款项是业绩的先行指标, 如 2011 年 Q3 起公司预收款项开始快速增长直至 2013 年 Q4 见顶, 驱动公司 2012 年后数年业绩快速增长。公司预收款项在 2017 年 Q1 见底后持续上升, 2020 年 Q1 达到上市以来新高, 表明公司在手订单充足, 参考历史经验, 我们认为公司即将迎来新一轮业绩释放期。

图15: 东富龙经营策略稳健



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图16: 东富龙预收款项达到上市以来新高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

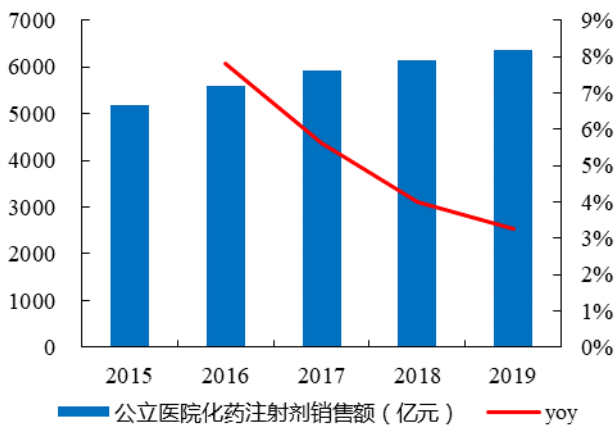
3.2、公司有望持续受益于一致性评价

国家药监局于 2020 年 5 月 14 日发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》，要求已上市的化学药品注射剂仿制药，未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价。同日 CDE 发布了《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等 3 个正式技术指导文件。《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》中对注射剂成分处方比例、灭菌/无菌工艺、原辅包质量控制技术、稳定性等做出了明确要求。

注射剂可分为注射液、冻干粉针等多种剂型，2019 年我国化药注射剂市场规模超 6000 亿元，总批文数接近 33000 件，其中国产批件占比超 95%，未来一致性工作量巨大。此前 CDE 已经发布相关技术指导文件的征求意见稿，多个业内头部企业如恒瑞医药、扬子江药业、科伦药业等已经提前启动一致性评价工作，正式文件的发布标志着我国注射剂一致性评价进入全面实施阶段。

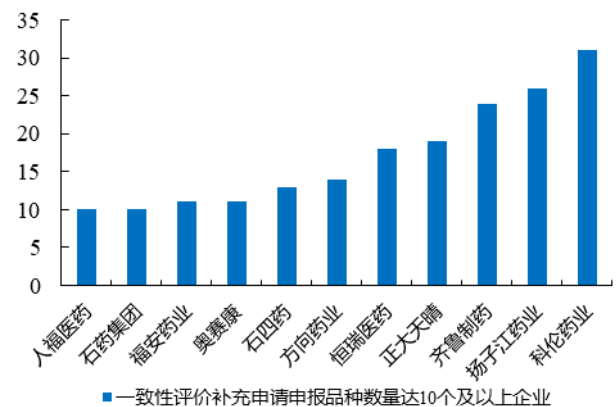
公司可以提供从无菌注射剂设备到整体解决方案的全套服务，满足工艺研究、药品研发、注册报批、临床阶段用药等多种小规模药品需求的生产以及中试和商业化等大规模药品生产；除了普通剂型外，公司也可以提供面向微球、脂质体、脂肪乳等复杂注射剂的多种独特工艺及配套设备。我们认为医药企业为确保产品顺利通过一致性评价，生产线升级改造需求将有所增加；公司作为制药设备行业龙头企业，技术实力强，拥有配液系统、无菌灌装联动线、冻干机等多种核心工艺装备以及冻干系统、西林瓶/水针系统、BFS 无菌灌装系统等多个系统解决方案，有望持续受益于注射剂一致性评价。

图17：国内化药注射剂市场规模超 6000 亿元



数据来源：米内网、开源证券研究所

图18：部分头部企业已经启动一致性评价工作



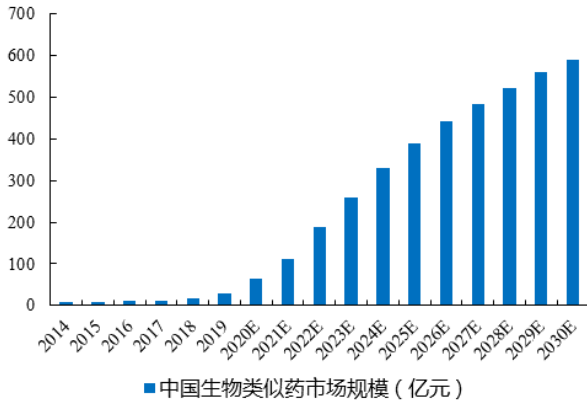
数据来源：米内网、开源证券研究所

3.3、生物类、原料药类和消毒类产品前期广阔

近年来我国已有复宏汉霖的利妥昔单抗、百奥泰和海正博锐的阿达木单抗等生物类似药陆续上市，众多生物类似药处于不同临床阶段，随着在研生物类似药陆续上市，我国生物类似药市场将进入快速成长期。在生物创新药方面，以 PD-1/L1 单抗为例，目前已有恒瑞医药的卡瑞利珠单抗、信达生物的信迪利单抗、君实生物的特瑞普利单抗和百济神州的替雷利珠单抗 4 个国产 PD-1/L1 单抗上市，多个品种处于不同临床阶段，未来市场空间巨大。单抗等生物药的生产需要生物发酵罐及反应器等，公司此前已经为国内外多个生物药企业的 PD-1 单抗、ADC 药物、疫苗等的

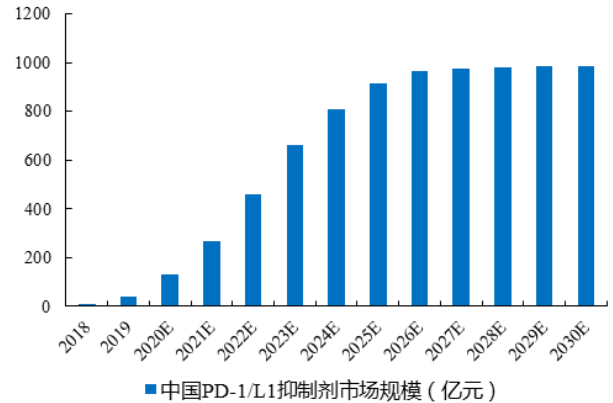
生产提供从核心工艺系统/设备到系统工程整体解决方案等一系列服务，随着生物药市场扩容，公司相关产品如生物发酵罐和反应器、生物分离纯化及超滤系统等有望快速增长。

图19: 我国生物类似药市场进入快速增长期



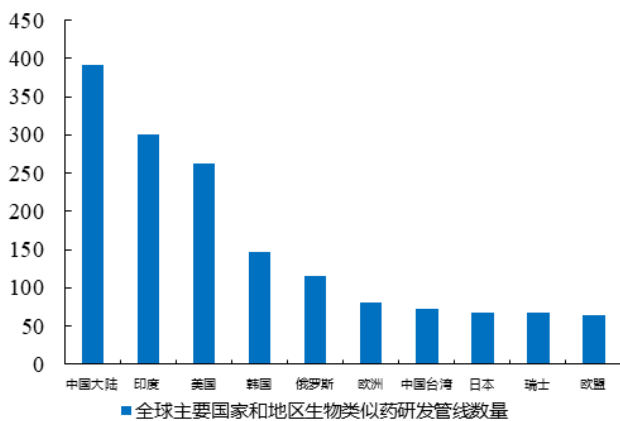
数据来源: 复宏汉霖招股书、开源证券研究所

图20: 我国 PD-1/L1 单抗市场空间巨大



数据来源: 复宏汉霖招股书、开源证券研究所

图21: 我国生物类似药研发管线数量位列世界第一



数据来源: 药渡、开源证券研究所

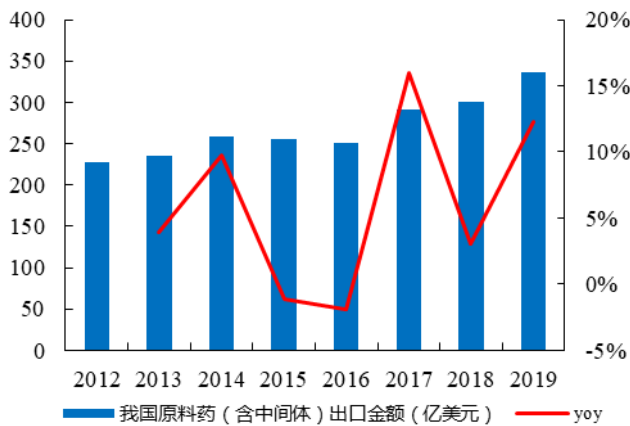
图22: 我国疫苗行业市场空间巨大



数据来源: 康希诺招股书、开源证券研究所

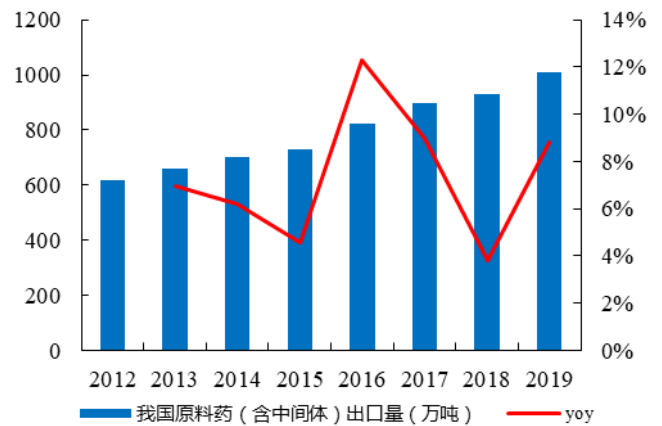
凭借着充足的产能，完善的“基础化工—中间体—原料药”产业链优势以及土地、物力、人力和能源等成本优势，全球原料药产能正逐步从欧美地区国家向以中国为代表的发展中国家转移。我国是全球原料药生产大国，2019年原料药（含中间体）出口额达738亿美元，出口量达1012万吨，均呈现稳健增长态势。公司设有原料药事业部，可以为化学合成原料药药、中药提取物、生物原液的生产提供从生产车间工艺设备和整体工程解决方案。受益于我国原料药行业的持续增长，预计公司原料药相关设备将成为新的业绩增长点。

图23: 我国原料药出口金额稳健增长



数据来源: 中国医药保健品进出口商会、开源证券研究所

图24: 我国原料药出口量稳健增长



数据来源: 中国医药保健品进出口商会、开源证券研究所

子公司东富龙医疗拥有多种消毒系列产品, 可满足病房、门诊大厅、救护车、实验室(包括P3实验室)等医疗机构和科研机构消毒需求, 同时也可满足企业、商场、学校等民用场所消毒需求。新冠肺炎疫情发生后, 消毒消杀需求大幅增加, 我们认为2020年公司消毒消杀系列产品有望迎来高速增长。

图25: 公司拥有多种消毒系列产品



资料来源: 公司网站

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

1) 制药设备行业竞争格局优化, 迎来盈利拐点, 同时受益于产品高端化和高毛利产品占比增加, 公司核心品种毛利率逐步小幅回升。

2) 2020年至2022年冻干系统设备收入增速分别为23%/22%/21%; 受益于新产品逐步放量, 其他制药设备收入增速分别为15%/15%/15%; 净化工程及设备收入增速分别为20%/17%/15%。

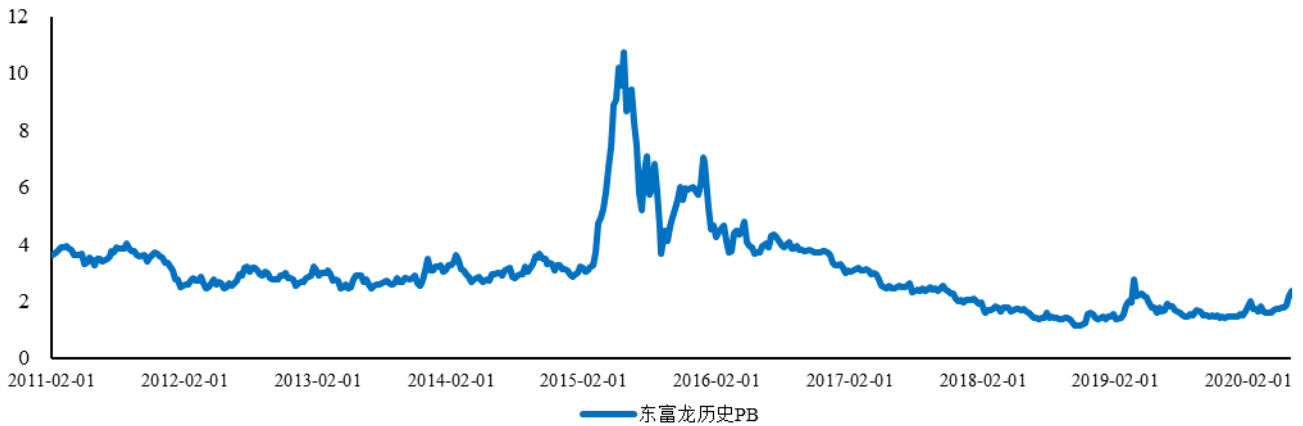
3) 随着公司内部业务流程和管理优化以及规模化效应体现, 2020年至2022年

销售费用率和管理费用率略有下降。

4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2020/2021/2022 年分别实现营业收入 27.02/31.99/37.55 亿元，同比增长 19.4%/18.4%/17.4%，实现归母净利润 2.51/3.23/4.05 亿元，同比增长 72.5%/28.4%/25.3%，EPS 分别为 0.40/0.51/0.64 元，当前股价对应 PE 分别为 29.9/23.3/18.6。由于制药设备行业业绩具有一定波动性和周期性，我们同时参考 PB 对公司进行估值，截至 2020 年 5 月 29 日收盘，公司 PB 仅为 2.2 倍，低于 2015 年前行业景气度时期的估值，处于历史低位。公司作为国内制药设备行业龙头，传统产品稳健增长，多个新产品进入放量阶段，长期成长潜力巨大，随着行业拐点来临，公司将迎来业绩释放期。首次覆盖给予“买入”评级。

图26: 东富龙 PB 处于历史低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

5、风险提示

医药制造业增速不及预期导致企业新增生产线/设备需求下降；主要原材料价格波动；行业竞争加剧导致毛利率下滑；新产品销售不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3865	4455	4771	5447	5997
现金	566	734	929	1251	1665
应收票据及应收账款	669	543	1054	828	1314
其他应收款	7	3	17	4	19
预付账款	94	67	184	106	227
存货	1433	1536	1015	1685	1200
其他流动资产	1098	1573	1573	1573	1573
非流动资产	823	754	805	854	896
长期投资	122	94	89	82	72
固定资产	381	357	427	501	570
无形资产	98	90	74	56	39
其他非流动资产	222	213	214	215	215
资产总计	4688	5209	5576	6301	6893
流动负债	1514	1912	2065	2496	2687
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	404	408	535	551	687
其他流动负债	1110	1504	1529	1945	2000
非流动负债	57	54	54	54	54
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	57	54	54	54	54
负债合计	1571	1966	2118	2550	2741
少数股东权益	91	90	98	111	144
股本	628	628	628	628	628
资本公积	1128	1128	1128	1128	1128
留存收益	1231	1352	1531	1760	2057
归属母公司股东权益	3026	3152	3360	3640	4008
负债和股东权益	4688	5209	5576	6301	6893

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	222	446	313	449	535
净利润	87	150	259	336	437
折旧摊销	49	48	41	49	58
财务费用	-26	-3	-2	-6	-12
投资损失	-31	4	-10	-3	0
营运资金变动	18	217	31	76	56
其他经营现金流	124	30	-7	-5	-5
投资活动现金流	-278	-167	-76	-90	-95
资本支出	32	14	56	56	52
长期投资	-340	-247	5	0	10
其他投资现金流	-587	-400	-14	-35	-34
筹资活动现金流	-18	-25	-42	-37	-25
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-5	0	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-25	-42	-37	-25
现金净增加额	-59	255	195	321	414

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1917	2264	2702	3199	3755
营业成本	1327	1514	1760	2025	2308
营业税金及附加	10	10	12	13	17
营业费用	113	134	158	186	218
管理费用	288	290	332	387	451
研发费用	98	119	149	182	222
财务费用	-26	-3	-2	-6	-12
资产减值损失	52	-56	14	22	38
其他收益	27	25	14	17	20
公允价值变动收益	0	47	7	5	5
投资净收益	31	-4	10	3	0
资产处置收益	0	-1	-0	-0	-0
营业利润	113	187	311	413	539
营业外收入	0	1	6	2	2
营业外支出	5	2	2	2	2
利润总额	109	186	315	414	539
所得税	21	36	56	77	102
净利润	87	150	259	336	437
少数股东损益	17	4	8	13	33
归母净利润	70	146	251	323	405
EBITDA	141	212	332	430	554
EPS(元)	0.11	0.23	0.40	0.51	0.64

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.1	18.1	19.4	18.4	17.4
营业利润(%)	-32.2	66.1	66.3	32.9	30.4
归属于母公司净利润(%)	-42.8	107.0	72.5	28.4	25.3
获利能力					
毛利率(%)	30.7	33.1	34.9	36.7	38.5
净利率(%)	3.7	6.4	9.3	10.1	10.8
ROE(%)	2.8	4.6	7.5	9.0	10.5
ROIC(%)	2.4	4.1	7.0	8.4	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	37.7	38.0	40.5	39.8
净负债比率(%)	-16.9	-21.6	-25.9	-32.4	-39.3
流动比率	2.6	2.3	2.3	2.2	2.2
速动比率	0.8	1.4	1.6	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.1	3.7	3.4	3.4	3.5
应付账款周转率	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.23	0.40	0.51	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.71	0.50	0.71	0.85
每股净资产(最新摊薄)	4.82	5.02	5.35	5.79	6.38
估值比率					
P/E	103.0	49.8	28.9	22.5	17.9
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	48.5	24.8	15.3	11.1	7.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835