

疫情不改业绩恢复趋势，股权激励彰显信心

——恒瑞医药 20 年中报点评

买入|维持

事件：

2020年7月31日，公司公告2020年中报：报告期内实现营收113.09亿元，同比增长12.79%，归母净利润26.62亿元，同比增长10.34%，扣非后归母净利润25.62亿元，同比增长11.94%。

2020年7月31日，公司公告2020年度限制性激励计划（草案），拟向包括高管、关键岗位人员在内的1302人员授予限制性股票总量不超过2573.60万股。

国元观点：

● 疫情影响，Q2 业绩仍小幅提高

在新冠疫情影响下，Q1 全国各级医院的就诊率有一定幅度下滑，公司三大板块中的麻醉和造影受影响较为明显，Q1 增速有所放缓，经过短暂调整，Q2 业绩有小幅提高，公司研发收获不断，卡瑞利珠、瑞马唑仑等新适应症获批，目前全国范围内的医院的就诊率正在全面恢复正常，医疗刚需属性有望在下半年持续反弹，预计疫情的短期影响不改公司长期发展。Q1、Q2 单季度分别实现营收55.27亿元(+11.28%)、57.82亿元(+14.28%)，分别实现扣非归母净利润12.76亿元(+10.52%)、12.86亿元(+13.40%)。

● 研发创新和国际化是公司的业绩增长有力抓手，股权激励彰显信心

公司创新研发有序推进，取得创新药瑞马唑仑、卡瑞利珠肝癌、食管癌&肺癌共3个生产批件，仿制药制剂吉非替尼的生产批件，取得卡培他滨2个规格、非布司他共3个品种的一致性评价批件。盐酸右美托咪定氯化钠注射液在美国获批，将卡瑞利珠项目有偿许可给韩国 CrystalGenomics Inc. 公司。股权激励范围广，且解锁条件较高，2020-2022 年各年度的净利润较2019 年相比，增长率分别不低于20%、42%、67%，彰显公司信心。

● 投资建议与盈利预测

公司创新药逐渐进入收获期，卡瑞利珠、阿帕替尼、吡咯替尼等有望借助医保和适应症扩大增厚业绩，考虑疫情影响，我们调整盈利预测，预计公司20-22 年预计归母净利润为66.29 亿元、84.18 亿元和106.61 亿元，同比增长24.42%、26.98%和26.08%，EPS 分别至1.25(-0.31)/1.59(-0.40)/2.00(-0.49)元/股，对应PE 分别为76/60/47 倍。考虑到公司为行业龙头，创新药稀缺标的，管线实力逐步显现，维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品临床和审批不及预期；带量采购、医保谈判降幅超过预期；带量采购品种放量不及预期；医保控费超过预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17417.90	23288.58	28920.80	36255.50	44877.80
收入同比 (%)	25.89	33.70	24.18	25.36	23.78
归母净利润(百万元)	4065.61	5328.03	6629.18	8417.96	10613.56
归母净利润同比 (%)	26.39	31.05	24.42	26.98	26.08
ROE (%)	20.61	21.51	21.52	22.14	22.56
每股收益 (元)	0.77	1.00	1.25	1.59	2.00
市盈率(P/E)	123.21	94.01	75.56	59.50	47.20

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价： 94.38 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 102.99 / 64.1

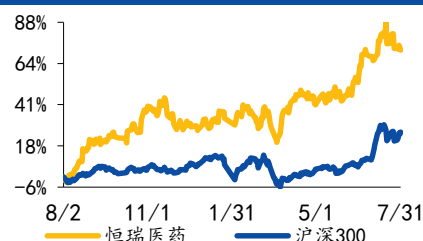
A 股流通股 (百万股): 5295.74

A 股总股本 (百万股): 5306.75

流通市值 (百万元): 499811.74

总市值 (百万元): 500851.10

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-恒瑞医药(600276) 2020Q1 点评：疫情之下，强者恒强》2020.04.28

《国元证券公司研究-恒瑞医药(600627)公司深度报告：历久弥新，王者风范》2020.03.24

报告作者

分析师 常启辉
执业证书编号 S0020517090001
电话 021-51097188-1936
邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏
电话 021-51097188
邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 汤芬芬
电话 021-51097188
邮箱 tangfenfen@gyzq.com.cn

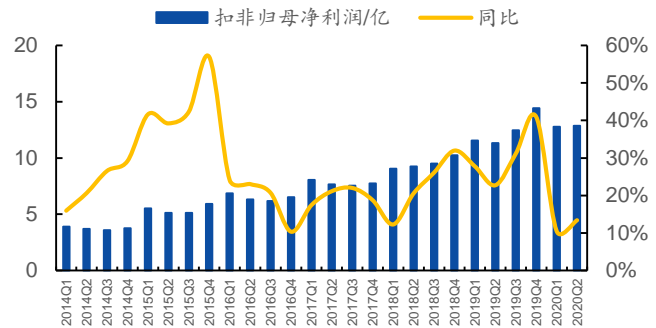
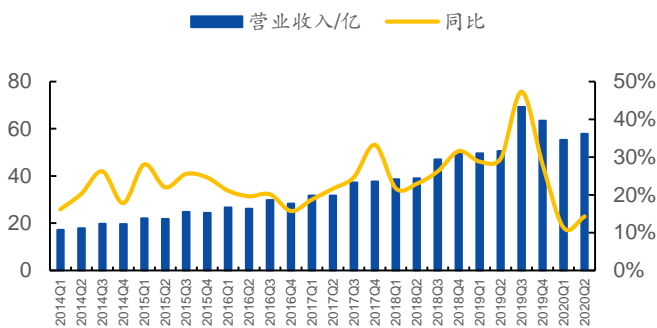
联系人 刘巧
电话 021-51097188
邮箱 liuqiao@gyzq.com.cn

➤ 疫情影响，Q2 业绩仍小幅提高

在新冠疫情影响下，Q1 全国各级医院的就诊率有一定幅度下滑，公司三大板块中的麻醉和造影受影响较为明显，Q1 增速有所放缓，经过短暂调整，Q2 业绩有小幅提高，公司研发收获不断，卡瑞利珠、瑞马唑仑等新适应症获批，目前全国范围内的医院的就诊率正在全面恢复正常，医疗刚需属性有望在下半年持续反弹，预计疫情的短期影响不改公司长期发展。Q1、Q2 单季度分别实现营收 55.27 亿元(+11.28%)、57.82 亿元(+14.28%)，分别实现扣非归母净利润 12.76 亿元(+10.52%)、12.86 亿元(+13.40%)。20H1 期间费用率维持稳定，销售费用率 35.62% (-0.80pct)，管理费用率 9.32% (+0.62pct)，公司持续加大研发投入，研发费用为 18.63 亿元(+25.56%)，研发费用率 16.48% (+1.68pct)，整体控制较好。

图 1：公司单季度营业收入情况

图 2：公司单季度扣非归母净利润情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

➤ 股权激励范围广，解锁条件较高，彰显公司信心

公司公告 2020 年度限制性激励计划（草案），拟向包括高管、关键岗位人员在内的 1302 人员授予限制性股票总量不超过 2573.60 万股，本次解锁条件为，以 2019 年净利润为基数，2020-2022 年各年度的净利润较 2019 年相比，增长率分别不低于 20%、42%、67%，即 2020-2022 年净利润增长率分别不低于 20%、18.3%、17.6%，20-22 年复合增速 18.64%，而公司 20H1 扣非归母净利润为 25.62 亿元(+11.94%)，若全年业绩达标，20H2 扣非归母净利润需达到 34.13 亿元，同比增速需达到 26.84%。

➤ 研发创新和国际化是公司的业绩增长有力抓手

研发创新：报告期内，公司创新研发有序推进，取得创新药瑞马唑仑、卡瑞利珠肝癌、食管癌&肺癌共 3 个生产批件，仿制药制剂吉非替尼的生产批件，取得创新药临床批件 37 个，取得卡培他滨 2 个规格、非布司他共 3 个品种的一致性评价批件，完成 2 种产品的一致性评价申报工作。

国际化：公司继续加大国际化战略的实施力度，积极拓展海外市场；仿制药国际化方面，盐酸右美托咪定氯化钠注射液在美国获批；此外，报告期内公司分别向美国 FDA 递交了 3 个原料药、1 个中间体、2 个制剂的注册申请；其他新兴市场也逐步加强注册力度。创新药国际化方面，公司将具有自主知识产权的用于肿瘤免疫治疗的注射用卡瑞利珠单抗项目有偿许可给韩国 CrystalGenomics Inc. 公司。公司现有

包括注射剂、口服制剂和吸入性麻醉剂在内的 20 个制剂产品获准在欧美日获批，1 个制剂产品在美国获得临时性批准。

表 1：恒瑞医药创新药研发进展

治疗领域	药品名称	联用情况	靶点	适应症	获批临床	I 期	II 期	III 期	其他	上市情况
肿瘤		/		复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤						已获批上市
		/		接受过索拉非尼治疗和/或含奥沙利铂系统化疗的晚期肝细胞癌						已获批上市
		培美曲塞+卡铂		晚期或转移性非鳞癌 NSCLC						已获批上市
		/		局部晚期或转移性食管鳞癌患者						已获批上市
		FOLF0X4		晚期肝癌						
		白紫+顺铂		不可切除的局部晚期/复发或远处转移的食管鳞癌						
		顺铂+吉西他滨		复发或转移性鼻咽癌						
		白紫、白紫+阿帕替尼		既往针对复发转移阶段未接受过系统性抗肿瘤治疗的无法手术切除的局部晚期或转移性三阴性乳腺癌						
		阿帕替尼 VS 索拉非尼		晚期肝细胞癌						
		FOLF0X4		晚期肝细胞癌						
		/		晚期肝细胞癌						
		碳离子放疗		晚期肝细胞癌						
		卡瑞利珠	联合卡培他滨和奥沙利铂	PD-1	胃癌或胃食管交界处癌					
		/			晚期食管癌					
		卡铂+紫杉醇			IV 期鳞状非小细胞肺癌					
		阿帕替尼			IV 期 KRAS 突变非鳞非小细胞肺癌					
		阿帕替尼			一线化疗失败的晚期胃或胃食管结合部腺癌					
		/			非小细胞肺癌					
		BP102			PD-L1 阳性转移性 EGFR/ALK 野生型非鳞非小细胞肺癌					
		阿帕替尼			晚期非小细胞肺癌					
	阿帕替尼			广泛期小细胞肺癌						
	/			经二线及以上化疗失败的复发或转移的鼻咽癌患者						
	贝伐珠&XELOX			转移性结直肠癌						
	阿帕替尼			软组织肉瘤						
	/			复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤 (鼻型)						
	法米替尼			晚期泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤						

表 1：恒瑞医药创新药研发进展

	/	黑色素瘤		
	放化疗	联合同步放化疗对比安慰剂联合同步放化疗用于不可手术切除的局部晚期食管鳞癌		
	单药或+阿帕替尼	PD-L1 表达阳性的复发性或晚期 NSCLC		
	美曲塞和卡铂	表皮生长因子受体 (EGFR) 基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶 (ALK) 阴性的、不可手术切除的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 的一线治疗；用于既往接受过一线化疗后疾病进展或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞癌		
	美曲塞和卡铂	早期或局部晚期三阴性乳腺癌		
SHR-1316	卡铂+依托泊苷	广泛期小细胞肺癌		
	伊立替康+5FU 氟唑帕利胶囊+ 替莫唑胺胶囊	晚期食管鳞癌	PD-L1	
	氟唑帕利	复发性小细胞肺癌 既往接受含铂化疗方案且疾病进展的小细胞肺癌		
	/	晚期胃癌		已获批上市
	/	晚期肝细胞癌		上市申请
	/	晚期 EGFR 野生型肺癌		
	依托泊苷	含铂方案治疗失败的复发性卵巢癌		
	卡瑞利珠	晚期肝癌		
	卡瑞利珠	晚期胃癌		
阿帕替尼	注射用卡瑞利珠单抗	一线治疗 PD-L1 表达阳性 (TPS ≥ 1%) 且不伴有 EGFR/ALK 基因突变异常的复发或晚期非小细胞肺癌	VEGFR, VEGFR-2	
	氟唑帕利	BRCA1/2 突变的 HER2 阴性转移性乳腺癌		
	吉非替尼	治疗 III B-IV 期 EGFR 基因突变型非鳞非小细胞肺癌		
	卡瑞利珠	PD-L1 表达阳性 (TPS ≥ 1%) 且不伴有 EGFR/ALK 基因突变异常的复发或晚期 NSCLC		
吡咯替尼	卡培他滨	HER2 阳性晚期乳腺癌		已获批上市
	/	HER2 突变的晚期非小细胞肺癌	EGFR、HER2 等	
	曲妥珠单抗+多西他赛	HER2 阳性复发性/转移性乳腺癌		

表 1：恒瑞医药创新药研发进展

	SHR2554	HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌患者的新辅助治疗	
	/	吡咯替尼对比多西他赛用于含铂化疗失败的 HER2 基因外显子 20 突变的晚期非鳞状非小细胞肺癌	
	/	治疗曲妥珠单抗辅助治疗后的早期或局部晚期乳腺癌	
	/	晚期结直肠癌	
	多西他赛	非鳞非小细胞肺癌	
	/	胃肠道间质瘤	
	/	晚期或转移性胃胰腺腺神经内分泌瘤	
法米替尼	卡瑞利珠+SHR2554	晚期恶性肿瘤	
	卡瑞利珠	晚期泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤	
	/	晚期实体瘤	
	/	特发性肺纤维化	
	SHR6390	晚期实体瘤	
	HS-10296	EGFR 突变的晚期非小细胞肺癌	
贝伐珠单抗	紫杉醇+卡铂	非鳞非小细胞肺癌	
	阿帕替尼	乳腺癌	
	单药或+阿帕替尼	晚期卵巢癌一线含铂化疗后维持治疗	
	醋酸阿比特龙	转移性去势抵抗性前列腺癌	
	Mfolfirinox	晚期胰腺癌	
	SHR-3680	前列腺癌	
	SHR-1316	小细胞肺癌	
氟唑帕利	PARP	治疗既往经过二线及以上化疗的伴有 BRCA1/2 致病性或疑似致病性突变的复发性卵巢癌	
	/	复发性卵巢癌	
	mFOLFIRINOX 化疗	HER-2 表达阴性转移性乳腺癌	
	替莫唑胺+抗 PD-L1 抗体		
	SHR-1316	晚期胰腺癌	
		复发性小细胞肺癌	
阿比特龙		转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC)；新诊断的高危转移性内分泌治疗敏感性前列腺癌 (mHSPC)，包括未接受过内分泌治疗或接受内分泌治疗最长不超过 3 个月	
	泼尼松或泼尼松龙		

表 1：恒瑞医药创新药研发进展

SHR-3680	/		激素敏感性前列腺癌 晚期前列腺癌	
SHR-6390	芳香化酶抑制剂 氟维司群 联合来曲唑或阿那曲唑或氟维司群	CDK4/6	HE 阳性 HER2 阴性晚期乳腺癌 HE 阳性 HER2 阴性晚期乳腺癌 HE 阳性 HER2 阴性晚期乳腺癌	
SHR-2554	单药或 +SHR-3680	EZH2	黑色素瘤 转移性去势抵抗性前列腺癌 复发/难治成熟淋巴细胞肿瘤 复发/难治 (R/R) B 细胞非霍奇金淋巴瘤	
SHR-7390	单药或+卡瑞利珠	MEK	晚期实体瘤	
SHR-9146	卡瑞利珠+阿帕替尼	IDO	晚期实体瘤	
SHR-9549	/	SERD	HR 阳性、HER2 阴性、转移性或局部晚期乳腺癌 复发/难治 B 细胞淋巴瘤	
SHR-1603	/	CD47	恶性肿瘤	
SHR-A1403	/	C-met ADC	晚期实体瘤	
SHR-1702	PD-1	TIM-3	晚期实体瘤	
SHR-1501	/	IL-15	标准治疗失败的晚期恶性肿瘤	
SHR-A1201	/		HER2 阳性晚期乳腺癌	
SHR-1802	/	LAG-3	标准治疗失败的晚期恶性肿瘤	
SHR-1459	/	BTK	淋巴瘤、类风湿性关节炎 套细胞淋巴瘤、原发性中枢神经系统淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤 复发/难治 (R/R) B 细胞非霍奇金淋巴瘤	
SHR-1701	/	PD-L1 X TGF-β	鼻咽癌	
SHR-1309	/	Her2	HER2 阳性转移性乳腺癌	
SHR-1704	单药或 +SHR-1316	CD40	1L 胰腺癌	
SHR-5126	/		实体瘤	
SHR2150			晚期恶性肿瘤	
SHR-1806		效应性 T 细胞	晚期恶性肿瘤	
注射用 SHR-A1811		HER2	HER2 表达或突变的晚期实体瘤治疗	
麻醉	瑞马唑仑	GABAa	胃镜诊疗镇静	已获批上市

表 1：恒瑞医药创新药研发进展

	/		结直肠镜镇静		
	/		纤维支气管镜诊疗镇静		
	/		全身麻醉		
			结肠镜检查的镇静		已获批上市
			ICU 机械通气镇静		
SHR-8554	/	MOR	术后疼痛		
SHR-0410	/	KOR	术后疼痛		
盐酸右美托咪定鼻喷剂	/		术前镇静		
右美托咪定氯化钠注射液			外科手术和其他手术之前或手术期间非插管患者的镇静		已上市
美洛昔康混悬注射液	/		术后镇痛		
HR18042 片			中度至重度急性疼痛		
恒格列净	/	SGLT2	11 型糖尿病		
瑞格列汀	二甲双胍	DPP4	11 型糖尿病		
SHR-1209	/	PCSK9	高胆固醇血症		
呋格列泛	/	GPR40	11 型糖尿病		
INS068	/		11 型糖尿病		
SHR-2042	/		2 型糖尿病及肥胖症		
巯粟乙碘油	/		淋巴造影		已获批上市
	/		子宫输卵管造影		
	/		原发性免疫性血小板减少症		
海曲泊帕	/	TPO-R	再生障碍性血小板减少症		
	/		恶性肿瘤化疗所致的血小板减少症		
SHR-4640	/	URAT1	高尿酸血症、痛风		
	/		类风湿性关节炎		
	/		克罗恩病		
SHR-0302	/	JAK3	溃疡性结肠炎		
	/		活动性强直性脊柱炎		
	/		特异性皮炎		
	/		斑秃		
	/		白癜风		
SHR-1314	/	IL-17	中重度斑块型银屑病		
	/		中轴型脊柱关节炎		
SHR-0532	/	ROMK	高血压		
SHR-7280	/		包括子宫内膜异位症在内的激素依赖性疾病		
	/	GnRH			
SHR-2285	/		预防或治疗动静脉血栓，以及降低介入治疗或体外循环引起的血栓栓塞风险		

表 1：恒瑞医药创新药研发进展

	/		动静脉血栓、栓塞
SHR-1222	/	SOST	骨质疏松症
DDO-3055	/	PHD	慢性肾性贫血
盐酸(R)-氯胺酮 鼻喷剂	/		抑郁症
SHR0814	/		
SHR1704	/	CD40	
HA0472		AML1-ETO	急性髓性细胞白血病
SHR98008	/		复发性外阴阴道假丝 酵母菌病(RVVC)
HRS5091 片			慢性乙型肝炎
SHR-1703 注射液			嗜酸性粒细胞升高相 关疾病（如嗜酸性粒 IL-5/IL-5R 细胞型重症哮喘）

资料来源：公司公告，CDE，NMPA，国元证券研究中心

● 投资建议与盈利预测

公司创新药逐渐进入收获期，卡瑞利珠、阿帕替尼、吡咯替尼等有望借助医保和适应症扩大增厚业绩，考虑疫情影响，我们调整盈利预测，预计公司 20-22 年预计归母净利润为 66.29 亿元、84.18 亿元和 106.61 亿元，同比增长 24.42%、26.98% 和 26.08%，EPS 分别至 1.25 (-0.31) / 1.59 (-0.40) / 2.00 (-0.49) 元/股，对应 PE 分别为 76/60/47 倍。考虑到公司为行业龙头，创新药稀缺标的，管线实力逐步显现，维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品临床和审批不及预期；带量采购、医保谈判降幅超过预期；带量采购品种放量不及预期；医保控费超过预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	18069.39	22311.30	29491.76	37568.67	47520.35
现金	3889.71	5043.65	15309.99	21202.76	28479.49
应收账款	3772.69	4906.25	6245.37	7769.49	9614.79
其他应收款	1013.95	894.38	1205.30	1571.45	1883.33
预付账款	568.90	591.16	732.31	889.99	1044.12
存货	1030.57	1606.81	1703.37	2093.50	2507.89
其他流动资产	7793.56	9269.07	4295.43	4041.48	3990.72
非流动资产	4291.84	5245.17	4553.14	4132.39	3680.11
长期投资	1.00	60.00	30.33	35.33	37.78
固定资产	2328.77	2541.97	2822.89	2625.20	2188.20
无形资产	272.68	349.76	391.89	443.23	491.43
其他非流动资产	1689.39	2293.44	1308.03	1028.62	962.70
资产总计	22361.23	27556.48	34044.91	41701.06	51200.46
流动负债	2493.63	2472.63	2970.18	3384.34	3818.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1381.21	1289.25	1670.53	2026.79	2363.08
其他流动负债	1112.42	1183.39	1299.64	1357.55	1455.86
非流动负债	69.86	146.31	91.33	104.51	112.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	69.86	146.31	91.33	104.51	112.38
负债合计	2563.49	2618.95	3061.51	3488.85	3931.31
少数股东权益	69.56	162.20	183.75	195.07	213.18
股本	3685.86	4422.81	5307.38	5307.38	5307.38
资本公积	1478.75	1662.97	1662.97	1662.97	1662.97
留存收益	15207.23	19102.85	23830.22	31048.13	40084.20
归属母公司股东权益	19728.18	24775.32	30799.65	38017.14	47055.97
负债和股东权益	22361.23	27556.48	34044.91	41701.06	51200.46

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2774.21	3816.83	1809.16	6137.80	7622.23
净利润	4061.18	5326.45	6650.73	8429.28	10631.67
折旧摊销	380.84	645.84	507.19	604.70	653.55
财务费用	-123.64	-133.82	-421.32	-755.81	-1028.42
投资损失	-247.94	-309.27	-243.74	-266.28	-265.93
营运资金变动	-1733.79	-2056.68	-4999.76	-1858.22	-2333.09
其他经营现金流	437.57	344.31	316.05	-15.87	-35.54
投资活动现金流	-2855.51	-1945.44	8640.73	199.63	200.80
资本支出	529.11	561.35	0.00	0.00	0.00
长期投资	2577.89	1692.65	41.47	-4.79	-4.51
其他投资现金流	251.49	308.56	8682.20	194.84	196.29
筹资活动现金流	-368.39	-718.51	-183.54	-444.66	-546.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	853.21	736.95	884.56	0.00	0.00
资本公积增加	491.83	184.22	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1713.44	-1639.68	-1068.10	-444.66	-546.30
现金净增加额	-395.90	1165.19	10266.34	5892.78	7276.73

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17417.90	23288.58	28920.80	36255.50	44877.80
营业成本	2334.57	2912.94	3447.17	4149.51	4927.97
营业税金及附加	236.78	216.34	353.74	416.13	510.00
营业费用	6464.49	8524.97	10845.30	13777.09	17053.56
管理费用	1626.32	2241.18	2949.92	3988.10	5385.34
研发费用	2670.48	3896.34	4714.57	5704.63	6617.37
财务费用	-123.64	-133.82	-421.32	-755.81	-1028.42
资产减值损失	-25.34	-5.47	-5.22	-5.23	-10.32
公允价值变动收益	0.00	37.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	247.94	309.27	243.74	266.28	265.93
营业利润	4596.65	6149.68	7462.74	9432.58	11872.50
营业外收入	0.42	0.81	0.68	0.72	0.71
营业外支出	98.00	94.73	95.82	95.45	95.57
利润总额	4499.08	6055.76	7367.60	9337.85	11777.63
所得税	437.90	729.31	716.87	908.57	1145.96
净利润	4061.18	5326.45	6650.73	8429.28	10631.67
少数股东损益	-4.43	-1.58	21.55	11.32	18.11
归属母公司净利润	4065.61	5328.03	6629.18	8417.96	10613.56
EBITDA	4853.85	6661.70	7548.60	9281.48	11497.62
EPS (元)	1.10	1.20	1.25	1.59	2.00

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.89	33.70	24.18	25.36	23.78
营业利润(%)	20.72	33.79	21.35	26.40	25.87
归属母公司净利润(%)	26.39	31.05	24.42	26.98	26.08
获利能力					
毛利率(%)	86.60	87.49	88.08	88.55	89.02
净利率(%)	23.34	22.88	22.92	23.22	23.65
ROE(%)	20.61	21.51	21.52	22.14	22.56
ROIC(%)	25.66	48.06	40.79	46.24	52.32
偿债能力					
资产负债率(%)	11.46	9.50	8.99	8.37	7.68
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	7.25	9.02	9.93	11.10	12.44
速动比率	6.83	8.37	9.35	10.48	11.78
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.93	0.94	0.96	0.97
应收账款周转率	4.93	5.29	5.11	5.10	5.09
应付账款周转率	2.21	2.18	2.33	2.24	2.25
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.00	1.25	1.59	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.72	0.34	1.16	1.44
每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.67	5.80	7.16	8.87
估值比率					
P/E	123.21	94.01	75.56	59.50	47.20
P/B	25.39	20.22	16.26	13.18	10.64
EV/EBITDA	100.41	73.16	64.57	52.51	42.39

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188