

## 稳健医疗 (300888.SZ)

## 消费品业务恢复增长，看好内生外延下常规品高增

2023年04月26日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/4/25
当前股价(元)	60.37
一年最高最低(元)	83.12/52.80
总市值(亿元)	257.47
流通市值(亿元)	82.10
总股本(亿股)	4.26
流通股本(亿股)	1.36
近3个月换手率(%)	62.19

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2022年业绩超预期，看好公司持续稳健增长——公司信息更新报告》

-2023.1.13

《业绩符合预期，医疗业务持续稳健增长——公司信息更新报告》

-2022.10.26

《2022Q2 医疗板块翻倍增长，消费品板块稳步复苏——公司信息更新报告》

-2022.8.20

### ● 2023Q1 常规品业务增速亮眼，全棉时代恢复增长，维持“买入”评级

公司2022年实现营收113.51亿元(+41.23%)，归母/扣非归母净利润16.51/15.61亿元，同增33.18%/51.69%；2023Q1实现营收23.52亿元(+1.28%)，归母/扣非归母净利润3.77/3.10亿元，同比变动+5.56%/-5.57%。由于2月以来防疫物资需求大幅下降，我们下调2023-2024年并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为15.45/17.56/19.96亿元（此前2023-2024年20.46/23.43亿元），对应EPS分别为3.62/4.12/4.68元，当前股价对应PE分别为16.7/14.7/12.9倍，考虑到公司常规品业务高增可期，消费品业务恢复增长势头，维持“买入”评级。

### ● 医用耗材业务：2023Q1 常规品业务同增77%，看好未来常规品内生外延高增

2022年实现营收72.03亿元(+83.7%)，防疫产品/常规品分别同增99.1%/59.8%，剔除并购后，常规品实现高个位数稳健增长。2023Q1实现营收13.64亿元(-4.0%)，内生外延下，常规品业务实现营收7.47亿元(+76.9%)；防疫产品由于需求下降，收入同比大幅下降38.2%。我们认为2023年（1）常规品：并购业务将持续贡献收入，和公司原有业务形成协同效应，手术包、高端敷料等品类有望实现高增；（2）防疫产品：目前需求大幅下降，居民端和渠道端均处于去库存环节，但公司在传染医院等需求稳定的渠道持续布局，仍将贡献一部分收入。

### ● 消费品业务：2023Q1 恢复增长态势，看好未来拓店加速下的成长空间

2022年实现营收40.55亿元(+0.02%)；2023Q1实现营收9.69亿元(+10.5%)，无纺布/有纺品分别同增4.3%/18.1%，随着线下客流恢复，消费逐步复苏，消费品业务有望逐步恢复。截止2022年底，直营/加盟门店数分别为314/26家，分别净变动-8/+3家。2023年公司将聚焦300-500平核心店型加速拓店，预计全年新开80家，加速加盟并在一二线城市加密，看好未来拓店加速下的成长空间。

### ● 盈利能力：结构性毛利率短期承压，未来全棉时代有望拉动毛利率提升

2022年/2023Q1毛利率为47.38%/50.97%，同比变动-2.50pct/+3.19pct，未来由于高毛利率的防疫产品的收入占比下降，医用耗材业务毛利率短期承压；但全棉时代坚持价值回归并加速线下业务开拓，有望拉动公司毛利率稳步提升。

### ● 风险提示：线下门店销售恢复不及预期，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	11,105	12,692	14,470
YOY(%)	-35.9	41.2	-2.2	14.3	14.0
归母净利润(百万元)	1,239	1,651	1,545	1,756	1,996
YOY(%)	-67.5	33.2	-6.4	13.7	13.6
毛利率(%)	49.9	47.4	45.8	45.6	45.7
净利率(%)	15.4	14.5	13.9	13.8	13.8
ROE(%)	11.6	13.7	12.0	12.6	13.0
EPS(摊薄/元)	2.91	3.87	3.62	4.12	4.68
P/E(倍)	20.8	15.6	16.7	14.7	12.9
P/B(倍)	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022 年防疫产品高增，看好 2023 年常规品和全棉时代增长.....	3
1.1、 医用耗材业务：2022 年防疫产品高增，2023Q1 常规品业务同增 77%.....	3
1.2、 健康生活消费品：2022 年逆势保持稳定，2023Q1 恢复增长态势.....	4
2、 盈利能力：结构性毛利率短期承压，未来全棉时代有望拉动毛利率提升.....	6
3、 营运能力：2022 年需求旺盛存货水平较低，营运情况处于健康水平.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	7
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

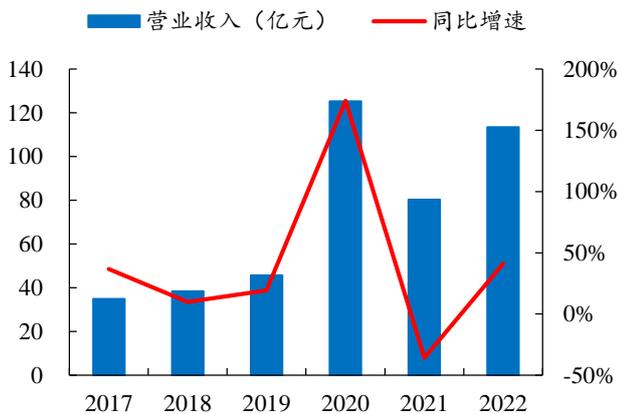
## 图表目录

图 1： 2022 年实现营收 113.51 亿元（+41.23%）.....	3
图 2： 2022 年归母净利润 16.51 亿元（+33.18%）.....	3
图 3： 2023Q1 实现营收 23.52 亿元（+1.28%）.....	3
图 4： 2023Q1 实现归母净利润 3.77 亿元（+5.56%）.....	3
图 5： 2023Q1 归母利率为 16.03%，同比提升 0.65pct.....	6
图 6： 2023Q1 期间费用率为 30.30%（+1.4pct）.....	6
图 7： 2023Q1 末存货周转天数为 118 天（-3 天）.....	7
图 8： 2023Q1 末应收账款周转天数为 35 天（+1 天）.....	7
表 1： 2022 年防疫产品高增 99.1%（单位：亿元）.....	4
表 2： 2022 年疫情期间优先将防疫产品供给医院渠道，同增 190.5%（单位：亿元）.....	4
表 3： 2022 年无纺布/有纺品分别实现收入 21.66/18.89 亿元，同比变动+1.4%/-1.5%（单位：亿元）.....	5
表 4： 2022 年线下渠道/电商渠道分别实现收入 14.90/25.65 亿元，同比变动-1.5%/+0.9%（单位：亿元）.....	5

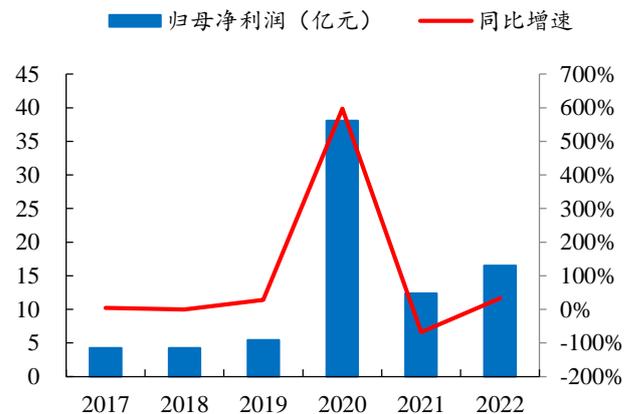
## 1、2022 年防疫产品高增，看好 2023 年常规品和全棉时代增长

公司 2022 年实现营业收入 113.51 亿元 (+41.23%)，归母净利润 16.51 亿元 (+33.18%)，扣非归母净利润 15.61 亿元 (+51.69%)，主要受益于 2022 年疫情对于防疫产品的需求大幅提升，防疫产品贡献较多收入。分季度看，2022Q1-4 营收分别同比变动 +2.4%/+58.3%/+41.2%/+67.3%，归母净利润分别同比变动 -25.7%/+91.0%/+4.2%/+195.9%。

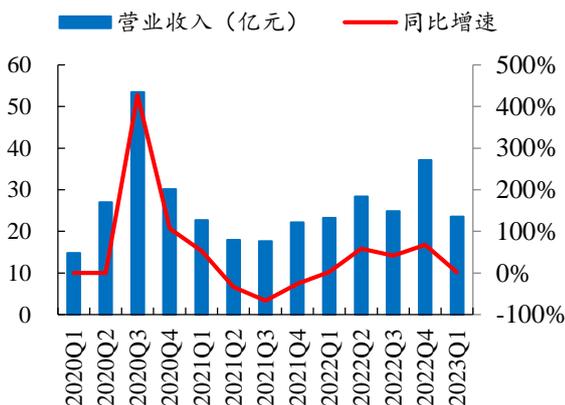
2023Q1 实现营业收入 23.52 亿元(+1.28%)，实现归母净利润 3.77 亿元(+5.56%)；实现扣非归母净利润 3.10 亿元 (-5.57%)

**图1：2022 年实现营收 113.51 亿元 (+41.23%)**


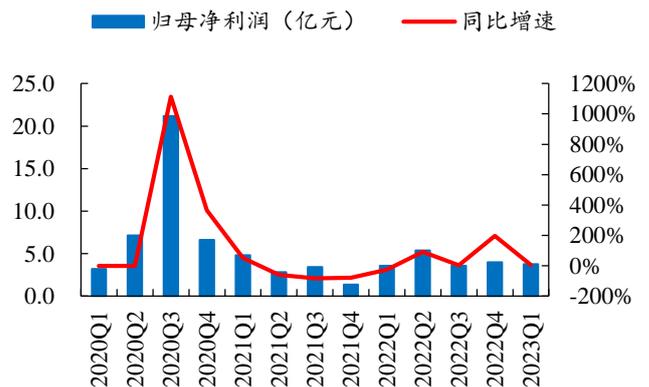
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：2022 年归母净利润 16.51 亿元 (+33.18%)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：2023Q1 实现营收 23.52 亿元 (+1.28%)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：2023Q1 实现归母净利润 3.77 亿元 (+5.56%)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、医用耗材业务：2022 年防疫产品高增，2023Q1 常规品业务同增 77%

2022 年医用耗材业务实现收入 72.03 亿元 (+83.7%)，占比为 63.5%，其中防疫产品/常规品分别实现收入 47.35/24.68 亿元，同增 99.1%/59.8%，剔除并购贡献的 8.2 亿元收入，常规品实现 16.49 亿元，同增 6.8%。

2023Q1 医用耗材业务实现营收 13.64 亿元 (-4.0%)，占比为 58.0%，内生外延

下，常规品业务实现营收 7.47 亿元 (+76.9%)；防疫产品由于需求下降，收入同比大幅下降 38.2%。

### 2022 年分产品看：

(1) **防疫产品**：实现收入 47.35 亿元 (+99.1%)，占医用耗材业务收入比重为 65.74% (+5.1pct)。

(2) **常规品**：实现收入 24.68 亿元 (+59.8%)，占医用耗材业务收入比重为 34.26% (-5.1pct)，其中传统伤口护理与包扎产品/高端伤口敷料/手术室耗材/健康个护分别实现收入 10.78/4.66/4.72/2.69 亿元，同比变动+16.5%/+372.2%/+46.8%/+34.9%，其中高端伤口敷料剔除并购后实现增长 108.4%。

表1：2022 年防疫产品高增 99.1%（单位：亿元）

	2021			2022			VS2021 变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	绝对值	占比变动	毛利率变动
<b>防疫产品</b>	23.78	60.63%	54.19%	47.35	65.74%	48.48%	99.1%	+5.1pct	-5.7pct
<b>常规品</b>	15.44	39.37%	37.20%	24.68	34.26%	37.02%	59.8%	-5.1pct	-0.2pct
传统伤口护理与包扎产品	9.25	23.58%	32.03%	10.78	14.96%	33.05%	16.5%	-8.6pct	+1.0pct
高端伤口敷料	0.99	2.52%	60.61%	4.66	6.47%	54.03%	372.2%	+4.0pct	-6.6pct
手术室耗材	3.21	8.20%	34.77%	4.72	6.55%	31.11%	46.8%	-1.6pct	-3.7pct
健康个护	1.99	5.08%	53.52%	2.69	3.73%	40.16%	34.9%	-1.3pct	-13.4pct
其他产品	0.00	-	-	1.83	2.54%	27.64%	-	+2.5pct	0.0pct
<b>合计</b>	<b>39.22</b>	<b>-</b>	<b>47.50%</b>	<b>72.03</b>	<b>-</b>	<b>44.52%</b>	<b>83.7%</b>	<b>-</b>	<b>-3.0pct</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2022 年分渠道看：

**电商渠道**实现收入 9.41 亿元 (+39.1%)，**经销渠道**实现收入 45.40 亿元 (+203.8%)，**直销渠道**实现收入 14.55 亿元 (+16.6%)，**代理渠道**实现收入 2.67 亿元 (-46.9%)。

**外贸销售收入**为 12.4 亿元 (-18.2%)，2020 年订单跨期出货导致的高基数带来收入下降；**国内医院渠道**为 36.2 亿元 (+190.5%)，疫情期间优先将防疫产品供给医院渠道，提升医院覆盖超 5000 家；**C 端（药店+电商）渠道**为 15.2 亿元 (+51.1%)，公司电商平台表现亮眼，截止 2022 年末，累计粉丝数年内新增 420 万至 1344 万；**药店覆盖率**稳步提升，覆盖 OTC 药店年内新增 3 万家至 15 万家。

表2：2022 年疫情期间优先将防疫产品供给医院渠道，同增 190.5%（单位：亿元）

	2021		2022		VS2021 变动	
	收入	占比	收入	占比	绝对值	占比变动
<b>医院渠道</b>	12.46	31.77%	36.20	50.26%	190.5%	+18.5pct
<b>C 端渠道（药店+电商）</b>	10.06	25.65%	15.20	21.10%	51.1%	-4.5pct
电商渠道	6.77	17.26%	9.40	13.05%	39.1%	-4.2pct
药店渠道	3.29	8.39%	5.80	8.05%	76.7%	-0.3pct
<b>国内直销</b>	1.54	3.93%	8.23	11.42%	433.9%	+7.5pct
<b>国外销售</b>	15.16	38.65%	12.40	17.22%	-18.2%	-21.4pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、健康生活消费品：2022 年逆势保持稳定，2023Q1 恢复增长态势

2022年消费品业务实现收入40.55亿元(+0.02%)，占比为35.7%，其中无纺布/有纺品分别实现收入21.66/18.89亿元，同比变动+1.4%/-1.5%。

2023Q1消费品业务实现营收9.69亿元(+10.5%)，占比为41.2%，其中无纺布/有纺品分别实现收入5.01/4.68亿元，同比变动+4.3%/+18.1%。

### 2022年分产品来看：

(1) **无纺布**：实现收入21.66亿元(+1.4%)，占消费品业务收入比重为53.41%(+0.7pct)，其中干湿棉柔巾/卫生巾/其他产品分别实现收入11.55/5.69/4.41亿元，同比变动+1.3%/+3.8%/-1.4%，通过产品品类创新以及材料升级，无纺布收入实现同比稳中有升。

(2) **有纺品**：实现收入18.89亿元(-1.5%)，占消费品业务收入比重为46.59%(-0.7pct)，其中婴童服饰及用品/成人服饰/其他产品分别实现收入8.49/6.87/3.54亿元，同比变动-2.6%/+1.1%/-3.7%，全棉时代围绕中高端价值定位，进行品类和消费场景拓展，但是由于2022年线下门店正常运营受阻，有纺品销售承压。

**表3：2022年无纺布/有纺品分别实现收入21.66/18.89亿元，同比变动+1.4%/-1.5%（单位：亿元）**

	2021			2022			VS2021 变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	绝对值	占比变动	毛利率变动
<b>无纺布</b>	<b>21.36</b>	<b>52.68%</b>	<b>50.90%</b>	<b>21.66</b>	<b>53.41%</b>	<b>50.89%</b>	<b>1.4%</b>	<b>+0.7pct</b>	<b>-0.02pct</b>
干湿棉柔巾	11.40	28.12%	49.18%	11.55	28.49%	49.32%	1.3%	+0.4pct	+0.1pct
卫生巾	5.48	13.53%	64.18%	5.69	14.04%	63.30%	3.8%	+0.5pct	-0.9pct
其他	4.47	11.03%	39.03%	4.41	10.88%	38.97%	-1.4%	-0.2pct	-0.1pct
<b>有纺品</b>	<b>19.19</b>	<b>47.32%</b>	<b>53.72%</b>	<b>18.89</b>	<b>46.59%</b>	<b>54.99%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-0.7pct</b>	<b>+1.3pct</b>
婴童服饰及用品	8.71	21.50%	51.54%	8.49	20.93%	52.93%	-2.6%	-0.6pct	+1.4pct
成人服饰	6.80	16.77%	57.95%	6.87	16.95%	58.71%	1.1%	+0.2pct	+0.8pct
其他	3.67	9.05%	51.09%	3.54	8.72%	52.68%	-3.7%	-0.3pct	+1.6pct
<b>合计</b>	<b>40.54</b>	<b>-</b>	<b>52.24%</b>	<b>40.55</b>	<b>-</b>	<b>52.80%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-</b>	<b>+0.6pct</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2022年分渠道看：

**电商渠道**实现收入25.65亿元(+0.9%)，公司聚焦新品和爆品，精细化运营提升复购率和转化率；

**线下门店**实现收入11.84亿元(-4.1%)，受疫情影响线下门店运营承压，公司开拓OTO业务为线下门店带来增量，截止2022年底，直营/加盟门店数分别为314/26家，分别净变动-8/+3家；

**商超渠道**实现收入2.32亿元(+14.1%)，2022年稳中向好，年内新增大型商超400余家，美妆店4500余家，便利店8000余家；

**大客户渠道**实现收入0.74亿元(-1.4%)。

**表4：2022年线下渠道/电商渠道分别实现收入14.90/25.65亿元，同比变动-1.5%/+0.9%（单位：亿元）**

	2021			2022			VS2021 变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	绝对值	占比变动	毛利率变动
<b>线下渠道</b>	<b>15.13</b>	<b>37.32%</b>	<b>59.70%</b>	<b>14.90</b>	<b>36.74%</b>	<b>60.31%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-0.6pct</b>	<b>+0.6pct</b>

商超渠道	2.03	5.01%	65.40%	2.32	5.72%	62.45%	14.1%	+0.7pct	-3.0pct
线下门店	12.35	30.46%	59.41%	11.84	29.21%	60.57%	-4.1%	-1.3pct	+1.2pct
大客户	0.75	1.85%	49.11%	0.74	1.82%	49.42%	-1.4%	0.0pct	+0.3pct
<b>电商渠道</b>	<b>25.41</b>	<b>62.68%</b>	<b>47.79%</b>	<b>25.65</b>	<b>63.26%</b>	<b>48.44%</b>	<b>0.9%</b>	<b>+0.6pct</b>	<b>+0.7pct</b>

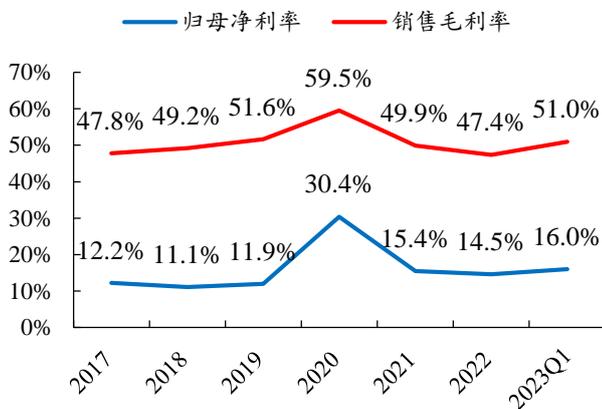
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力：结构性毛利率短期承压，未来全棉时代有望拉动毛利率提升

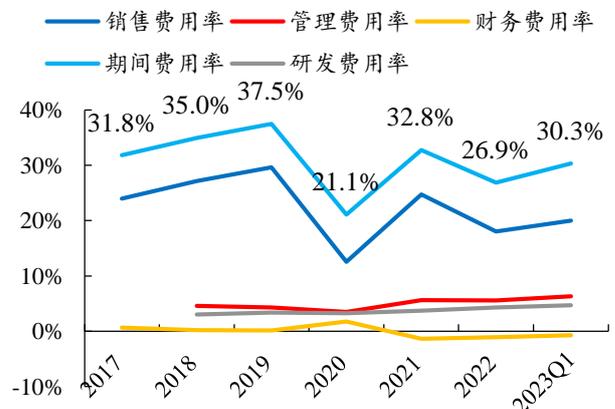
**毛利率：**2022年公司整体毛利率为47.38%，同比下降2.5pct；2023Q1毛利率为50.97%，同比提升3.2pct，主要系高毛利消费品业务占比提升所致。**分业务看：**2022年医用耗材业务毛利率为44.52%(-3.0pct)，主要系防疫产品价格逐步回归正常水平，毛利率下降所致；健康生活消费品业务毛利率为52.8%(+0.6pct)，全棉时代坚持价值回归，毛利率稳中有升。

**费用端：**2022年期间费用率为26.86%(-5.9pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为18.06%/5.58%/4.30%/-1.08%，同比变动-6.7/-0.1/+0.6/+0.3pct；2023Q1期间费用率为30.30%(+1.4pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为20.00%/6.32%/4.73%/-0.75%，同比变动-0.2/+0.8/+0.7/+0.2pct。

**净利率：**2022年公司归母净利率为14.54%，同比下降0.88pct；2023Q1归母净利率为16.03%，同比提升0.65pct。

**图5：2023Q1归母净利率为16.03%，同比提升0.65pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2023Q1期间费用率为30.30%(+1.4pct)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、营运能力：2022年需求旺盛存货水平较低，营运情况处于健康水平

**(1) 存货：**截至2022年末，公司存货金额为15.59亿元(-2.4%)，存货周转天数为95天(-31天)，疫情期间防疫产品供不应求，存货规模和周转天数减少；截止2023Q1末，公司存货金额为14.58亿元(-11.3%)，存货周转天数为118天(-3天)。

**(2) 应收账款：**截至2022年末，公司应收账款为9.84亿元(+26.83%)应收账款周转天数为27天(-9天)。截止2023Q1末，公司应收账款为9.09亿元(-2.76%)，

应收账款周转天数为 35 天 (+1 天)。

(3) **现金流**：2022 年经营活动净现金流 29.83 亿元 (+242.3%)；2023Q1 经营活动净现金流为-2.23 亿元 (-156.2%)，主要系支付税费所致。

图7：2023Q1 末存货周转天数为 118 天 (-3 天)

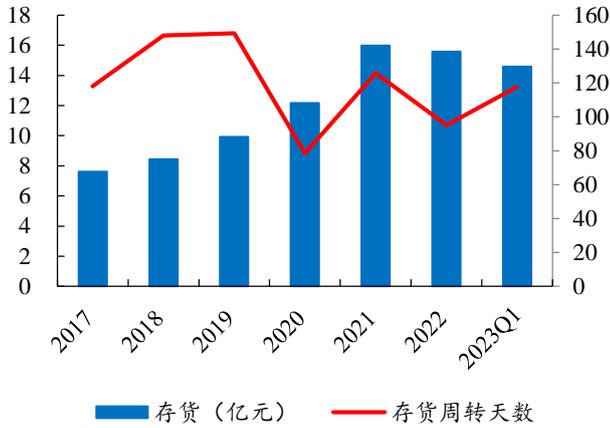


图8：2023Q1 末应收账款周转天数为 35 天 (+1 天)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

由于 2 月以来防疫物资需求大幅下降，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 15.45/17.56/19.96 亿元（此前 2023-2024 年 20.46/23.43 亿元），对应 EPS 分别为 3.62/4.12/4.68 元，当前股价对应 PE 分别为 16.7/14.7/12.9 倍，考虑到公司常规品业务高增可期，消费品业务恢复增长势头，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

线下门店销售恢复不及预期，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10346	12126	10954	12773	13345
现金	4274	4527	4257	4349	5809
应收票据及应收账款	776	984	715	1317	952
其他应收款	329	236	313	529	422
预付账款	110	229	66	290	113
存货	1597	1559	1551	2189	1873
其他流动资产	3259	4591	4053	4099	4175
<b>非流动资产</b>	2921	6237	6155	6558	7051
长期投资	17	22	31	40	49
固定资产	1477	2313	2224	2460	2656
无形资产	266	1033	1257	1533	1887
其他非流动资产	1161	2870	2644	2525	2459
<b>资产总计</b>	13267	18363	17110	19331	20396
<b>流动负债</b>	2075	5487	3670	4762	4420
短期借款	0	2295	1173	1351	1449
应付票据及应付账款	771	1144	785	1427	1093
其他流动负债	1304	2048	1712	1983	1878
<b>非流动负债</b>	505	678	677	682	684
长期借款	0	0	-1	4	5
其他非流动负债	505	678	678	678	678
<b>负债合计</b>	2580	6165	4347	5444	5104
少数股东权益	12	478	486	497	514
股本	426	426	420	420	420
资本公积	4550	4546	4376	4376	4376
留存收益	5958	7246	8280	9379	10585
<b>归属母公司股东权益</b>	10675	11720	12277	13389	14779
<b>负债和股东权益</b>	13267	18363	17110	19331	20396

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	872	2983	1569	1017	2576
净利润	1237	1674	1553	1767	2013
折旧摊销	222	340	315	358	371
财务费用	-107	-123	-150	-205	-213
投资损失	-103	-51	-78	-64	-71
营运资金变动	-790	495	-35	-794	514
其他经营现金流	413	648	-36	-45	-39
<b>投资活动现金流</b>	479	-3818	338	-672	-821
资本支出	743	1199	-91	393	485
长期投资	847	-1161	-9	-9	-9
其他投资现金流	2069	-3779	238	-288	-346
<b>筹资活动现金流</b>	-1410	1118	-2177	-253	-294
短期借款	-150	2295	-1123	179	98
长期借款	0	0	-1	6	1
普通股增加	0	0	-7	0	0
资本公积增加	68	-3	-171	0	0
其他筹资现金流	-1327	-1174	-876	-438	-393
<b>现金净增加额</b>	-61	282	-270	92	1460

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8037	11351	11105	12692	14470
营业成本	4028	5973	6017	6900	7861
营业税金及附加	65	98	97	108	125
营业费用	1989	2050	1988	2259	2561
管理费用	454	634	600	685	767
研发费用	298	488	478	558	637
财务费用	-107	-123	-150	-205	-213
资产减值损失	-101	-427	-418	-477	-544
其他收益	102	84	86	91	87
公允价值变动收益	58	32	34	42	36
投资净收益	103	51	78	64	71
资产处置收益	3	4	2	3	3
<b>营业利润</b>	1476	1977	1859	2108	2385
营业外收入	6	11	7	8	5
营业外支出	19	68	51	57	55
<b>利润总额</b>	1463	1920	1815	2059	2335
所得税	225	245	262	293	322
<b>净利润</b>	1237	1674	1553	1767	2013
少数股东损益	-2	24	8	11	17
<b>归属母公司净利润</b>	1239	1651	1545	1756	1996
EBITDA	1621	2331	2169	2430	2741
EPS(元)	2.91	3.87	3.62	4.12	4.68

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-35.9	41.2	-2.2	14.3	14.0
营业利润(%)	-67.4	33.9	-5.9	13.4	13.1
归属于母公司净利润(%)	-67.5	33.2	-6.4	13.7	13.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	49.9	47.4	45.8	45.6	45.7
净利率(%)	15.4	14.5	13.9	13.8	13.8
ROE(%)	11.6	13.7	12.0	12.6	13.0
ROIC(%)	10.4	11.8	11.3	11.6	12.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	19.4	33.6	25.4	28.2	25.0
净负债比率(%)	-33.4	-13.0	-20.5	-18.2	-25.3
流动比率	5.0	2.2	3.0	2.7	3.0
速动比率	4.1	1.8	2.5	2.1	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	9.9	12.9	13.1	12.5	12.8
应付账款周转率	5.3	6.2	6.2	6.2	6.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.91	3.87	3.62	4.12	4.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	7.00	3.68	2.39	6.04
每股净资产(最新摊薄)	25.03	27.48	29.20	31.81	35.07
<b>估值比率</b>					
P/E	20.8	15.6	16.7	14.7	12.9
P/B	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.5	8.5	8.9	8.0	6.5

数据来源：聚源、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R4（中高风险），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，属于商业秘密材料，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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn