

欧普康视 (300595)

证券研究报告

2017 年 03 月 12 日

产品近乎垄断，增长空间巨大

深度布局近视治疗，多年维持高净利率

公司是我国大陆地区唯一获得 CFDA 颁发的角膜塑形镜产品注册证的生产企业，也是我国大陆地区少数获得硬性角膜接触镜产品注册证的生产企业之一。公司 2016 年实现营业收入 23,501.86 万元，比上年同期增长 33.35%，实现归属母公司的净利润 11,403.79 万元，比上年同期增长 28.56%。自 2012 年以来，公司营收增速均保持 30% 以上的增长。在营收高增长的同时，近三年净利率水平平均接近 50%，为公司带来丰厚的利润。公司收入主要来自于角膜塑形镜，角膜塑形镜毛利率高，2014、2015、2016 年均稳定于 87% 左右，推动整体毛利率 2012-2016 年保持于 74-80% 之间。

行业快速增长，需求只增不减

2012 年我国 5 岁以上总人口中，近视的总患病人数在 4.5 亿左右。到 2020 年，患病人口将达 7 亿。角膜塑形镜适合 6-18 岁青少年的近视治疗，目前 6-18 岁的青少年近视患病率超过 50%，人数超过 1 亿。2011 年角膜塑形镜总消费量仅为 14.91 万副，2015 年快速增长到 64.3 万副，角膜塑形镜渗透率有望进一步提高，未来市场空间巨大。

投资逻辑

我们认为欧普康视投资逻辑主要看以下三点：

- 1) 产品近乎垄断，高毛利增厚整体利润；
- 2) 当前产能基本饱和，产销率高，产品逐渐出现供不应求，此次募集资金的一半将运用于年产 40 万片角膜塑形镜的产品线建设项目，产能扩充接近 2 倍，同时将投入先进的设备使公司产品的工艺水平显著提升，将极大缓解公司生产压力；
- 3) 公司未来是否维持高速发展，我们认为取决于公司营销网络扩充的广度和深度。公司产品在华东地区的销售情况已经表明终端用户对于产品的认可程度高，包括产品质量、价格、服务等因素，以华东为样板在全国范围内进行复制，我们认为复制成功的概率非常高。

预计营收持续增长，给予“持有”评级

我们预计公司 17/18 年公司营收 2.93/3.84 亿元，EPS 为 2.11/2.27，对应 PE 为 56/52 倍。公司是目前角膜塑形镜的 A 股唯一标的，予以一定估值溢价，给予 17 年 60 倍 PE，予以“持有”评级。

风险提示：原材料供应商较为集中、产品结构单一、销售区域较为集中等风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	176.24	235.02	293.16	383.60	491.01
增长率(%)	35.69	33.35	24.74	30.85	28.00
EBITDA(百万元)	104.60	135.40	169.67	221.18	287.61
净利润(百万元)	88.70	114.04	143.41	187.78	241.14
增长率(%)	39.10	28.56	25.75	30.94	28.42
EPS(元/股)	1.30	1.68	2.11	2.27	2.92
市盈率(P/E)	89.92	69.95	55.62	51.62	40.19
市净率(P/B)	31.60	25.61	16.90	14.37	10.59
市销率(P/S)	45.26	33.94	27.21	25.27	19.74
EV/EBITDA	0.00	0.00	45.01	41.69	31.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	持有（首次评级）
当前价格	117.00 元
目标价格	126.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	68.00
流通 A 股股本(百万股)	17.00
A 股总市值(百万元)	7,956.00
流通 A 股市值(百万元)	1,989.00
每股净资产(元)	6.11
资产负债率(%)	11.63
一年内最高/最低(元)	126.30/28.57

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
郑薇	联系人
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 深度布局近视治疗，多年维持高净利率	3
2. 产品近乎垄断，高毛利增厚整体利润	5
2.1. CFDA 仅批准 2 家国内企业的角膜塑形镜	6
2.2. 硬性角膜接触镜多方面优于隐形眼镜	7
3. 前路清晰明确，消费升级提升未来发展空间	7
3.1. 行业快速增长，2020 年近视患者达 7 亿	7
3.2. 2016 年梦戴维销售量同比增长 27%，产品市场占有率有望进一步提高	8
3.3. 募集资金的正确使用将成为业绩的强大驱动力	8
3.3.1. 产能预计扩充 2 倍左右	9
3.3.2. 渠道建设拉动终端消费	9
4. 盈利预测	10

图表目录

图 1：股权结构	3
图 2：2012-2016 年营收（万元）及增速	4
图 3：2012-2016 年营收（万元）及净利率	4
图 4：2012-2016 年地区收入占比	4
图 5：2012-2016 年华东地区收入（万元）及增速	4
图 6：2012-2016 年期间费用分析	4
图 7：产品分类	5
图 8：2012-2016 年营收占比	5
图 9：2012-2016 年角膜塑形镜营收（万元）及增速	5
图 10：2012-2016 年各产品线毛利率情况	5
图 11：往年角膜塑形镜消费量（万副）	8
图 12：招股募集资金用途	8
图 13：公司产品产能、销量及产能利用率等情况	9
表 1：历史沿革	3
表 2：CFDA 批准上市的角膜塑形镜厂商	6
表 3：硬性角膜接触镜和软性的对比	7
表 4：CFDA 批准上市的硬性角膜接触镜厂商	7

1. 深度布局近视治疗，多年维持高净利率

2000 年 9 月 27 日，美国奥泰克公司（AUTEC, INC.）设立外商独资性质的欧普有限，注册资本为 60 万美元。创业之初，就碰上了“OK 镜”事件发生，刚刚起步的中国硬性角膜接触镜事业陷入低谷。欧普康视基于对角膜塑形技术的信心及其在中国的广阔应用前景，逆流而上，自主研发，成为我国大陆地区唯一获得国家食药监总局颁发的角膜塑形镜产品注册证的企业，也是我国大陆地区少数获得硬性角膜接触镜产品注册证的生产企业之一。

表 1：历史沿革

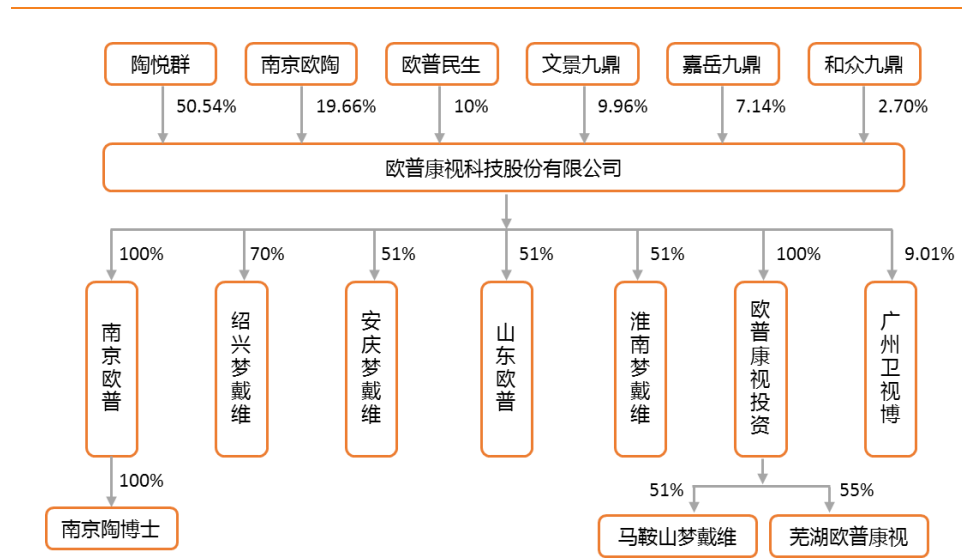
时间	事件
2000 年	美国奥泰克公司设立外商独资性质的欧普有限
2006 年	出资 100 万元设立南京欧普康视科技有限公司，持股 100%
2007 年	出资 53.23 万元设立广州卫视博，持股 9.01%
2013 年	整体升级为欧普康视科技股份有限公司
2013 年	2641 万元受让皖通科技持有的安徽梦维视频科技有限公司 100% 股权
2014 年	出资 50 万元设立台州市黄岩梦戴维光学眼镜有限公司，持股 100%
2014 年	出资 70 万元设立绍兴梦戴维，持股 70%
2014 年	出资 51 万元设立安庆梦戴维，持股 51%
2014 年	出资 153 万元设立山东欧普康视，持股 51%
2016 年	出资 61.2 万元设立淮南梦戴维，持股 51%
2016 年	出资 200 万元设立南京陶博士，持股 100%
2016 年	出资 600 万设立欧普康视投资，持股 100%
2016 年	出资 255 万元设立马鞍山梦戴维，持股 51%
2016 年	出资 181.5 万元设立芜湖欧普康视，持股 55%
2017 年	在深交所创业板上市

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司的实际控制人是陶悦群先生，持有公司 50.54% 的股份。陶悦群先生 1994 年获得美国加州大学洛杉矶分校工程博士学位，2006 年出资 30.5 万美元收购由美国奥泰克公司转让的欧普有限 61% 的股权，长期以来担任公司董事长、总经理、技术总监等要职，具有丰富的角膜接触镜行业研发、经验与管理经验。

目前公司共拥有 10 家控股子公司，子公司业务包括医疗器械销售、眼睛销售、验光服务等，主要分布于华东地区。

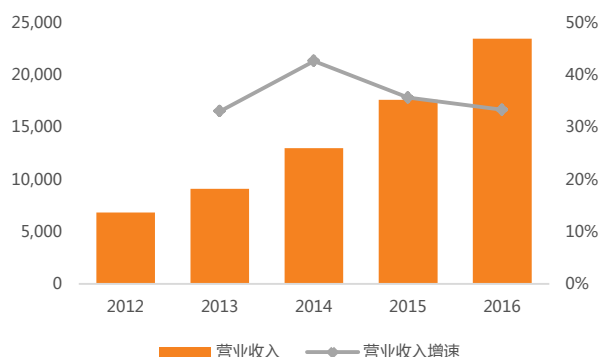
图 1：股权结构



资料来源：2016 年报，天风证券研究所

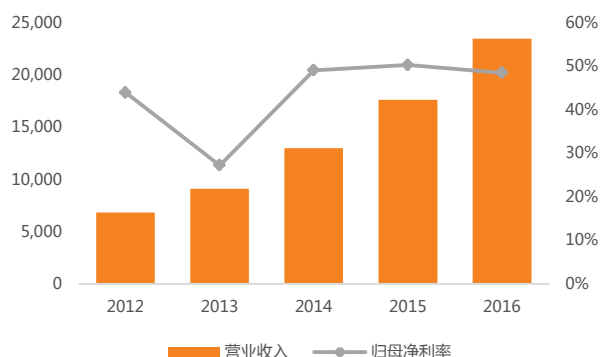
公司 2016 年实现营业收入 23,501.86 万元，比上年同期增长 33.35%，实现归属母公司的净利润 11,403.79 万元，比上年同期增长 28.56%。自 2012 年以来，公司营收增速均保持 30% 以上的增长。在营收高增长的同时，近三年净利率水平平均接近 50%，为公司带来丰厚的利润。

图 2：2012-2016 年营收（万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

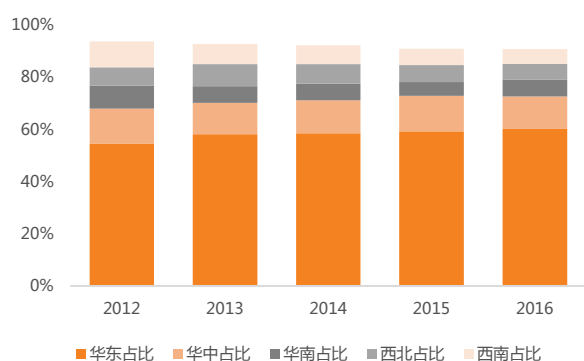
图 3：2012-2016 年营收（万元）及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

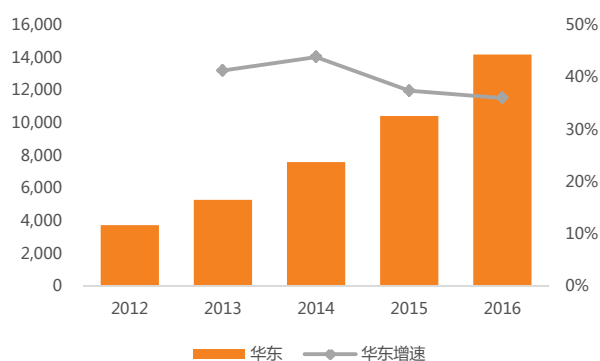
公司位于安徽省合肥市，属于华东片区。依靠地理优势，公司营收有 50% 以上来源于华东片区。2016 年华东片区营收 14,181 万元，同比增长 36%，占比 60.3%。华东片区 2012-2016 年营收年复合增长率为 40%。从公司深耕多年的华东片区收入看出，角膜塑形镜和角膜接触镜具备广阔的市场空间，为公司在其他片区的扩张做好了标榜。

图 4：2012-2016 年地区收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

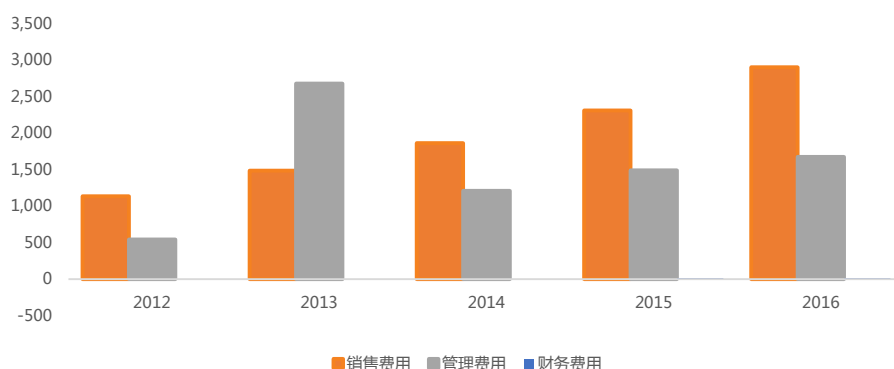
图 5：2012-2016 年华东地区收入（万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2016 年销售费用 2,897 万元，同比增长 25.46%；管理费用 1,674 万元，同比增长 12.41%；财务费用 11 万元，同比减少 27.82%。期间费用处于合理范围。

图 6：2012-2016 年期间费用分析

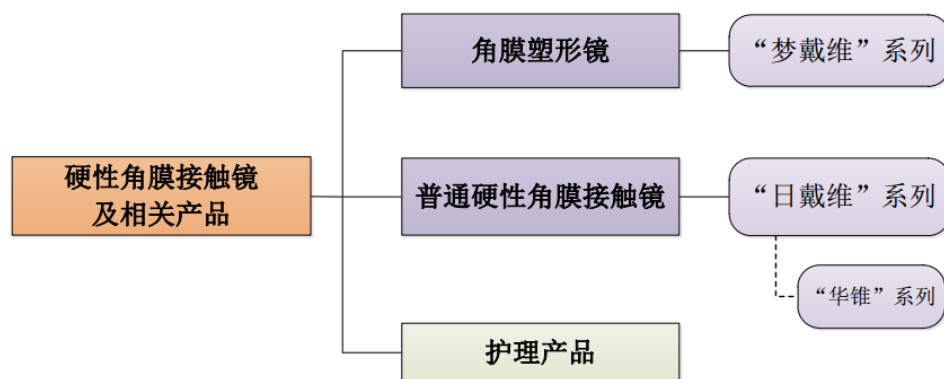


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 产品近乎垄断，高毛利增厚整体利润

公司主要产品包括角膜塑形镜、普通硬性角膜接触镜及护理产品等，旗下共有“梦戴维”、“日戴维”、“华锥”等著名商标品牌。

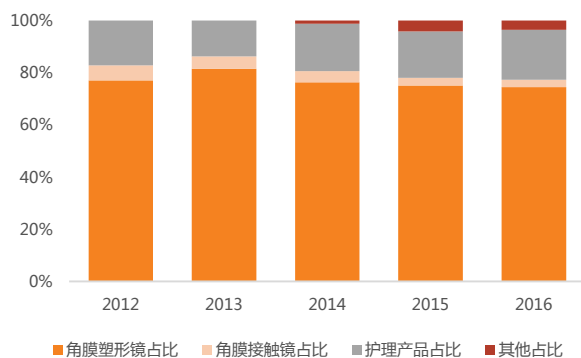
图 7：产品分类



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

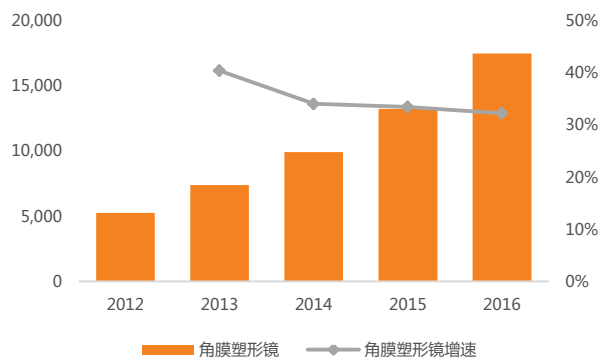
公司收入主要来自于角膜塑形镜，2016 年角膜塑形镜收入 17,469 万元，同比增长 32.2%，占比达到 74.4%。角膜塑形镜毛利率高，2014、2015、2016 年均稳定于 87%左右，一方面说明公司技术成熟压低成本，另一方面也说明产品的市场认可度高。角膜接触镜也是一个高毛利的产品，推动整体毛利率 2012-2016 年保持于 74-80%之间。

图 8：2012-2016 年营收占比



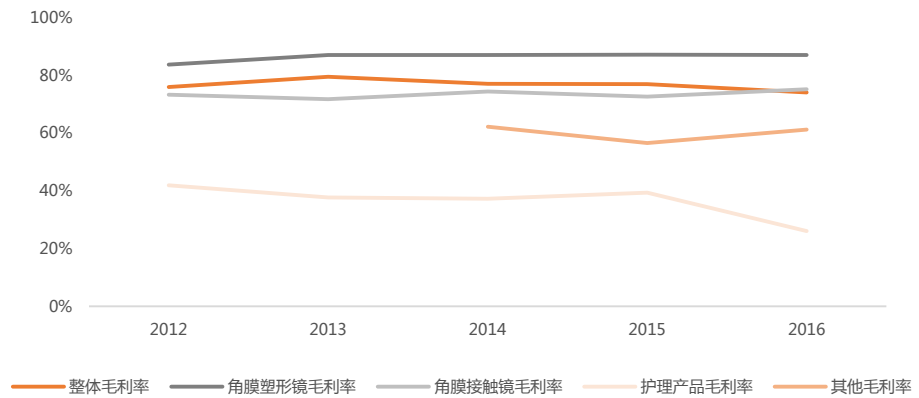
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2012-2016 年角膜塑形镜营收（万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2012-2016 年各产品线毛利率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.1. CFDA 仅批准 2 家国内企业的角膜塑形镜

“梦戴维”系列角膜塑形镜是公司当前的核心产品，是一种经特殊设计的硬性透气角膜接触镜。近视患者在睡眠状态下佩戴“梦戴维”角膜塑形镜 8-10 小时后，可以在一定时间内降低近视度数，甚至恢复正常水平，是一种暂时性的、可逆的非手术物理矫正视力的方法。

其原理是利用镜片与角膜之间泪液层分布不均产生的压力改变角膜几何状态，使眼球中央变平，眼轴缩短，从而使得近视患者在取下镜片后一段时间内，角膜仍可以维持其改变后的形状，从而减缓近视的程度。

角膜塑形镜是目前获得临床验证的非手术视力矫正方法，1998 年美国 FDA 批准日戴型角膜塑形镜，2002 年批准夜戴型角膜塑形镜的临床应用。该技术长期可以控制近视发展，效果显著。

角膜塑形镜经过了前期的野蛮发展，产品 1997 年由美国引入，1998 年起在全国掀起热潮，不到三年的时间里，全国已有 22-30 万人使用。由于市场竞争激烈，没有标准和规范的流程，造成群发性角膜感染的出现。2001 年，原国家药监局和卫生部分别出台管理条例，对角膜塑形镜的配镜业务进行规范化管理。

角膜塑形镜和角膜接触镜同属于医疗器械产品分类中的“植入体内或者解除体内的医学光学器具”，属于国家三类医疗器械，对产品的安全性、有效性要求很高，需要国家食药监局批准才可上市，目前已批准的角膜塑形镜一共有 8 家。

表 2: CFDA 批准上市的角膜塑形镜厂商

国产	进口
➤ 欧普康视科技股份有限公司	➤ C&E GP Specialists
➤ 中国台湾亨泰光学有限公司	➤ Lucid Korea Co., Ltd
	➤ Procornea Nederland B.V.
	➤ (日本)株式会社アルファコーポレーション
	➤ Euclid Systems Corporation

资料来源：CFDA（截止至 2017-3-8），天风证券研究所

2.2. 硬性角膜接触镜多方面优于隐形眼镜

“日戴维”系列产品是新一代的硬性角膜接触镜，相比于软性角膜接触镜（俗称隐形眼镜），具有透氧性好、不影响泪液交换、使用寿命长等特点。由于硬性角膜接触镜表明性状固定，成像效果较佳，可适用于散光患者。

表 3：硬性角膜接触镜和软性的对比

项目	“日戴维”硬性角膜接触镜	软性角膜接触镜
泪液交换	镜片性状相对固定，在角膜上滑动，泪液可以交换	镜片附着在角膜上，阻碍泪液交换
透氧性	具有透氧性，保护眼睛的健康	大部分透氧性较差
视力	成像效果较好	眨眼睛时软镜可能会移位
佩戴舒适度	需要一定的适应期	适应期相对较短
耐用性	由硬质材料制成，不易受损	较容易受损

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我国的角膜接触镜与 1946 年由上海吴良材眼镜店最早引入国内生产。2008 年，发展加速，1986 年上海出现了第一家中外合资角膜接触镜企业，上海海昌公司。1988 年，北京成立了中美合作博士伦公司。80 年代至今，我国角膜接触镜佩戴人数大幅增加，品牌也日益增多，百花齐放。

表 4：CFDA 批准上市的硬性角膜接触镜厂商

国产	进口
➤ 欧普康视科技股份有限公司	➤ FACIL CO., LTD
➤ 温州欣视界科技有限公司	➤ Oculus Private Limited
➤ 上海菲士康隐形眼镜有限公司	➤ Sun Kyung RGP Co.,Ltd.
➤ 亨泰光学有限公司	➤ Lucid Korea Co., Ltd
➤ 视全股份有限公司	➤ Procornea Nederland B.V.
➤ 杭州博士顿光学有限公司	➤ メック技研株式会社
➤ 香港易安易光学有限公司	

资料来源：CFDA（截止至 2017-3-8）天风证券研究所

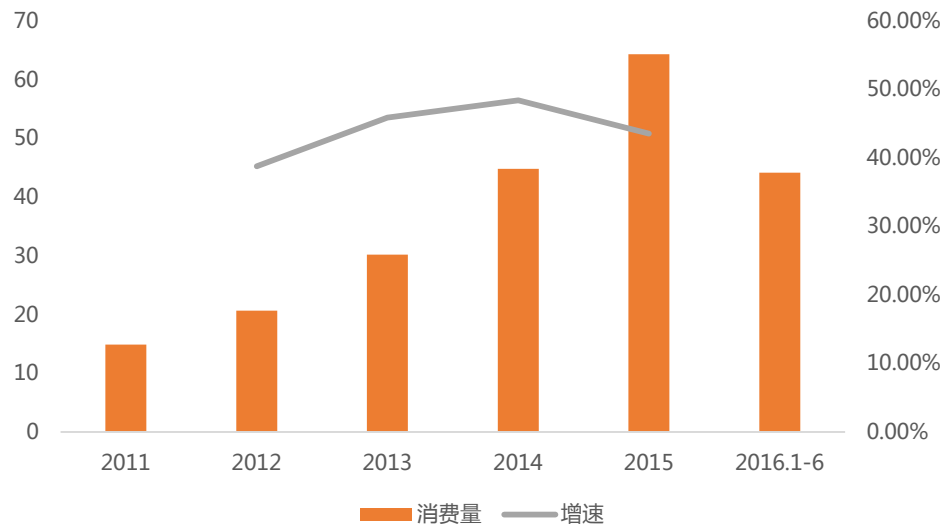
3. 前路清晰明确，消费升级提升未来发展空间

3.1. 行业快速增长，2020 年近视患者达 7 亿

根据《国民视觉健康》白皮书的统计数据，2012 年我国 5 岁以上总人口中，近视的总患病人数在 4.5 亿左右。可以说，中国几乎每三个人当中就有一个人患有近视。若没有有效的政策干预，到 2020 年，我国 5 岁以上人口的近视患病率将增长到 51% 左右，患病人口将达 7 亿。

根据中国医疗器械行业协会的数据，2011 年角膜塑形镜总消费量仅为 14.91 万副，2015 年快速增长到 64.3 万副，年复合增长率达到 44.1%。角膜塑形镜适合 6-18 岁青少年的近视治疗，目前 6-18 岁的青少年近视患病率超过 50%，家长重视程度日益剧增，角膜塑形镜渗透率有望进一步提高，未来市场空间巨大。

图 11：往年角膜塑形镜消费量（万副）



资料来源：中国医疗器械行业协会，天风证券研究所

3.2. 2016 年梦戴维销售量同比增长 27%，产品市场占有率有望进一步提高

公司产品梦戴维是我国大陆地区唯一获得国家食药监总局颁发的角膜塑形镜产品注册证的生产企业。另外一个获批的国产企业是台湾亨泰光学，其他 6 家均为进口企业。

根据招股说明书，2015 年梦戴维营收 13,213 万元，出厂价平均价格为 731.69 元/片，粗略估计 2015 年销售 9 万副，按照前面提及 2015 年全国角膜塑形镜消费量为 64.3 万副，公司市场份额约为 14%。2016 年梦戴维营收 17,469 万元，出厂价平均价格为 768.16 元/片，粗略估计欧普康视 2016 年销售约 11.4 万副，销售量同比增长约 27%。考虑到角膜塑形镜导入国内时间不长，在产品质量、用户体验、市场覆盖度等方面稍逊于进口品牌，未来随着用户认知的提高和费用支出的考虑，国产品牌有望受益。

3.3. 募集资金的正确使用将成为业绩的强大驱动力

根据招股说明书，公司此次募集资金用途主要为三项，分别是扩充产品线、研发培训基地建设、营销网络建设。

图 12：招股募集资金用途

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金	项目备案情况
1	年产 40 万片角膜塑形镜及配套件系列产品项目	14,750	14,750	合高经贸 [2015]197 号
2	工程技术及培训中心建设项目	5,580	5,580	
3	营销服务网络建设项目	15,620	15,620	
合计		35,950	35,950	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3.1. 产能预计扩充 2 倍左右

公司当前产能为 22 万片/年，2015 年产能利用率已经达到了 98.76%，梦戴维产销率为 90.45%，日戴维产销率为 91.78%，公司产量基本饱和。按时间轴来分析，尽管产能逐年提升，但是梦戴维和日戴维的产销率提升速度更快，说明公司产品逐渐出现供不应求。

未来随着营销网络的日益扩张，供不应求的现象将更为严重，此次募集资金的一半将运用于年产 40 万片角膜塑形镜的产品线建设项目，产能扩充接近 2 倍，同时将投入先进的设备使公司产品的工艺水平显著提升，将极大缓解公司生产压力。

图 13：公司产品产能、销量及产能利用率等情况

单位：片

年 度	产品	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2016 年 1-6 月	梦戴维	220,000	105,300	51.53%	92,661	88.00%
	日戴维		8,066		7,697	95.43%
2015 年	梦戴维	220,000	199,636	98.76%	180,579	90.45%
	日戴维		17,625		16,177	91.78%
2014 年	梦戴维	200,000	151,135	83.10%	144,612	95.68%
	日戴维		15,060		13,693	90.92%
2013 年	梦戴维	180,000	126,561	78.63%	107,917	85.27%
	日戴维		14,971		13,235	88.40%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司的新研发生产基地于 2015 年底动工，2016 年已基本完成土建部分。目前，工程正在进行水电安装以及装修设计，预计在 2017 年完成验收。

2016 年公司从美国进口了一套最新的镜片加工设备，扩大了生产能力；应用了公司研发部自主开发的智能化系统，订单接收与审核、镜片设计、加工单分配等一体化，并在生产过程中以 IC 卡读写替代手工数据输入和记录等。上述措施提高了单位时间的产量，将淡季的定制片平均加工周期缩短 1 天，旺季（寒暑假假期）缩短 2 天。

3.3.2. 渠道建设拉动终端消费

公司将在现有网点的基础上，根据后续市场的发展情况，发展新的经销商和医疗机构，以保证公司新用户数量的持续稳定增长。

角膜塑形镜行业并非单一扩充生产线就能拉动增长，配镜过程需要有完善的服务流程，包括前期的医学验光、后期的定期复查、镜片维护、护理品购买等。当前具备完整服务链的服务机构不多，公司拟通过两个方式促进服务业的发展，一个是为已有的成熟医疗机构或眼镜店终端人员提供培训和技术支持，另一个方式是通过自建或合伙建设独立渠道，为终端用户直接提供服务。以上两个方式都已经得到了实践，证实可行性。

对于第一个方式，公司在 2016 年度加强了技术培训的力度，共举办初级培训 8 期，参训人数超过 800 人，举办中级培训 12 期，参训人数超过 1000 人。通过上述学术推广和技术培训，公司在 2016 年新增临床验配合作单位近百家。

而对于第二个方式，公司 2014 年开始在华东片区设立终端，拉动消费，2016 年已经略有成效，2017 年和 2018 年将实现快速放量，刺激整体营收进一步提升。

4. 盈利预测

公司是我国大陆地区唯一获得 CFDA 颁发的角膜塑形镜产品注册证的生产企业，也是我国大陆地区少数获得硬性角膜接触镜产品注册证的生产企业之一。公司 2016 年实现营业收入 23,501.86 万元，比上年同期增长 33.35%，实现归属母公司的净利润 11,403.79 万元，比上年同期增长 28.56%。自 2012 年以来，公司营收增速均保持 30%以上的增长。在营收高速增长的同时，近三年净利率水平平均接近 50%，为公司带来丰厚的利润。公司收入主要来自于角膜塑形镜，角膜塑形镜毛利率高，2014、2015、2016 年均稳定于 87%左右，推动整体毛利率 2012-2016 年保持于 74-80%之间。

公司未来是否维持高速发展，我们认为取决于公司营销网络扩充的广度和深度。公司产品在华东地区的销售情况已经表明终端用户对于产品的认可程度高，包括产品质量、价格、服务等因素，以华东为样板在全国范围内进行复制，我们认为复制成功的概率非常高。

我们预计公司 17/18 年公司营收 2.93/3.84 亿元，EPS 为 2.11/2.27，对应 PE 为 56/52 倍。公司是目前角膜塑形镜的 A 股唯一标的，予以一定估值溢价，给予 17 年 60 倍 PE，予以“持有”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	218.25	229.56	333.38	465.49	655.45
应收账款	19.62	24.39	31.83	18.76	46.00
预付账款	1.84	2.92	1.53	4.34	2.94
存货	11.09	13.02	8.33	19.81	14.53
其他	0.69	1.23	0.74	1.78	1.40
流动资产合计	251.49	271.11	375.81	510.18	720.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	31.73	31.86	66.89	115.75	159.90
在建工程	2.42	36.36	57.82	82.69	79.61
无形资产	7.79	7.63	7.46	7.30	7.14
其他	3.37	10.55	9.57	9.44	9.50
非流动资产合计	45.31	86.39	141.74	215.18	256.15
资产总计	296.80	357.50	517.55	725.36	976.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	4.11	15.19	7.12	10.84	13.95
其他	39.07	22.61	33.54	35.56	42.74
流动负债合计	43.18	37.80	40.66	46.40	56.69
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	0.09	3.76	1.37	1.74	2.29
非流动负债合计	0.09	3.76	1.37	1.74	2.29
负债合计	43.27	41.56	42.03	48.14	58.99
少数股东权益	1.11	4.45	3.61	2.91	2.03
股本	51.00	51.00	68.00	82.63	82.63
资本公积	63.52	63.52	63.52	63.52	63.52
留存收益	201.43	260.49	403.90	591.67	832.82
其他	(63.52)	(63.52)	(63.52)	(63.52)	(63.52)
股东权益合计	253.53	315.94	475.51	677.22	917.48
负债和股东权益总	296.80	357.50	517.55	725.36	976.46

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	88.35	113.89	143.41	187.78	241.14
折旧摊销	3.65	4.17	3.68	6.43	9.09
财务费用	0.14	0.12	0.00	0.00	0.00
投资损失	(4.98)	(7.42)	(6.56)	(6.56)	(6.56)
营运资金变动	(5.54)	4.05	(5.69)	1.89	(5.91)
其它	(1.39)	(6.01)	(0.88)	(0.71)	(0.90)
经营活动现金流	80.23	108.80	133.95	188.82	236.85
资本支出	14.98	34.06	62.39	79.63	49.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(25.41)	(61.16)	(115.83)	(153.07)	(92.89)
投资活动现金流	(10.43)	(27.10)	(53.44)	(73.44)	(43.44)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	18.61	(0.11)	23.26	22.98	4.87
其他	(26.72)	(70.22)	0.04	(6.25)	(8.33)
筹资活动现金流	(8.11)	(70.32)	23.31	16.73	(3.46)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	61.69	11.38	103.82	132.11	189.96

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	176.24	235.02	293.16	383.60	491.01
营业成本	40.60	60.92	58.63	73.27	93.29
营业税金及附加	2.47	3.54	4.36	5.62	7.30
营业费用	23.09	28.97	43.97	61.38	73.65
管理费用	14.89	16.74	26.27	34.52	44.19
财务费用	0.15	0.11	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.70	0.71	0.50	0.63	0.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.02	7.42	6.56	6.56	6.56
其他	(14.04)	(14.84)	(13.12)	(13.12)	(13.12)
营业利润	101.36	131.45	165.99	214.74	278.53
营业外收入	4.00	4.58	3.90	4.16	4.21
营业外支出	0.14	0.04	0.16	0.11	0.10
利润总额	105.21	136.00	169.73	218.79	282.63
所得税	16.86	22.11	27.20	31.72	42.40
净利润	88.35	113.89	142.53	187.06	240.24
少数股东损益	(0.35)	(0.15)	(0.88)	(0.71)	(0.90)
归属于母公司净利润	88.70	114.04	143.41	187.78	241.14
每股收益（元）	1.30	1.68	2.11	2.27	2.92

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.69%	33.35%	24.74%	30.85%	28.00%
营业利润	39.51%	29.69%	26.28%	29.37%	29.70%
归属于母公司净利润	39.10%	28.56%	25.75%	30.94%	28.42%
获利能力					
毛利率	76.96%	74.08%	80.00%	80.90%	81.00%
净利率	50.33%	48.52%	48.92%	48.95%	49.11%
ROE	35.14%	36.61%	30.39%	27.85%	26.34%
ROIC	267.81%	345.22%	183.82%	138.50%	117.04%
偿债能力					
资产负债率	14.58%	11.63%	8.12%	6.64%	6.04%
净负债率	-54.66%	-55.38%	-39.54%	-43.02%	-45.49%
流动比率	5.82	7.17	9.24	11.00	12.71
速动比率	5.57	6.83	9.04	10.57	12.45
营运能力					
应收账款周转率	10.91	10.68	10.43	15.16	15.16
存货周转率	22.13	19.50	27.47	27.27	28.60
总资产周转率	0.70	0.72	0.67	0.62	0.58
每股指标（元）					
每股收益	1.30	1.68	2.11	2.27	2.92
每股经营现金流	1.18	1.60	1.97	2.78	3.48
每股净资产	3.71	4.58	6.94	8.16	11.08
估值比率					
市盈率	89.92	69.95	55.62	51.62	40.19
市净率	31.60	25.61	16.90	14.37	10.59
EV/EBITDA	0.00	0.00	45.01	41.69	31.39
EV/EBIT	0.00	0.00	46.01	42.94	32.42

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 3 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