

延江股份(300658)研究报告

极致单品系列九|延江股份：新技术面层应用助推终端产品成为爆款，极致供应链典范进入高速成长期

增持（首次）

投资要点

- **1、公司大股东股权集中，管理层分工明确研发能力较强。**公司于2017年6月2日上市，创始人家族合计控股68.25%。公司创始人作为厦门大学及东华大学化学及化学纤维专业毕业生具有20年从业经验，曾担任北京倍舒特副总经理，目前仍有一线带队主管产品研发；公司常务总经理曾担任护舒宝中国区供应链、星巴克中国有限公司供应链总监，从业15年，同样经验丰富。
- **2、公司产品拥有极强技术壁垒，整体研发能力突出。**公司主要产品为打孔无纺布和PE打孔膜，打孔无纺布主要是用作卫生巾、纸尿布等一次性卫生用品的面层材料，PE打孔膜主要是用作卫生巾的面层材料。公司拥有特有的3D锥形打孔技术，对面层材料的渗透性具有良好的提升作用，能够使卫生巾、纸尿布更加透气干爽。公司在打孔及收卷等核心技术环节均对技术进行独立开发设计，并向不同零配件加工厂定制核心部件然后自行组装，同时其还与各家工厂签订保密协议。目前公司拥有6项发明专利，16项实用新型专利。公司每年的研发费用投入占收入比在5%，明显高于同行。
- **公司产品市场空间巨大且渗透率有望逐渐提升，客户均为国际一线龙头品牌。**公司主要产品卫生巾、纸尿裤面料和底层国内市场空间在35-68亿之间，全球市场空间有望达到180亿（公司目前收入6亿）。公司凭借独特的技术逐渐进入海外大牌供应商体系；某国际一线大牌于14年率先在旗下高端产品上使用公司技术大获成功。在龙头的示范作用下，不断有海外一线品牌成为公司客户，带动公司收入快速增长。同时，在世界范围内，公司的打孔无纺布产品普及率开始表现出提升的趋势。
- **IPO后产能扩张明确，业绩有望持续快速增长。**公司目前打孔无纺布产能16000万吨，IPO募投项目计划扩充22000万吨打孔无纺布产能，未来三年产能有望迅速增长。由于公司较强的产品开发能力和技术壁垒，其主要产品毛利率一直保持在接近40%的水平，净利率也保持在15%左右。

2017年6月20日

证券分析师 马莉

执业资格证书号码: S0600517050002
 (010) 66573632
 mal@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业资格证书号码: S0600517050003
 linjch@dwzq.com.cn

研究助理 陈腾曦

chentx@dwzq.com.cn

市场数据

收盘价(元)	39.79
一年最低价/最高价	23.29/45.02
市净率(倍)	5.85
流通市值(亿元)	9.95

基础数据

每股净资产(人民币元)	6.82
资产负债率(%)	55.71
总股本(百万股)	100.00
流通A股(百万股)	25.00

- **投资建议与盈利预测:** 公司主要从事一次性卫生用品面层材料的研发、生产和销售，主要产品为 3D 打孔无纺布和 PE 打孔膜，二者占公司收入约 90%。公司作为一个依靠技术开发驱动的优质快消品核心材料供应商，我们认为其未来的增长瓶颈应来自于其自身的扩产速度，考虑到其募投项目整体规划，假设公司未来三年打孔无纺布产能增加 8%/23%/25%，同时公司计划调配产能，并通过在淡季多生产囤货的方式以提高产能利用率，预计打孔无纺布的产能利用率从 16 年的 77% 提升至 89%/95%/95%，PE 打孔膜产能利用率每年提升 15%，预测 17/18/19 年收入为 7.4/9.4/11.5 亿，净利润 0.98/1.3/1.7 亿。公司目前市值 40 亿（39.79 元/股），17/18/19EPS 预计达 0.98/1.30/1.70 元，对应市盈率 40.7/30.5/23.5 倍，属于次新股中的优质标的，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 市场出现其他面料生产新技术，使公司生产产品渗透率提升不及预期的风险；大客户培育其他供应商出现订单转向的风险；次新股估值较高，存在回调的风险。

目录

1. 公司大股东股权集中，管理层分工明确、专业素养较强.....	5
2. 公司产品拥有极强技术壁垒，整体研发能力较强.....	6
3. 公司产品市场空间巨大且有渗透率有望逐渐提升，客户均为国际一线龙头客户	7
4. IPO 后产能扩张明确，未来有望继续快速增长	8
5. 收入在大客户带动下持续上升，技术独特性带动公司盈利能力较强	9
6. 盈利预测及投资建议	11
财务报表预测	13

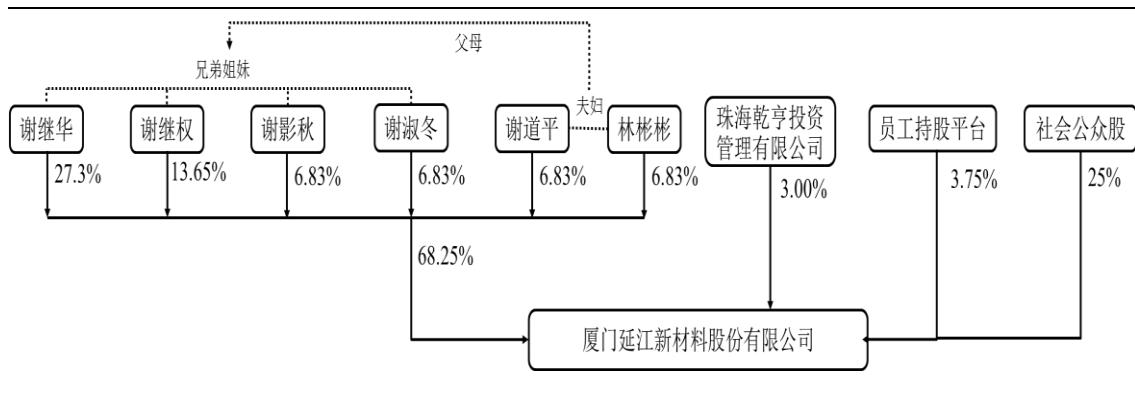
图表目录

图表 1: 延江股份股权结构图	5
图表 2: 延江股份主要产品	6
图表 3: 延江股份期间费用情况 (单位: 百万元)	7
图表 4: 延江股份前五大客户收入 (单位: 百万元)	8
图表 5: 延江股份主要产品产能情况 (单位: 吨)	9
图表 6: 延江股份收入驱动因素 (单位: 百万元)	10
图表 7: 延江股份毛利率情况	10
图表 8: 延江股份期间费用情况 (单位: 百万元)	11
图表 9: 延江股份利润情况 (单位: 百万元)	11
图表 10: 延江股份收入驱动因素 (单位: 百万元)	12
图表 11: 同行业可比公司估值.....	12

1. 公司大股东股权集中，管理层分工明确、专业素养较强

公司股权结构稳定，创始人牢牢把握公司发展方向。公司股权结构集中，创始人家族六人合计控股 68.25%。公司于 2017 年 6 月 2 日在创业板上市，发行价 19.41 元/股，实际募资 4.85 亿，目前市值 39.79 亿，2016 年，公司实现营业收入 5.99 亿，同比增长 28.96%；归母净利润 0.89 亿，同比增长 39.78%，对应估值 44 倍。

图表 1：延江股份股权结构图



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司管理层分工明确，专业素养较强。公司创始人、董事长谢继华先生为厦门大学化学系高分子化学专业学士、东华大学化学纤维系化学纤维专业硕士。曾担任过晋江舒雅妇幼用品有限公司副总经理、北京倍舒特妇幼用品有限公司副总经理，具有 20 年的行业从业经验。目前，创始人依然作为公司的核心技术人员领导一线的研发工作，大部分精力仍花在带领研发团队做产品开发方面。

在其他管理人员中，董事长弟弟谢继权担任副董事长、副总经理，主管产品销售。公司常务副总经理方和平先生，具有 15 年的行业从业经验。曾任广州宝洁有限公司护舒宝制造车间经理、护舒宝/帮宝适亚洲材料组经理、护舒宝天津厂厂长、护舒宝大中国区供应经理，星巴克中国有限公司供应链总监，2013 年加入本公司。

2. 公司产品拥有极强技术壁垒，整体研发能力较强

公司主要产品为打孔无纺布和 PE 打孔膜，打孔无纺布主要是用作卫生巾、纸尿布等一次性卫生用品的面层材料，PE 打孔膜主要是用作卫生巾的面层材料。除此以外，公司还生产无纺布腰贴等纸尿裤的其他组成部件。2016 年，公司成功研发出一种新的面层材料复合膜，并在当年实现规模销售。

公司独有的 3D 锥形打孔技术对面层材料的渗透性能具有良好的提升作用。长期以来，市场上的卫生巾及纸尿布的无纺布面层材料主要为不打孔，湿闷感较强，而采用 3D 锥形打孔工艺生产的打孔无纺布在每次液体渗透速度上明显要快于未打孔热风无纺布，所以更加干爽舒适。近年来，公司的 3D 打孔无纺布凭借其良好的性能和柔软触感已得到消费者的广泛接受和认可，市场需求增速明显，公司市场份额逐步提升。

图表 2：延江股份主要产品

产品名称	产品图片	主要性能及特点	用途
3D 打孔热风无纺布		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 既降低直接接触的面积，又因独特的漏斗孔型，在吸收层和面层间形成空气层 ◆ 加快液体的下渗速度，孔型较大使粘稠的液体（血液等）更易穿过，更加卫生 ◆ 吸收速度稳定性加强，通过机械引导的方式使多次吸收持续稳定 ◆ 配合相关孔形设计，外观更时尚与美观 	用作一次性卫生用品的面层、导流层和底层
3D 打孔纺粘无纺布		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 3D 开孔设计，降低了直接接触面积，加快了体液的下渗速度，增加了舒适性 ◆ 可以用于纸尿裤外层，增加触感柔软舒适性和透气性 	用作一次性卫生用品的面层和底层
3D 真空成型打孔膜		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 表面具有漏斗形开孔，开孔密度大，利于体液穿透，孔型可根据客户需求改变 ◆ 通过调整配方，增加柔软和渗透性能 ◆ 通过表面微观处理，减少了直接接触面积，使人在使用时感觉更加干爽，舒适 	用作妇女卫生用品的面层和导流层，及医疗和食品包装中
3D 机械成型打孔膜		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 采用真空和机械两次成型工艺，触感柔软舒适 ◆ 大小孔设计：大孔快速吸收，小孔减少皮肤接触，增加透气性，提高舒适感 	用作妇女卫生用品的面层

无纺布腰贴		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 具有无纺布的优点，触感柔软 ◆ 透气、舒适，使用时减少噪音 	用作纸尿裤的闭合系统
-------	-----------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------	------------

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

打孔和收卷作为公司打孔工艺的核心技术环节均由公司自行设计开发并组装，具有较高的市场壁垒。这两项关键工艺设备，公司均是独立开发设计，为保护技术秘密。公司分别向各不同零配件加工厂商定制核心部件，然后自行组装，涉及特别关键的零部件还需与加工厂商签订商业保密协议。公司不仅已熟练掌握 3D 锥形孔型，而且已可根据不同客户需求在模具中加入个性化设计；对于最终收卷设备的开发制造，公司已能满足主要客户对卷材的生产连续性和稳定性的要求。目前公司核心技术均已申请专利，现拥有 6 项发明专利，16 项实用新型专利。

研发团队阵容强大，创始人亲自带队，高研发投入保证公司产品的持续竞争力。经过多年的实践和积累，公司拥有一支经验丰富的技术研发团队，目前，公司直接从事技术工作的研发人员有 74 人，占员工总人数的比例分别为 8.65%。公司十分重视研发工作，每年公司研发投入占比都维持在 5% 附近，约占每年管理费用的一半，远高于行业的平均水平。

图表 3：延江股份期间费用情况（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016
管理费用	18.22	23.40	34.03	55.44	57.88
/总收入	8.7%	10.5%	9.2%	11.9%	9.7%
其中：研发投入	10.01	10.92	17.85	24.19	27.83
/总收入	4.8%	4.9%	4.8%	5.2%	4.6%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3. 公司产品市场空间巨大且有渗透率有望逐渐提升，客户均为国际一线龙头客户

公司主要产品市场空间较大。公司生产的产品主要为国际和国内卫生用品龙头企业提供卫生巾和纸尿裤的面层和底层。由于面层和底层材料合计占卫生巾和纸尿裤的最终售价的 5%-10%，按照 2015 年我国妇女为啥用品市场规模 373 亿、婴儿纸尿布市场规模 314 亿估算，**2015 年公司产品的国内市场容量约为 34.37-68.74 亿元**；从全球角度看，2014 年全球

卫生巾的市场规模约为 234 亿美元，全球婴儿纸尿裤的市场规模约为 325 亿美元，因此公司产品全球市场容量保守估计在 180 亿元以上。据公司招股书估算，到 2020 年底，我国国内一次性卫生用品面层材料行业的整体市场规模将达 51.75-103.5 亿元，全球一次性卫生用品面层材料行业的整体市场规模将达 300.87-601.74 亿元，增速为 8.6%。

面层材料行业的集中度目前较高，公司自有技术能够带来差异化的竞争。在全球市场上，德国 RKW（年销售额 11 亿美元），美国卓德嘉（Tredegar）和普杰集团（PGI，年销售额 11 亿美元）为代表的大型企业在生产规模、技术开发、市场品牌等方面都具有较强的市场竞争力，市场占有率较高。然而延江股份凭借独特的 3D 锥形打孔技术使得其拥有了产品的差异化竞争优势。目前公司已进入了各大国际和国内卫生用品龙头企业的供应商体系，其产品逐渐从下游高端领域，下渗到中高端产品领域，体现出来强劲的增长潜力。

目前前五大客户均为海内外龙头企业，由于产品先进的技术公司产品开始出现渗透率提升的趋势。由于公司产品的独特性，其前五大客户均为国际一线龙头企业。公司产品作为一种新的面层材料，某美国大型国际品牌经过 12、13 年的实验，在 14 年率先在其高端纸尿布产品中使用，并在市场上取得了巨大的成功。因此该大型品牌已成为公司第一大客户，并与延江股份之间形成了强烈的互相依存关系。

在此基础上，另一家美国快消巨头以及日本快消龙头企业在 16 年开始在其纸尿裤及卫生巾产品上使用公司的打孔无纺布作为面层材料，采购量呈现快速增加的趋势。我们认为作为一种新型的面层材料，打孔无纺布正处于市场应用的起步阶段，未来市场规模将不断扩大，公司有望在产品迭代的过程中充分提升其渗透率。

图表 4：延江股份前五大客户收入（单位：百万元）

	2014	2015	2016
前五大客户收入	301.8	386.3	502.1
YOY		28.0%	30.0%
占比	81.7%	83.1%	83.8%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

4. IPO 后产能扩张明确，未来有望继续快速增长

公司未来产能扩张主要来自打孔无纺布募投项目。公司打孔无纺布产能利用率在近两年维持在 80% 左右，主要由于婴儿纸尿布消费有一定

季节性，夏季由于天气较热婴儿纸尿布用量会有所减少，因此夏季相对销售较淡。由于公司产能配置均需要为保证旺季时的生产，因此整体产能利用率基本稳定在 80% 左右。

在 PE 打孔膜方面，14 年由于公司放弃印度建厂计划使得来自美国国际快销巨头订单有所下滑。15 年由于该快消巨头再次增加订单，因此公司于 15 年完成 PE 打孔膜的产能扩张，并且在 16 年开始产能利用率开始逐步回升。

图表 5：延江股份主要产品产能情况（单位：吨）

	2014	2015	2016
打孔无纺布			
产能	8,300	12,000	16,000
产量	8,032	9,436	12,394
产能利用率	97%	79%	77%
PE 打孔膜			
产能	7,000	10,600	10,600
产量	4,466	4,815	5,510
产能利用率	64%	45%	52%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司募投项目为 2.2 万吨的打孔无纺布扩产项目，相较目前产能提升接近 140%。随着各大海外品牌逐渐开始对打孔无纺布进行商业测试，未来公司的打孔无纺布有望保持快速增长趋势。公司亟需对现有产能进行快速扩张。随着募投项目的逐步投产，公司将在未来三年内逐步投放打孔无纺布和热风无纺布产能各 1 万吨，17/18/19 年二者各自分别扩产约 1000/4000/5000 吨，全部产能落成投产后，公司产能较目前能提升 137.5%。

5. 收入在大客户带动下持续上升，技术独特性带动公司盈利能力较强

公司收入在打孔无纺布和 PE 打孔膜带领下迅速增长。其中，2014 年在公司第一大客户美国国际品牌开始全面在其高端品牌使用打孔无纺布背景下，公司打孔无纺布收入增长超过 120%；而 2016 年公司打孔无纺布的快速增长则是由于在美国客户的示范作用下，其他日本品牌开始大量使用该面料，带动打孔无纺布销售收入持续提升。

PE 打孔膜方面,由于公司在 2015 年与美国国际快消龙头签订合约并扩充了产能,因此其销售收入在 15 年之后保持了稳定快速的增长。

图表 6: 延江股份收入驱动因素 (单位: 百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016
总收入	208.65	222.78	369.55	464.69	599.26
YOY		6.8%	65.9%	25.7%	29.0%
打孔无纺布	85.01	118.09	260.10	311.39	401.97
YOY		38.9%	120.3%	19.7%	29.1%
PE 打孔膜	123.15	100.26	92.37	110.09	132.62
YOY		-18.6%	-7.9%	19.2%	20.5%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司 2012 年-2016 年毛利率呈现明显上行趋势, 主要受益原材料价格下行+产量提升下单位产品折旧摊销下降: 公司制造成本中直接材料/人工/制造费用分别占比 74%/12%/14% (2016 年数据), 其中直接材料主要包含 ES 纤维 (用于打孔无纺布) 及塑料米 (用于 PE 打孔膜), 该两项材料受 2014 年以来国际原油价格下滑影响采购价格持续下行; 另外受益公司产量增加单位产品折旧摊销下降, 带来公司产品单位成本下降。具体来看, 打孔无纺布产品方面, 近三年毛利率提升主要与原材料价格下行以及中间产品热风无纺布自产率提高有关; PE 打孔膜毛利率提升则与高端产品 C270 打孔膜订单占比提升有关。

图表 7: 延江股份毛利率情况

	2012	2013	2014	2015	2016
综合毛利率	27.5%	31.8%	33.5%	37.3%	36.4%
其中: 打孔无纺布毛利率	23.7%	30.6%	34.6%	38.5%	36.9%
PE 打孔膜毛利率	30.3%	33.5%	31.3%	38.0%	41.5%
无纺布腰贴毛利率			37.8%	29.0%	25.2%
热风无纺布毛利率			18.7%	12.5%	18.0%
复合膜毛利率					22.9%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司期间费用率维持在 20% 水平, 其中高研发投入支撑公司在技术

和技术上的持续更新：销售费用方面主要由运杂及港杂费构成，近年该项费用随收入规模提升持续提升，主要与公司出口业务占比增加有关；管理费用方面，公司研发费用占收入比重长期维持在 5% 水平，高效的研发投入使公司已掌握 6 项发明专利及 16 项实用新型专利，未来预计随产量持续增加，管理费用作为相对刚性支出，占收入比重有下降空间；财务费用方面，随公司上市融资后杠杆率下降，预计未来亦有下行空间。

图表 8：延江股份期间费用情况（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016
销售费用	18.04	18.46	29.02	38.90	51.36
/总收入	8.6%	8.3%	7.9%	8.4%	8.6%
管理费用	18.22	23.40	34.03	55.44	57.88
/总收入	8.7%	10.5%	9.2%	11.9%	9.7%
其中：研发投入	10.01	10.92	17.85	24.19	27.83
/总收入	4.8%	4.9%	4.8%	5.2%	4.6%
财务费用	2.35	5.29	9.10	3.89	4.22
/总收入	1.1%	2.4%	2.5%	0.8%	0.7%
期间费用	38.61	47.15	72.15	98.23	113.46
期间费用率	18.5%	21.2%	19.5%	21.1%	18.9%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

受益毛利率提升及稳定控费，公司净利润率稳步提升，2016 年达到 15% 水平，结合公司收入的迅速增长，公司在近年呈现出高且有持续性的业绩增速，2016 年同比增长 38.3% 达到 8980 万水平。

图表 9：延江股份利润情况（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016
净利润	14.92	20.69	42.86	64.91	89.80
YOY		38.7%	107.1%	51.4%	38.3%
净利率	7.2%	9.3%	11.6%	14.0%	15.0%
归母净利润	16.10	21.33	42.30	63.97	89.42
YOY		32.5%	98.3%	51.2%	39.8%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

公司主要从事一次性卫生用品面层材料的研发、生产和销售，主要产品为 3D 打孔无纺布和 PE 打孔膜，二者占公司收入约 90%。公司作为一个依靠技术开发驱动的优质快消品核心材料供应商，我们认为其未来的增长瓶颈应来自于其自身的扩产速度，考虑到其募投项目整体规划，假设公司未来三年打孔无纺布产能增加 8%/23%/25%，同时公司计划调配产能，并通过在淡季多生产囤货的方式以提高产能利用率，预计打孔无纺布的产能利用率从 16 年的 77% 提升至 89%/95%/95%，PE 打孔膜产能利用率每年提升 15%，预测 17/18/19 年收入为 7.4/9.4/11.5 亿，净利润 0.98/1.3/1.7 亿。公司目前市值 40 亿（39.79 元/股），17/18/19EPS 预计达 0.98/1.30/1.70 元，对应市盈率 40.7/30.5/23.5 倍，属于次新股中的优质标的，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 10：延江股份收入驱动因素（单位：百万元）

	2016	2017E	2018E	2019E
总收入	599.26	742.45	942.25	1,151.52
YOY		23.9%	26.9%	22.2%
打孔无纺布	401.97	500.79	657.33	821.66
YOY		24.6%	31.3%	25.0%
PE 打孔膜	132.62	165.82	204.09	242.36
YOY		25.0%	23.1%	18.8%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图表 11：同行业可比公司估值

	EPS ^{TTM}	市盈率 ^{TTM}
延江股份	0.9	44.1
欣龙控股	0.08	74.5
诺邦股份	0.46	64.1

数据来源：wind，东吴证券研究所

风险提示

- (1) 市场出现其他面料生产新技术，使公司生产产品渗透率提升不及预期的风险
- (2) 大客户培育其他供应商出现订单转向的风险
- (3) 次新股估值较高，存在回调的风险

财务报表预测

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	358.4	762.1	737.8	744.0	营业收入	599.3	742.4	942.3	1151.5
现金	101.7	454.4	328.2	265.6	营业成本	381.2	496.7	629.4	768.7
应收款项	170.8	207.6	285.3	333.3	营业税金及附加	3.4	3.7	4.7	5.8
存货	68.6	81.9	106.0	120.1	销售费用	51.4	61.9	77.5	88.6
其他	17.2	18.3	18.3	25.0	管理费用	57.9	79.1	89.9	101.9
非流动资产	180.9	296.6	407.4	515.4	财务费用	4.2	(11.4)	(7.8)	(5.9)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	144.1	254.1	364.1	474.1	其他	0.5	2.5	1.5	1.0
无形资产	11.4	11.4	11.4	11.4	营业利润	101.3	109.9	147.1	191.3
其他	25.4	31.1	31.9	29.9	营业外净收支	4.5	5.7	7.1	8.9
资产总计	539.3	1058.8	1145.2	1259.4	利润总额	105.9	115.6	154.1	200.3
流动负债	252.4	243.8	260.8	286.1	所得税费用	16.1	17.3	23.1	30.0
短期借款	119.7	100.0	100.0	100.0	少数股东损益	0.4	0.4	0.6	0.7
应付账款	41.7	61.0	78.8	101.0	归属母公司净利润	89.4	97.8	130.5	169.5
其他	91.1	82.8	82.0	85.2	EBIT	108.8	104.7	145.4	192.3
非流动负债	36.2	31.6	32.2	33.0	EBITDA	126.9	118.1	160.1	207.4
长期借款	2.0	0.0	0.0	0.0					
其他	34.2	31.6	32.2	33.0					
负债总计	288.7	275.4	293.0	319.1					
少数股东权益	2.3	1.6	1.9	1.9					
归属母公司股东权益	248.3	781.8	850.3	938.4					
负债和股东权益总计	539.3	1058.8	1145.2	1259.4					
<hr/>									
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	83.93	35.80	39.74	114.89	每股收益(元)	1.19	0.98	1.30	1.70
投资活动现金流	(29.55)	310.93	(167.83)	(169.99)	每股净资产(元)	3.34	7.83	8.52	9.40
筹资活动现金流	3.75	6.01	1.91	(7.54)	发行在外股份(百万股)	75.0	100.0	100.0	100.0
现金净增加额	58.13	352.74	(126.17)	(62.63)	ROIC(%)	24.9%	10.1%	13.0%	15.7%
折旧与摊销	18.08	13.38	14.63	15.18	ROE(%)	41.9%	19.0%	16.0%	19.0%
资本开支	120.23	66.11	93.76	120.69	毛利率(%)	36.4%	33.1%	33.2%	33.2%
营运资本变动	(33.06)	(66.74)	(99.39)	(65.40)	EBIT Margin(%)	18.2%	14.1%	15.4%	16.7%
企业自由现金流	197.54	101.76	132.62	233.89	销售净利率(%)	14.9%	13.2%	13.8%	14.7%
					资产负债率(%)	53.5%	26.0%	25.6%	25.3%
					收入增长率(%)	29.0%	23.9%	26.9%	22.2%
					净利润增长率(%)	39.8%	9.4%	33.4%	29.9%
					P/E	44.5	40.7	30.5	23.5
					P/B	16.02	5.09	4.68	4.24
					EV/EBITDA	32.3	34.5	25.5	19.7

数据来源：wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>