

欧普康视(300595)

—小产品大行业、唯一稀缺标的

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 73.88 元

投资要点:

※ 国内唯一一家获 CFDA 批准注册证的硬性角膜塑形镜企业

公司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，也是首家眼视光研发、生产上市企业。主要产品为硬性角膜接触镜类镜片及镜片护理产品，梦戴维角膜塑形镜为主营产品中的核心。角膜塑形镜已临床应用超过十年，在 8-18 岁近视群体中，角膜塑形镜目前是治疗屈光不正最理想的产品。

※ 小产品大行业、唯一稀缺标的

公司所处大行业为医疗器械行业，细分行业为硬性接触角膜塑形镜行业。世界卫生组织 2017 年最新研究报告称，目前中国近视患者人数多达 6 亿，几乎是中国总人口数量的一半。我国高中生和大学学生的近视率均已超过七成，并逐年增加，青少年近视率高居世界第一，小学生的近视率也接近 40%。国内市场角膜塑形镜销售企业，除了公司以外，另有美国 3 家、日本 1 家、韩国 1 家、荷兰 1 家、中国台湾 1 家共 7 家角膜塑形镜生产企业向中国出口角膜塑形镜。角膜塑形镜在国内仍是小产品，但庞大的用户基础为行业发展提供了广阔的空间，公司作为国内唯一一家角膜塑形镜企业，年产销量不足 30 万片，渗透率极低。

※ 估值与投资建议

我们认为，公司主要产品未来三年仍将保持 30%以上的高速增长。根据我们的假设，我们预计公司 2018/2019/2020 年每股收益分别为 1.61/2.15/2.89/元，对应 2018/2019/2020 年动态 PE 分别为 43/33/24 倍。根据同行业上市公司估值比较来看，公司的估值水平处于行业平均水平，由于公司产品的稀缺性，我们认为，公司可享受略高于行业的估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	235	312	415	553	738
营业收入增长率	33%	33%	33%	33%	34%
净利润(百万元)	114	151	200	268	360
净利润增长率	29%	32%	33%	34%	34%
EPS(元)	2.24	1.26	1.61	2.15	2.89
ROE	36.6%	18.7%	19.1%	20.4%	21.5%
P/E	33.0	58.6	43.87	32.78	24.41
P/B		11.3	8.38	6.67	5.24
EV/EBITDA	-1.3	49.3	37	28	21

发布时间: 2018 年 05 月 23 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	73.88 / 42.51
上证指数/深圳成指	3214.35/10765.81
50 日均成交额(百万元)	69.84
市净率(倍)	10.85
股息率	0.28%

基础数据

流通股(百万股)	136.80
总股本(百万股)	223.77
流通市值(百万元)	10107.08
总市值(百万元)	16531.76
每股净资产(元)	6.81
资产负债率	12.32%

股东信息

大股东名称	陶悦群
持股比例	37.32%

国元持仓情况

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 邹翠利
 执业证书编号: S0020511030012
 电话: 021-51097188-1922
 电邮: zoucuili@gyzq.com.cn
 地址: 中国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
 (230000)

目 录

图表目录.....	2
第 1 部分 公司概况.....	3
1.1 国内唯一一家获 CFDA 批准注册证的硬性角膜塑形镜企业.....	3
1.2 营收与净利润同比保持高增长.....	3
1.3 公司十大股东情况.....	4
第 2 部分 小产品大行业、唯一稀缺标的.....	5
2.1 近视人群增多，视光科产品前景广阔.....	5
2.2 小产品大行业.....	6
2.3 消费升级与认知改变提升产品市场空间.....	7
第 3 部分 主要看点.....	8
加强销售渠道拓展，加大培训力度，夯实产品的认知度.....	8
加速产品升级、丰富产品结构，聚焦眼视科服务.....	10
估值与投资建议.....	11

图表目录

图 1 公司主营业务收入结构.....	3
图 3 公司营收与净利润增长情况.....	4
图 4 公司产品概览.....	7
图 5 Dreamvision 新一代解膜塑形镜向进口品牌看齐.....	10
图 6 取得折叠式人工玻璃体球囊国内总经销权.....	10
表 1 2017 年年报公司前十大股东情况.....	4
表 2 5-19 岁人群分布.....	6
表 3 2020 年我国人口近视患病率与患病人数.....	6
表 4 人均消费支出.....	8
表 5 公司 2017 年新投资设立的经销机构及分区域营收情况.....	9
表 6 与盈利预测有关的假设.....	11
表 7 估值比较.....	12
表 8 且 盈利预测表.....	13

第 1 部分 公司概况

1.1 国内唯一一家获 CFDA 批准注册证的硬性角膜塑形镜企业

公司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，也是首家眼视光研发、生产上市企业。主要产品为硬性角膜接触镜类镜片及镜片护理产品，梦戴维角膜塑形镜为主营产品中的核心。“梦戴维”系列角膜塑形镜是一种用于矫正近视的特殊硬性角膜接触镜，根据用户的角膜几何形状和屈光度个性化设计制作，通过暂时性的改变角膜形态达到暂时性降低近视度数的效果，用户通常睡觉时配戴，起床后摘下，可以拥有一个完整白天的清晰裸眼视力。在 8-18 岁近视群体中，角膜塑形镜目前是治疗屈光不正最理想的产品。

图 1 公司主营业务收入结构

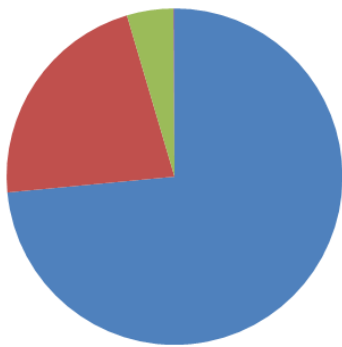
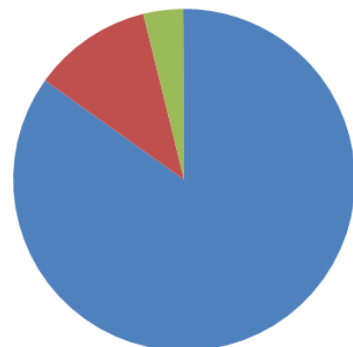


图 2 公司主营业务毛利情况



■ 角膜接触镜 ■ 护理产品 ■ 普通框架镜销售及其他 ■ 其他业务 ■ 角膜接触镜 ■ 护理产品 ■ 普通框架镜销售及其他 ■ 其他业务

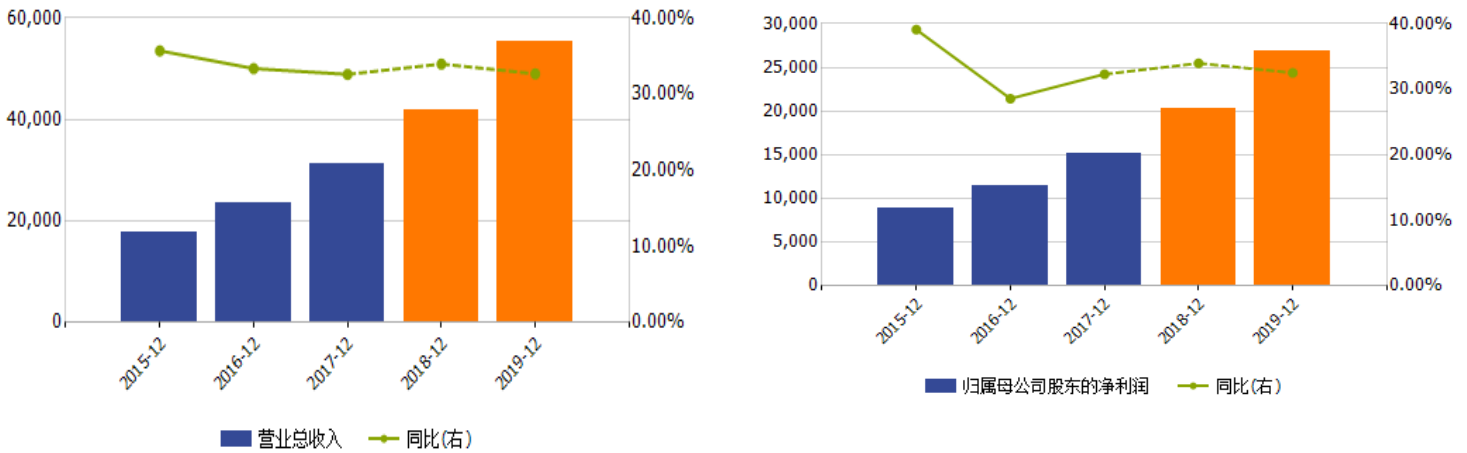
资料来源: wind 国元证券研究中心 (2017 年年报数据)

公司主营业务收入中角膜塑形镜占比 74%，毛利占比 85%，与镜片配套产品护理液收入占比 22%，毛利占比仅 10%，角膜塑形镜是公司营业收入毛利占比最大，盈利能力最好的产品。

1.2 营收与净利润同比保持高增长

受益产品稀缺性，公司过去几年收入和净利润同比保持 30%以上的高增长，公司上市后，将使公司的产品受到更多的关注，形成良好的广告效应，我们认为，广阔市场空间、消费升级，不断改变的认知，公司未来的高增长依然可期，天花板仍很高。

图3 公司营收与净利润增长情况



资料来源: wind 国元证券研究中心

1.3 公司十大股东情况

公司第一大股东陶悦群先生,持有公司股份 46,397,810 股,占比 37.32%,是公司的创始人,美国加州大学洛杉矶分校(UCLA)工程博士。曾任美国加州大学研发顾问和加州州立大学授课教授。曾在国内外学术杂志上发表多篇科技论文,多次参加全球角膜塑形镜大会、全球特殊接触镜大会等角膜塑形技术行业的国际会议,参与编写《现代角膜塑形学》专著。

表 1 2017 年年报公司前十大股东情况

“增持”和“新进入前十”				
股东名称	变动类型	持股数量(股)	上期持股数量(股)	持股比例变化(%)
泰康人寿保险有限责任公司-投连-行业配置	新进前十	1,632,716	--	1.31
富达基金(香港)有限公司-客户资金	新进前十	1,406,902	--	1.13
UBS AG	新进前十	1,227,259	--	0.99
合计		4,266,877		3.43

“减持”和“退出前十”				
股东名称	变动类型	持股数量(股)	上期持股数量(股)	持股比例变化(%)
陈子芳	比上期减少	893,900	1,317,380	-0.36
中国工商银行股份有限公司-富国医疗保健行业混合型证券投资基金	退出前十	--	1,350,888	-1.1
中信银行股份有限公司-浦银安盛医疗健康灵活配置混合型证券投资基金	退出前十	--	893,193	-0.73
林奇	退出前十	--	666,666	-0.54
合计		893,900		-2.73

“持股比例不变”				
股东名称	变动类型	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
陶悦群	不变	46,397,810	37.32	限售流通 A 股
南京欧陶信息科技有限公司	不变	18,046,814	14.52	限售流通 A 股
合肥欧普民生投资管理合伙企业(有限合伙)	不变	9,182,900	7.39	限售流通 A 股
苏州文景九鼎投资中心(有限合伙)	不变	9,144,236	7.36	限售流通 A 股
苏州嘉岳九鼎投资中心(有限合伙)	不变	6,553,690	5.27	限售流通 A 股
苏州和众九鼎投资中心(有限合伙)	不变	2,474,550	1.99	限售流通 A 股
合计		91,800,000	73.85	

资料来源: wind 国元证券研究中心

第 2 部分 小产品大行业、唯一稀缺标的

世界卫生组织 2017 年最新研究报告称，目前中国近视患者人数多达 6 亿，几乎是中国总人口数量的一半。我国高中生和大学学生的近视率均已超过七成，并逐年增加，青少年近视率高居世界第一，小学生的近视率也接近 40%。近视发病率居高不下的原因与中国的教育观念有直接的关系。一方面，升学压力逼迫孩子们用大量时间读书、做作业、练考题，近距离用眼时间增加。另一方面，越来越多的科技产品（智能手机、平板电脑等）使孩子们经常长时间注视电子屏幕，导致他们用眼强度大增，眨眼频率降低，造成视力减退。

2.1 近视人群增多，视光科产品前景广阔

根据国家统计局的数据，我国目前 6-19 岁的人群约 2.2 亿人。根据世界卫生组织不同人群给出的近视比例，我们计算出，约有 1.1 亿近视人群

表 2 5-19 岁人群分布

年份(单位:万人)	5-9 岁 (小学)	10-14 岁 (初中)	15-19 岁 (高中)
2003	8,477	11,320	10,816
2004	7,916	10,789	11,335
2005	8,159	10,421	11,114
2006	7,780	9,824	11,575
2007	7,584	9,368	10,993
2008	7,251	8,938	10,452
2009	7,220	8,407	9,568
2011	7,208	7,357	9,458
2012	7,380	7,203	8,896
2013	7,593	7,008	8,355
2014	7,673	7,085	7,879
2015	7,574	7,121	7,519
2016	7,619	7,218	7,356

资料来源: 国家统计局 国元证券研究中心

根据<国民视觉健康报告>的预测, 到 2020 年近视患病率 6-15 岁 77.42%, 近视患病率进一步增加, 仅 6-15 岁人群就有 1.1 亿,

表 3 2020 年我国人口近视患病率与患病人数

预测 2020 年我国人口近视患病率与患病人数	6-15 岁	16-24 岁	25-49 岁	≥50 岁	>50 岁合计
近视患病率 (%)	77.42	89.35-93.93	54.9	29.7	50.86-51.36
轻度近视	54.68	41.7-57.61	36.81	NA	NA
中度近视	19.63	26.9-39.92	15.39	NA	NA
高度近视	3.11	4.84-12.3	2.7	2.57	2.89-3.72
总人口 (百万人)	141.5	149	542.3	551.7	1384.6
近视人数	109.55	133.13-139.96	297.72	163.85	704.62-711.08
轻度近视	77.375	62.13-85.84	199.62	NA	NA
中度近视	27.78	40.01-59.48	83.46	NA	NA
高度近视	4.4	7.21-18.33	14.64	14.18	40.04-51.55

资料来源: 国民视觉健康报告 国元证券研究中心

根据两个统计口径, 中国现阶段就已有 1 亿多青少年人群有的视光保健服务需求, 对于学生来说, 实际的买单者都是父母, 他们都具备较强的购买力, 视光科保健服务为刚需, 且市场空间真的非常大。

2.2 小产品大行业

公司所处大行业为医疗器械行业, 细分行业为硬性接触镜行业。国内市场角膜塑形镜销售企业, 除了公司以外, 另有美国 3 家、日本 1 家、韩国 1 家、荷兰 1 家、中国台湾 1 家共 7 家角膜塑形镜生产企业向中国出口角膜塑形镜。角膜塑形镜虽然是小产品, 但

庞大的近视用户需求，视光科医疗器械产品是一个大行业。

图 4 公司产品概览



资料来源:公司网站 国元证券研究中心

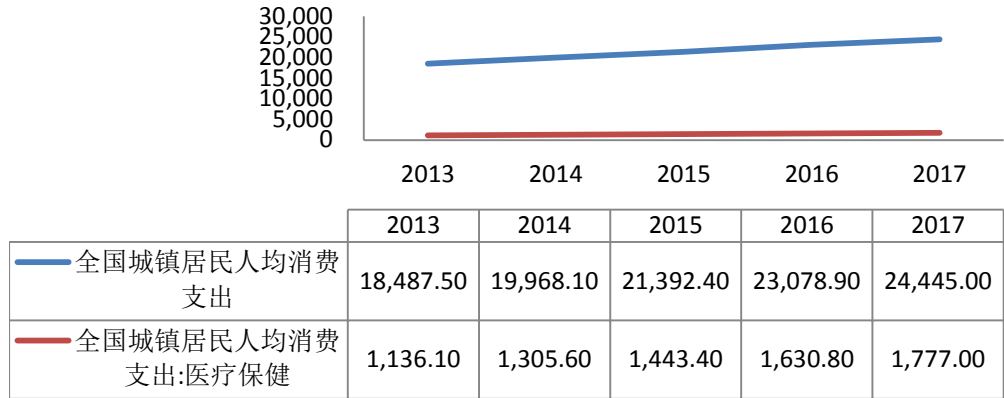
公司主要产品为梦戴维、日戴维角膜塑形镜系列及护理液。2017 年底，公司推出了高端角膜塑形镜产品并使用了新的商标 DreamVision，将智能化、自动化、个性化融入一体，涵盖了进口品牌文宣中强调的特点，受到了眼视光专业人员的专注。2016 年公司取得参股的广州卫视博所生产折叠式人工玻璃体球囊国内总经销权，2017 年，该产品取得中华人民共和国医疗器械注册证，可以进入临床使用。公司不断丰富自己在视光科产品领域的产品结构。

公司年产销量不足 30 万片。根据公司 2017 年报最新数据，2017 年公司产品均价 1115 元/片，2016 年 1008 元/片，同比增长 11%，公司产品价格稳定，且逐年上升。根据最新财报数据，公司产品毛利率达 75%，净利润率 46%。作为一个稀缺性小产品，公司产品享有较高毛利率和净利率水平，我们认为，分散的市场格局决定了公司未来很长时间仍将享受较高的盈利水平。

2.3 消费升级与认知改变提升产品市场空间

根据国家统计局的数据，全国城镇居民人均消费支出逐年增加，全国城镇人均消费年均增长 7%左右，其中医疗保健支出年均增长 10%左右，医疗保健消费支出在逐年幅度远大于整体的消费支出水平，随着人们生活水平的提高，人们对医疗保健的关注度不断提升，医疗保健支出占总消费支出的比例已经达到 7%左右。我们认为，未来这一比例仍将有上升的空间。

表 4 人均消费支出



资料来源: 国家统计局 国元证券研究中心

角膜塑形镜目标消费群体主要是 8-18 岁青少年群体, 这部分群体的特殊性在于, 消费者和买单者错层, 按照父母人均 30 岁来计算, 最大的消费者的父母已经是 70 后, 70 后父母已经是这个经济群体的中坚力量, 就公司的产品价格来说, 承受能力尚可, 因此, 对产品认知的提升我们认为是产品市场空间提升的主要因素。

第 3 部分 主要看点

公司的主要产品角膜塑形镜产品具备较高的壁垒: 1) 技术壁垒, 产品属三类医疗器械, 技术要求较高, 国家管控的壁垒也比较高。2) 销售壁垒, 大部分销售在医疗机构, 进医院有壁垒, 零售渠道需要获得许可证。3) 验配壁垒: 验配的技术要求较高; 从国内市场来看, 公司也具备较强的竞争优势: 1) 综合实力强公司在角膜塑形镜行业销售规模最大、综合实力最强。2) 起步早: 起步最早, 已有 13 年的行业经验。3) 网络覆盖: 销售网络完整。4) 技术支持和培训服务方面等方面也有明显的竞争优势。产品突出的优点是个性化, 下单后根据患者情况定制, 镜片的各种参数都可以修改, 产品上有用户姓名标识, 不采用库存镜片销售的模式。

加强销售渠道拓展, 加大培训力度, 夯实产品的认知度

公司采用**经销和直销相结合的模式, 目前以经销为主**。在经销渠道方面, 公司拥有一批拥有相关医疗器械经营许可证的经销商, 授权他们向某个特定区域, 或某些眼视光服务机构销售公司的产品。而对于一些民营医院和公司(及子公司)所在区域的非民营医院, 公司将产品直销往医院。公司为客户(经销商和医院)提供技术培训、规范经营培训、验配技术支持、规范性督查、产品售后服务、安全风险防范协助等专业化服务。

2017 年初, 公司制定了通过投资控股业绩较好的经销机构, 巩固和扩大销售渠道, 同时提高销售利润的视光服务终端发展计划。公司在 2017 年 1 月 17 日上市后成立了投资部, 利用自有资金和募投项目资金推动营销服务网络的建设, 按照自主新建和投资合作建设二种模式推进。2017 年度, 公司完成了对武汉视佳医、山东梦诺、安徽康视眼健康等公司的投资, 同时在江苏和安徽新建了 7 个视光服务终端。投资部在 2017 年

还考察了数十家投资标的，为公司未来投资工作的加速推进做了必要的准备。

表 5 公司 2017 年新投资设立的经销机构及分区域营收情况

序号	公司全称	公司简称	本期纳入合并范围原因
1	合肥湖滨梦戴维视光科技有限公司	合肥梦戴维	投资设立
2	马鞍山康视眼科医院有限公司	马鞍山康视眼科	投资设立
3	芜湖欧普康视眼科门诊有限公司	芜湖欧普	投资设立
4	张家港梦戴维科技有限公司	张家港梦戴维	投资设立
5	无锡欧普康视科技有限公司	无锡欧普	投资设立
6	福州梦戴维医疗器械有限公司	福州梦戴维	投资设立
7	陕西欧普康视医疗科技有限公司	陕西欧普	投资设立
8	海安欧普康视眼镜有限公司	海安欧普	投资设立
9	南京江宁欧普康视眼科诊所有限公司	江宁欧普	投资设立
10	镇江市梦戴维医疗器械有限公司	镇江梦戴维	投资设立
11	宜兴欧普康视科技有限公司	宜兴欧普	投资设立
12	安徽康视眼健康管理有限公司	安徽康视眼科	投资设立

分地区					
东北地区	16,086,961.07	5.16%	9,044,637.31	3.85%	77.86%
华北地区	24,678,047.71	7.92%	12,623,228.58	5.37%	95.50%
华东地区	182,122,587.17	58.44%	141,809,447.70	60.34%	28.43%
华南地区	19,063,368.39	6.12%	15,143,168.30	6.44%	25.89%
华中地区	32,593,914.58	10.46%	28,958,566.88	12.32%	12.55%
西北地区	15,980,926.08	5.13%	14,061,597.57	5.98%	13.65%
西南地区	21,103,270.06	6.77%	13,378,017.27	5.69%	57.75%

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

公司经过多年的经营和市场开拓，已在国内地区建立了完善的产品营销网络和售后服务体系，2017 年，公司的合作医院和零售机构又增加了 100 多家。一方面，公司销售网络较为健全，公司的营销人员务实、敬业，产品配送及时、到位，深受全国各地用户的好评。公司择优选取资质较好、具有良好信誉的经销商和医疗机构作为合作对象的同时，并为其提供系统的技术培训和支 持，从而与客户形成了较强的互动与黏性销售网络，并且具有较强的排他性。公司设计和生产的硬性角膜接触镜产品已进入 700 多家医院验配点，累计验配超过 60 万例。

2017 年，公司举办了 8 期初级培训、5 期中级培训、2 期人工玻璃体球囊培训，累计已举办了 77 期初级培训、40 期中级培训班，参训人次超过万人，落实了安全、规范、专业的经营理念，扩大了产品的专业推广队伍。2018 年计划继续加强硬性接触镜的学术推广和技术培训，扩大品牌影响力。除全国性眼科专业会议外，将全面参与各省级眼科年会，部分地区将参加市级眼科年会。计划开设 8 期角膜塑形初级技术培训班和中期中级技术培训班，计划开展视功能训练辅助角膜塑形的高级培训班，进一步提高从事临床应用人员的技术水平、服务意识、解决疑难问题的能力。

加速产品升级、丰富产品结构，聚焦眼视科服务

2017 年底，公司推出了高端角膜塑形镜产品并使用了新的商标 DreamVision，将智能化、自动化、个性化融入一体，涵盖了进口品牌文宣中强调的特点，受到了眼视光专业人员的专注。

图 5 Dreamvision 新一代角膜塑形镜向进口品牌看齐

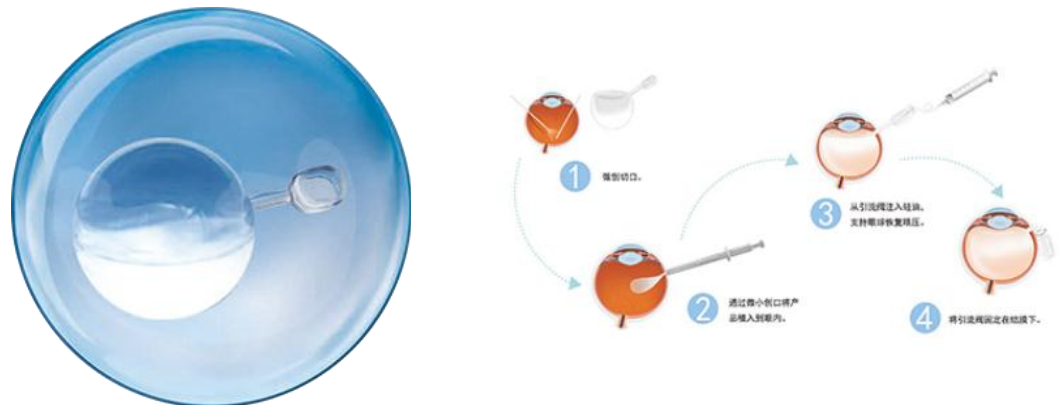


资料来源：公司网站 国元证券研究中心

镜片由日本新一代全自动化高精度仪器加工，镜片质量精良、稳定。采用全球广泛使用的高透氧率接触镜材料，兼顾塑形效果和透氧性。智能化调整镜片参数，更精准，更科学，使用更安全。试戴简单，试戴、配镜时间缩短。定位区与角膜吻合，泪液交换好，更舒适健康。可以合法矫正 600 度以内近视，降幅高。

2016 年公司取得参股的广州卫视博所生产折叠式人工玻璃体球囊国内总经销权，2017 年，该产品取得中华人民共和国医疗器械注册证，可以进入临床使用。该产品由球囊、引流管和引流阀组成，由医用硅橡胶材料制成。通过将硅胶注入特制的模具中，经过高温高压处理，使球囊、引流管和引流阀一次成型。用于严重视网膜脱离，不能用现有的玻璃体替代物进行治疗的患者。

图 6 取得折叠式人工玻璃体球囊国内总经销权



资料来源：公司网站 国元证券研究中心

该产品首次提出模拟自然玻璃体的新理论，提出人工玻璃体的概念，即模拟人自然玻璃体腔形状设计固体的折叠式人工玻璃体球囊，实现顶压视网膜的长期稳定，恢复自然玻璃体对眼球形态的维持和支撑功能，同时避免了填充介质（硅油）与眼内组织结构的直接接触而带来不良反应，是我国独立研制的**创新产品，国际首创**。该产品可长期填充在眼内，解决了玻璃体替代物不能长期停留在眼内、不能长期顶压视网膜或需反复手术等问题，避免患者眼球摘除和植入义眼座。

据调研，玻璃体切除手术一年 20 万人左右，其中会有一定比例用这个产品，该产品的终端价格为 2 万元。假设每年 1% 用该产品的话，该部分产品一年的销售收入就能达到 4000 万，3% 的话就能达到 1.2 亿元。我们认为，人工玻璃体球囊与原有角膜塑形镜的培训和销售渠道存在较大的协同效应，公司在视光科产品的品类未来将会进一步丰富。

估值与投资建议

我们认为，公司的主营产品角膜塑形镜产品仍有望保持年均 30% 的增长，护理产品由于是耗材，其增速高于产品的增速为 40%，普通框架镜的销售基数低，但未来随着公司零售终端店的提升，会有较高的增速，假设为 50%。

我们认为，未来三年行业还未达到充分竞争的阶段，因此，公司毛利率仍将保持稳定且小幅上升。

表 6 与盈利预测有关的假设

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	235.02	311.63	414.72	552.88	738.40
角膜接触镜	181.24	229.06	297.78	387.11	503.24
护理产品	45.11	68.30	95.62	133.87	187.42
普通框架镜销售及其他	8.37	13.93	20.90	31.34	47.01
其他业务	0.30	0.33	0.43	0.56	0.73
毛利	174.10	237.50	316.58	423.87	570.02
角膜接触镜	157.05	201.57	264.06	345.91	453.15
护理产品	11.75	26.80	38.86	57.51	86.27
普通框架镜销售及其他	5.13	8.93	13.40	20.09	30.14
其他业务	0.18	0.21	0.27	0.35	0.46
毛利率(%)	74.08	76.21	0.76	0.77	0.77

资料来源：国元证券研究中心

根据我们的假设，我们预计公司 2018/2019/2020 年每股收益分别为 1.61/2.15/2.89/元，对应 2018/2019/2020 年动态 PE 分别为 43/33/24 倍。

表 7 估值比较

证券代码	证券简称	2018E	2019E	2020E
002223.SZ	鱼跃医疗	29	24	20
002382.SZ	蓝帆医疗	43	31	25
002614.SZ	奥佳华	29	21	16
002901.SZ	大博医疗	42	33	26
300003.SZ	乐普医疗	54	41	31
300143.SZ	星普医科	44	31	23
300206.SZ	理邦仪器	69	44	31
300298.SZ	三诺生物	32	26	20
300396.SZ	迪瑞医疗	31	24	18
300529.SZ	健帆生物	50	38	29
300595.SZ	欧普康视	43	33	25
300633.SZ	开立医疗	56	41	30
300677.SZ	英科医疗	29	16	12
600055.SH	万东医疗	58	45	32
603301.SH	振德医疗	51	42	34
603579.SH	荣泰健康	34	24	18
	算术平均值	43	32	24

资料来源：WIND 国元证券研究中心

根据同行业上市公司估值比较来看，公司的估值水平处于行业平均水平，由于公司产品的稀缺性，我们认为，公司可享受略高于行业的估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8 且 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	783	1021	1314	1696	营业收入	312	415	553	738
现金	166	570	772	1137	营业成本	74	98	129	168
应收账款	37	47	63	84	营业税金及附加	4	6	8	11
其他应收款	10	9	14	18	营业费用	41	54	72	96
预付账款	4	5	6	8	管理费用	29	36	49	65
存货	19	24	32	42	财务费用	-1	-7	-13	-19
其他流动资产	548	366	427	407	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	139	131	125	117	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	3	3	3	投资净收益	13	11	12	11
固定资产	33	66	78	80	营业利润	179	238	318	427
无形资产	7	7	7	7	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	95	54	37	27	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	923	1152	1440	1813	利润总额	179	238	318	427
流动负债	105	96	119	136	所得税	30	40	53	72
短期借款	0	0	0	0	净利润	149	198	264	355
应付账款	14	19	24	32	少数股东损益	-2	-2	-3	-4
其他流动负债	92	77	94	104	归属母公司净利润	151	200	268	360
非流动负债	5	3	4	4	EBITDA	184	235	312	416
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.21	1.61	2.15	2.89
其他非流动负债	5	3	4	4	主要财务比率				
负债合计	110	99	123	140	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	7	5	2	-2	成长能力				
股本	124	124	124	124	营业收入	32.6%	33.1%	33.3%	33.6%
资本公积	454	454	454	454	营业利润	36.2%	32.8%	33.7%	34.3%
留存收益	270	470	737	1097	归属于母公司净利润	32.3%	32.6%	33.8%	34.3%
归属母公司股东权益	805	1048	1315	1675	获利能力				
负债和股东权益	923	1152	1440	1813	毛利率(%)	76.2%	76.3%	76.7%	77.2%
现金流量表					净利率(%)	48.4%	48.2%	48.4%	48.7%
					ROE(%)	18.7%	19.1%	20.4%	21.5%
					ROIC(%)	23.2%	40.7%	47.4%	64.7%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	偿债能力				
经营活动现金流	145	341	178	335	资产负债率(%)	11.9%	8.6%	8.5%	7.7%
净利润	149	198	264	355	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
折旧摊销	6	4	7	8	流动比率	7.45	10.66	11.09	12.47
财务费用	-1	-7	-13	-19	速动比率	7.27	10.41	10.82	12.16
投资损失	-13	-11	-12	-11	营运能力				
营运资金变动	-1	157	-71	-1	总资产周转率	0.49	0.40	0.43	0.45
其他经营现金流	5	0	2	2	应收账款周转率	10	9	9	9
投资活动现金流	-592	14	11	12	应付账款周转率	5.64	6.07	5.99	5.99
资本支出	63	0	0	0	每股指标 (元)				
长期投资	-546	-1	0	-0	每股收益(最新摊薄)	1.21	1.61	2.15	2.89
其他投资现金流	-1076	13	11	12	每股经营现金流(最新摊)	1.16	2.75	1.43	2.69
筹资活动现金流	384	49	13	19	每股净资产(最新摊薄)	6.48	8.43	10.58	13.47
短期借款	0	0	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	58.18	43.87	32.78	24.41
普通股增加	73	0	0	0	P/B	10.90	8.38	6.67	5.24
资本公积增加	390	0	0	0	EV/EBITDA	47	37	28	21
其他筹资现金流	-80	49	13	19					
现金净增加额	-64	405	202	365					

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
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	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数涨跌幅优于上证指数 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	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数持平在正负 10%以内
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	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数涨跌幅劣于上证指数 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。特此声明。

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有以下业务资格：证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

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承担任何责任。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、代理人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连带损失承担任何责任。

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售或购买证券或其他投资标的的邀约邀请。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，本公司可发出载有资料、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（如有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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，请务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn