证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

泰格医药(300347)

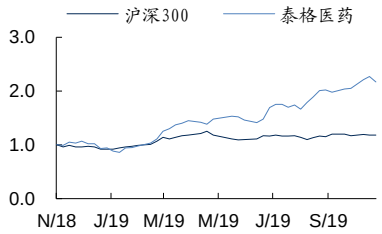
买入

2019 年三季报点评

（首次评级）

2019 年 11 月 04 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	750/529
总市值/流通(百万元)	51,199/36,115
上证综指/深圳成指	2,929/9,635
12 个月最高/最低(元)	70.65/24.32

证券分析师：谢长雁
电话： 0755-22940793
E-MAIL： xiecy@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003
证券分析师：陈益凌
电话： 021-60933167
E-MAIL： chenyiling@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002

财报点评

高成长性 CRO 龙头，业绩持续高增长

- **临床 CRO 龙头，赛道前景靓丽，具有较强成长性**

  泰格医药是国内领先的临床合同研究组织（CRO），能够为医药产品研发提供临床前、I-IV 期临床试验、数据管理与生物统计、注册申报等全流程的服务。公司的发展伴随着国内 CRO 行业的爆发，国内医药行业导向由仿制药为主向创新研发转变，药审改革、一致性评价等一系列政策推动国内医药研发需求的快速增长。同时，全球医药行业分工精细化，大型制药企业与生物科技创业企业的研发外包逐渐向亚太地区转移，公司通过全球化布局积极参与全球产业链分工。公司处于 CRO 黄金赛道第一梯队，龙头优势显著，具有较强成长性。

- **前三季度业绩持续高增长，现金流改善**

  2019 年前三季度营收 20.31 亿元（+27.38%），归母净利润 5.28 亿元（+66.12%），扣非归母净利润 4.38 亿元（+65.78%）。收入端增速略显放缓，利润端保持了较高增长，主要原因在于：1）公司临床试验技术服务及临床研究相关咨询业务均保持较快增长；2）剥离了盈利能力较弱的上海晟通，对收入端增速有一定影响，但有利于利润率的提升；3）方达医药去年收购的 Concord 扭亏为盈；4）去年同期方达医药上市费用对利润端影响。经营性现金流量净额 3.4 亿元（-1.21%），较上半年情况有所改善，主要原因在于三季度以来公司对客户收款政策进行一定调整，回款情况保持在良性水平。

- **合同储备丰富，订单质量提高，利润率显著提升**

  2019 年前三季度销售毛利率 46.90%（+4.24pp），2015 年以来随着传统订单逐步消化，公司加强了对新订单质量的控制，带动了收入质量的提升。同时，公司新增合同及待执行合同保持较高增速，为未来增长提供支撑。考虑到行业需求持续旺盛，公司龙头议价能力较强，看好未来毛利率仍保持稳中有升态势。

- **风险提示：** 临床研发投入景气度降低；人才流失风险；投资收益大幅波动

- **投资建议：优质赛道龙头企业，首次覆盖，给予“买入”评级**

  医药行业创新转型明确，临床试验需求景气度较高，公司在国内 CRO 行业中位于第一梯队领跑，预计 19~21 年归母净利润达到 6.88/9.53/12.57 亿，对应 EPS 达到 0.92/1.27/1.68 元，对应当前股价 PE 为 74.4/53.7/40.7X。首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1687	2,301	3,023	3,947	5,091
(+/-%)	*43.6%*	*36.4%*	*31.4%*	*30.5%*	*29.0%*
净利润(百万元)	301.0	472	688	953	1257
(+/-%)	*114.0%*	*56.9%*	*45.8%*	*38.4%*	*31.9%*
摊薄每股收益(元)	0.60	0.94	0.92	1.27	1.68
EBIT Margin	25.8%	26.7%	27.4%	28.8%	29.9%
净资产收益率(ROE)	12.02%	17.7%	21.7%	24.6%	26.2%
市盈率(PE)	113.5	72.3	74.4	53.7	40.7
EV/EBITDA	82.3	52.7	60.8	44.5	33.6
市净率(PB)	13.65	12.80	16.14	13.23	10.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

泰格医药是国内领先的临床合同研究组织（CRO），能够为医药产品研发提供临床前、I-IV 期临床试验、数据管理与生物统计、注册申报等全流程的服务。公司成立于 2004 年，总部位于杭州，2012 年公司在科创板上市。经历了 15 年的发展，公司已拥有超过 4500 人的国际化专业团队，为全球 600 多家客户成功开展了 1500 余项临床试验服务。

泰格医药的发展伴随着国内 CRO 行业的爆发。2003 年，《药物临床试验质量管理规范》发布，规定临床试验申办者可委托合同研究组织（CRO）执行临床试验中的部分工作，成为了 CRO 行业发展的基石，诸多国内大型 CRO 企业也在这一时期成立并逐渐发展壮大。此后，伴随着国内医药行业对创新与研发需求的提升，临床前及临床试验需求爆发，公司在 2009~2012 年不断发展壮大，收入 CAGR 达到 59.4%。

并购推动规模扩张，开启国际化道路。随着全球医药行业的研发投入加大，行业分工愈发精细化，大型制药企业与早期生物科技创业企业的研发外包逐渐向亚太地区转移，公司通过一系列并购加强了海外业务布局，进入了承接海外外包转移的快车道。公司最早在 2009 年开始建立北美地区服务网点，2013 年是公司国际化进程快速推进的一年，公司收购了美国 BDM 公司，拓展了统计分析业务，同年也先后在澳大利亚、香港、韩国、台湾、加拿大日本等地拓展全球化服务网点。公司海外业务收入占比不断提升，2018 年达到了 46.35%。

国内行业政策助力 CRO 行业发展提速，黄金赛道公司位居第一集团领跑。国内医药政策导向由仿制药为主向创新研发转变，尤其是 2015 年以来，药审改革、一致性评价等一系列政策推动国内医药研发需求的快速增长。尽管在 2015 年“722”临床试验核查期间，由于订单确认延迟导致公司收入端增速下滑，但随着行业规范化提升、创新研发需求爆发、订单质量提升，公司在 17 和 18 年均保持了高增长。综合来看公司在 2013~2018 年 CAGR 达到 46.9%。

表 1：泰格医药发展历程

发展阶段	时间	大事记
发展初期（2004-2008 年）	2004/12	泰格医药成立
	2005/11	美斯达成立，服务于全球临床研究（数据管理、统计分析和临床研究报告撰写）
拓展壮大（2009-2012 年）	2010/04	嘉兴泰格成立，聚焦于临床研究数据管理和统计分析。
	2011/05	杭州思默成立，在研究中心为临床试验机构提供现场管理、临床试验和具体操作等服务。
	2011/08	广州泰格成立，提供中心实验室服务。
	2012/08	泰格医药于深圳创业板上市，公司规模迎来快速增长。
	2012/12	杭州英放成立，提供中心影像评估服务。
国际开拓（2013 年至今）	2013/10	收购美国 BDM 公司（提供统计分析业务）。
	2013/11	泰格澳大利亚有限公司成立，加速泰格医药国际化发展征程。
	2014/02	嘉兴易迪希成立，提供临床试验信息化解决方案和专业服务。
	2014/05	收购方达医药，提供生物分析、药学研究、药物动力学研究、BE 等服务。
	2015/09	收购韩国临床 CRO DreamCIS，补充亚太区服务能力。
	2016/02	收购北医仁智， 提高在 IV 期临床和非干预性研究方面的能力。
	2017/05	收购捷通泰瑞，提升在医疗器械 CRO 领域内的行业竞争力。
	2017/12	瑞士泰格成立，拓展欧洲临床服务。
	2018/03	收购罗马尼亚公司 Opera Contract Research Organization S.R.L.，加速落实公司在欧洲的网络布局。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

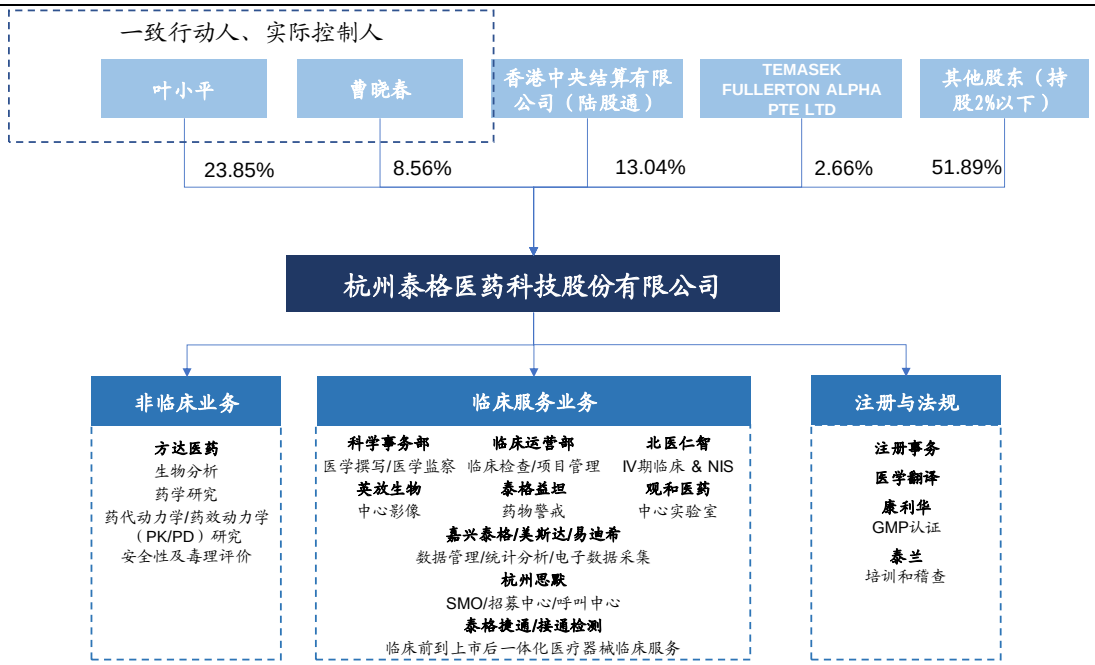
公司股权结构清晰，产业链布局完整。公司实际控制人为叶小平与曹晓春（一致行动人），分别持股 23.85%和 8.56%。公司下设 44 家子公司，业务主要覆盖：

- **非临床业务**：提供生物分析、药学研究、药代动力学/药效动力学（PK/PD）研究、安全性及毒理评价等非人体研究服务。
- **临床服务业务**：提供创新药 I/II/III/IV 期临床试验及非干预研究（NIS）的

项目管理与实施以及与此相关的医学撰写、临床监查（CRA）、数据管理与统计分析（DM）、中心影像、药物警戒（PV）、临床试验中心管理（SMO）等服务，以及仿制药一致性评价（BE）、医疗器械临床研究等人体研究服务。

- **注册与法规服务：提供产品注册、医学翻译、药品生产质量管理规范（GMP）认证、培训与稽查等与监管相关服务。**

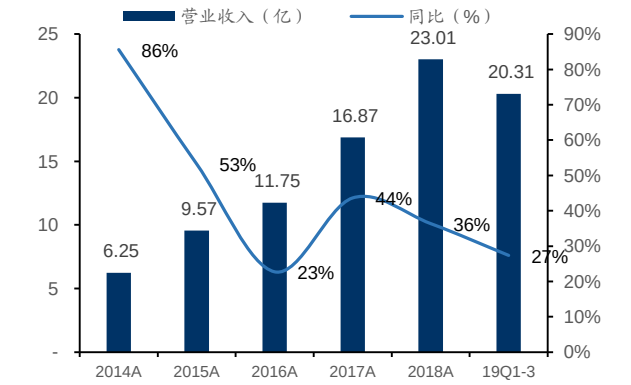
图 1：泰格医药股权结构及主要业务部门



资料来源：Wind、公司官网、国信证券经济研究所整理

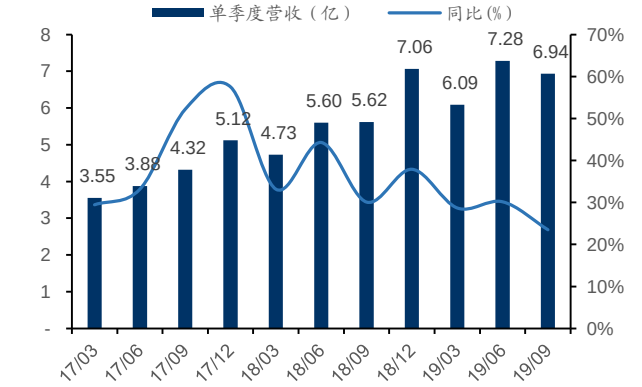
公司前三季度保持了高速增长。2019 年前三季度营收 20.31 亿元（+27.38%），归母净利润 5.28 亿元（+66.12%），扣非归母净利润 4.38 亿元（+65.78%）。其中三季度单季度营收 6.94 亿元（+23.51%），归母净利润 1.76 亿元（+77.30%），扣非归母净利润 1.50 亿元（+100.68%）。整体来看，收入端增速略显放缓，利润端保持了较高增长，主要原因在于：1）公司临床试验技术服务及临床研究相关咨询业务均保持较快增长；2）剥离了盈利能力较弱的上海晟通，对收入端增速有一定影响，但有利于利润率的提升；3）方达医药去年收购的 Concord 扭亏为盈；4）去年同期方达医药上市费用对利润端影响。

图 2：泰格医药营业收入及增速（单位：亿元、%）



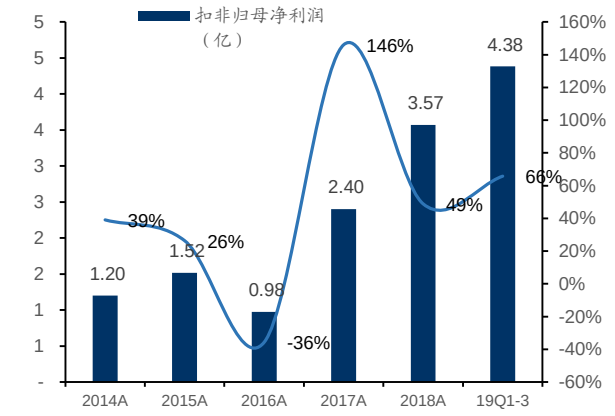
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：泰格医药单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



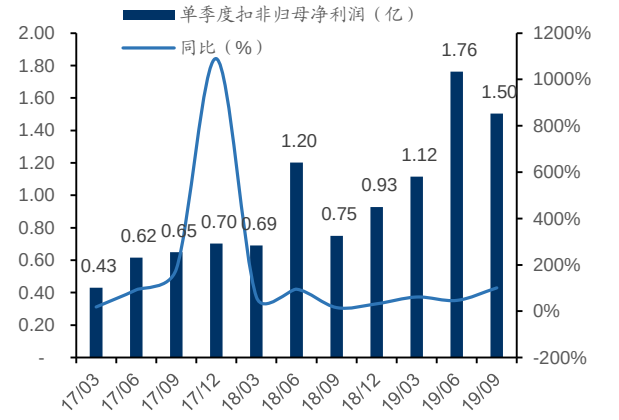
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：泰格医药归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：泰格医药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

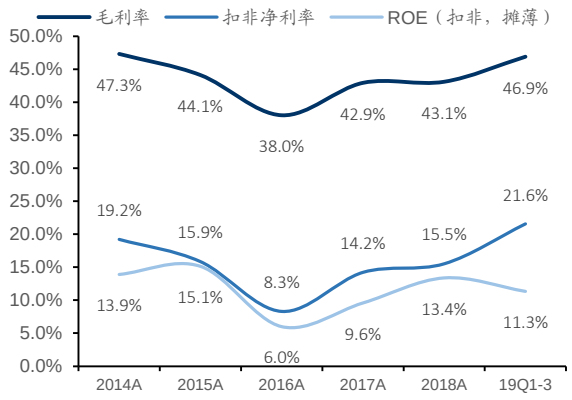


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

订单质量提高，毛利率显著提升。2019 年前三季度销售毛利率 46.90%（+4.24pp），2016 年以来毛利率持续保持提升态势，主要原因在于 2015 年以来随着传统订单逐步消化，公司加强了对新订单质量的控制，带动了收入质量的提升，考虑到行业需求持续旺盛，公司龙头议价能力较强，看好公司未来毛利率仍保持稳中有升态势。

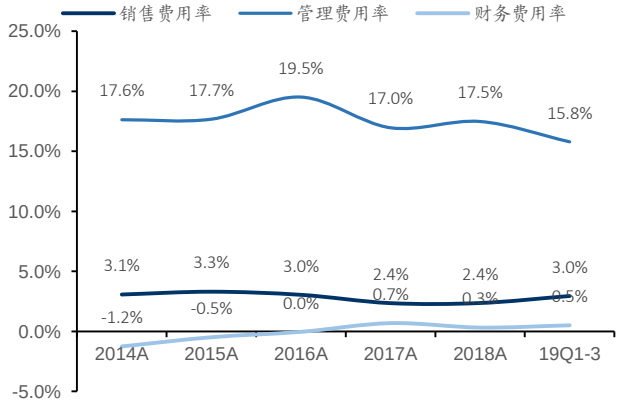
期间费用率降低，净利率持续增长。前三季度销售费用率 2.95%（+0.70pp），主要由于销售团队人员增加所致，管理费用率 15.79%（-2.60pp），主要由于上年同期方达医药上市费用影响，财务费用率 0.51%（+0.46pp），主要原因在于借款及利息费用的增长。三项费用率合计 19.25%（-1.44pp）。前三季度销售净利率 28.42%（+6.96pp），扣非净利率 21.57%（+5.00pp），自 2016 年以来提升显著。

图 6：泰格医药毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：泰格医药三项费用率变化情况

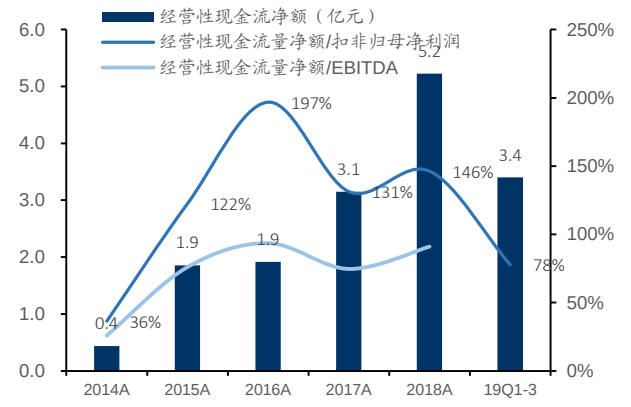


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流有所改善，投资收益具有可持续性。2019 年前三季度经营性现金流量净额 3.4 亿元（-1.21%），较上半年情况有所改善，上半年由于应收账款增加经营性现金流同比减少 36.58%。三季度以来公司对客户收款政策进行一定调整，目前回款情况保持在良性水平。前三季度投资收益 1.11 亿元（+11.6%），公司凭借多年的临床试验经验，具有识别和判断早期创新药研发企业的能力，

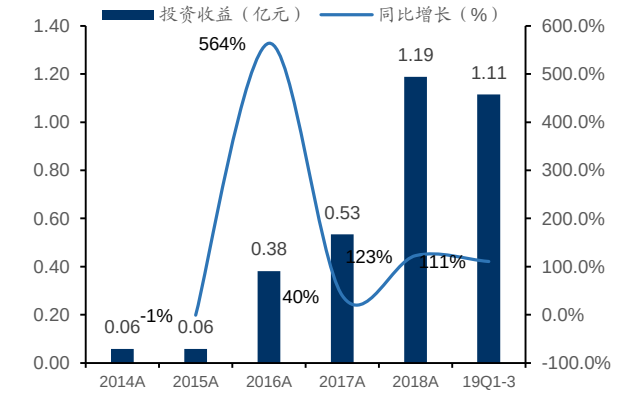
多年来积极参与国内创新药的早期投资，预计投资收益具有较好的持续性。

图 8：泰格医药经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

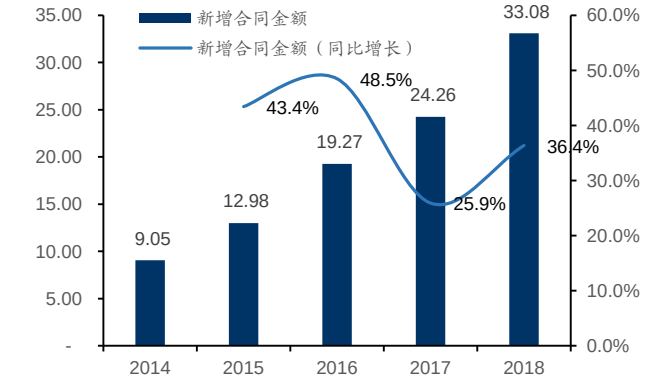
图 9：泰格医药投资收益及增长率（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

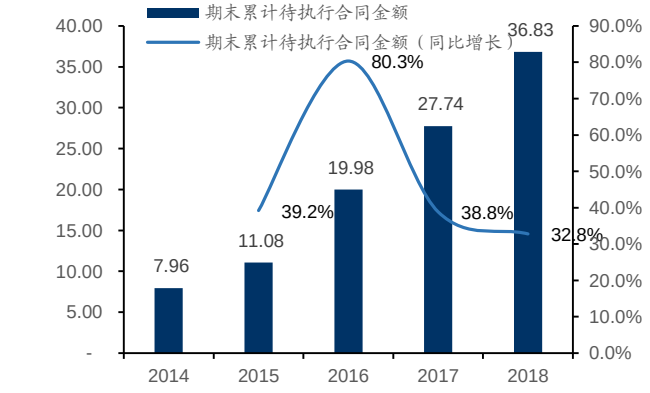
新增订单合同增速提升，未来收入增长有保障。公司每年新增合同金额保持较高增速，2018 年新增合同金额 33.08 亿元，同比增长 36.4%，年末累计待执行合同 36.83 亿元。新增合同对于未来收入预测具有一定前瞻知道意义，公司年新增合同增速提升，将为未来 1-2 年的收入增长提供有力支撑。同时随着项目质量的持续提升，毛利率预计仍将保持稳中有升趋势，有助于进一步提升公司业绩增速。

图 10：泰格医药新增合同金额及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11：泰格医药累计待执行合同金额及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

最新动态：收购日本 CRO 龙头 EPS3.06%股权，进一步拓展亚太地区布局。2019 年 10 月 30 日，公司公告了全资子公司香港泰格拟自筹资金约 1,774.33 万美元购买日本 EPS 控股有限公司 140 万股普通股，交易完成后将持有 3.06%EPS 股权。EPS 是日本 CRO 行业龙头，主要为制药公司、医疗器械公司、新药研发公司、医疗机构、大学研究机构等客户提供药品及医疗器械研究服务，同时业务也涉及 SMO、CSO 等外包业务。

公司与 EPS 此前曾有战略合作，主要集中在医疗数据管理与统计分析领域。此前公司在 2017 年 8 月曾与 EPS 控股有限公司及其子公司 EPS 益新签订战略合作协议，包括 1）共同出资设立嘉兴益新（泰格持股 51%，业务包括医药数据管理、统计编程、统计分析，以英语业务为主）；2）对 EPS 益新子公司苏州益新（业务包括医药数据管理、统计编程、统计分析，以日语业务为主）进行增资（泰格持股 49%）；3）受让 EPS 益新子公司南通益新（主要业务为医药

医疗大数据）40%股权等合作。公司此次收购 EPS 股权，在原有的合作基础上进一步提升了双方的关系，有利于加强公司在亚太地区的业务布局，有望进一步提升公司全球化服务能力与经验。

国际影响力持续提升，全球化进程扎实推进。泰格医药继收购韩国 DreamCIS 后参股日本 EPS，已经成为全球大型药企和中小型生物科技公司在在东亚乃至亚太地区开展临床研究业务的首选合作伙伴，进一步巩固了在亚太地区的竞争优势和战略地位，是公司临床服务全球化战略的第二步脚印。

可比公司对比：财务指标表现出色，成长性较强。与国内 CRO/CMO 行业可比公司对比，公司盈利能力较强，毛利率与净利率均高于行业平均水平。过去三年及未来三年成长性较高，收入与利润的复合增速均位居行业前列。ROE 在可比公司中最高，杠杆比例低于行业平均水平。综上公司具有较强的盈利能力与成长性，在行业中处于龙头地位，有望持续保持高速增长。

表 2：可比公司营运能力、成长性及 ROE 对比

股票代码	300347	603259	002821	300759	603127	300363
公司名称	泰格医药	药明康德	凯莱英	康龙化成	昭衍新药	博腾股份
营运能力						
营业收入	23.01	96.14	18.35	29.08	4.09	11.85
销售净利率	22.03%	24.27%	22.15%	11.66%	26.46%	9.41%
销售毛利率	43.11%	39.45%	46.50%	32.48%	53.02%	33.46%
销售费用率	2.37%	3.51%	4.05%	1.88%	1.62%	2.49%
管理费用率	17.48%	16.30%	19.74%	14.53%	24.58%	19.09%
财务费用率	0.32%	0.58%	0.17%	1.47%	-0.81%	2.97%
研发费用率	3.83%	4.54%	8.46%	1.09%	5.79%	6.43%
成长性						
过去三年营业收入成长率	33.96%	25.33%	30.24%	37.12%	25.54%	5.08%
过去三年归母净利润成长率	44.57%	86.41%	40.77%	66.23%	30.12%	4.09%
未来三年营收成长性	30.31%	27.69%	32.86%	28.84%	40.40%	26.38%
未来三年归母净利润成长性	38.60%	17.41%	31.89%	36.31%	39.35%	36.57%
杜邦分析						
ROE	17.69%	12.78%	17.06%	14.57%	16.63%	4.32%
权益乘数	1.41	1.25	1.27	1.98	1.75	1.52
总资产周转率	0.59	0.55	0.63	0.68	0.39	0.33
归母净利润/净利润	93.17%	96.87%	105.37%	100.06%	100.14%	111.71%
净利润/利润总额	83.62%	90.42%	88.24%	84.65%	84.62%	83.87%
利润总额/息税前利润	98.13%	96.99%	100.53%	84.90%	101.80%	77.60%
息税前利润/营业总收入	26.85%	27.68%	24.97%	16.22%	30.72%	14.45%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测：行业景气度支撑收入高速增长，订单质量提升催化利润率稳健提升。参考公司过去两年的新增订单增速，公司未来的收入增长有可靠支撑，我们预计未来三年收入能够保持 30%复合增长，行业高景气度持续，公司龙头地位有望继续提升合同订单质量，进而推进毛利率稳健提升。加之公司对于行业的理解与判断能力能够支撑合理的投资布局，未来投资收益具有可持续性。预计未来三年净利润复合增速达到 38%。

表 3：泰格医药收入拆分及预测

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**9.57**	**11.75**	**16.87**	**23.01**	**30.23**	**39.47**	**50.91**
泰格医药业务（除方达医药）	6.57	8.04	12.11	17.38	23.50	31.37	41.12
临床研究相关咨询服务	2.82	3.42	4.15	6.96	9.29	12.52	16.93
数据管理与统计分析业务		2.06	2.48	3.19	4.14	5.39	7.00
SMO 业务		0.75	1.31	2.06	3.30	5.11	7.66
英放生物中心影像业务		0.11	0.18	0.27	0.40	0.58	0.81
其他		0.50	0.18	1.45	1.45	1.45	1.45
临床试验技术服务	3.30	4.50	7.55	10.39	14.19	18.82	24.17
I-IV 等临床、注册业务		4.11	6.39	9.18	12.86	17.36	22.57
BE 业务		0.38	1.16	1.21	1.33	1.46	1.61
其他业务	0.45	0.12	0.41	0.03	0.03	0.03	0.03
方达医药业务	3.00	3.71	4.76	5.63	6.73	8.10	9.78
非临床业务	2.92	3.46	4.11	4.98	6.03	7.32	8.93
生物分析	1.53	1.79	2.41	2.99	3.74	4.68	5.84
化学制造和控制	0.98	1.11	1.14	0.94	0.98	1.03	1.09
药物代谢和药代动力学	0.41	0.57	0.57	0.67	0.81	0.97	1.16
安全及毒理学				0.38	0.49	0.64	0.83
临床业务	0.09	0.24	0.65	0.64	0.71	0.78	0.86
生物等效性（BE 业务）	0.09	0.24	0.65	0.64	0.71	0.78	0.86
收入增速		**22.7%**	**43.6%**	**36.4%**	**31.4%**	**30.5%**	**29.0%**
泰格医药业务（除方达医药）		22.4%	50.6%	43.6%	35.2%	33.5%	31.1%
临床研究相关咨询服务			21.3%	67.9%	33.4%	34.8%	35.1%
数据管理与统计分析业务			20.5%	28.5%	*30.0%*	*30.0%*	*30.0%*
SMO 业务			74.3%	57.2%	*60.0%*	*55.0%*	*50.0%*
英放生物中心影像业务			58.1%	48.1%	*50.0%*	*45.0%*	*40.0%*
其他			-64.5%	724.5%	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
临床试验技术服务			68.0%	37.6%	36.5%	32.7%	28.4%
I-IV 等临床、注册业务			55.4%	43.7%	*40.0%*	*35.0%*	*30.0%*
BE 业务			204.7%	4.1%	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
其他业务			226.1%	-93.5%	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
方达医药业务		23.4%	28.5%	18.1%	19.7%	20.3%	20.8%
非临床业务		18.7%	18.7%	21.1%	20.9%	21.5%	22.0%
生物分析		16.8%	34.8%	24.2%	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
化学制造和控制		13.1%	2.2%	-17.4%	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
药物代谢和药代动力学		39.6%	0.5%	18.4%	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*
安全及毒理学					*30.0%*	*30.0%*	*30.0%*
临床业务		180.8%	168.9%	-1.2%	10.0%	10.0%	10.0%
生物等效性（BE 业务）		180.8%	168.9%	-1.2%	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
毛利率	44.1%	38.0%	42.9%	43.1%	43.5%	45.0%	46.1%
临床研究相关咨询服务	45.2%	47.1%	48.5%	47.4%	*48.0%*	*50.0%*	*51.0%*
临床试验技术服务	40.8%	25.2%	39.1%	38.6%	*39.0%*	*40.0%*	*41.0%*
其他业务	55.6%	23.2%	6.1%	9.5%	*12.9%*	*12.9%*	*12.9%*
毛利	4.26	4.47	7.24	9.92	13.16	17.76	23.45
泰格医药业务（除方达医药）	2.90	2.77	4.99	7.31	9.99	13.79	18.55
临床研究相关咨询服务	1.27	1.61	2.01	3.30	4.46	6.26	8.63
临床试验技术服务	1.38	1.13	2.96	4.01	5.53	7.53	9.91
其他业务	0.25	0.03	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
方达医药业务	1.35	1.69	2.25	2.61	3.17	3.97	4.90
非临床业务	1.32	1.63	2.00	2.36	2.89	3.66	4.55
临床业务	0.04	0.06	0.25	0.25	0.28	0.31	0.35

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

投资建议：优质赛道龙头企业，首次覆盖，给予“买入”评级。医药行业创新转型明确，临床试验需求景气度较高，公司在国内 CRO 行业中位于第一梯队领跑，预计 19~21 年归母净利润达到 6.88/9.53/12.57 亿，对应 EPS 达到 0.92/1.27/1.68 元，对应当前股价 PE 为 74.4/53.7/40.7X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 191031	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	（18A）	（19E）	
300347	泰格医药	68.30	512	0.63	0.92	1.27	1.68	108.4	74.4	53.7	40.7	17.7	1.9	买入
603259	药明康德	94.07	1,541	1.38	1.38	1.77	2.24	68.2	68.0	53.3	42.0	12.8	3.9	未评级
002821	凯莱英	127.80	296	1.85	2.46	3.24	4.23	69.1	52.0	39.4	30.2	17.1	1.6	未评级
300759	康龙化成	56.02	368	0.52	0.72	0.98	1.31	108.4	78.3	57.2	42.8	14.6	2.2	未评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理　　注：除泰格医药外均为 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	704	535	810	1416
应收款项	833	1214	1585	2045
存货净额	1	0	0	0
其他流动资产	65	289	377	487
流动资产合计	**1603**	**2039**	**2772**	**3948**
固定资产	255	321	396	460
无形资产及其他	28	28	28	27
投资性房地产	2291	2291	2291	2291
长期股权投资	103	132	161	190
资产总计	**4280**	**4810**	**5648**	**6916**
短期借款及交易性金融负债	644	537	447	491
应付款项	44	46	59	75
其他流动负债	520	623	798	1015
流动负债合计	**1209**	**1206**	**1303**	**1580**
长期借款及应付债券	3	3	3	3
其他长期负债	34	23	12	14
长期负债合计	**37**	**26**	**16**	**17**
负债合计	**1246**	**1232**	**1319**	**1597**
少数股东权益	366	405	459	529
股东权益	2669	3172	3870	4790
负债和股东权益总计	**4280**	**4810**	**5648**	**6916**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.94	0.92	1.27	1.68
每股红利	0.25	0.25	0.34	0.45
每股净资产	5.34	4.23	5.16	6.39
ROIC	16%	17%	22%	27%
ROE	18%	22%	25%	26%
毛利率	43%	44%	45%	46%
EBIT Margin	27%	27%	29%	30%
EBITDA Margin	29%	29%	30%	31%
收入增长	36%	31%	31%	29%
净利润增长率	57%	46%	38%	32%
资产负债率	38%	34%	31%	31%
息率	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%
P/E	72.3	74.4	53.7	40.7
P/B	12.8	16.1	13.2	10.7
EV/EBITDA	52.7	60.8	44.5	33.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2301**	**3023**	**3947**	**5091**
营业成本	1309	1707	2170	2746
营业税金及附加	9	9	13	18
销售费用	54	72	93	120
管理费用	314	407	531	685
财务费用	7	11	6	(7)
投资收益	119	120	132	145
资产减值及公允价值变动	(46)	9	15	0
其他收入	(84)	0	0	0
营业利润	596	946	1280	1674
营业外净收支	10	4	10	8
利润总额	**606**	**950**	**1290**	**1681**
所得税费用	99	207	263	328
少数股东损益	35	54	74	96
归属于母公司净利润	**472**	**688**	**953**	**1257**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	472	688	953	1257
资产减值准备	28	11	11	11
折旧摊销	58	35	41	48
公允价值变动损失	46	(9)	(15)	0
财务费用	7	11	6	(7)
营运资本变动	(257)	(500)	(271)	(323)
其它	(3)	29	43	59
经营活动现金流	**344**	**253**	**762**	**1052**
资本开支	(88)	(102)	(112)	(123)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(101)**	**(131)**	**(141)**	**(152)**
权益性融资	59	0	0	0
负债净变化	(14)	0	0	0
支付股利、利息	(127)	(185)	(256)	(337)
其它融资现金流	**147**	**(107)**	**(90)**	**44**
融资活动现金流	(75)	(292)	(346)	(293)
现金净变动	168	(169)	274	606
货币资金的期初余额	537	704	535	810
货币资金的期末余额	704	535	810	1416
企业自由现金流	226	80	564	826
权益自由现金流	359	(36)	469	875

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032