

## 业绩稳健增长, 规模效应凸显

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2019年实现营业收入52.7亿元, 同比增长16.4%; 实现归母净利润4亿元, 同比增长72.4%, 扣非归母净利润为3.2亿元, 同比增长67.3%。2020Q1公司实现营业收入11.7亿元, 同比增长0.6%, 实现归母净利润、扣非归母净利润0.5亿元、0.4亿元, 分别同比增长13%、12%。
- 经营业绩持续增长, 高质量发展成果凸显。** 公司坚持医检主航道和高质量发展战略, 得益于政策利好与消费需求增加, 检验与诊断业务规模持续扩大, 高端项目与优质客户的占比提高带来毛利率提升。2019年, 医学诊断服务、销售诊断产品实现营业收入49.6亿元(+17.2%)、1.1亿元(+39.4%), 毛利率39.1%(+0.92pp)、36.5%(+0.08pp)。健康体检业务实现营业收入0.4亿元(-52.6%), 毛利率60.5%(+1.98pp)。冷链物流服务实现营业收入0.2亿元(+14.3%), 毛利率-0.8%(-27.79pp), 主要由于报告期内公司投入建设专业化冷链物流系统。2020Q1业绩下滑主要受疫情影响, 预计未来公司业绩将随国内疫情好转而恢复较快。
- 规模效应显现, 盈利水平提升。** 2019年, 公司综合毛利率为39.48%, 同比提升0.65pp; 净利率为7.88%, 同比提升2.24pp。盈利能力显著改善, 主要由于实验室前期布局基本完成, 固定资产使用效率和人员效率提升, 以及项目和客户结构优化带来的主营业务毛利率提升(+0.92pp)。费用控制也见成效, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为15.27%、9.16%、0.55%, 同比下降0.23pp、0.60pp、0.12pp。预计随着业务规模化与协同发展, 及公司持续推进运营管理优化和运营效率提升, 公司有望保持较高的盈利水平。
- 行业需求持续释放, 特检业务拓展成长空间。** 在技术革新、健康需求增加及分级诊疗等政策的驱动下, 第三方医学实验室行业快速发展, 新冠肺炎疫情更催化行业发展机遇。公司作为行业领头羊, 为全国超过22000家医疗机构等客户提供2700多项高水平的医学检验及病理诊断服务, 并以多技术平台整合理念, 提供无创产前诊断、肿瘤基因组测序、新生儿遗传病代谢诊断、宫颈TCT等检测服务。预期特检服务有利于提升公司利润率, 进一步拓展ICL业务规模。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.10元、1.33元和1.57元。公司作为国内第三方医学实验室领头羊, 实验室数量和覆盖市场网络行业领先, 有望在行业扩容下实现进一步规模扩张。首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 实验室盈利不及预期风险、政策推进不及预期风险、项目质量风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5269.27	6618.10	7994.47	9431.99
增长率	16.44%	25.60%	20.80%	17.98%
归属母公司净利润(百万元)	402.33	503.44	607.12	720.09
增长率	72.44%	25.13%	20.59%	18.61%
每股收益EPS(元)	0.88	1.10	1.33	1.57
净资产收益率ROE	17.86%	18.81%	19.05%	19.00%
PE	84	67	56	47
PB	14.91	12.58	10.59	8.92

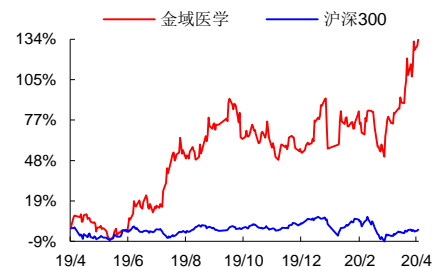
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.58
流通A股(亿股)	2.80
52周内股价区间(元)	29.77-75.0
总市值(亿元)	339.06
总资产(亿元)	44.83
每股净资产(元)	5.04

### 相关研究

## 目 录

1 金城医学：独立医学实验室行业的领头羊 .....	1
2 行业发展空间广阔，公司技术平台与服务网络优势显著 .....	3
3 盈利预测与估值 .....	6
4 风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1：公司股权结构（截至 2020 年一季报） .....	1
图 2：2012-2019 年公司营业总收入情况（百万元） .....	2
图 3：2012-2019 年公司归母净利润情况（百万元） .....	2
图 4：2019 年公司主营业务收入（百万元） .....	2
图 5：2019 年公司主营业务毛利率（百万元） .....	2
图 6：2015-2019 年公司毛利率、净利率情况 .....	3
图 7：2015-2019 年公司费用率情况 .....	3
图 8：2018 年全球第三方医检行业占医学检验市场的比例 .....	3
图 9：公司下属实验室架构 .....	4
图 10：2014-2019 年公司研发费用及增长率 .....	6
图 11：2014-2019 年公司研发费用占当期营业收入比例 .....	6

## 表 目 录

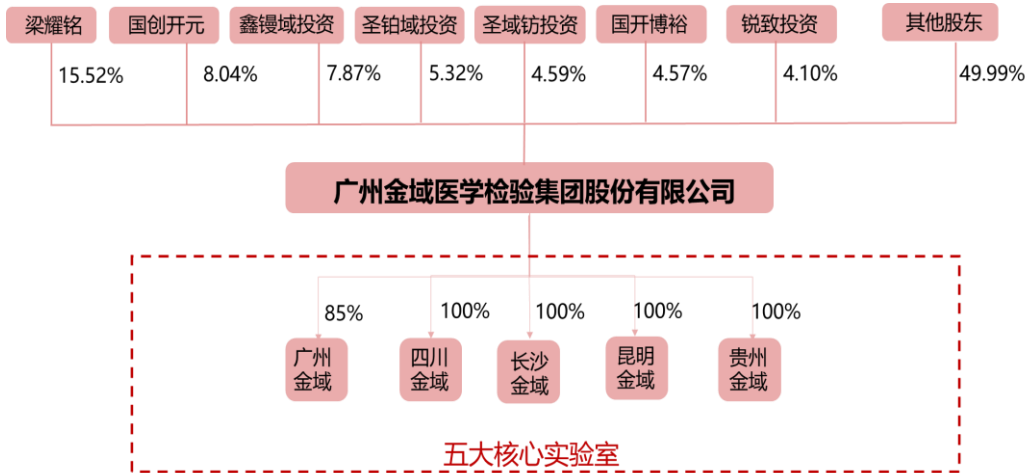
表 1：公司核心技术体系 .....	4
表 2：分业务收入及毛利率 .....	6
表 3：可比公司估值情况 .....	7
附表：财务预测与估值 .....	8

## 1 金城医学：独立医学实验室行业的领头羊

金城医学是第三方医学检验及病理诊断外包业务为核心的医学诊断信息整合服务提供商龙头，成立于 2003 年，总部位于广东省广州市。主营业务可分为医学诊断服务，销售诊断产品，健康体检业务，冷链物流服务等，公司为全国超过 22000 家医疗机构等客户提供 2700 多项高水平的医学检验及病理诊断服务，出具的检测报告获得全球 50 多个国家和地区认可。

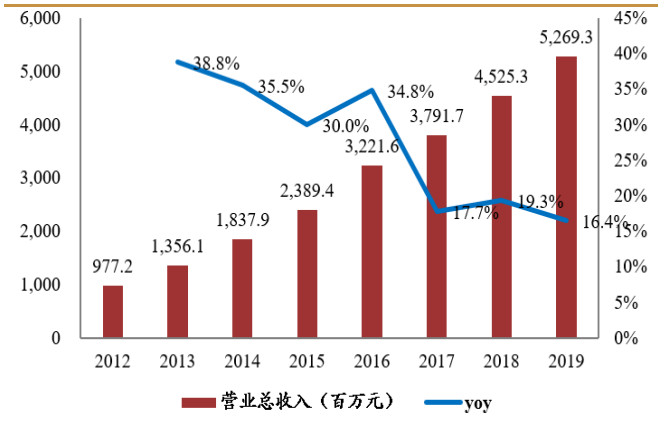
公司自成立后规模化扩张，2015 年到达扩张规模顶点，占我国第三方医检市场份额超过 1/3。目前公司已在全国（包括香港地区）建立了 37 家中心实验室，并广泛建立区域中心实验室、快速反应实验室，服务网络覆盖全国 90% 上人口所在区域，其中广州、四川、长沙、昆明、贵州五大实验室为公司贡献了主要的收入与利润。公司第一大股东为董事长梁宗耀先生，持股比例 15.52%。

图 1：公司股权结构（截至 2020 年一季度）

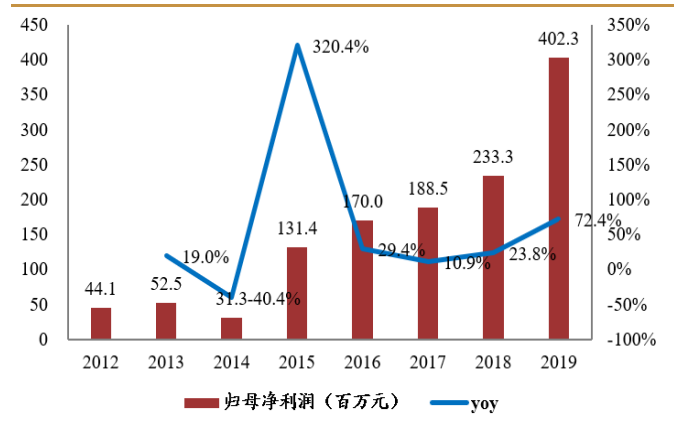


数据来源：公司公告，西南证券整理

**营收与净利润持续较快增长。**2012-2019 年，公司收入从 9.8 增长至 52.7 亿元，年均复合增长率为 27.2%；归母净利润从 0.4 亿元增长至 40.2 亿元，年均复合增长率为 37.1%。2019 年净利润加快增长，主要由于：①政策利好及消费需求增加助力行业快速发展，公司抓住发展机遇，不断扩大销售规模，收入实现稳步增长；②实验室逐步进入盈利环节，毛利率稳步提升。由于省级实验室前期已基本布局完毕，固定资产投资和人员增长放缓，固定资产使用效率和人员效率提升，同时公司注重高质量发展，高端项目和优质客户收入占比不断提升，项目结构、客户结构得到优化，综合毛利率由上年的 38.8% 提升至 39.5%，提升 0.65 个百分点，其中主营业务毛利率由 38.2% 提升至 39.1%，提升 0.92 个百分点；③费用控制见成效，费用率平稳下降。销售费用率由 15.5% 下降至 15.3%、管理费用率由 9.8% 下降至 9.2%，两项费用率合计下降 0.83 个百分点。

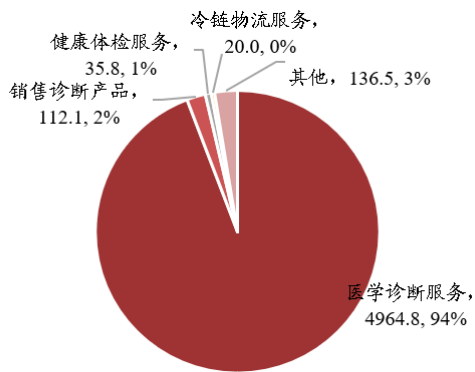
**图 2: 2012-2019 年公司营业总收入情况 (百万元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

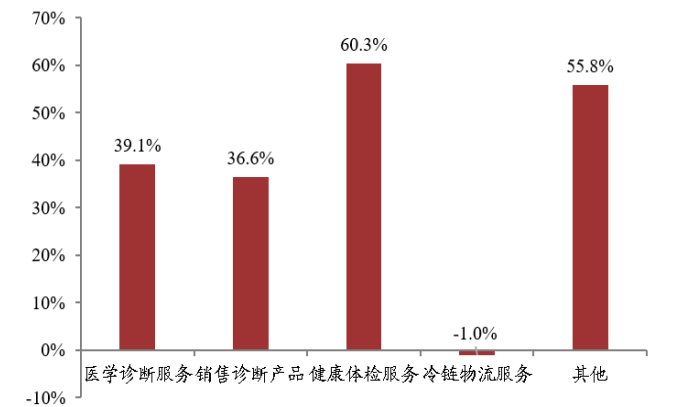
**图 3: 2012-2019 年公司归母净利润情况 (百万元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**医学诊断服务为核心业务。**业务收入方面，医学诊断服务及相关业务为公司核心业务，2019 年的销售收入为 49.6 亿元，销售占比为 94.2%；销售诊断服务、健康体检业务，冷链物流服务和其他主营业务占比分别为 2.1%、0.7%、0.4%、2.6%。业务毛利率方面，健康体检业务的毛利率高达 60.3%，医学诊断服务毛利率提升至 39.1%。近年来，以理化、质谱检验和基因组学检验为代表的特检收入占比增速加快，有利于公司综合毛利率提升。

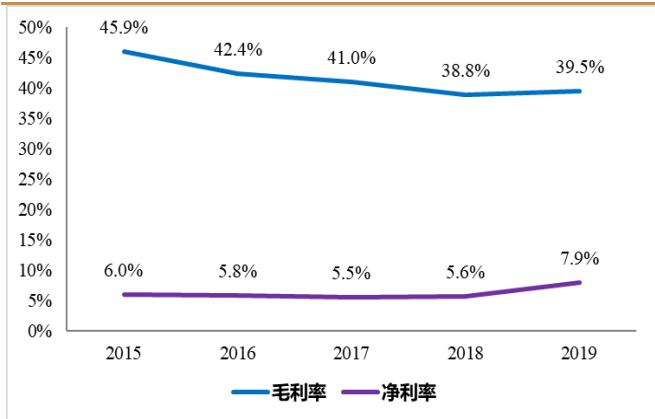
**图 4: 2019 年公司主营业务收入 (百万元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

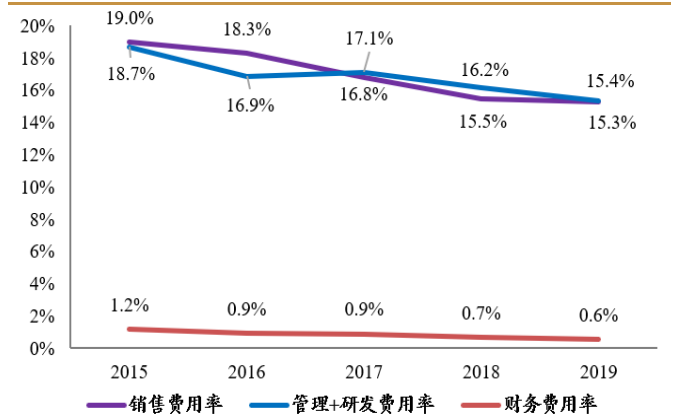
**图 5: 2019 年公司主营业务毛利率 (百万元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**公司毛利率与净利率平稳提升。**由于实验室前期布局逐步完成推动主营业务毛利率提升，以及公司运营管理效率提升，公司综合毛利率在 2019 年开始回升。随着进一步的分级诊疗的推广和特检业务的增长，预计公司毛利率水平有望进一步提升。2019 年净利率约 7.9%，处于历史最高水平，主要源于销售费用和管理费用小幅下降。公司 2019 年的销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 15.3%、9.2%、0.6%，研发费用率为 6.2%。

**图 6：2015-2019 年公司毛利率、净利率情况**


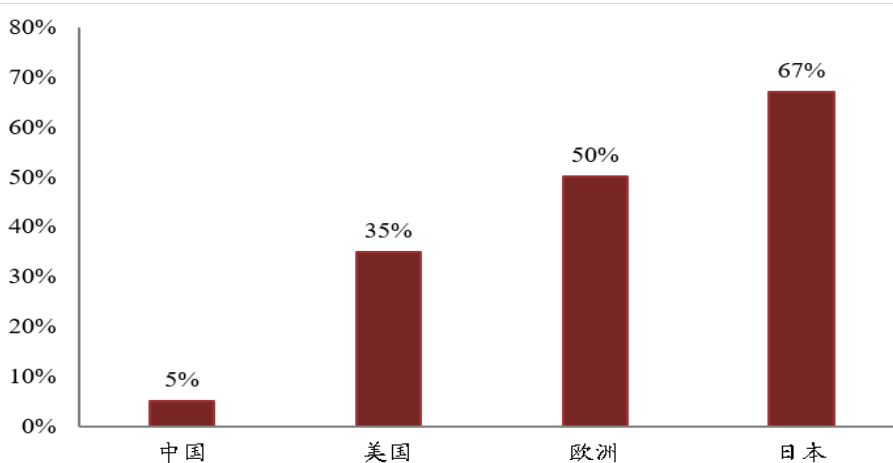
数据来源：wind，西南证券整理

**图 7：2015-2019 年公司费用率情况**


数据来源：wind，西南证券整理

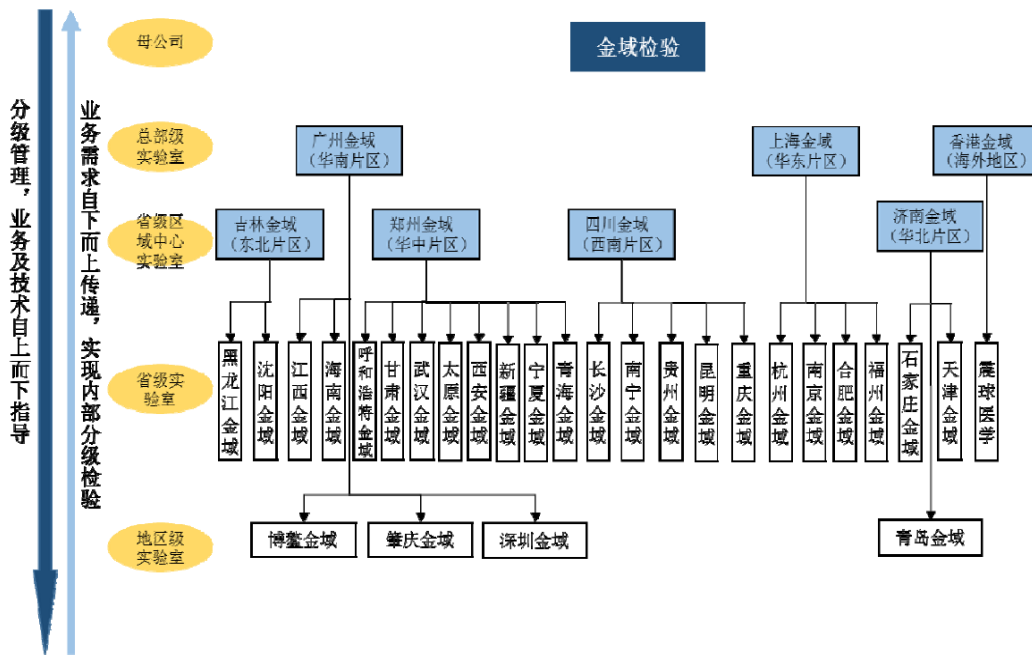
## 2 行业发展空间广阔，公司技术平台与服务网络优势显著

**第三方检验市场规模潜力巨大。**根据 2019 年发布的《中国卫生健康统计年鉴》的统计数据，2018 年国内医疗卫生机构收入为 3.34 万亿，其中医学检验收入约占医疗卫生收入的 8% 左右，据此估算 2018 年医学检验市场规模接近 2700 亿。据第三方研究机构统计，中国第三方医学检验实验室占医学检验市场比例目前约 5%，2018 年国内第三方医学检验行业市场规模约 140 亿左右。对标美国、欧洲、日本等成熟市场 35%、50%、67% 的第三方医学检验市场份额，中国第三方医检行业占医学检验市场的比例仍较低，行业处于快速发展期。随着医疗健康需求提高及医疗机构寻求成本控制，市场需求将持续释放；在社会办医、医联体建设、按病种付费（DRGs）、分级诊疗等政策利好的驱动下，未来国内第三方医检行业仍具有广阔发展空间。新冠肺炎疫情之后，预计国家将加强公共卫生体系建设与疾病预防控制体系投入，为第三方医学检验行业带来新的发展机遇。

**图 8：2018 年全球第三方医检行业占医学检验市场的比例**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司具有广泛覆盖的市场服务网络。公司目前已在全国(包括香港地区)建立了 37 家中心实验室,并广泛建立区域中心实验室、快速反应实验室,凭借严格规范的实验室质量管理体系、领先的检验检测技术平台、广泛便捷的实验室网络、专业的冷链物流系统,已成为国内第三方医学检验行业营业规模最大、覆盖市场网络最广、检验项目及技术平台齐全的市场领导企业。庞大的连锁实验室网络为公司提供了更大的规模效应以及检验效率,形成了有效的竞争壁垒,保证了公司的竞争地位。同时遍布全国的实验室网络使公司的业务半径覆盖至全国绝大部分地区,更便捷的为当地医疗机构提供优质的检验及诊断服务。高效的实验室与物流网络使得公司在成本、效率、服务水平等方面处于较为明显的领先地位。

**图 9: 公司下属实验室架构**


数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

公司拥有高端全面的技术平台及检验项目。公司现已拥有覆盖核酸检测技术体系、蛋白质及代谢产物检测技术体系以及组织、病原微生物细胞与亚细胞形态学检测技术体系的全检验诊断及相应技术平台。基于上述三大检测体系,公司结合临床医生及病人的需求,引进国际先进的医学检验技术及服务理念,通过自主创新,形成了众多以临床疾病系列为导向的实验室综合诊断技术平台,构建了公司的核心技术体系。

**表 1: 公司核心技术体系**

技术体系	技术平台名称	应用领域
核酸检测技术体系	高通量测序技术平台	应用于无创产筛、肿瘤个性化治疗、遗传病的诊断、健康人群体检以及为临床新药研究提供分子标记物筛查等。
	传统基因分析技术平台	应用于肿瘤个性化治疗, 遗传病诊断, 基因身份证服务等; 基于基因突变的药物基因组服务; 移植配型 (HLA 分型) 以及移植后效果监测; 新药临床研究的分子检测服务等。
	核型分析技术平台	应用于外周血染色体核型分析、骨髓染色体核型分析、外周血染色体核型分析 (肿瘤)、高分辨染色体核型分析、新生儿脐带血染色体核型分析等, 协助临床医生提供遗传咨询。
	荧光原位杂交技术平台	应用于肿瘤个性化治疗; 遗传病的诊断; 新药临床前的分子检测服务及其它领域检测项目。

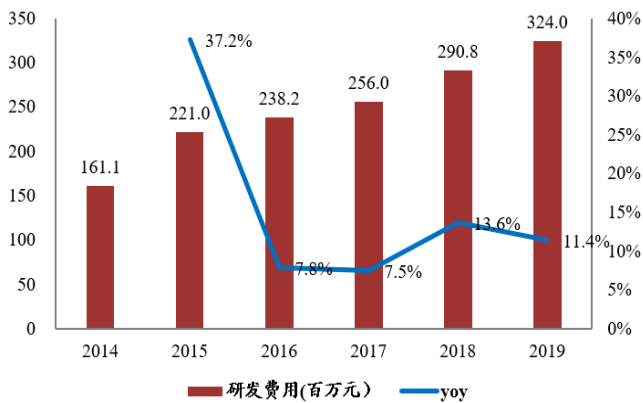


技术体系	技术平台名称	应用领域
	Array 技术平台	应用于遗传病的诊断, 实体肿瘤、血液肿瘤分子核型分析及肿瘤易感基因的分子核型分析; 药物基因组学服务; 新药临床前的分子检测服务及其它领域检测项目。
	Mass Array 核酸质谱分析平台	应用于慢性病易感基因、肿瘤基因突变、健康人天赋基因等检测项目。
	PCR 技术平台	应用于遗传性疾病相关检测; 肿瘤个性化治疗; 感染类疾病病原体核酸检测等。
	生物信息技术平台	应用于建立疾病大数据模型; 基于大数据的生物功能预测等。
蛋白质 及代谢产物 检测技术体系	色谱质谱技术平台	应用于营养与毒性元素检测、药物浓度监测、类固醇类激素检测、营养素检测 (含维生素、脂肪酸、氨基酸)、遗传代谢性疾病检测、神经递质类物质检测等; 为临床提供精准检测结果。
	免疫学检测技术平台	主要应用于感染性疾病检测、自身抗体检测、变态反应检测、不孕不育检测、肝炎系列检测、遗传代谢性疾病检测、血清药物浓度监测、肿瘤标志物检测、激素内分泌相关项目、肝纤维化、高血压、儿童生长发育等项目。
	免疫组化检测技术平台	应用于肿瘤类型鉴别、解决疑难病例病变性质的确定、实体肿瘤鉴别诊断、转移癌的原发部位的确定, 淋巴瘤的分型, 肿瘤预后判断、靶向治疗特异蛋白表达的评估以及感染因子鉴定等。
	生化检测技术平台	应用于肝功能、肾功能、血脂、心肌酶、糖尿病系列、免疫球蛋白、风湿、胃蛋白酶原、同型半胱氨酸、骨代谢等的检验以及健康体检。
	蛋白电泳技术平台	应用于血红蛋白成分分析、血清蛋白电泳分析、尿蛋白电泳分析等项目, 以辅助诊断血红蛋白病、肾病、多发性骨髓瘤等疾病。
组织、细胞 及亚细胞 检测技术体系	流式细胞技术平台	应用于各类生物小颗粒蛋白和核酸分子检测, 可协助临床开展大量科研项目; 在血液肿瘤的诊断与分型、治疗方案选择与预后判断、药物敏感性筛选和发病机理研究等方面有重要价值。
	组织病理形态学技术平台	对人体组织、器官等进行病理形态学检查。
	细胞病理形态学技术平台	对宫颈脱落细胞、体液细胞、细针穿刺等进行病理形态学检查。
	超微病理形态学技术平台	应用于肾穿刺活检、神经肌肉活检、肝穿刺活检、疑难血液病、低分化恶性肿瘤、男性不育查精子超微结构是否异常、纤维不动症、感染性疾病查是否有病原体的感染等。
	数字病理远程诊断技术平台	应用于远程病理诊断。
	病原体检测技术平台	应用于对由需/厌氧菌、支原体等引起病原学诊断; 向临床提供感染性疾病流行病学信息等。

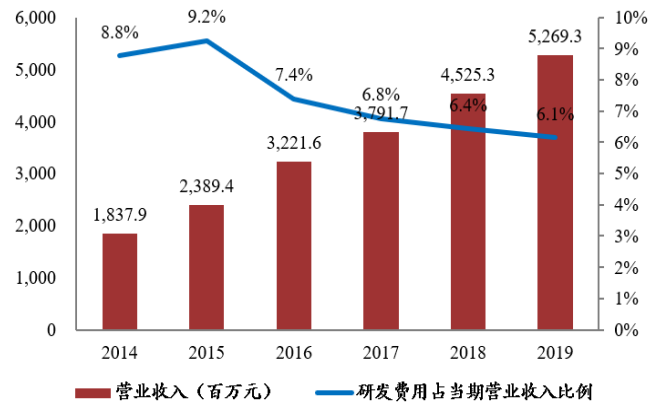
数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

**公司研发投入处于国内领先水平。**公司的研发投入持续增长, 2019 年研发投入为 3.24 亿元, 同比增长 11.4%; 近年公司的研发费用占营业收入比例维持在 6% 以上, 2019 年占比 6.1%。丰富的检验项目使得公司能够充分发挥规模优势, 快速响应下游客户多种检验需求, 形成短期内难以复制的竞争优势。同时与钟南山院士、侯凡凡院士、曾溢滔院士, 与全球“NIPT”(无创产前)技术奠基人卢煜明院士团队建立了深入的战略合作, 并先后与华为公司、美国匹兹堡大学医学中心、香港大学等国外内院校和研究机构开展深度合作, 在病理人工智能辅助诊断、精准医疗、高端检验与个性化检验、学科能力建设、临床诊断服务、人才培养等方面多点发力、成果丰富。公司与全球基因测序巨头 Illumina 等国际生物医药产业的著名机构开展合作, 使用全球数据、样本和资源创新产品和服务, 发现和创造新的机遇, 改善检验诊断服务和公共健康。



**图 10: 2014-2019 年公司研发费用及增长率**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 11: 2014-2019 年公司研发费用占当期营业收入比例**


数据来源: wind, 西南证券整理

### 3 盈利预测与估值

#### 核心假设:

1) 分级诊疗等政策推进与技术创新推动第三方医学检验行业快速发展, 新冠肺炎催化市场空间扩容, 预计 2020-2022 年核心业务医学检验服务规模增速分别为 25.2%、20.2%、17.2%; 随着实验室盈利能力提升、规模效应凸显, 毛利率进一步提升, 预计 2020-2022 年医学检验服务毛利率保持在 41.1%;

2) 伴随第三方检验市场扩容与公司医学诊断服务规模扩张, 预计 2020-2022 年诊断产品销量增速为 44.4%、42.4%、41.4%; 假设毛利率保持在 37.5%;

3) 随着健康意识提高与体检需求增长, 健康体检业务有望恢复增长。公司冷链物流系统在 2019 年进一步完善, 预计冷链物流服务规模恢复平稳增速, 毛利率回升到 20% 水平。

**表 2: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
医学诊断服务	收入	4964.83	6217.2	7474.6	8762.1
	增速	17.2%	25.2%	20.2%	17.2%
	毛利率	39.1%	41.1%	41.1%	41.1%
销售诊断产品	收入	112.1	161.8	230.5	326.0
	增速	39.4%	44.4%	42.4%	41.4%
	毛利率	36.5%	37.5%	37.5%	37.5%
健康体检业务	收入	35.8	53.8	69.9	83.9
	增速	-52.6%	50.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	60.5%	60.5%	60.5%	60.5%
冷链物流服务	收入	20.0	24.9	30.9	38.4
	增速	14.3%	24.3%	24.3%	24.3%
	毛利率	-0.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	136.5	160.4	188.5	221.5

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速	17.2%	17.5%	17.5%	17.5%
	毛利率	55.8%	55.8%	55.8%	55.8%
总收入	收入	5269.3	6618.1	7994.5	9432.0
	增速	16.4%	25.6%	20.8%	18.0%
	毛利率	39.5%	41.5%	41.4%	41.4%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 66.2 亿元、79.9 亿元和 94.3 亿元，归母净利润分别为 5.0 亿元、6.1 亿元和 7.2 亿元，估算 2020-2022 年 EPS 分别为 1.10 元、1.33 元和 1.57 元。

**表 3：可比公司估值情况**

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600056.SH	迪安诊断	25.42	0.81	1.01	1.31	31.41	25.24	19.47

数据来源：Wind (预测时间为 2020 年 4 月 28 日)，西南证券整理

公司作为国内第三方医学检验的领头羊，检验项目及技术平台齐全，实验室数量和覆盖市场网络行业领先，有望充分受益于行业扩张的红利。首次覆盖，给予“持有”评级。

## 4 风险提示

- 1) 检验项目质量控制风险；
- 2) 实验室盈利不及预期的风险；
- 3) 分级诊疗政策推进不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5269.27	6618.10	7994.47	9431.99	净利润	415.26	519.63	626.63	743.24
营业成本	3189.15	3874.51	4681.55	5525.55	折旧与摊销	309.90	218.29	226.20	238.18
营业税金及附加	6.31	8.77	10.36	12.16	财务费用	29.07	38.18	35.79	32.81
销售费用	804.65	977.53	1180.83	1393.16	资产减值损失	-1.76	6.41	5.06	4.37
管理费用	482.92	850.00	1030.78	1216.13	经营营运资本变动	-139.00	-145.15	-142.40	-127.02
财务费用	29.07	38.18	35.79	32.81	其他	47.93	-30.25	-28.53	-33.02
资产减值损失	-1.76	6.41	5.06	4.37	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>661.40</b>	<b>607.10</b>	<b>722.75</b>	<b>858.57</b>
投资收益	41.78	23.84	25.47	27.65	资本支出	46.80	-256.87	-265.37	-277.39
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-353.39	18.80	15.31	15.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-306.60</b>	<b>-238.07</b>	<b>-250.06</b>	<b>-261.85</b>
<b>营业利润</b>	<b>484.03</b>	<b>609.98</b>	<b>737.52</b>	<b>876.59</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.69	10.33	10.53	10.66	长期借款	-140.32	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>495.72</b>	<b>620.31</b>	<b>748.05</b>	<b>887.25</b>	股权融资	15.82	0.00	0.00	0.00
所得税	80.46	100.68	121.41	144.01	支付股利	-62.27	-80.47	-100.69	-121.42
净利润	415.26	519.63	626.63	743.24	其他	-55.70	-75.77	-2.18	-23.02
少数股东损益	12.93	16.18	19.52	23.15	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-242.47</b>	<b>-156.23</b>	<b>-102.86</b>	<b>-144.44</b>
归属母公司股东净利润	402.33	503.44	607.12	720.09	<b>现金流量净额</b>	<b>113.08</b>	<b>212.80</b>	<b>369.83</b>	<b>452.27</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	954.94	1167.74	1537.57	1989.84	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1579.53	1994.67	2410.53	2840.81	销售收入增长率	16.44%	25.60%	20.80%	17.98%
存货	171.51	190.89	233.21	278.08	营业利润增长率	55.16%	26.02%	20.91%	18.86%
其他流动资产	89.30	53.39	64.49	76.09	净利润增长率	62.60%	25.13%	20.59%	18.61%
长期股权投资	111.99	111.99	111.99	111.99	EBITDA 增长率	35.61%	5.28%	15.36%	14.82%
投资性房地产	28.44	28.44	28.44	28.44	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1091.36	1132.53	1177.78	1223.65	毛利率	39.48%	41.46%	41.44%	41.42%
无形资产和开发支出	93.20	105.68	114.65	123.04	三费率	24.99%	28.19%	28.11%	28.01%
其他非流动资产	275.19	265.17	260.27	257.32	净利率	7.88%	7.85%	7.84%	7.88%
<b>资产总计</b>	<b>4395.47</b>	<b>5050.51</b>	<b>5938.94</b>	<b>6929.28</b>	ROE	17.86%	18.81%	19.05%	19.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.45%	10.29%	10.55%	10.73%
应付和预收款项	1301.25	1597.28	1928.32	2273.73	ROIC	17.62%	20.06%	20.92%	21.87%
长期借款	358.70	358.70	358.70	358.70	EBITDA/销售收入	15.62%	13.09%	12.50%	12.17%
其他负债	409.82	331.46	362.91	386.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2069.76</b>	<b>2287.44</b>	<b>2649.93</b>	<b>3018.45</b>	总资产周转率	1.26	1.40	1.45	1.47
股本	457.88	457.88	457.88	457.88	固定资产周转率	4.73	6.55	9.01	11.85
资本公积	856.93	856.93	856.93	856.93	应收账款周转率	3.64	3.76	3.71	3.66
留存收益	958.17	1381.15	1887.57	2486.24	存货周转率	21.33	21.38	21.97	21.49
归属母公司股东权益	2274.78	2695.96	3202.39	3801.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.81%	—	—	—
少数股东权益	50.93	67.11	86.63	109.77	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2325.70</b>	<b>2763.07</b>	<b>3289.01</b>	<b>3910.83</b>	资产负债率	47.09%	45.29%	44.62%	43.56%
负债和股东权益合计	4395.47	5050.51	5938.94	6929.28	带息债务/总负债	17.33%	15.68%	13.54%	11.88%
					流动比率	1.70	1.83	1.92	2.02
					速动比率	1.59	1.73	1.82	1.91
					股利支付率	15.48%	15.98%	16.58%	16.86%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.88	1.10	1.33	1.57
					每股净资产	4.97	5.89	6.99	8.30
					每股经营现金	1.44	1.33	1.58	1.88
					每股股利	0.14	0.18	0.22	0.27
业绩和估值指标									
EBITDA	823.01	866.44	999.51	1147.59					
PE	84.27	67.35	55.85	47.09					
PB	14.91	12.58	10.59	8.92					
PS	6.43	5.12	4.24	3.59					
EV/EBITDA	40.53	38.19	32.75	28.12					
股息率	0.18%	0.24%	0.30%	0.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn