

## 销售放量业绩稳定，管线产品值得期待

增持|上调

——博瑞医药 2020 半年报点评

### 事件:

2020年8月17日,公司公告2020半年报:报告期内实现营收3.03亿元,同比增长44.24%,归母净利润0.74亿元,同比增长78.27%,扣非后归母净利润0.70亿元,同比增长87.79%。

### 国元观点:

#### ● 疫情不改业绩持续高增长态势,产品销售贡献主要增长

公司Q2维持Q1增长态势,受疫情影响较小。分业务来看,公司产品销售、技术转让、权益分成分别实现收入2.4亿元(+45.64%)、0.26亿元(+30.04%)和0.33亿元(47.15%),其中产品销售占总营收比79.7%,是业绩增长的主要贡献因素,主要系海外市场芬净类和莫司类等主要产品快速增长、国内磺达肝癸钠、注射用醋酸卡泊芬净开始在国内上市销售。**技术转让方面**,公司和美国客户签订艾日布林的合作协议收到里程碑付款约625万元。从毛利率看,公司毛利率始终维持较高水平(59.16%, -2.04pct),预计波动主要系公司国内毛利率相对较低的恩替卡韦销售增加所致;技术转让和权益分成毛利率较高,分别为79.69%(+6.00pct)和100%。

#### ● 三费控制良好,现金流大幅改善

公司成本控制良好,销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为2.44%(-0.48pct)、9.25%(-2.30pct)和-1.61%(-1.40pct),其中管理费用下降主要系公司通过加强费用管控导致人员薪酬支出等费用增幅较小,财务费用下降主要系公司理财产品利息收入增加所致。公司持续加大研发投入,研发费用率为20.81%。经营现金流净额为0.59亿元,同比增长1735.12%主要系营收大幅增加、营运成本控制良好。

#### ● 产品研发申报进展顺利,或持续贡献业绩高速增长

公司多个产品研发申报进展顺利,注射用醋酸卡泊芬净在国内获批上市,目前国内仅有包括原研MSD在内的4家企业上市,竞争格局良好;和美国公司签订高壁垒产品艾日布林的合作协议已收到里程碑付款90万美元,后续有望持续享受下游权益分成。注射用米卡芬净钠在国内获批上市且一致性评价申请已获NMPA受理;恩替卡韦原料药获得欧洲CEP认证,并且从6月开始向美国出口恩替卡韦片,持续开拓海外市场。此外,公司恩替卡韦片、磷酸奥司他韦干混悬剂、阿加曲班注射液等多个产品已提交国内注册申请,等待上市后放量增厚公司业绩。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司原料药聚焦于高技术壁垒产品,竞争环境较为宽松,议价能力强,多种盈利模式并行,全球多市场、产业链多环节均是利润贡献点,储备产品丰富,随着后续产品逐渐实现商业化销售,我们预计公司20-22年营业收入为7.09/9.45/12.85亿元,增速为41.00%/33.17%/36.04%,归母净利润为1.84/2.95/4.58亿元,增速为65.58%/60.36%/55.14%,20-22年EPS为0.45/0.72/1.12元/股,PE为121/75/49倍,考虑到公司布局产品逐渐进入到商业化阶段、国内国外销售释放确定性增强、管线产品具有竞争优势,上调至“增持”评级。

#### ● 风险提示

研发进度不及预期,疫情恢复不及预期,技术收入波动风险,汇率风险。

### 附表:盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	407.50	503.16	709.46	944.80	1285.35
收入同比(%)	28.64	23.47	41.00	33.17	36.04
归母净利润(百万元)	73.20	111.08	183.93	294.95	457.59
归母净利润同比(%)	59.56	51.75	65.58	60.36	55.14
ROE(%)	9.51	8.46	12.53	16.73	20.62
每股收益(元)	0.18	0.27	0.45	0.72	1.12
市盈率(P/E)	303.46	199.97	120.78	75.31	48.54

资料来源:Wind,国元证券研究中心

当前价: 54.90元

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 69.35 / 26.8

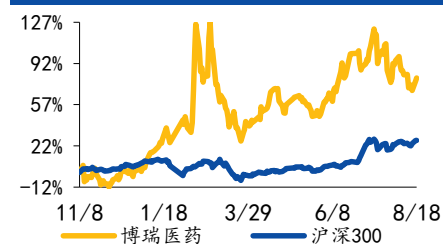
A股流通股(百万股): 38.95

A股总股本(百万股): 410.00

流通市值(百万元): 2138.36

总市值(百万元): 22509.00

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-博瑞医药(688166)2020Q1点评:高壁垒仿制竞争力强,多渠道盈利抵疫情》  
2020.04.20

《国元证券公司研究-博瑞医药(688166)2019年报点评:符合预期,业绩稳健成长》2020.04.10

### 报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

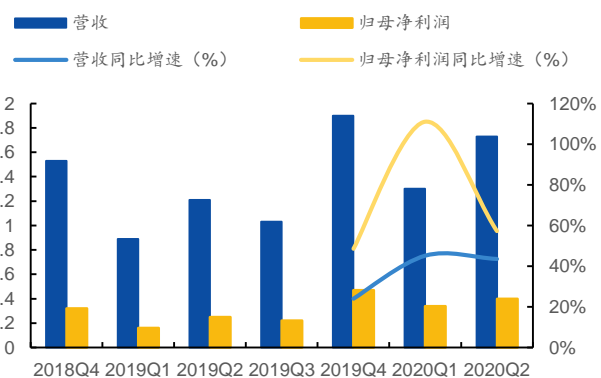
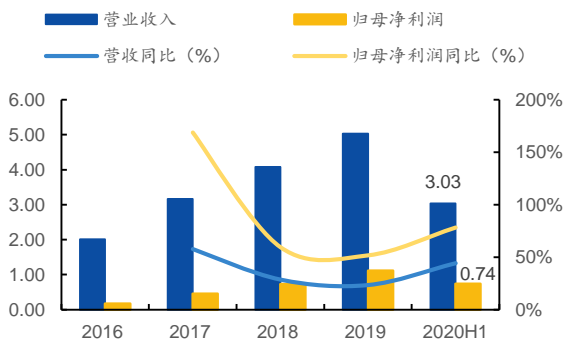
## 1. 疫情不改业绩持续高增长态势，产品销售贡献主要增长

公司 Q2 维持 Q1 增长态势，受疫情影响较小。从单季度业绩看，公司 Q2 实现营收 1.73 亿元，同比增长 43.56%，实现归母净利润 0.40 亿元，同比增长 57.32%，维持高速增长态势。分业务板块来看，公司产品销售实现收入 2.4 亿元，占总营收比为 79.7%，同比增长 45.64%，是业绩增长的主要贡献因素。权益分成实现收入 0.33 亿元，同比增长 47.15%，接近 2019 年全年的权益分成收入，主要系公司海外合作制剂客户产品销售收入带动权益分成收入增加。技术转让实现收入 0.26 亿元，同比增长 30.04%。

核心产品高速增长，小而美的品种逐步发力。分品种看，我们预计公司卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、恩替卡韦、吡美莫司等 5 个核心品种占总产品销售收入 60% 以上，是业务高速增长的“主力军”，其中吡美莫司中间体子囊霉素和米卡芬净预计增速较快。磺达肝癸钠、多拉菌素、奥司他韦、依维莫司等小而美的品种逐步发力，预计上半年收入已超过 2019 全年收入。随着公司后续更多品种的获批上市并逐步放量，公司长期业绩增厚保障性强。

图 1：公司营收及归母净利润增速（亿元、%）

图 2：公司单季度营收和归母净利润及增速情况（亿元、%）

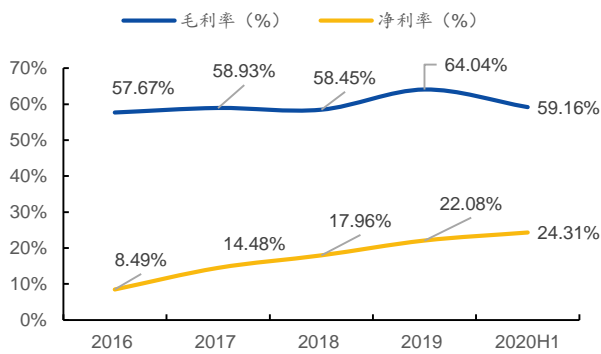


资料来源：公司 2020 年中报，国元证券研究中心

资料来源：公司 2020 年中报，国元证券研究中心

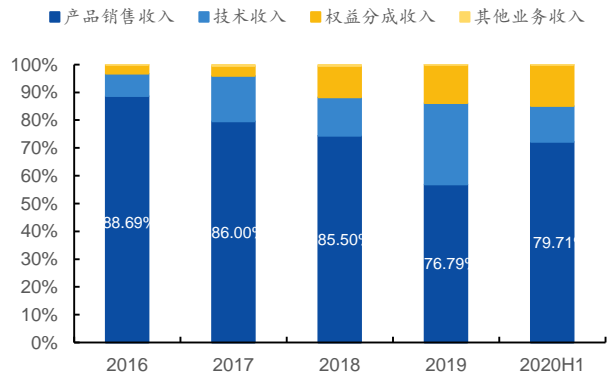
毛利率持续维持较高水平，现金流大幅改善。公司 2020H1 毛利率为 59.16%，同比下降 2.04pct，仍维持较高水平，预计波动主要系公司国内毛利率相对较低的恩替卡韦销售增加所致。分业务板块毛利率看，技术转让和权益分成业务毛利率较高，分别为 79.69% (+6.00pct) 和 100%，带动整体毛利率上行，体现了公司在产业链上游较高的话语权。经营现金流净额为 0.59 亿元，同比增长 1735.12%，主要系公司营收大幅增加、营运成本控制良好。

图 3：公司毛利率和净利率情况 (%)



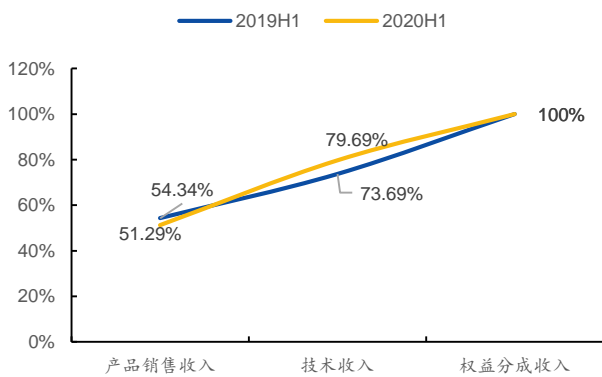
资料来源：公司 2020 年中报，国元证券研究中心

图 4：公司分业务营收占比 (%)



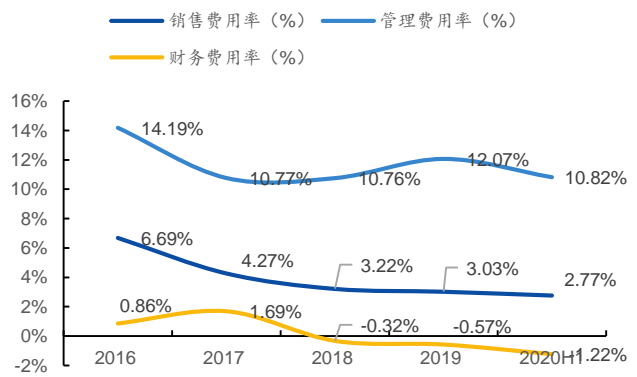
资料来源：公司 2020 年中报，国元证券研究中心

图 5：公司分业务板块毛利率 (%)



资料来源：公司 2020 年中报，国元证券研究中心

图 6：公司三费情况 (%)

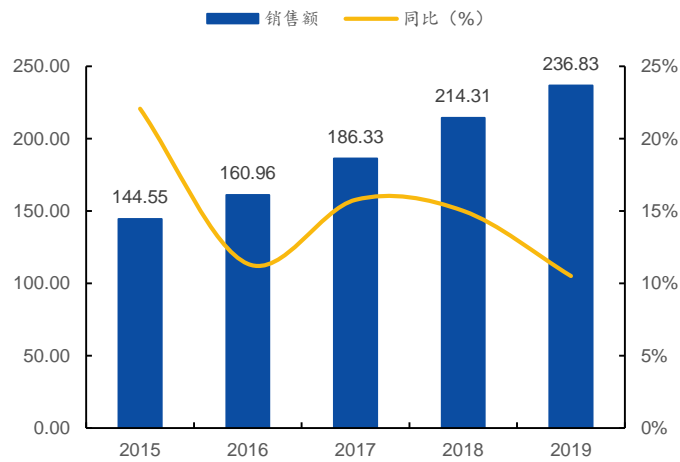


资料来源：公司 2020 年中报，国元证券研究中心

## 2. 产品研发进展顺利，成立合资公司布局吸入制剂原料药业务

**布局吸入制剂原料药业务，进一步丰富产品管线。**公司和博诺康源合资成立博泽格霖（山东）药业有限公司，分别持有 49%和 51%的股份，将专注于吸入制剂用原料药的研发、生产和销售，在公司已有丰富产品管线基础上进一步扩大和升级产品布局。吸入制剂仿制壁垒极高，涉及原料药粉体技术、器械装置和制剂三个关键环节，国内市场目前仍以进口为主，国产替代空间大。根据 IQVIA 数据显示，2018 年全球哮喘和 COPD 用药市场规模已经超过 525 亿美元，其中吸入制剂达 437 亿美元，占比为 83.2%。根据 PDB 数据显示，国内吸入剂用药市场逐年扩容，年增长率保持在 2 位数，2018 年首次突破 200 亿大关，2019 年达 236.8 亿元，同比增长 10.51%，市场空间广阔。

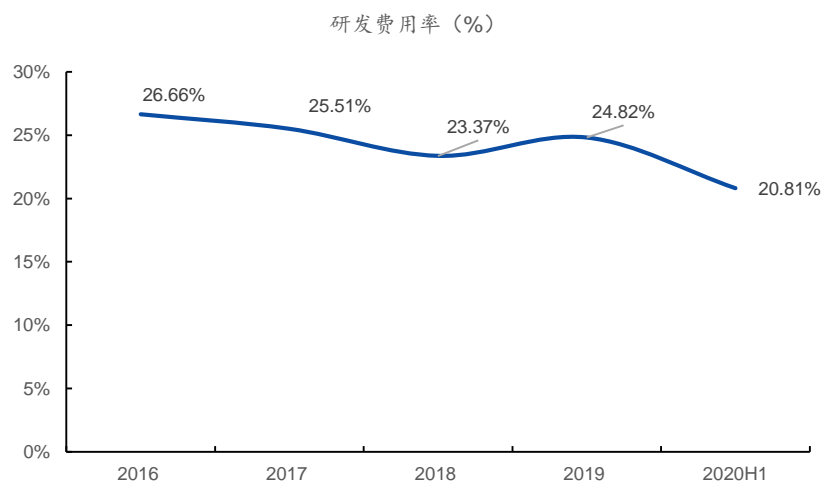
图 7：2015-2019 年中国公立医疗机构终端吸入剂销售情况（亿元、%）



资料来源：米内网，国元证券研究中心

持续高研发投入，后续品种梯队式放量稳定贡献业绩。公司目前在研项目超过 40 项，多个产品研发申报进展顺利，注射用醋酸卡泊芬净在国内获批上市，目前国内仅有包括原研 MSD 在内的 4 家企业上市，竞争格局良好；和美国公司签订高壁垒产品艾日布林的合作协议已收到里程碑付款 90 万美元，后续有望持续享受下游权益分成。注射用米卡芬净钠在国内获批上市且一致性评价申请已获 NMPA 受理；恩替卡韦原料药获得欧洲 CEP 认证，并且从 6 月开始向美国出口恩替卡韦片，持续开拓海外市场。此外，公司恩替卡韦片、磷酸奥司他韦干混悬剂、阿加曲班注射液等多个产品已提交国内注册申请，等待上市后放量增厚公司业绩。

图 8：公司研发投入情况



资料来源：2020 公司半年报，国元证券研究中心

**表 1：公司原料药管线布局**

序号	产品	类别	研发阶段	开发模式	国内申报情况
1	磷酸奥司他韦原料药	抗病毒	稳定性研究阶段	自主研发	2019年10月25日已A类备案
2	舒更葡糖钠原料药	选择性松弛拮抗剂	稳定性研究阶段	自主研发	2019年10月12日已A类备案
3	磷丙替诺福韦原料药	抗病毒	中试阶段	自主研发	暂未备案
4	甲磺酸艾日布林原料药	抗肿瘤	中试阶段	自主研发	暂未备案
5	曲贝替定原料药	抗肿瘤	中试阶段	自主研发	暂未备案
6	美登素中间体	抗肿瘤	中试阶段	自主研发	暂未备案
7	番红菌素 B 中间体	抗肿瘤	中试阶段	自主研发	暂未备案
9	米喹妥林原料药	抗肿瘤	中试阶段	自主研发	暂未备案
10	特拉万星原料药 Telavancin	抗真菌	中试阶段	自主研发	暂未备案
11	达巴万星原料药	抗真菌	中试阶段	自主研发	暂未备案
12	多聚糖超顺磁纳米氧化铁 原料药	补铁剂	中试阶段	自主研发	暂未备案
13	羧基麦芽糖铁原料药	补铁剂	中试阶段	自主研发	暂未备案
14	枸橼酸铁原料药	补铁剂	中试阶段	自主研发	暂未备案
15	蔗糖铁原料药	补铁剂	中试阶段	自主研发	暂未备案
16	奥贝胆酸原料药	法尼醇 X 受体激动剂	中试阶段	自主研发	暂未备案
17	阿维莫潘原料药 Alvimopan	外周 $\mu$ 阿片受体拮抗剂	中试阶段	自主研发	暂未备案
18	地屈孕酮原料药	孕激素类	中试阶段	自主研发	暂未备案
19	乙基多杀菌素原料药	兽药	中试阶段	自主研发	暂未备案
20	多杀菌素原料药	兽药	中试阶段	自主研发	暂未备案
21	艾默德斯原料药	兽药	中试阶段	自主研发	暂未备案
22	依维莫司原料药/中间体 everolimus	抗肿瘤	已完成	自主研发	暂未备案

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**表 2：公司制剂管线布局**

序号	产品名称	领域	原料药制剂同时开发	研发阶段	开发模式
1	磷酸奥司他韦	抗病毒	是	磷酸奥司他韦胶囊：上市申报 磷酸奥司他韦干混悬剂：上市申报	磷酸奥司他韦胶囊：自主研发 磷酸奥司他韦干混悬剂：委托研发
2	阿托伐他汀钙片	降血脂	否	BE 试验完成，资料整理待申报	委托研发（由海南华益泰康药业有限公司进行阿托伐他汀钙片中国和美国市场的处方工艺开发）
3	注射用曲贝替定	抗肿瘤	是	中试阶段	自主研发
4	注射用达巴万星	抗真菌	是	中试阶段	自主研发
5	注射用伏立康唑	抗真菌	否	稳定性研究阶段	自主研发
6	磷丙替诺福韦片	抗病毒	是	中试阶段	自主研发
7	米喹妥林制剂	抗肿瘤	是	中试阶段	自主研发
8	多聚糖超顺磁纳米氧化铁制剂	补铁剂	是	中试阶段	自主研发
9	羧基麦芽糖铁制剂	补铁剂	是	中试阶段	自主研发
10	异麦芽糖酐铁 1000 注射液	补铁剂	否	中试阶段	自主研发

**表 2：公司制剂管线布局**

序号	产品名称	领域	原料药制剂同时开发	研发阶段	开发模式
11	枸橼酸铁制剂	补铁剂	是	中试阶段	自主研发
12	蔗糖铁制剂	补铁剂	是	中试阶段	自主研发
13	奥贝胆酸片剂	法尼醇 X 受体激动剂	是	中试阶段	自主研发
14	地屈孕酮制剂	孕激素类	是	中试阶段	自主研发
15	吡美莫司乳膏	免疫抑制剂	是	中试阶段	自主研发

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**提前布局补铁剂，静待专利到期后抢占份额。**补铁剂在美国拥有 10-20 亿美元的市场规模，大部分的静脉补铁剂仍处于专利期内，且仍在不断放量，未来 5 年将有数个品种即将专利过期；由于合成技术难度大，在全球范围内仅有 WEST-WARD 的葡萄糖酸钠铁复合物一个产品获批上市，研发前景广阔。公司基于非生物大分子平台，积极布局静脉铁剂产品，包括**羧基麦芽糖铁、柠檬酸铁、焦磷酸铁钠、超顺磁纳米氧化铁 5 种**，均处于中试阶段，在专利过期前提前布局，以期日后先发制人，抢占市场。以羧基麦芽糖铁为例，根据 Cortellis 预测，羧基麦芽糖铁全球销售规模预计 2022 年达到 14 亿美元，市场潜力巨大。

**表 3：公司在研补铁剂竞争格局**

产品	研发阶段	应用前景	制剂上市厂家数		国内申报
			进口	国产	
多聚糖超顺磁纳米氧化铁原料药及制剂	中试阶段	<b>临床优势：</b> 药品载铁量较蔗糖铁高，使用方便快捷，只需注射两次 <b>市场空间：</b> Cortellis 预测全球销售 2021 年达到 1.9 亿美元，并常年保持近 50% 的增速。	0	0	0
羧基麦芽糖铁原料药制剂及制剂	中试阶段；API：完成中试	<b>临床优势：</b> 第一个获得 FDA 批准用于治疗 IDA 的非右旋糖酐静脉铁剂，注射次数更少，依从性高。 <b>市场空间：</b> Cortellis 预测全球销售规模预计 2022 年达到 14 亿美元	0	0	5
异麦芽糖酐铁 1000 注射液	中试阶段	静脉铁剂是治疗 CKD 相关贫血的一线用药	0	0	1 (进口)
枸橼酸铁原料药及制剂	中试阶段	可显著降低 HD 患者静脉补铁量和 ESAs 需求的同时，有效增加血清铁蛋白，血红蛋白和转铁蛋白饱和度，是市场上同类药物中唯一能够起到降磷补铁二合一作用的药品	0	0	10
蔗糖铁原料药及制剂	制剂：小试阶段；API：中试阶段	静脉铁剂是治疗 CKD 相关贫血的一线用药	0	4	11

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

### 3. 盈利预测

公司原料药聚焦于高技术壁垒产品，竞争环境较为宽松，议价能力强，多种盈利模式并行，全球多市场、产业链多环节均是利润贡献点，储备产品丰富，随着后续产品逐渐实现商业化销售，公司业绩有望持续稳定增长。我们预计公司 20-22 年营业收入为 7.09/ 9.45/ 12.85 亿元，增速为 41.00%/ 33.17%/ 36.04%，归母净利润为 1.84/ 2.95/ 4.58 亿元，增速为 65.58%/60.36%/55.14%，EBITDA 为 2.06/3.22/4.96 亿元，增速为 35.53%/ 56.54%/ 54.01%，20-22 年 EPS 为 0.45/ 0.72/ 1.12 元/股，PE 为 121/ 75/ 49 倍，考虑到公司布局产品逐渐进入到商业化阶段、国内国外销售释放确定性增强、管线产品具有竞争优势，上调至“增持”评级。

**风险提示：**研发进度不及预期，疫情恢复不及预期，技术收入波动风险，汇率风险。

表 4：公司分业务营收预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产品销售收入	营业收入	348.41	386.39	540.09	704.92	942.53
	增长率(%)		10.90%	39.78%	30.52%	33.71%
	营业成本	155.83	172.36	253.35	316.98	424.93
	增长率(%)		10.61%	46.99%	25.12%	34.05%
	毛利率(%)	55.27%	55.39%	53.09%	55.03%	54.92%
技术转让收入	营业收入	32.03	79.15	110.80	149.58	201.94
	增长率(%)		147.13%	40.00%	35.00%	35.00%
	营业成本	12.65	8.51	22.16	29.92	40.39
	增长率(%)		-32.76%	160.47%	35.00%	35.00%
	毛利率(%)	60.49%	89.25%	80.00%	80.00%	80.00%
权益分成收入	营业收入	26.00	37.55	58.19	90.20	140.72
	增长率(%)		44.40%	55.00%	55.00%	56.00%
	营业成本	0	0	0	0	0
	增长率(%)					
	毛利率(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计	营业收入	407.50	503.16	709.46	944.80	1285.35
	增长率(%)		23.47%	41.00%	33.17%	36.04%
	营业成本	168.49	180.87	275.51	346.90	465.32
	增长率(%)		7.35%	52.33%	25.91%	34.14%
	毛利率(%)	64.05%	61.17%	63.28%	63.80%	64.05%

资料来源：国元证券研究中心

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	407.50	503.16	709.46	944.80	1285.35
收入同比(%)	28.64	23.47	41.00	33.17	36.04
归母净利润(百万元)	73.20	111.08	183.93	294.95	457.59
归母净利润同比(%)	59.56	51.75	65.58	60.36	55.14
ROE(%)	9.51	8.46	12.53	16.73	20.62
每股收益(元)	0.18	0.27	0.45	0.72	1.12
市盈率(P/E)	303.46	199.97	120.78	75.31	48.54

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产</b>	562.81	1062.05	1167.40	1506.78	1985.90	
现金	206.45	564.97	777.84	1099.57	1564.90	
应收账款	132.91	184.69	135.00	140.00	145.00	
其他应收款	0.81	5.02	2.84	3.23	3.40	
预付账款	8.49	7.05	9.50	8.51	8.60	
存货	103.33	136.89	131.59	136.30	134.73	
其他流动资产	110.83	163.43	110.64	119.17	129.28	
<b>非流动资产</b>	312.52	359.25	397.48	353.84	330.38	
长期投资	7.47	6.31	20.27	18.00	16.00	
固定资产	211.29	226.48	224.03	216.69	206.90	
无形资产	50.36	50.05	50.05	50.05	50.05	
其他非流动资产	43.40	76.41	103.13	69.10	57.43	
<b>资产总计</b>	875.33	1421.30	1564.88	1860.62	2316.28	
<b>流动负债</b>	105.52	108.21	96.45	98.00	97.24	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	40.42	41.42	39.08	40.08	39.97	
其他流动负债	65.10	66.79	57.37	57.91	57.27	
<b>非流动负债</b>	0.00	0.00	0.04	0.01	0.02	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	0.00	0.00	0.04	0.01	0.02	
<b>负债合计</b>	105.52	108.21	96.49	98.01	97.26	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	48.36	410.00	410.00	410.00	410.00	
资本公积	622.67	701.01	701.01	701.01	701.01	
留存收益	98.20	209.28	359.59	654.54	1112.13	
归属母公司股东权益	769.80	1313.09	1468.39	1762.61	2219.02	
<b>负债和股东权益</b>	875.33	1421.30	1564.88	1860.62	2316.28	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>经营活动现金流</b>	63.99	61.33	250.23	316.82	458.18	
净利润	73.20	111.08	183.93	294.95	457.59	
折旧摊销	27.11	33.38	11.55	11.89	12.06	
财务费用	-1.32	-2.87	-6.71	-9.39	-13.32	
投资损失	0.41	-3.36	0.50	1.00	2.00	
营运资金变动	-48.43	-70.19	121.74	-16.09	-14.55	
其他经营现金流	13.02	-6.70	-60.77	34.45	14.39	
<b>投资活动现金流</b>	-212.48	-155.99	-15.46	-3.73	-5.00	
资本支出	112.47	89.54	0.00	0.00	0.00	
长期投资	100.53	66.67	13.96	-2.27	-2.00	
其他投资现金流	0.52	0.21	-1.50	-6.00	-7.00	
<b>筹资活动现金流</b>	249.59	439.76	-21.91	8.65	12.15	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	3.72	361.64	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	246.28	78.35	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-0.41	-0.23	-21.91	8.65	12.15	
<b>现金净增加额</b>	103.47	346.88	212.86	321.74	465.33	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>营业收入</b>	407.50	503.16	709.46	944.80	1285.35	
营业成本	169.30	180.91	275.51	346.90	465.32	
营业税金及附加	2.92	3.12	2.90	2.60	3.00	
营业费用	13.11	15.23	17.03	21.73	29.56	
管理费用	43.84	60.73	70.95	94.48	128.53	
研发费用	96.12	124.88	149.85	167.83	172.87	
财务费用	-1.32	-2.87	-6.71	-9.39	-13.32	
资产减值损失	-5.34	-6.38	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	-0.41	3.36	-0.50	-1.00	-2.00	
<b>营业利润</b>	81.84	121.33	200.95	319.64	497.38	
营业外收入	0.03	0.01	0.80	1.00	1.00	
营业外支出	2.65	1.40	3.00	2.00	4.00	
<b>利润总额</b>	79.22	119.94	198.75	318.64	494.38	
所得税	6.02	8.86	14.82	23.69	36.79	
<b>净利润</b>	73.20	111.08	183.93	294.95	457.59	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>归属母公司净利润</b>	73.20	111.08	183.93	294.95	457.59	
EBITDA	107.63	151.84	205.79	322.15	496.13	
EPS (元)	1.51	0.27	0.45	0.72	1.12	

**主要财务比率**

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.64	23.47	41.00	33.17	36.04
营业利润(%)	66.37	48.25	65.62	59.07	55.61
归属母公司净利润(%)	59.56	51.75	65.58	60.36	55.14
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	58.45	64.04	61.17	63.28	63.80
净利率(%)	17.96	22.08	25.92	31.22	35.60
ROE(%)	9.51	8.46	12.53	16.73	20.62
ROIC(%)	13.15	15.04	28.89	45.85	71.25
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	12.06	7.61	6.17	5.27	4.20
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	5.33	9.81	12.10	15.38	20.42
速动比率	4.35	8.47	10.74	13.98	19.04
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.58	0.44	0.48	0.55	0.62
应收账款周转率	3.91	3.01	4.21	6.87	9.02
应付账款周转率	4.85	4.42	6.84	8.76	11.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.27	0.45	0.72	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.15	0.61	0.77	1.12
每股净资产(最新摊薄)	1.88	3.20	3.58	4.30	5.41
<b>估值比率</b>					
P/E	303.46	199.97	120.78	75.31	48.54
P/B	28.86	16.92	15.13	12.60	10.01
EV/EBITDA	200.89	142.40	105.07	67.12	43.58

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
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	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 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	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
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	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 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、客观地出具本报告。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，本报告清晰准确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。

### 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。

### 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视其为客户。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行为负责。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，国元证券及其员工亦不为上述金融机构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间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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，本公司可发出与本报告所载资料、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，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

### 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的准确可靠，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，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：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	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188