

稳健医疗 (300888.SZ)

防疫产品需求常态化, 2023 年收入下降 28%

买入

核心观点

受防疫用品需求减少及存货和商誉减值增加影响, 2023 年业绩承压。2023 年公司收入同比下降 27.8%至 81.2 亿元。分业务看, 1) 医疗收入下降 47%至 38.6 亿元, 其中防疫用品受疫情管控放开影响, 收入大幅下降 81%, 非防疫用品增长双位数; 2) 消费品收入增长 6%至 42.6 亿元, 线下门店在店数和店效提升拉动下增长 19%。2023 年公司毛利率提升 1.6 个百分点, 医疗/消费品分别变动-4 和+4 个百分点。费用率提升 10 个百分点, 主要由于销售费用率较高的消费品业务占比明显提升, 及公司收入下降后固定费用占比提升。叠加 1.9 亿元存货减值和 1.9 亿元商誉减值影响, 2023 年归母净利润同比下降 64.8%至 5.8 亿元, 归母净利率同比下降 7 个百分点至 7.7%。2023 年底资产负债率及有息负债率分别减少 4 个百分点至 29%/19%, 经营现金流净额 10.6 亿元, 净现比 1.8, 经营情况保持相对良性。

2024 第一季度业绩继续受防疫用品高基数及处理库存影响。第一季度, 公司收入减少 19%至 19.1 亿元, 其中 1) 医疗收入下降 37%, 防疫/非防疫用品大约分别减少 88%/增长 4%。2) 消费品收入增长 7%至 10.4%, 电商和线下门店均稳步增长。第一季度毛利率同比下降 3 个百分点至 47.6%, 预计主要由于医疗业务受盈利水平较高的防疫品大幅下降、以及防疫用品处理库存影响。第一季度费用率提升 6 个百分点, 主要由于消费品业务占比提升明显。第一季度归母净利润同比下降 52%至 1.8 亿元, 归母净利率下降 6.5 个百分点至 9.6%。

风险提示: 疫情反复消费需求下行; 国际政治经济风险; 市场竞争激烈

投资建议: 中长期看好医疗并购协同效益, 及消费品利润率提升。医疗板块方面, 短期防疫产品需求随疫情稳定收缩拖累业绩表现, 目前已经逐步回归常态, 中长期来看, 外延并购有望实现产品渠道协同互补。消费品业务 2024 年预计将新开 100 家左右门店驱动增长, 聚焦优势品类、调整门店面积提升坪效提升等举措有利于推动盈利能力提升, 同时消费品业务提出出海战略布局规划。由于公司一季报表现不及预期、国内消费延续弱复苏、2024 年仍需处理防疫用品库存, 因此下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 8.0、9.4、10.6 亿元 (原 2024-2025 年为 10.1、11.6 亿元), 同比增长 37.1%、18.5%、12.3%。2024 年公司净利润仍有下降压力, 2025 年预计防疫用品高基数影响将消退, 消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现, 因此维持目标价 34-36 元, 对应 2025 年 PE 21-22x, 维持“买入”评级。

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师: 丁诗洁

证券分析师: 关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

S0980523110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	34.00 - 36.00 元
收盘价	31.30 元
总市值/流通市值	18414/5684 百万元
52 周最高价/最低价	61.84/29.25 元
近 3 个月日均成交额	100.42 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《稳健医疗 (300888.SZ)-防疫产品需求常态化, 2023 年收入预减 27%-29%》——2024-02-02
- 《稳健医疗 (300888.SZ)-收入受防疫高基数影响, 全棉时代积极营销推广》——2023-10-25
- 《稳健医疗 (300888.SZ)-上半年收入减少 17%, 消费品盈利水平明显改善》——2023-08-17
- 《稳健医疗 (300888.SZ)-防疫产品需求下降, 上半年收入预计减少 14%-19%》——2023-07-18
- 《稳健医疗 (300888.SZ)-2022 年净利润增长 33%, 2023 年一季度消费门店收入增长 19%》——2023-04-27

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351	8,185	8,356	9,142	9,972
(+/-%)	41.2%	-27.9%	2.1%	9.4%	9.1%
净利润(百万元)	1,651	580	796	943	1,059
(+/-%)	33.2%	-64.8%	37.1%	18.5%	12.3%
每股收益(元)	3.87	0.98	1.35	1.60	1.80
EBIT Margin	18.6%	10.2%	10.3%	11.2%	11.5%
净资产收益率 (ROE)	14.1%	5.0%	6.6%	7.5%	8.0%
市盈率 (PE)	8.1	32.1	23.1	19.5	17.4
EV/EBITDA	8.2	20.5	18.2	15.5	14.1
市净率 (PB)	1.1	1.6	1.5	1.5	1.4

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

受防疫用品需求减少及存货和商誉减值增加影响，2023 年业绩承压

2023 年公司收入同比下降 27.8%至 81.2 亿元，归母净利润同比下降 64.8%至 5.8 亿元，收入下降主要为防疫用品需求大幅减少拖累，归母净利率下降则主要是由于产品结构变化、存货和商誉减值等影响。具体来看：

1) **医疗业务**：2023 年公司医疗板块实现收入 38.6 亿元，-46.7%，分产品看，传统伤口护理与包扎平稳增长 7%至 11.5 亿元；高端伤口辅料和手术室耗材增长 28%/18%至 6.0/5.6 亿元，高端伤口辅料产品预计主要由并购融合和电商增长贡献；疾控防护用品受到疫情放开后需求大幅减少影响，同比大幅下降 81%至 9.1 亿元；健康个护产品同样受到疫情放开后需求减少影响，下降 5%至 3.0 亿元；其他产品收入增长 89%至 3.5 亿元，主要由于稳健平安 2022 年 7 月纳入合并报表，2022 年纳入范围只有 7-12 月，基数较低。

2) **消费品业务**：2023 年消费品业务实现收入 42.6 亿元，+6.4%，分渠道看，电子商务受到 2022 年客流高基数影响，同比增长 1.2%至 25.8 亿元；线下门店在加盟店放量、店效提升带动下，同比增长 18.7%至 13.6 亿元，商超和大客户分别同比小幅增长。

图1：公司营业收入与变化情况（单位：亿元、%）



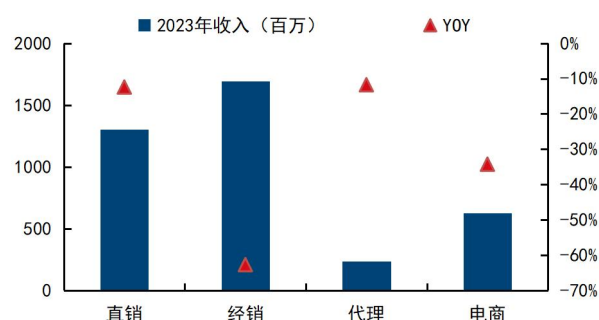
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润与变化情况（单位：亿元、%）



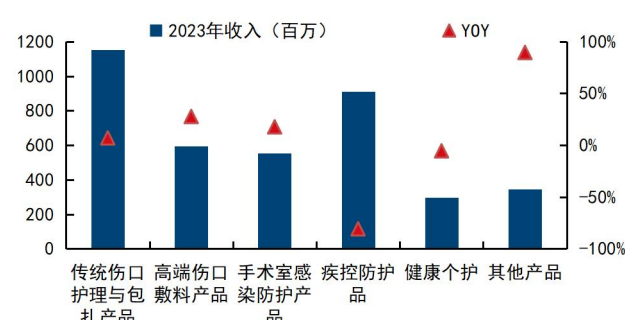
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司医疗板块分渠道收入及增速



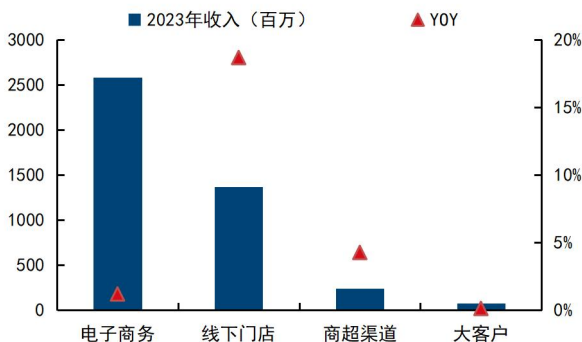
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司医疗板块分产品收入及增速



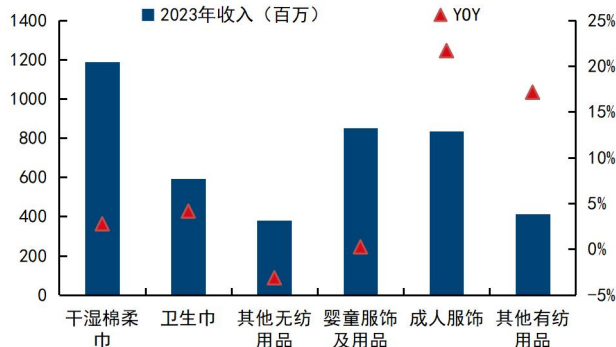
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司消费品板块分渠道收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司消费品板块分产品收入及增速

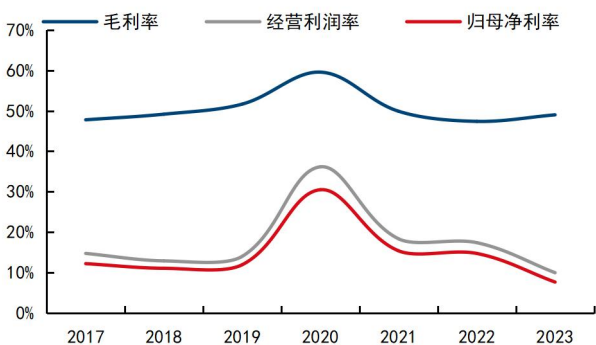


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率小幅提升，盈利水平较高的防疫用品下降影响净利率。2023年，公司毛利率提升1.6个百分点至49.0%，其中医疗用品/消费品毛利率分别变动-4.0/+3.9个百分点至40.4%/56.9%，医疗用品毛利率下降主要由于毛利率较高的防疫用品收入大幅下降，且下半年处理防疫用品库存，实际上非防疫用品的毛利率同比小幅提升。

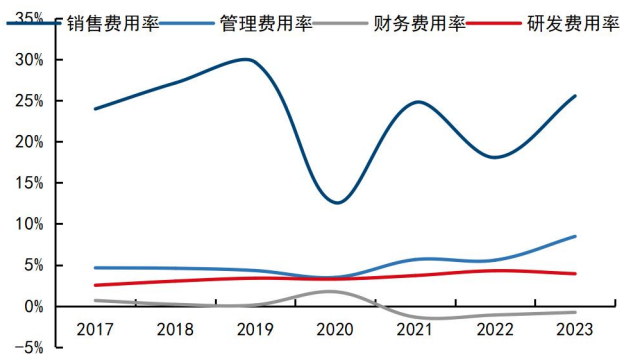
费用率合计提升10.3个百分点，其中销售费用率提升7.4个百分点，费用率提升主要由于销售费用较高的消费品业务占比提升，以及整体公司收入下降较多带来固定费用比率提升。另外2023年公司资产减值3.9亿元，占收入比重4.8%，同比增加1.6个百分点，其中商誉减值1.9亿元，主要为稳健平安与稳健桂林两家子公司报告期内业绩不及预期，存在商誉减值迹象；存货减值1.9亿元，主要由于处理防疫用品库存和设备报废。

图7: 公司毛利率、经营利润率、归母净利率与变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

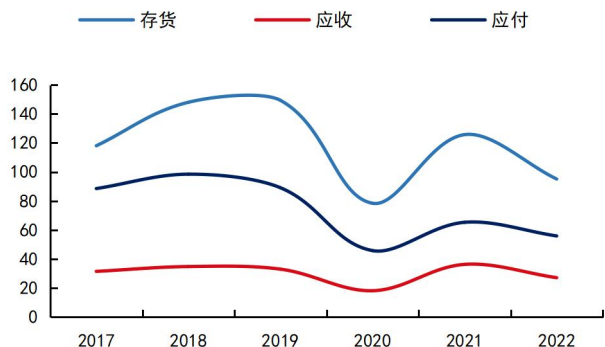
图8: 公司四项费用率与变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

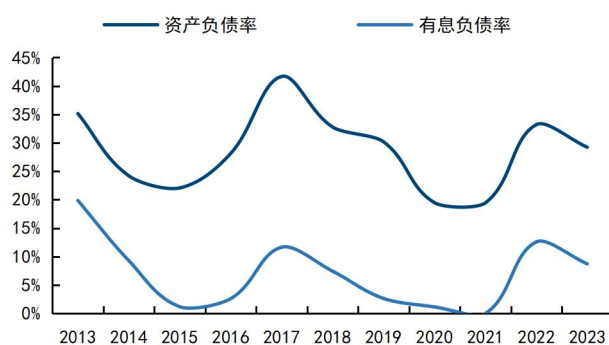
存货、应收、应付周转天数均同比上升。存货/应收账款/应付账款周转天数分别为129/37/96天，分别比去年同期增加34/10/41天。资产负债率/有息负债率分别下降4个百分点至29%/9%。

图9：公司存货、应收、应付周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024 第一季度业绩继续受防疫用品高基数及处理库存影响

2024 一季度公司收入同比减少 18.8%至 19.1 亿元，归母净利润同比减少 51.6%至 1.8 亿元，分业务看：

1) 医用耗材营业收入 8.6 亿元，同比下降 37.3%。其中，防疫用品营业收入 0.8 亿元，受疫情管控放开后高基数影响，同比下降 87.6%。剔除防疫用品后的常规医用耗材产品实现营业收入 7.8 亿元，同比增长 4.3%；渠道方面，国外销售渠道保持较快增长，报告期内实现营业收入 3.8 亿元，同比增长 21.3%，占医用耗材业务收入比重 44.6%；其余渠道受高基数影响有不同程度下降。

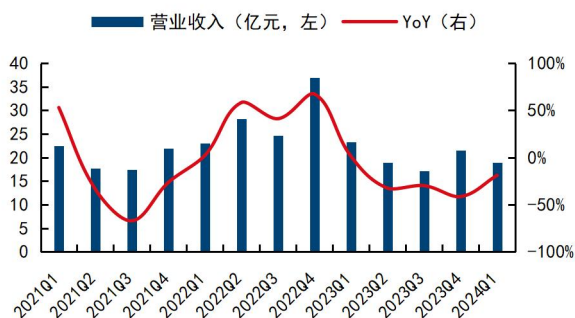
2) 健康生活消费品营业收入 10.4 亿元，同比增长 7.1%。电子商务、线下门店均稳步增长，销售收入占全棉时代营业收入的比重分别为 57.6%和 31.6%。无纺消费品业务实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 10.0%；有纺消费品业务实现营业收入 4.9 亿元，同比增长 4.0%。

第一季度毛利率同比下降 3.3 个百分点至 47.6%，我们预计医疗耗材受盈利水平较高的防疫品大幅下降、以及防疫用品处理库存影响，毛利率下降明显，消费品毛利率预计相对平稳或略下降。

第一季度费用率合计同比提升 5.9 个百分点，主要是销售费用率提升了 5 个百分点，主要是由于销售费用率较高的消费品业务占比提升明显，以及公司整体收入下降后的固定费用比率提升。

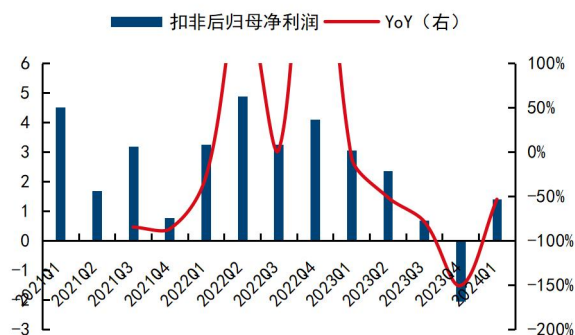
第一季度归母净利率下降 6.5 个百分点至 9.6%。

图 11: 公司单季度营业收入与变化情况



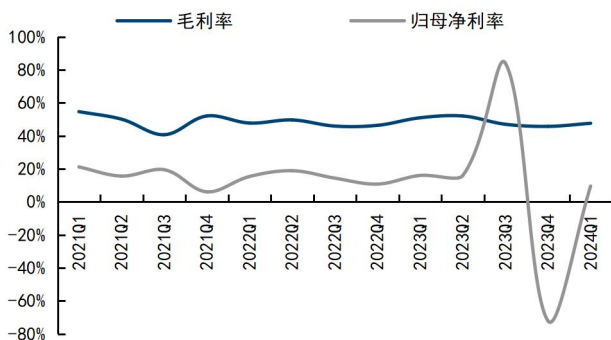
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司单季度扣非净利润与变化情况



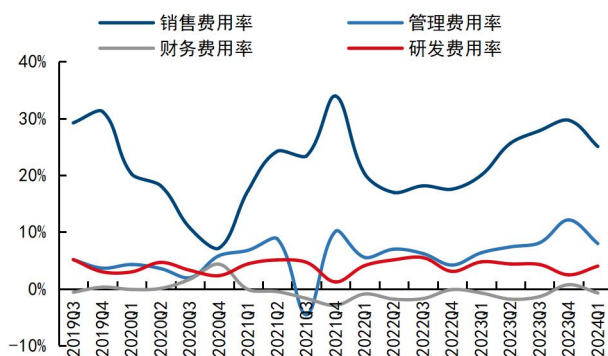
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司季度利润率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司季度费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

医疗防疫产品需求回归常态，消费品降本增效成果良好

医疗板块:

2023 年医用耗材收入下降 47%至 38.6 亿元，其中防疫用品收入下降 81%至 9.1 亿元，非防疫用品收入增长 17%左右。2023 年毛利率下降 4 个百分点至 40.4%，其中防疫用品因下半年处理库存，毛利率下降 3.7 个百分点，非防疫用品毛利率小幅提升。受毛利率下降、收入下降后固定费用率提升、下半年处理防疫库存和设备报废产生的资产减值、商誉减值等多方面不利因素影响，2023 年营业利润率大幅下降 12.5 个百分点至 8.8%。

2024 第一季度医用耗材业务收入下降 37%至 8.6 亿元，其中防疫用品因疫情管控放开后需求萎缩，收入下降 88%至 0.8 亿元，非防疫用品增长 4%至 7.8 亿元。

消费品板块:

2023 年消费品业务收入增长 6%，其中电商因客流承压仅增长 1%，线下门店受益开店贡献，增长 19%。2023 年消费品业务毛利率提升 3.9 个百分点至 56.9%，其中线上线下各渠道毛利率均有提升，主要由于折扣收窄及品类结构优化。消费品业

务 2023 年因开店和营销费用投入有所增加，而同时毛利率提升较多，因此整体营业利润率提升 1.6 个百分点至 11.4%，同时小幅超过 2021 年水平。

2024 第一季度国内消费行业延续弱复苏，消费品业务在较高基数上增长 7%，预计线上、线下渠道增幅相近。

图 15：公司分业务收入、毛利率、营业利润率

	2021	2022	2023	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
总收入	8,037	11,351	8,185	5,158	6,193	4,267	3,918	2,352	1,915	1,744	2,175	1,909
总收入YOY	-35.9%	41.2%	-27.9%	27.0%	55.7%	-17.3%	-36.7%	1.3%	-32.5%	-29.8%	-41.4%	-18.8%
总毛利率	49.9%	47.4%	49.0%	48.8%	46.2%	51.5%	46.3%	51.0%	52.1%	47.0%	45.8%	47.6%
医疗：												
收入 (百万)	3,922	7,250	3,862	3,233	4,017	2,173	1,689	1,364	809	829	860	855
防疫产品	2,378	4,735	912	2,252	2,484	734	178	617	117	90	88	76
非防疫	1,544	2,515	2,949	981	1,534	1,439	1,511	747	692	739	771	779
收入YOY	-56%	85%	-47%	45%	137%	-33%	-58%	-4%	-56%	-48%	-64%	-37%
防疫产品	-66%	99%	-81%	54%	172%	-67%	-93%	-38%	-91%	-90%	-95%	-88%
非防疫	-19%	63%	17%	29%	96%	47%	-2%	83%	21%	2%	2%	4%
毛利率	47.5%	44.5%	40.4%	46.3%	43.0%	45.2%	34.3%					
防疫产品	54.2%	48.4%	44.7%	49.4%	47.6%	53.3%	9.4%					
非防疫	37.2%	37.0%	39.1%	39.3%	35.5%	41.1%	37.2%					
营业利润率	22.2%	21.3%	8.8%	24.1%	18.9%	20.3%	-6.0%					
消费品：												
收入 (百万)	4,054	4,008	4,263	1,862	2,146	2,063	2,200	969	1,094	897	1,303	1,038
电商	2,541	2,552	2,583	1,130	1,423	1,243	1,340					
线下门店	1,235	1,150	1,364	549	600	647	717	310	337	-	-	328
商超	203	232	242	143	88	142	100					
大客户	75	74	74	39	34	32	42					
收入YOY	15%	-1%	6%	4%	-5%	11%	3%	9%	10%	4%	3%	7%
电商	9%	0%	1%	2%	-1%	10%	-6%					
线下门店	29%	-7%	19%	1%	-13%	18%	20%	19%	17%	-	-	6%
商超	51%	14%	4%	35%	-9%	-1%	13%					
大客户	-17%	-1%	0%	2%	-5%	-19%	22%					
毛利率	52.2%	53.0%	56.9%	53.3%	52.8%	58.2%	55.6%					
电商	47.8%	48.4%	52.6%	48.9%	48.0%	54.2%	51.1%					
线下门店	59.4%	61.6%	64.2%	60.1%	62.9%	64.8%	63.7%					
商超	65.4%	61.8%	62.1%	61.9%	61.6%	63.7%	59.8%					
大客户	49.1%	49.4%	51.3%	49.4%	49.4%	53.3%	49.8%					
营业利润率	10.8%	9.8%	11.4%	11.1%	8.6%	12.9%	10.0%					

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

本次盈利预测调整项目包括对收入下调、毛利率的下调以及费用率的上调，具体说明如下：

1、营业收入：2024-2026 年收入下调至 84、91、100 亿元（原 2024-2025 年为 88、99 亿元），同比增长 2%、9%、9%。主要由于 2024 年消费行业延续弱复苏，影响医疗板块非防疫用品、消费品板块的增长预期。

2、毛利率：2024-2026 年分别为 48.8%、49.4%、49.6%（原 2024-2025 年为 49.4%、49.6%），原本预计防疫用品库存将于 2023 年底前处理完毕，但受消费环境及防疫用品需求恶化影响，2024 年仍需处理这部分库存，因此下调防疫用品毛利率。2025 年预计随着防疫用品毛利率回归正常，毛利率将有一定程度修复。

3、费用率：2024-2026 年期间费用率分别为 36.9%、36.6%、36.5%（原 2024-2025 年为 34.4%、34.3%），主要是由于收入下调后，门店租金、人员固定费用率提升。

综上所述，2024-2026 年收入预计分别为 84、91、100 亿元（原 2024-2025 年为 88、99 亿元），同比增长 2%、9%、9%，归母净利润预计分别为 8.0、9.4、10.6 亿元（原 2024-2025 年为 10.1、11.6 亿元），同比增长 37.1%、18.5%、12.3%。

图 16: 预测分业务假设条件

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万)	4,575	12,534	8,037	11,351	8,185	8,356	9,142	9,972
医疗业务:	1,504	8,921	3,922	7,250	3,862	3,587	3,906	4,227
防疫产品	149	7,012	2,378	4,735	912	320	320	320
常规品	1,355	1,909	1,544	2,515	2,949	3,267	3,586	3,907
消费品业务:	3,008	3,517	4,054	4,008	4,263	4,704	5,169	5,675
其他业务:	62	96	61	94	61	64	67	70
收入YOY	19.2%	174.0%	-35.9%	41.2%	-27.9%	2.1%	9.4%	9.1%
医疗业务:	29.3%	493.0%	-56.0%	84.9%	-46.7%	-7.1%	8.9%	8.2%
防疫产品	8.9%	4599.2%	-66.1%	99.1%	-80.7%	-64.9%	0.0%	0.0%
常规品	32.0%	40.9%	-19.1%	62.9%	17.3%	10.8%	9.8%	8.9%
消费品业务:	26.2%	16.9%	15.3%	-1.2%	6.4%	10.4%	9.9%	9.8%
其他业务:	22.6%	54.5%	-36.4%	52.9%	-35.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	51.6%	59.5%	49.9%	47.4%	49.0%	48.8%	49.4%	49.6%
医疗业务	37.8%	61.5%	47.5%	44.5%	40.4%	38.3%	39.7%	40.1%
消费品业务	58.7%	55.2%	52.2%	53.0%	56.9%	56.9%	56.9%	56.9%
期间费用	37.5%	21.1%	32.8%	26.9%	37.2%	36.9%	36.6%	36.5%
销售费用率	29.6%	12.6%	24.7%	18.1%	25.5%	25.6%	25.4%	25.3%
管理费用率	4.3%	3.5%	5.7%	5.6%	8.5%	8.2%	8.1%	8.1%
研发费用率	3.4%	3.3%	3.7%	4.3%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
财务费用率	0.1%	1.7%	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值比率	-0.5%	-1.9%	-1.3%	-3.2%	-4.8%	-1.3%	-1.3%	-1.3%
所得税率	14.3%	15.1%	15.4%	12.8%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润 (百万元):								
归母净利润	546	3810	1239	1651	580	796	943	1059
YOY	28.6%	597.5%	-67.5%	33.2%	-64.8%	37.1%	18.5%	12.3%
净利率	11.9%	30.4%	15.4%	14.5%	7.1%	9.5%	10.3%	10.6%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

投资建议：中长期看好医疗并购协同效益，及消费品降本增效

医疗板块方面，短期疾控防护产品需求随疫情稳定收缩拖累业绩表现，目前已经逐步回归常态，中长期来看，外延并购有望实现产品渠道协同互补，医疗耗材产品完善与多渠道并进显现充足成长动力。消费品业务 2024 年预计将新开 100 家左右门店驱动增长，聚焦优势品类、调整门店面积提升坪效提升等举措有利于推动盈利能力提升，同时消费品业务提出出海战略布局规划。

由于公司一季报收入和净利润表现不及预期、国内消费延续弱复苏、2024 年仍需处理防疫用品库存，因此下调收入和毛利率预测值，上调费用率预测值。下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 8.0、9.4、10.6 亿元（原 2024-2025 年为 10.1、11.6 亿元），同比增长 37.1%、18.5%、12.3%。2024 年公司净利润仍有下降压力，2025 年预计防疫用品高基数影响将消退，消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现，因此维持目标价 34-36 元，对应 2025 年 PE 21-22x，维持“买入”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,351	8,185	8,356	9,142	9,972
(+/-%)	41.2%	-27.9%	2.1%	9.4%	9.1%
净利润(百万元)	1651	580	796	943	1059
(+/-%)	33.2%	-64.8%	37.1%	18.5%	12.3%
每股收益(元)	3.87	0.98	1.35	1.60	1.80
经营利润率	18.6%	10.2%	10.3%	11.2%	11.5%
净资产收益率(ROE)	14.1%	5.0%	6.6%	7.5%	8.0%
市盈率(PE)	8.1	32.1	23.1	19.5	17.4
EV/EBITDA	8.2	20.5	18.2	15.5	14.1
市净率(PB)	1.1	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
			2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
稳健医疗	买入	31.3	6.03	1.78	1.35	1.60	5.2	17.6	23.2	19.6
可比公司：										
中顺洁柔	无评级	8.6	0.27	0.25	0.37	0.45	32.0	34.6	23.1	19.1
良品计划	无评级	113.0	3.35	4.17	4.60	5.01	33.7	27.1	24.6	22.6
平均值								30.8	23.8	20.8

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所。备注：无评级公司的EPS预测值来自彭博一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4527	4706	6104	6707	7398	营业收入	11351	8185	8356	9142	9972
应收款项	1220	1030	1052	1151	1255	营业成本	5973	4175	4280	4623	5021
存货净额	1559	1434	1431	1534	1667	营业税金及附加	98	66	67	73	80
其他流动资产	441	530	542	593	646	销售费用	2050	2090	2140	2325	2522
流动资产合计	12126	10556	11983	12840	13821	管理费用	1177	1090	1052	1138	1237
固定资产	3078	3734	2258	2240	2217	财务费用	(123)	(62)	(67)	(73)	(80)
无形资产及其他	1033	995	955	916	876	投资收益	51	127	50	55	60
投资性房地产	1979	1806	1806	1806	1806	资产减值及公允价值变动	(391)	(310)	(64)	(70)	(77)
长期股权投资	22	21	21	21	21	其他收入	140	175	123	131	140
资产总计	18238	17112	17024	17823	18742	营业利润	1977	818	994	1172	1314
短期借款及交易性金融负债	2511	1717	1000	1000	1000	营业外净收支	(57)	(68)	0	0	0
应付款项	1144	1433	1429	1533	1665	利润总额	1920	750	994	1172	1314
其他流动负债	1832	1122	1246	1344	1460	所得税费用	245	121	149	176	197
流动负债合计	5487	4271	3676	3877	4125	少数股东损益	24	48	49	54	59
长期借款及应付债券	0	170	170	170	170	归属于母公司净利润	1651	580	796	943	1059
其他长期负债	568	561	561	561	561						
长期负债合计	568	731	731	731	731	现金流量表（百万元）					
负债合计	6055	5002	4406	4607	4856	净利润	1651	580	796	943	1059
少数股东权益	478	577	607	639	674	资产减值准备	326	(38)	1555	30	(7)
股东权益	11705	11533	12011	12576	13212	折旧摊销	266	316	396	458	493
负债和股东权益总计	18238	17112	17024	17823	18742	公允价值变动损失	391	310	64	70	77
						财务费用	(123)	(62)	(67)	(73)	(80)
关键财务与估值指标						营运资本变动	193	(69)	1647	(23)	(49)
每股收益	3.87	0.98	1.35	1.60	1.80	其它	(302)	86	(1526)	2	42
每股红利	0.94	1.38	0.54	0.64	0.72	经营活动现金流	2525	1185	2933	1480	1614
每股净资产	27.44	19.40	20.42	21.38	22.46	资本开支	0	(550)	(500)	(500)	(500)
ROIC	20%	7%	7%	10%	11%	其它投资现金流	(1248)	1524	0	0	0
ROE	14%	5%	7%	7%	8%	投资活动现金流	(1253)	976	(500)	(500)	(500)
毛利率	47%	49%	49%	49%	50%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	10%	10%	11%	12%	负债净变化	0	170	0	0	0
EBITDA Margin	21%	14%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(401)	(822)	(318)	(377)	(423)
收入增长	41%	-28%	2%	9%	9%	其它融资现金流	(216)	(678)	(717)	0	0
净利润增长率	33%	-65%	37%	18%	12%	融资活动现金流	(1019)	(1982)	(1035)	(377)	(423)
资产负债率	36%	33%	29%	29%	30%	现金净变动	253	179	1398	603	691
息率	2.2%	4.4%	1.7%	2.0%	2.3%	货币资金的期初余额	4274	4527	4706	6104	6707
P/E	8.1	32.1	23.1	19.5	17.4	货币资金的期末余额	4527	4706	6104	6707	7398
P/B	1.1	1.6	1.5	1.5	1.4	企业自由现金流	0	399	2273	805	923
EV/EBITDA	8.2	20.5	18.2	15.5	14.1	权益自由现金流	0	(109)	1564	842	969

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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