

# 华恒生物 (688639)

证券研究报告  
2024年04月29日

## 23年业绩高增，新产品布局逐步完善合成生物平台

**事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年实现营业收入 19.4 亿元，同比增长 36.6%；实现营业利润 5.1 亿元，同比增长 49.4%，实现归母净利润 4.5 亿元，同比增长 40.3%；按 1.58 亿股的总股本计算，实现摊薄每股收益 2.9 元，每股经营现金流为 1.9 元。23 年第四季度实现营收 5.7 亿元，同比增长 32.0%，环比增长 11.6%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 25.4%，环比基本持平。公司 2024 年一季度实现收入 5.0 亿元，同比+25.1%，环比-12.8%，实现营业利润 1.0 亿元，同比+4.6%，环比-32.3%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比+6.6%，环比-33.0%。

**产能释放带动产销规模增加。**公司 2023 年业绩增长主要来源于产品产销量增加：氨基酸产品实现营收 14.7 亿元，占主营收入的 86%，占公司总收入的 75.6%，为主要营收来源；2023 年氨基酸产品产量 7.9 万吨，同比增加 1.5 万吨，销量 7.7 万吨，同比增加 1.15 万吨；从价格上看，公司氨基酸产品均价同比略有下滑，2023 年为 1.9 万元/吨，同比 22 年的 2.0 万元/吨下滑 3.3%，其中根据博亚和讯，23 年缬氨酸市场均价为 22.7 元/千克，较 22 年同期均价下行 2.0%，24 年缬氨酸价格继续下滑，24Q1 均价为 15.5 元/千克，yoy-42.0%，qoq-16.1%。盈利能力方面，公司 23 年实现毛利 7.9 亿元，同比增加 2.40 亿元，yoy+43.0%；综合毛利率为 40.5%，同比增加 1.8 个百分点；一季度综合毛利率 33.58%，同比下滑 5.26 个百分点，环比下滑 5.09 个百分点

**期间费用率保持稳定，2023 年公司研发费用同比+38%。**23 年公司期间费用合计 2.8 亿元，同比增加 0.7 亿元，yoy+32.7%，期间费用率为 14.7%，同比减少 0.4 个百分点。逐季度看，23Q4 三项费用率分别为 2.6%/5.7%/1.1%，24Q1 为 2.2%/6.5%/0.9%。公司高度重视技术创新与研发工作，2023 年公司研发费用 1.1 亿元，较 2022 年增加 0.3 亿元，yoy+38.0%，研发费用率 5.6%。

**在建工程持续推进，巴彦淖尔基地再扩容。**2023 年，公司推进赤峰基地年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目和年产 5 万吨的生物基 1,3-丙二醇建设项目，秦皇岛基地建设年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目。2024 年，上述项目均可实现连续量产有望为公司提供重要增量。24 年 3 月，公司拟以全资子公司为主体建设“交替年产 6 万吨三支链氨基酸、色氨酸和 1 万吨精制氨基酸项目”，基于市场需求情况，公司继续扩充三支链氨基酸、色氨酸产品产能，有助于增加产品产量，提高企业的盈利能力，同时，扩大公司业务范围，丰富产品种类，增加市场竞争力。

**盈利预测与估值：**综合考虑公司新增产品产能、主营产品产销、成本端变化情况，预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 6.6、8.4、10.3 亿元（25 年前值为 8.1 亿元），维持“买入”的投资评级。

**风险提示：**产品系列较为单一风险、主要产品应用领域较为集中风险、市场需求放缓及容量有限风险、主要产品销售价格下降风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,418.65	1,938.27	3,345.03	4,288.28	5,531.33
增长率(%)	48.69	36.63	72.58	28.20	28.99
EBITDA(百万元)	464.95	706.81	933.56	1,158.11	1,399.57
归属母公司净利润(百万元)	320.03	449.06	662.26	838.16	1,030.90
增长率(%)	90.23	40.32	47.48	26.56	23.00
EPS(元/股)	2.03	2.85	4.20	5.32	6.54
市盈率(P/E)	52.93	37.72	25.58	20.21	16.43
市净率(P/B)	11.44	9.27	7.25	5.80	4.65
市销率(P/S)	11.94	8.74	5.06	3.95	3.06
EV/EBITDA	35.32	29.02	18.70	14.78	11.92

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	107.52 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	157.54
流通 A 股股本(百万股)	157.19
A 股总市值(百万元)	16,938.72
流通 A 股市值(百万元)	16,901.30
每股净资产(元)	12.08
资产负债率(%)	56.65
一年内最高/最低(元)	173.63/82.21

### 作者

<b>唐婕</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
<b>张峰</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	
<b>邢颜凝</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070006	
xingyanning@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《华恒生物-季报点评:单季度业绩持续增长，拓展高丝族氨基酸业务》 2023-10-31
- 《华恒生物-半年报点评:单季度净利润创历史新高，生物基项目稳步推进》 2023-09-06
- 《华恒生物-年报点评报告:业绩符合预期，新产品布局逐步完善合成生物平台》 2023-05-04

## 事件

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年全年实现收入 19.4 亿元，同比增长 36.6%；实现营业利润 5.1 亿元，同比增长 49.4%，实现归母净利润 4.5 亿元，同比增长 40.3%；按 1.58 亿股的总股本计算，实现摊薄每股收益 2.9 元，每股经营现金流为 1.9 元。其中 2023 年第四季度实现营收 5.7 亿元，同比增长 32.0%，环比增长 11.6%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 25.4%，环比基本持平。

公司发布 2024 年一季度报，实现收入 5.0 亿元，同比+25.1%，环比-12.8%，实现营业利润 1.0 亿元，同比+4.6%，环比-32.3%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比+6.6%，环比-33.0%。

公司 2023 年年度利润分配方案：以总股本约 1.58 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发 9 元现金红利（含税），对应当期分红率 31.5%；同时，拟以资本公积向全体股东每 10 股转增 4.5 股，合计转增约 0.7 亿股，转增后公司总股本增加至约 2.28 亿股。

## 点评

### 23 年产能释放带动产销规模增加，缬氨酸价格承压对盈利略有拖累

2023 年公司营业收入同比增加 5.2 亿元，归属于上市公司股东净利润同比增加 1.3 亿元。从经营主体看，母公司、全资子公司秦皇岛华恒（主要生产丙氨酸等）、全资子公司巴彦淖尔华恒（主要生产缬氨酸等）分别实现营业收入 11.7/5.7/8.8 亿元，同比增长 24.5%/22.3%/57.7%；实现净利润 1.8/1.5/2.5 亿元，同比大幅增长 855.2%/9.6%/39.4%。

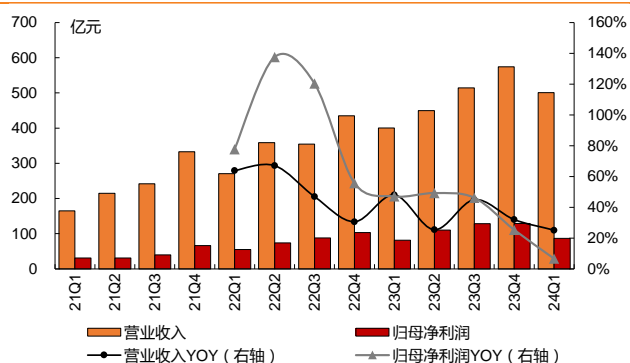
**公司全年业绩增长主要来源于产品产销量增加。**公司氨基酸产品实现营收 14.7 亿元，占主营收入的 86%，占公司总收入的 75.6%，为主要营收来源。2023 年氨基酸产品产量 7.9 万吨，同比增加 1.5 万吨，销量 7.7 万吨，同比增加 1.15 万吨，产销量同比增加是推动收入规模上涨的主要原因。从价格上看，公司氨基酸产品均价同比略有下滑，2023 年为 1.9 万元/吨，同比 22 年的 2.0 万元/吨下滑 3.3%，其中根据博亚和讯，23 年全年缬氨酸市场均价为 22.7 元/千克，较 22 年同期均价下行 2.0%；而 24 年缬氨酸价格同比压力较大，24Q1 均价为 15.5 元/千克，yoy-42.0%，qoq-16.1%。

**按销售区域划分，2023 年公司境外营收同比+53%。**2023 年公司境内区域营收 9.1 亿元，同比增加 2.1 亿元，yoy+29.9%，境外区域营收 7.9 亿元，同比增加 2.7 亿元，yoy+52.9%。

在境外市场，公司与世界 500 强企业巴斯夫、味之素、伊藤忠、德之馨等公司保持着良好的合作关系；在境内市场，公司与多家优质化工、制药、功能食品、饲料和养殖企业保持着良好的合作关系，如诺力昂、华海药业、牧原股份、双胞胎集团、新希望、娃哈哈、东鹏饮料等均与公司建立了长期业务往来。

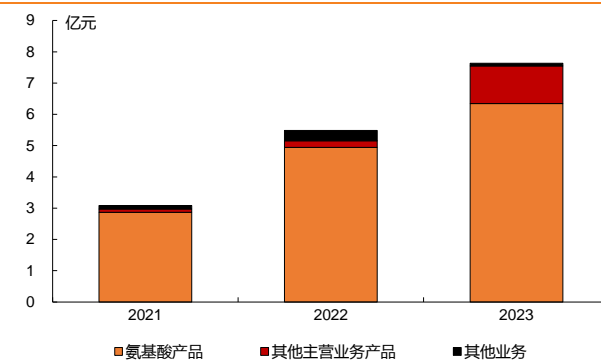
从一季度情况看，公司收入端同比仍维持良好增长，但环比有所下降，我们推测仍是受到缬氨酸价格下滑有一定拖累。

图 1：单季度营业收入、净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司营业收入-分产品



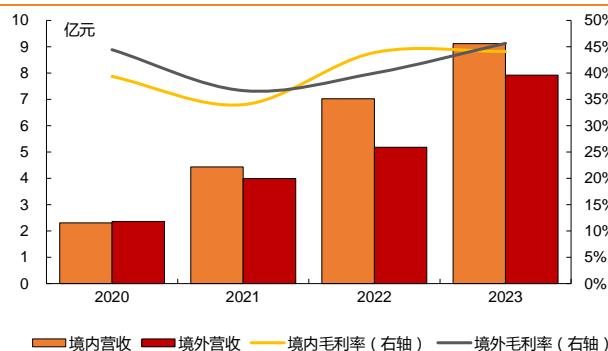
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：国内缬氨酸价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

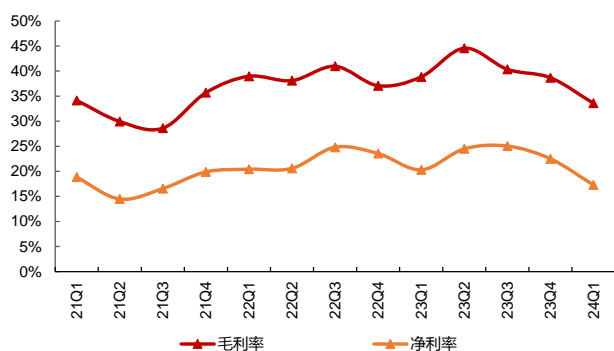
图 4：公司国内外营收



资料来源：Wind，天风证券研究所

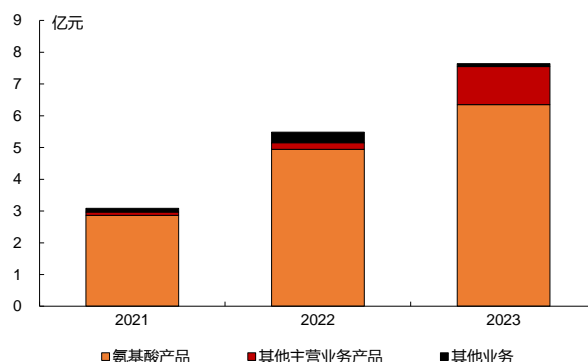
盈利能力方面，公司 23 年实现毛利 7.9 亿元，同比增加 2.40 亿元，yoy+43.0%；综合毛利率为 40.5%，同比增加 1.8 个百分点。分产品看，2023 年公司氨基酸产品实现毛利 6.3 亿元，同比增加 1.4 亿元，占主营产品毛利 83.1%，占总毛利额 80.9%，是最主要的毛利来源。公司一季度综合毛利率 33.58%，同比下滑 5.26 个百分点，环比下滑 5.09 个百分点，我们推测主要由于缬氨酸价格走弱所致。

图 3：单季度毛利率、净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司毛利-分产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 持续增加研发投入，建立高效研发管理体系确保项目顺利推进

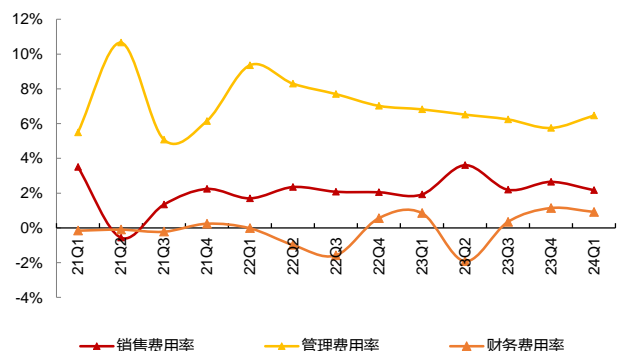
2023 年公司期间费用合计 2.8 亿元，同比增加 0.7 亿元，yoy+32.7%，期间费用率为 14.7%，同比减少 0.4 个百分点。其中，销售费用/管理费用/财务费用分别为 0.5/1.2/0.03 亿元，同比增加 0.21/0.1/0.1 亿元。销售费用本期发生额较上期发生额增长 71.96%，主要系员工人数及平均薪酬增长导致薪酬费用增加所致；财务费用本期发生额较上期发生额增加，主要系融资增加利息支出增加所致。逐季度看，23Q4 三项费用率分别为 2.6%/5.7%/1.1%，24Q1 为 2.2%/6.5%/0.9%。

公司高度重视技术创新与研发工作，持续加大研发投入，引进高端研发人才。2023 年公司研发费用 1.1 亿元，较 2022 年增加 0.3 亿元，yoy+38.0%，研发费用率 5.6%。2023 年，公司新增发明专利 42 项，新增实用新型专利 9 项，累计获得专利数为 210 项，申请数量为 398 项。截至 23 年末，公司研发人员 228 人（较上年同期增加 74 人），占公司人数比例为 13.48%；其中博士 7 人，硕士 100 人；且研发人员多集中在 40 岁以下。

公司通过优化研究院组织结构和建立高效的研发管理体系，确保研发项目顺利推进。华恒合成生物研究院建立了三大核心研发及研发管理中心/平台，分别是系统与合成生物中心、发酵与酶工程中心和知识产权中心。合成生物中心致力于生物代谢工程和系统生物学的研究及底盘生物细胞的构建，以解决复杂生物系统的工程化问题；发酵与酶工程中心则专注于发酵过程的优化和酶催化反应的研究，以提升生产效率和产品质量；知识产权中心负责整合各研发团队的成果，确保创新过程的管理和知识产权的保护，同时也是推动技术成果

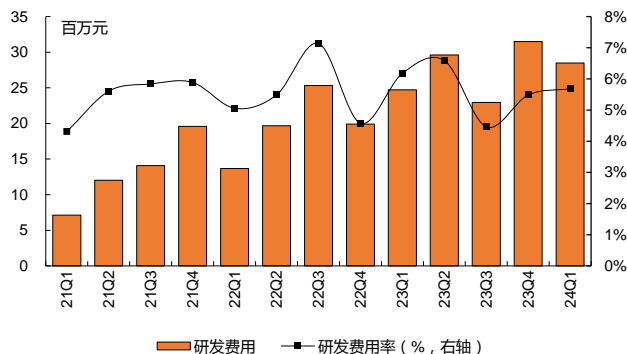
转化的关键力量。

图 7：“三费”费用率



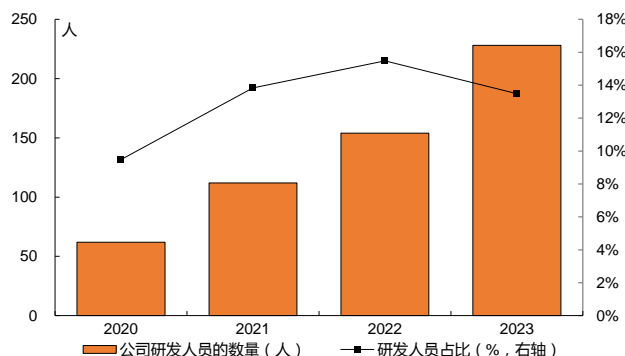
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司研发费用及费用率



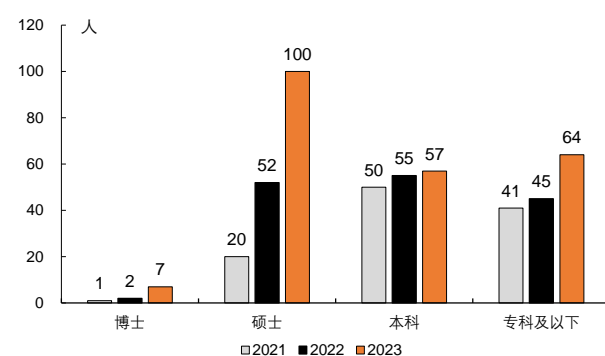
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司研发人员情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司研发人员分布情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 在建工程持续推进，新项目落地投放有望为 24 年提供重要增量

公司固定资产规模自 22Q4 起明显增加（7.63 亿元），到 24Q1 达到 11.8 亿元；在建工程也伴随三大项目推进而显著提升；相应地，公司 23 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 12.7 亿元，较 22 年 4.6 亿元显著增加，24 年 Q1 为 1.9 亿元。

2023 年，公司按计划推进建设赤峰基地年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目和年产 5 万吨的生物基 1,3-丙二醇建设项目，秦皇岛基地建设年产 5 万吨生物基苹果酸建设项目。2024 年，上述项目均可实现连续量产有望为公司提供重要增量；公司产品、技术也将从氨基酸、维生素等扩充到生物基新材料单体，进一步打开公司业务增长空间。

图 7：公司固定资产及在建工程情况

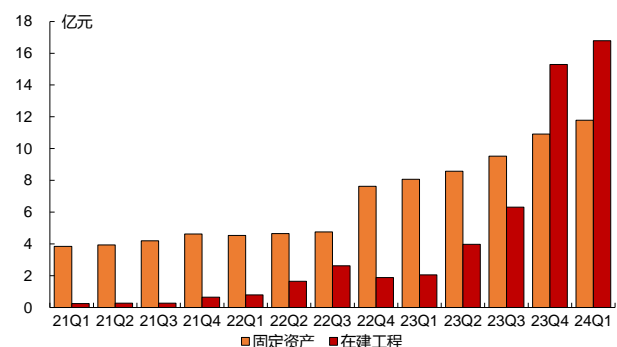
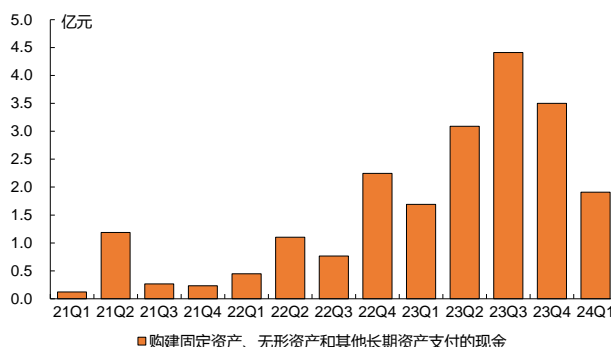


图 8：公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：23 年公司重要在建工程项目变动情况（万元，%）

项目名称	本期转入固定资产金额	工程累计投入占预算比例（%）	工程进度（%）
年产 5 万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地建设项目	2,454.06	73.03	75
年产 5 万吨生物基苹果酸生产建设项目		68.78	70
生物法年产 5 万吨 1,3-丙二醇建设项目		61.64	65
生物法交替年产 2.5 万吨缬氨酸、精氨酸及年产 1000 吨肌醇建设项目		72.85	75
巴彦淖尔华恒生物科技有限公司 75T 锅炉和液糖扩建	2,704.88	43.1	50
合计	5,158.94	/	/

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 巴彦淖尔基地再扩容，氨基酸产品规模持续增长

24 年 3 月，公司发布公告，拟以全资子公司巴彦淖尔华恒生物科技有限公司为实施主体，投资不超过 7 亿元（自筹资金），建设“交替年产 6 万吨三支链氨基酸、色氨酸和 1 万吨精制氨基酸项目”，预计建设期为 24 个月。公司主要产品包括氨基酸系列产品，如 L-丙氨酸、L-缬氨酸等，基于市场需求情况，公司继续扩充三支链氨基酸、色氨酸产品产能，有助于增加产品产量，提高企业的盈利能力，同时，扩大公司业务范围，丰富产品种类，增加市场竞争力。

色氨酸属于人体必需氨基酸之一，可广泛应用于医药、保健品、食品、饲料等领域：在饲料领域，色氨酸作为饲料添加剂可起到参与动物体内脂肪代谢、提高动物生长效率等作用；在食品领域，色氨酸可作为食品添加剂用于乳制品、肉制品、烘焙食品制造场景，起到补充人体必需氨基酸、加速人体蛋白分解作用。在医学领域，色氨酸主要用于抗闷剂、胃分泌调节剂、抗痉挛剂、胃黏膜保护剂、强抗昏迷剂、安神药、抗抑郁药等医药生产场景。2022 年全球色氨酸市场需求量已达 4.1 万吨，同比增长 6.4%。

**拟与欧合生物签署《技术许可合同》以获得生物法精氨酸技术授权。**3 月 6 日公司公告，拟与杭州欧合生物科技有限公司签署《技术许可合同》，欧合生物将其拥有的生物法生产精氨酸技术授权公司使用，该技术许可的性质为独占实施许可，独占实施许可期限为 20 年。公司利用合同约定的技术成果实现产业化生产的当年起，按照每自然年度利用本技术成果生产形成的终端产品销售额（含税）的 2.80%向欧合生物支付产业化提成。

**精氨酸应用广泛，生物法工艺具有多重优势。**精氨酸具有广泛的生物学功能，是一种多功能的半必需或条件性必需的碱性氨基酸，在肌肉蛋白质合成、肠道免疫调控、伤口修复等生理过程中都发挥重要作用。目前精氨酸的生产方法主要有毛发水解法和生物法，毛发水解法生产工艺操作复杂，生产成本较高，且容易造成环境污染问题，目前无法大规模生产应用。欧合生物开发的生物法生产精氨酸技术，起始原料是葡萄糖，经过系列关键中间代谢产物，最终生成精氨酸；具有生产条件温和、产品纯度高和生产成本低等优势。目前行业内主要生产精氨酸的厂商有日本味之素株式会社、韩国大象株式会社、韩国希杰集团、阜丰生物、伊品生物科技有限公司等

### 盈利预测与估值

综合考虑公司新增产品产能、主营产品产销、成本端变化情况，预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 6.6、8.4、10.3 亿元（25 年前值为 8.1 亿元），维持“买入”的投资评级。

### 风险提示

产品系列较为单一风险、主要产品应用领域较为集中风险、市场需求放缓及容量有限风险、主要产品销售价格下降风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	147.46	352.98	167.25	214.41	553.13
应收票据及应收账款	320.52	304.17	532.09	659.10	877.38
预付账款	15.95	29.22	82.31	51.48	115.80
存货	135.51	226.46	234.16	360.05	419.67
其他	243.61	137.21	100.50	93.62	141.38
<b>流动资产合计</b>	<b>863.06</b>	<b>1,050.05</b>	<b>1,116.31</b>	<b>1,378.66</b>	<b>2,107.36</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	762.92	1,091.69	1,942.20	2,315.85	2,598.26
在建工程	188.91	1,528.53	1,014.26	848.56	749.14
无形资产	73.17	86.28	85.13	83.89	82.55
其他	139.02	213.69	133.97	162.23	169.96
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,164.03</b>	<b>2,920.19</b>	<b>3,175.56</b>	<b>3,410.54</b>	<b>3,599.91</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,027.09</b>	<b>3,970.24</b>	<b>4,291.88</b>	<b>4,789.20</b>	<b>5,707.27</b>
短期借款	79.23	915.12	521.12	261.41	172.69
应付票据及应付账款	221.64	589.01	792.87	989.75	1,154.46
其他	68.28	159.58	201.47	163.40	284.69
<b>流动负债合计</b>	<b>369.15</b>	<b>1,663.71</b>	<b>1,515.47</b>	<b>1,414.56</b>	<b>1,611.84</b>
长期借款	0.00	304.93	300.00	300.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	156.69	163.17	142.65	154.17	153.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>156.69</b>	<b>468.10</b>	<b>442.65</b>	<b>454.17</b>	<b>453.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>545.44</b>	<b>2,144.58</b>	<b>1,958.11</b>	<b>1,868.73</b>	<b>2,065.17</b>
少数股东权益	1.15	(1.31)	(1.31)	(1.31)	(1.31)
股本	108.40	157.54	157.54	157.54	157.54
资本公积	624.47	603.46	603.46	603.46	603.46
留存收益	758.99	1,110.49	1,574.07	2,160.78	2,882.41
其他	(11.36)	(44.52)	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>1,481.65</b>	<b>1,825.66</b>	<b>2,333.77</b>	<b>2,920.48</b>	<b>3,642.10</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,027.09</b>	<b>3,970.24</b>	<b>4,291.88</b>	<b>4,789.20</b>	<b>5,707.27</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	319.34	446.60	662.26	838.16	1,030.90
折旧摊销	59.15	98.84	166.90	195.29	220.36
财务费用	(0.20)	4.10	7.54	4.00	(0.21)
投资损失	(8.24)	(2.86)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(84.68)	(383.55)	66.79	(73.12)	(112.55)
其它	72.05	138.30	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>357.43</b>	<b>301.42</b>	<b>893.50</b>	<b>954.32</b>	<b>1,128.50</b>
资本支出	463.14	1,773.85	522.52	390.48	402.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(805.15)	(2,900.90)	(1,014.52)	(782.48)	(794.84)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(342.00)</b>	<b>(1,127.05)</b>	<b>(492.00)</b>	<b>(392.00)</b>	<b>(392.00)</b>
债权融资	67.45	1,164.33	(433.08)	(263.71)	(88.51)
股权融资	(60.49)	(5.02)	(154.16)	(251.45)	(309.27)
其他	(0.50)	(134.69)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6.46</b>	<b>1,024.61</b>	<b>(587.23)</b>	<b>(515.15)</b>	<b>(397.78)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>21.88</b>	<b>198.98</b>	<b>(185.73)</b>	<b>47.16</b>	<b>338.72</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,418.65</b>	<b>1,938.27</b>	<b>3,345.03</b>	<b>4,288.28</b>	<b>5,531.33</b>
营业成本	870.21	1,152.96	2,072.82	2,673.94	3,508.72
营业税金及附加	7.97	10.74	20.14	24.56	31.88
销售费用	29.31	50.40	90.32	115.78	149.35
管理费用	112.90	121.68	217.43	278.74	359.54
研发费用	78.61	108.82	190.67	244.43	315.29
财务费用	(6.72)	3.10	7.54	4.00	(0.21)
资产/信用减值损失	(2.56)	(3.35)	(3.80)	(3.23)	(3.46)
公允价值变动收益	(0.75)	(0.31)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.24	2.86	10.00	10.00	10.00
其他	(20.61)	(19.54)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>342.04</b>	<b>510.90</b>	<b>752.32</b>	<b>953.60</b>	<b>1,173.32</b>
营业外收入	6.45	1.59	4.95	4.33	3.62
营业外支出	5.51	6.22	4.70	5.48	5.47
<b>利润总额</b>	<b>342.98</b>	<b>506.27</b>	<b>752.57</b>	<b>952.45</b>	<b>1,171.47</b>
所得税	23.64	59.67	90.31	114.29	140.58
<b>净利润</b>	<b>319.34</b>	<b>446.60</b>	<b>662.26</b>	<b>838.16</b>	<b>1,030.90</b>
少数股东损益	(0.69)	(2.46)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>320.03</b>	<b>449.06</b>	<b>662.26</b>	<b>838.16</b>	<b>1,030.90</b>
每股收益(元)	2.03	2.85	4.20	5.32	6.54

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	48.69%	36.63%	72.58%	28.20%	28.99%
营业利润	83.56%	49.37%	47.25%	26.75%	23.04%
归属于母公司净利润	90.23%	40.32%	47.48%	26.56%	23.00%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.66%	40.52%	38.03%	37.65%	36.57%
净利率	22.56%	23.17%	19.80%	19.55%	18.64%
ROE	21.62%	24.58%	28.36%	28.69%	28.29%
ROIC	45.28%	42.21%	26.69%	29.53%	33.24%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.91%	54.02%	45.62%	39.02%	36.18%
净负债率	-4.61%	48.95%	28.02%	11.88%	-2.21%
流动比率	2.22	0.63	0.74	0.97	1.31
速动比率	1.87	0.49	0.58	0.72	1.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.34	6.21	8.00	7.20	7.20
存货周转率	11.74	10.71	14.52	14.43	14.19
总资产周转率	0.81	0.65	0.81	0.94	1.05
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.03	2.85	4.20	5.32	6.54
每股经营现金流	2.27	1.91	5.67	6.06	7.16
每股净资产	9.40	11.60	14.82	18.55	23.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	52.93	37.72	25.58	20.21	16.43
市净率	11.44	9.27	7.25	5.80	4.65
EV/EBITDA	35.32	29.02	18.70	14.78	11.92
EV/EBIT	40.47	33.74	22.77	17.78	14.15

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com