

拱东医疗（605369.SH）——2023 年年报暨 2024 年一季报点评

2023 年业绩短期承压，国际化步伐加速

增持

核心观点

2023 年全年业绩短期承压，毛利率有所下滑。2023 年全年公司实现营收 9.75 亿元（-33.61%），归母净利润 1.09 亿元（-66.53%），扣非归母净利润 1.08 亿元（-66.59%）。其中，四季度单季度营收 2.62 亿元（-9.21%），单季度归母净利润 0.21 亿元（+18.67%），单季度扣非归母净利润 0.26 亿元（+61.63%）。全年销售毛利率 32.65%（-6.85pp），销售净利率 11.19%（-11.01pp）。受去库存、2022 年同期疫情受益产品高基数及新建厂房折摊增加等因素影响，2023 年表现业绩出现明显下滑。

2024 年一季度环比、同比明显改善。2024 年一季度公司实现营收 2.72 亿元（同比+20.22%，环比+3.63%），实现归母净利润 0.45 亿元（同比+56.02%，环比+116.08%），实现扣非归母净利润 0.43 亿元（同比+85.73%，环比+67.73%），同、环比均有明显改善。

海外收入增速喜人，国际化步伐加速。2023 年 1 月，公司以自有资金 4,500 万美元对美国全资子公司 Gd Medical 进行增资，通过业务合并的方式吸收合并原 TPI 业务及资产公司，并且充分利用收购原 TPI 业务及资产的契机，发挥协同效应，与并购标的进行渠道、客户共享，增强公司在境外的区域竞争优势。2023 年全年公司国外业务收入 5.31 亿元，同比增长 21.56%；国内业务收入 4.25 亿元，同比下降 58.46%。

管理体系完善，产品质量稳定可靠。公司始终秉承高质量、高效率、同发展、共繁荣的原则，严格按照国内外法规、标准要求建立了完善的质量管理体系，并在研发、生产、检验、销售等各环节实施严格的质量控制。截至 2023 年底，公司已通过德国 TUV 认证公司的 ISO13485 质量管理体系认证，取得 29 项国内医疗器械 II 类、III 类注册或 I 类备案，且部分产品已通过美国 FDA510(k) 产品许可、欧盟 CE 认证。完善的质量管理体系和制度确保公司产品在大批量生产的过程中质量稳定可靠，为公司产品进入更多国际市场提供了坚实保障。

风险提示：原料价格波动；海外拓展不及预期；竞争加剧；地缘政治风险。

投资建议：海外收入增速喜人，国际化步伐加速，维持“增持”。预计 2024-2026 年归母净利润 2.50/3.03/3.52 亿元，同比增速 129.3%/21.1%/16.0%，当前股价对应 PE=21.7/17.9/15.4x。随着公司国际化布局的不断成熟，境外市场拓展能力持续增强，公司有望恢复稳健增长态势。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,469	975	1,400	1,613	1,850
(+/--%)	23.0%	-33.6%	43.6%	15.2%	14.7%
净利润(百万元)	326	109	250	303	352
(+/--%)	4.8%	-66.5%	129.3%	21.1%	16.0%
每股收益(元)	2.89	0.97	2.22	2.69	3.12
EBIT Margin	22.6%	11.4%	19.1%	20.5%	20.7%
净资产收益率 (ROE)	20.5%	6.7%	14.4%	16.3%	17.9%
市盈率 (PE)	16.6	49.7	21.7	17.9	15.4
EV/EBITDA	15.3	30.2	17.0	14.5	13.3
市净率 (PB)	3.41	3.31	3.12	2.93	2.76

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

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	48.33 元
总市值/流通市值	5443/5434 百万元
52 周最高价/最低价	64.15/34.08 元
近 3 个月日均成交额	28.11 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

- 《拱东医疗（605369.SH）—2022 年三季报点评—单三季度营收同比增长 40.63%，国际化步伐加速》——2022-11-02
- 《拱东医疗（605369.SH）—医用低耗领先企业，产能释放及定制赋能带来新增量》——2022-09-27

2023 年全年业绩短期承压。2023 年全年公司实现营收 9.75 亿元（-33.61%），归母净利润 1.09 亿元（-66.53%），扣非归母净利润 1.08 亿元（-66.59%）。其中，四季度单季度营收 2.62 亿元（-9.21%），单季度归母净利润 0.21 亿元（+18.67%），单季度扣非归母净利润 0.26 亿元（+61.63%）。2023 年公司业绩承压主要是因为：

（1）受下游客户周期性“去库存”、2022 年同期在境内销售了大量疫情受益产品导致高基数等因素影响，公司销售订单较 2022 年同期下降明显；（2）公司景贤路 88 号厂区投入使用导致折旧、管理费用增加，同时因公司加大了新市场、新产品、新客户拓展力度，导致管理费用（剔除收购原 TPI 公司资产及业务的中介费用）、销售费用等期间费用较大增长。

2024 年一季度环比、同比明显改善。2024 年一季度公司实现营收 2.72 亿元（同比+20.22%，环比+3.63%），实现归母净利润 0.45 亿元（同比+56.02%，环比+116.08%），实现扣非归母净利润 0.43 亿元（同比+85.73%，环比+67.73%），同、环比均有明显改善。

图1: 拱东医疗营业收入及增速（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2: 拱东医疗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3: 拱东医疗归母净利润及增速（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4: 拱东医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

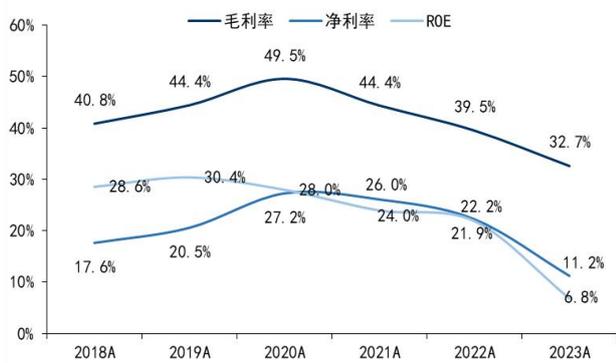


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年全年毛利率有所下滑，期间费用率升高。2023 年销售毛利率 32.65%（-6.85pp），销售净利率 11.19%（-11.01pp），主要系实验检测类和体液采集类业务毛利率下降所致。销售费用率 6.68%（+2.37pp），主要系业务招待费等增长所致；管理（含研发）费用率 13.42%（+1.75pp），主要系上年同期收购原 TPI 业务及资产的中介费用及研发人员限制性股票激励费用和材料支出下降所致；财务费用率-0.42%（+2.60pp），主要系汇兑损益所致；三项费用率合计 19.68%

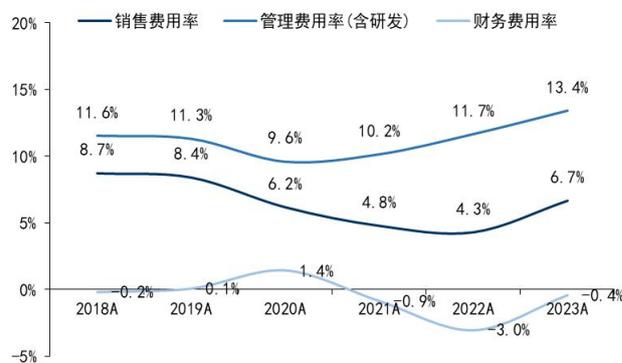
(+6.72pp)。

图5: 拱东医疗毛利率、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

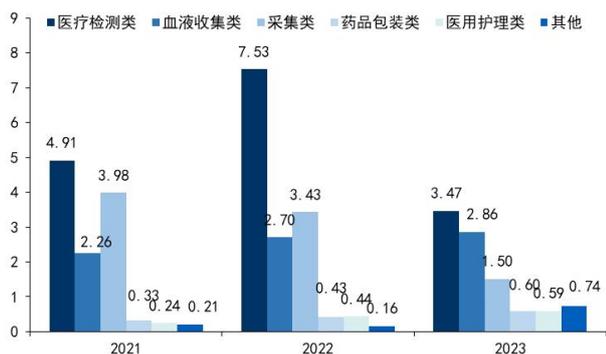
图6: 拱东医疗三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务看，医疗检测类业务、采集类业务降幅明显。2023年，公司并购了原 TPI 业务及资产，并对现有业务进行了整合：1) 新分类“血液收集类”含原“真空采血系统”，主要为真空与非真空的，用于采集、运输、储存血液的相关耗材、器械；2) 新分类“医疗检测类”含原“实验检测类”，主要为在医疗领域对已获取的标本进行分析、化验、检测、处置时使用的耗材、器械；3) 新分类“采集类”含原“体液采集类”，主要为用于在采集、运输、预处理、储存、处置除血液外的标本，以及在获取诊断信息过程中使用的耗材、器械。公司2023年全年医疗检测类业务收入3.47亿元(-53.92%)，毛利率26.99%(-13.47pp)；血液收集类业务收入2.86亿元(+5.81%)，毛利率44.59%(+5.53pp)；采集类业务收入1.50亿元(-56.13%)，毛利率25.33%(-18.86pp)；药品包装类业务收入0.60亿元(+38.74%)，毛利率17.72%(+4.87pp)；医用护理类业务收入0.59亿元(+34.39%)，毛利率19.71%(+3.23pp)；其他业务收入0.74亿元，同比增长348.09%。

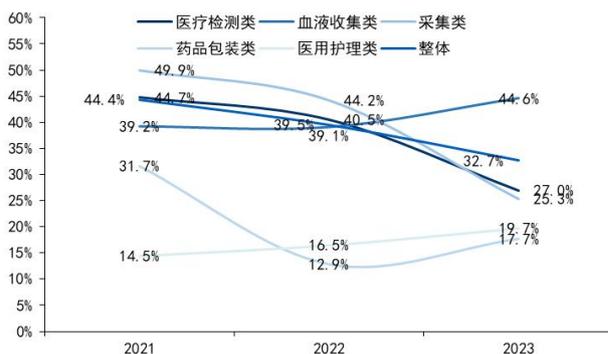
图7: 拱东医疗各板块收入(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注: 业务板块按新分类命名

图8: 拱东医疗各板块毛利率(单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

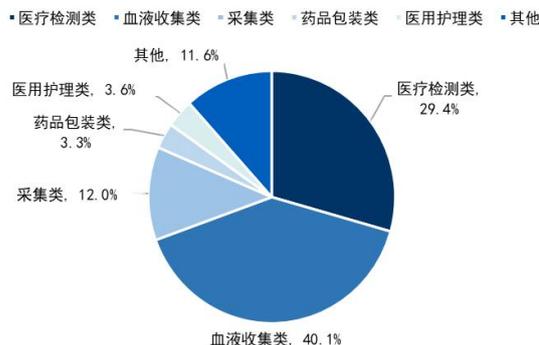
注: 业务板块按新分类命名

图9: 拱东医疗 2023 年各板块收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 业务板块按新分类命名

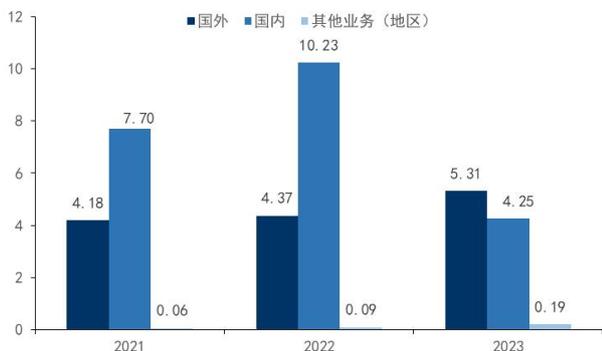
图10: 拱东医疗 2023 年各板块毛利占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注: 业务板块按新分类命名

海外收入增速喜人，国际化步伐加速。2023 年 1 月，公司以自有资金 4,500 万美元对美国全资子公司 Gd Medical 进行增资，通过业务合并的方式吸收合并原 TPI 业务及资产公司，并且充分利用收购原 TPI 业务及资产的契机，发挥协同效应，与并购标的进行渠道、客户共享，增强公司在境外的区域竞争优势。2023 年全年公司国外业务收入 5.31 亿元，同比增长 21.56%；国内业务收入 4.25 亿元，同比下降 58.46%；其他业务（地区）业务收入 0.19 亿元，同比增长 110.61%。

图11: 拱东医疗分地区收入（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12: 拱东医疗 2023 年分地区收入占比（单位：%）



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发投入持续积累，产品创新成效显著。公司始终坚持创新驱动发展，2023 年研发费用为 0.48 亿元，较 2022 年同期下降 33.91%，主要系部分研发项目与新冠业务相关而提前终止，IPO 募投项目配套的新产品、新工艺迭代更新的研发陆续结束，研发人员限制性股票激励费用下降所致。经过近 40 年的研发投入和实践积累，公司掌握了丰富的产品研发、设计和生产经验，2023 年新取得一种自带刺穿机构的试剂检测盒、一种底面偏离中心进浇的深孔储存板及其注塑模具等 2 项发明专利；新取得国内 I 类医疗器械备案证书 1 项；新取得国内 II 类医疗器械注册证 1 项；新取得国内 III 类医疗器械注册证 1 项；新取得 MDR 产品认证一项。截止 2023 年 12 月 31 日，公司共拥有国内授权专利 71 项，其中发明专利 7 项，实用新型专利 59 项，外观专利 5 项。

图13: 拱东医疗研发费用及研发费用率 (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14: 拱东医疗研发人员数量及占比 (单位: 人、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 拱东医疗 2023 年新增注册证或备案凭证整体情况

注册分类	期初数	新增数	失效数	期末数
国内 III 类		1		1
国内 II 类	9	1		10
国内 I 类	17	1		18
FDA 认证 II 类 (510k)	3			3
FDA 认证 I 类 (510k)	1			1
CE 认证 I 类 (灭菌)	6			6
CE 认证 IIIa 类	2			2
CE (IVDR) 认证 Class A 类 (无菌)		1		1

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 拱东医疗 2023 年新增注册证或备案凭证具体情况

序号	产品名称	注册分类	应用领域	取得时间	备注
1	一次性尿液样本收集桶	国内 I 类	用于样本的收集、运输和储存	2023. 04. 07	
2	一次性使用无菌凝胶给药器	国内 II 类	产品供临床妇科阴道内给药用。不包含避孕用途	2023. 06. 20	
3	一次性使用真空采血管	CE (IVDR) 认证 Class A 类 (无菌)	产品与采血针配套, 供临床作静脉采血并盛放血液样本用	2023. 04. 11	
4	一次性使用静脉血样采集针	国内 III 类	与一次性使用静脉血样采集容器配套使用, 从人体静脉采取血样, 作血样分析用	2023. 08. 03	委托生产

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

管理体系完善, 产品质量稳定可靠。公司始终秉承高质量、高效率、同发展、共繁荣的原则, 严格按照国内外法规、标准要求建立了完善的质量管理体系, 并在研发、生产、检验、销售等各环节实施严格的质量控制。截至 2023 年底, 公司已通过德国 TUV 认证公司的 ISO13485 质量管理体系认证, 取得 29 项国内医疗器械 II 类、III 类注册或 I 类备案, 且部分产品已通过美国 FDA510 (k) 产品许可、欧盟 CE 认证。完善的质量管理体系和制度确保公司产品在大批量生产的过程中质量稳定可靠, 为公司产品进入更多国际市场提供了坚实保障。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

医疗检测类：新分类的“医疗检测类”含原“实验检测类”，主要为在医疗领域对已获取的标本进行分析、化验、检测、处置时使用的耗材、器械。2021-2023年公司医疗检测类业务营收分别为4.91/7.53/3.47亿元，对应的增速分别为+65.2%/+53.2%/-53.9%。由于公司2024年一季度环比、同比已有明显改善，叠加公司国际化布局的不断成熟及境外市场拓展能力的持续增强，我们认为2024年医疗检测类业务有望恢复增长，预计2024-2026年，医疗检测类业务收入增速分别为+55.0%/+18.0%/+18.0%，对应的收入分别为5.38/6.34/7.48亿元，毛利率为36.0%/36.2%/36.4%。

血液收集类：新分类“血液收集类”含原“真空采血系统”，主要为真空与非真空的，用于采集、运输、储存血液的相关耗材、器械。2021-2023年公司血液收集类业务营收分别为2.26/2.70/2.86亿元，对应的增速分别为+25.2%/+19.6%/+5.8%。我们认为公司未来血液收集类业务有望继续保持稳健增长，预计2024-2026年，血液收集类业务收入增速分别为+27.4%/+3.9%/+3.4%，对应的收入分别为3.65/3.79/3.92亿元，毛利率为46.6%/46.8%/47.0%。

采集类：新分类的“采集类”含原“体液采集类”，主要为用于在采集、运输、预处理、储存、处置除血液外的标本，以及在获取诊断信息过程中使用的耗材、器械。2021-2023年公司采集类业务营收分别为3.98/3.43/1.50亿元，对应的增速分别为+119.3%/-14.0%/-56.1%。同样考虑到公司2024年一季度环比、同比已有明显改善，叠加公司境外市场拓展能力的持续增强，我们认为2024年采集类业务也有望恢复增长，预计2024-2026年，采集类业务收入增速分别为+55.0%/+18.0%/+18.0%，对应的收入分别为2.33/2.75/3.25亿元，毛利率为34.3%/34.5%/34.7%。

药品包装类：2021-2023年公司药品包装类业务营收分别为0.33/0.43/0.60亿元，对应的增速分别为-2.3%/+29.1%/+38.7%。我们认为未来公司药品包装类业务将继续保持快速增长，预计2024-2026年，药品包装类业务收入增速分别为+63.5%/+24.9%/+17.7%，对应的收入分别为0.97/1.22/1.43亿元，毛利率为24.7%/24.9%/25.1%。

医用护理类：2021-2023年公司医用护理类业务营收分别为0.24/0.44/0.59亿元，对应的增速分别为-78.3%/+80.6%/+34.4%。我们认为未来公司医用护理类业务有望继续保持双位数增长，预计2024-2026年，医用护理类业务收入增速分别为+50.0%/+18.0%/+18.0%，对应的收入分别为0.88/1.04/1.22亿元，毛利率为23.7%/23.9%/24.1%。

表3: 拱东医疗业务拆分 (亿元, 百分比除外)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11.94	14.69	9.75	14.00	16.13	18.50
yoy	43.9%	23.0%	-33.6%	43.6%	15.2%	14.7%
毛利	5.30	5.80	3.18	5.29	6.07	6.96
毛利率	44.4%	39.5%	32.7%	37.7%	37.7%	37.6%
医疗检测类	4.91	7.53	3.47	5.38	6.34	7.48
yoy	65.2%	53.2%	-53.9%	55.0%	18.0%	18.0%
毛利率	44.7%	40.5%	27.0%	36.0%	36.2%	36.4%
血液收集类	2.26	2.70	2.86	3.65	3.79	3.92
yoy	25.2%	19.6%	5.8%	27.4%	3.9%	3.4%
毛利率	39.2%	39.1%	44.6%	46.6%	46.8%	47.0%
采集类	3.98	3.43	1.50	2.33	2.75	3.25
yoy	119.3%	-14.0%	-56.1%	55.0%	18.0%	18.0%
毛利率	49.9%	44.2%	25.3%	34.3%	34.5%	34.7%
药品包装类	0.33	0.43	0.60	0.97	1.22	1.43
yoy	-2.3%	29.1%	38.7%	63.5%	24.9%	17.7%
毛利率	31.7%	12.8%	17.7%	24.7%	24.9%	25.1%
医用护理类	0.24	0.44	0.59	0.88	1.04	1.22
yoy	-78.3%	80.6%	34.4%	50.0%	18.0%	18.0%
毛利率	14.5%	16.5%	19.7%	23.7%	23.9%	24.1%
其他	0.21	0.16	0.74	0.80	1.00	1.20
yoy	-14.0%	-22.4%	348.1%	47.4%	25.0%	20.0%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年营收分别为14.00/16.13/18.50亿元, 同比+43.6%/+15.2%/+14.7%, 毛利率37.7%/37.7%/37.6%, 毛利5.29/6.07/6.96亿元, 同比+66.0%/+14.9%/+14.5%。

未来3年业绩预测

表4: 未来3年盈利预测表 (亿元, 百分比除外)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9.75	14.00	16.13	18.50
营业成本	6.57	8.72	10.06	11.55
销售费用	0.65	0.74	0.84	0.94
管理费用	0.83	1.02	1.16	1.32
研发费用	0.48	0.69	0.78	0.87
财务费用	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08
营业利润	1.20	2.74	3.37	3.91
利润总额	1.19	2.74	3.37	3.91
归属于母公司净利润	1.09	2.50	3.03	3.52
摊薄EPS (元)	0.97	2.22	2.69	3.12
ROE	6.7%	14.4%	16.3%	17.9%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司2024-2026年营业收入分别为14.00/16.13/18.50亿元, 归母净利润2.50/3.03/3.52亿元, 利润年增速分别为+129.3%/+21.1%/+16.0%。每股收益分别为2.22/2.69/3.12元。

盈利预测的敏感性分析

以上盈利预测以我们对行业和分析判断为假设基础, 如果行业发展和公司

业务情况发生不可预知变化，则可能导致我们当前盈利预测的假设条件不成立，进而导致当前盈利预测结果不准确。定量来看，考虑如下三种情况对公司经营情况的影响分析，乐观假设与悲观假设在现有预测基础上上下浮动 10%。

表5: 盈利预测敏感性分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,469	975	1,443	1,684	1,956
(+/-%)	23.0%	-33.6%	48.0%	16.7%	16.1%
净利润(百万元)	326	109	368	442	517
(+/-%)	4.8%	-66.5%	237.3%	20.0%	17.0%
摊薄 EPS (元)	2.89	0.97	3.27	3.92	4.59
中性预测					
营业收入(百万元)	1,469	975	1,400	1,613	1,850
(+/-%)	23.0%	-33.6%	43.6%	15.2%	14.7%
净利润(百万元)	326	109	250	303	352
(+/-%)	4.8%	-66.5%	129.3%	21.1%	16.0%
摊薄 EPS (元)	2.89	0.97	2.22	2.69	3.12
悲观预测					
营业收入(百万元)	1,469	975	1,358	1,544	1,748
(+/-%)	23.0%	-33.6%	39.3%	13.7%	13.2%
净利润(百万元)	326	109	141	177	205
(+/-%)	4.8%	-66.5%	29.1%	26.0%	15.6%
摊薄 EPS (元)	2.89	0.97	1.25	1.58	1.82

资料来源：国信证券经济研究所预测

投资建议：海外收入增速喜人，国际化步伐加速，维持“增持”。预计 2024-2026 年归母净利润 2.50/3.03/3.52 亿元，同比增速 129.3%/21.1%/16.0%，当前股价对应 PE=21.7/17.9/15.4x。随着公司国际化布局的不断成熟，境外市场拓展能力持续增强，公司有望恢复稳健增长态势。

表6: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	24/5/20 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
605369.SH	拱东医疗	48.20	54	0.97	2.22	2.69	3.12	49.7	21.7	17.9	15.4	6.66	0.5	增持
603301.SH	振德医疗	22.00	59	0.74	1.56	1.95	2.51	29.5	14.1	11.3	8.8	3.70	0.3	买入
301122.SZ	采纳股份	22.46	27	0.92	1.35	1.83	1.12	24.4	16.6	12.3	20.0	6.23	2.5	无
603987.SH	康德莱	7.69	34	0.52	0.81	1.00	0.00	14.7	9.6	7.7		9.60		无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：采纳股份、康德莱为 Wind 一致预期

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	753	448	485	645	891	营业收入	1469	975	1400	1613	1850
应收款项	240	226	262	313	378	营业成本	889	657	872	1006	1155
存货净额	121	125	143	162	199	营业税金及附加	13	11	16	0	0
其他流动资产	19	28	23	31	40	销售费用	63	65	74	84	94
流动资产合计	1134	829	917	1155	1510	管理费用	99	83	102	116	132
固定资产	610	631	751	833	901	研发费用	72	48	69	78	87
无形资产及其他	79	104	100	96	92	财务费用	(44)	(4)	(6)	(7)	(8)
投资性房地产	8	269	269	269	269	投资收益	(1)	7	0	0	0
长期股权投资	37	44	58	77	91	资产减值及公允价值变动	(8)	(7)	0	0	0
资产总计	1867	1878	2096	2430	2863	其他收入	(68)	(43)	(69)	(78)	(87)
短期借款及交易性金融负债	0	4	2	2	3	营业利润	372	120	274	337	391
应付款项	148	80	143	148	167	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	115	108	149	349	629	利润总额	371	119	274	337	391
流动负债合计	263	192	293	499	798	所得税费用	45	10	23	34	39
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	47	61	77	99	归属于母公司净利润	326	109	250	303	352
长期负债合计	12	47	61	77	99	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	275	239	354	577	897	净利润	326	109	250	303	352
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	(3)	1	1	1
股东权益	1592	1639	1742	1854	1966	折旧摊销	41	76	73	83	93
负债和股东权益总计	1867	1878	2096	2430	2863	公允价值变动损失	8	7	0	0	0
						财务费用	(44)	(4)	(6)	(7)	(8)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(87)	(303)	69	145	211
每股收益	2.89	0.97	2.22	2.69	3.12	其它	(0)	3	(1)	(1)	(1)
每股红利	1.38	0.80	1.31	1.70	2.13	经营活动现金流	288	(110)	392	531	656
每股净资产	14.14	14.55	15.46	16.46	17.45	资本开支	0	(81)	(190)	(161)	(158)
ROIC	23%	7%	15%	19%	23%	其它投资现金流	90	(3)	0	0	0
ROE	20%	7%	14%	16%	18%	投资活动现金流	53	(90)	(204)	(181)	(171)
毛利率	39%	33%	38%	38%	38%	权益性融资	31	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	11%	19%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	19%	24%	26%	26%	支付股利、利息	(155)	(90)	(147)	(191)	(240)
收入增长	23%	-34%	44%	15%	15%	其它融资现金流	(26)	75	(2)	0	1
净利润增长率	5%	-67%	129%	21%	16%	融资活动现金流	(306)	(105)	(150)	(191)	(239)
资产负债率	15%	13%	17%	24%	31%	现金净变动	35	(306)	38	160	245
息率	2.9%	1.7%	2.7%	3.5%	4.4%	货币资金的期初余额	718	753	448	485	645
P/E	16.6	49.7	21.7	17.9	15.4	货币资金的期末余额	753	448	485	645	891
P/B	3.4	3.3	3.1	2.9	2.8	企业自由现金流	0	(205)	196	364	491
EV/EBITDA	15.3	30.2	17.0	14.5	13.3	权益自由现金流	0	(130)	204	377	509

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