

美好医疗 (301363.SZ)

基本盘业务稳健增长，平台化延伸可期

买入

核心观点

2023年一季度业绩高增长，毛利率拐点已现。2022年公司收入14.2亿元(+24.4%)，归母净利润4亿元(+29.7%)，从单季度看，22Q4收入3.5亿元(+11%)，归母净利润0.75亿元(+1.2%)，主要因12月疫情新政对交付有一定影响。23Q1公司收入3.7亿元(+29.2%)，归母净利润1.1亿元(+61.7%)，业绩实现高增长。从毛利率看，22年和23Q1毛利率分别为43%(-1.9pp)和43.4%(+3.3pp)，随着大亚湾基地产能利用率提升和规模效应，毛利率拐点已现，预计后续毛利率稳中有升。从费用率看，22年四费率10.5%(-2.6pp)，其中管理费用率增加1.5pp，财务费用率下降4.2pp，23Q1四费率11.5%(-1.6pp)，主要是汇率导致财务费用率的下降。

医疗业务高增长，家用呼吸机组件和人工耳蜗组件领涨。分行业看，2022年医疗业务12.4亿元(+31.6%)，非医疗业务1.7亿元(-10.7%)。分产品看，22年家用呼吸机组件收入10.6亿元(+38.7%)，人工植入耳蜗组件收入1亿元(+56.6%)，两者为公司2022年的增长驱动力，随着下游核心客户A和客户B疫后复苏以及公司份额提升，未来增长可期；其他医疗产品组件收入0.8亿元(-22.5%)，主要因Eillum新冠检测订单减少；家用及消费电子组件收入0.77亿元(-7.4%)，主要因2022年手机业务下游不景气所致；精密模具及自动化设备收入0.8亿元(-23.2%)。分区域看，22年境外收入13.2亿元(+30.6%)，占比93.5%，境内业务0.9亿元(-26.1%)。

新客户不断突破，平台化延伸可期。一方面，公司通过与瑞思迈深度合作，随着瑞思迈产能释放和公司在瑞思迈供应体系中占比提升，公司订单充足，叠加惠州基地投产带来的产能保障，公司家用呼吸机组件的业务收入作为基本盘有望保持高增长且具备弹性。另一方面，公司凭借核心技术延伸到其他客户，在其他医疗器械组件业务，已拓展强生、西门子、雅培、瑞声达听力、迈瑞、Kardium、Nanosonics等，在家用及消费电子组件业务，已切入飞利浦、YETI、Rosti、SKG等国际国内知名品牌的供应体系，公司平台化能力突出，新业务和新客户有望增加弹性。

风险提示：大客户依赖风险、汇率波动风险、人才流失、新业务延伸不及预期。

投资建议：预计2023-2025年归母净利润5.2、6.8、9亿元，分别同比增长29.7%、30.9%、31.9%，对应PE分别为30、23、18倍，参考可比公司，给予2023年35-40倍PE估值，对应股价44.7-51.1元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,137	1,415	1,800	2,299	2,951
(+/-%)	28.1%	24.4%	27.2%	27.7%	28.3%
净利润(百万元)	310	402	521	683	900
(+/-%)	20.2%	29.7%	29.7%	30.9%	31.9%
每股收益(元)	0.86	0.99	1.28	1.68	2.21
EBIT Margin	31.8%	28.2%	32.0%	33.6%	35.2%
净资产收益率(ROE)	22.3%	13.3%	15.1%	16.9%	18.5%
市盈率(PE)	45.6	39.4	30.4	23.2	17.6
EV/EBITDA	37.2	35.3	25.2	19.0	14.4
市净率(PB)	10.15	5.25	4.58	3.92	3.27

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：张佳博

证券分析师：陈益凌

021-60933167

zhangjiabo@guosen.com.cn chenyingling@guosen.com.cn

S0980523050001

S0980519010002

证券分析师：周章庆

zhouzhangqing@guosen.com.cn

S0980523040002

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	44.70 - 51.10元
收盘价	38.37元
总市值/流通市值	15604/1545百万元
52周最高价/最低价	53.20/35.10元
近3个月日均成交额	41.38百万元

市场走势

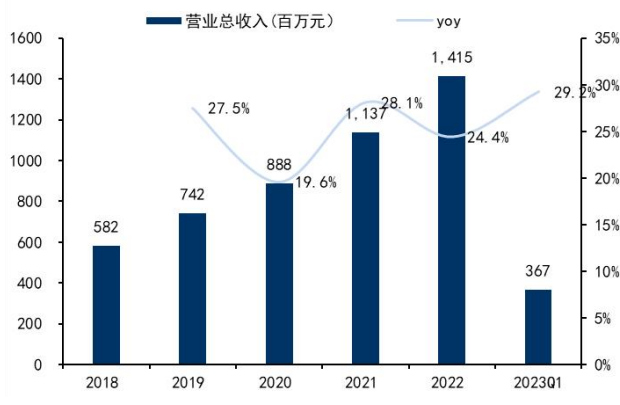


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

历年收入稳健增长, 23Q1 业绩有所提速。2022 全年公司收入为 14.2 亿元(+24.4%), 2018-2022 年复合增速为 24.9%, 2022 年归母净利润 4 亿元(+29.7%), 2018-2022 年复合增速为 32.4%, 得益于基本盘业务的持续增长以及新业务的增量贡献, 历年来公司收入维持稳增长态势, 且利润增速快于收入。从单季度看, 22Q4 收入 3.5 亿元(+11%), 归母净利润 0.75 亿元(+1.2%), 主要因 12 月疫情新政对交付有一定影响, 2023 年第一季度公司收入 3.7 亿元(+29.2%), 归母净利润 1.1 亿元(+61.7%), 业绩有所提速。

图1: 美好医疗营业收入及增速



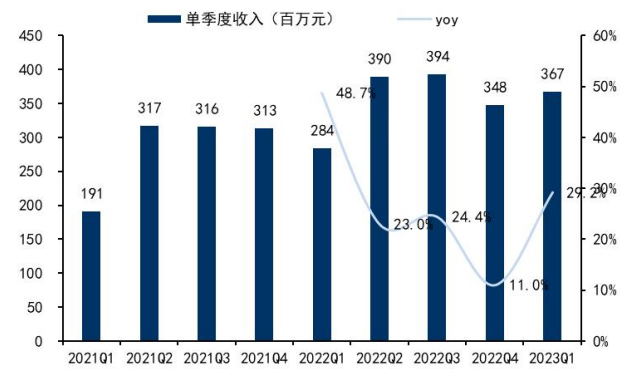
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 美好医疗归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 美好医疗单季度收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 美好医疗单季度归母净利润及增速

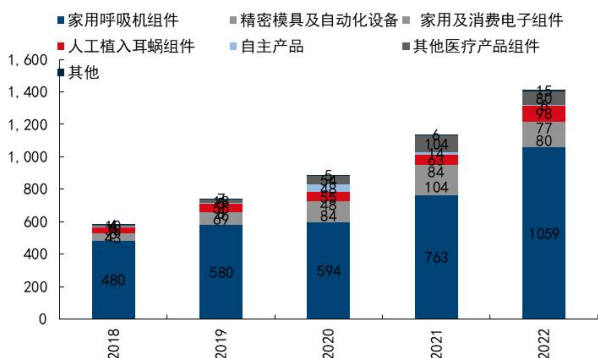


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

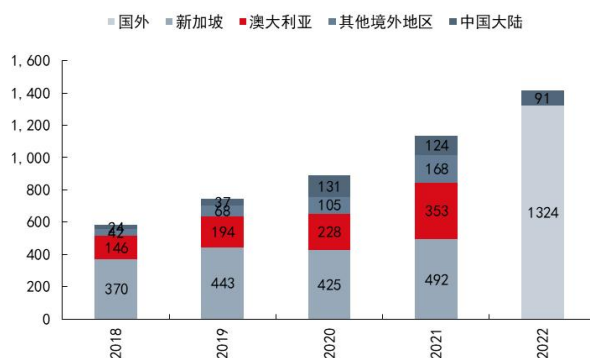
医疗业务高增长, 家用呼吸机组件和人工耳蜗组件领涨。分行业看, 2022 年医疗业务 12.4 亿元(+31.6%), 非医疗业务 1.7 亿元(-10.7%)。分产品看, 22 年家用呼吸机组件收入 10.6 亿元(+38.7%), 人工植入耳蜗组件收入 1 亿元(+56.6%), 两者为公司 2022 年的增长驱动力, 随着下游核心客户 A 和客户 B 疫后复苏以及公司份额提升, 未来增长可期; 其他医疗产品组件收入 0.8 亿元(-22.5%), 主要因 Elluminate 新冠检测订单减少; 家用及消费电子组件收入 0.77 亿元(-7.4%), 主要因 2022 年手机业务下游不景气所致; 精密模具及自动化设备收入 0.8 亿元(-23.2%)。分区域看, 22 年境外收入 13.2 亿元(+30.6%), 占比 93.5%, 境内业务 0.9 亿元(-26.1%)。

图5: 公司历年收入产品构成 (百万元)

图6: 公司历年收入区域构成 (百万元)



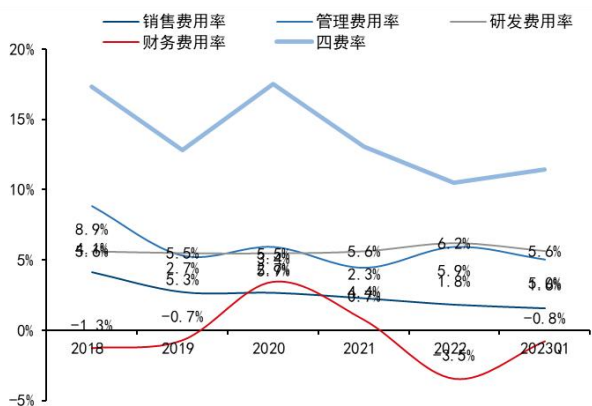
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

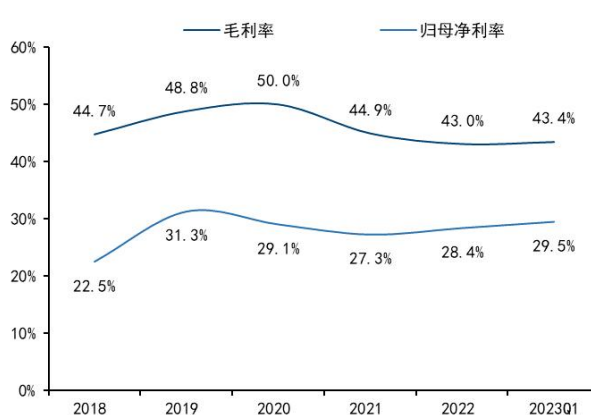
毛利率拐点已现，盈利能力持续提升。公司2018-2020年毛利率从44.7%提升至50%，此后逐年下降，2022年毛利率为43%（-1.9pp），达到历年低点，主要因为原材料涨价、工厂搬迁、转固和产能利用率偏低等，以及新业务毛利率较低所致。23Q1毛利率43.4%（+3.3pp），随着大亚湾基地产能利用率提升和规模效应，毛利率拐点已现，预计后续毛利率稳中有升。从费用率看，22年四费率10.5%（-2.6pp），其中管理费用率增加1.5pp，财务费用率下降4.2pp，23Q1四费率11.5%（-1.6pp），主要是汇率导致财务费用率的下降。从盈利能力看，2021-2023Q1归母净利润率从27.3%逐年提升至29.5%，维持高盈利水平。

图7: 美好医疗毛利率、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8: 美好医疗三项费用率变化情况

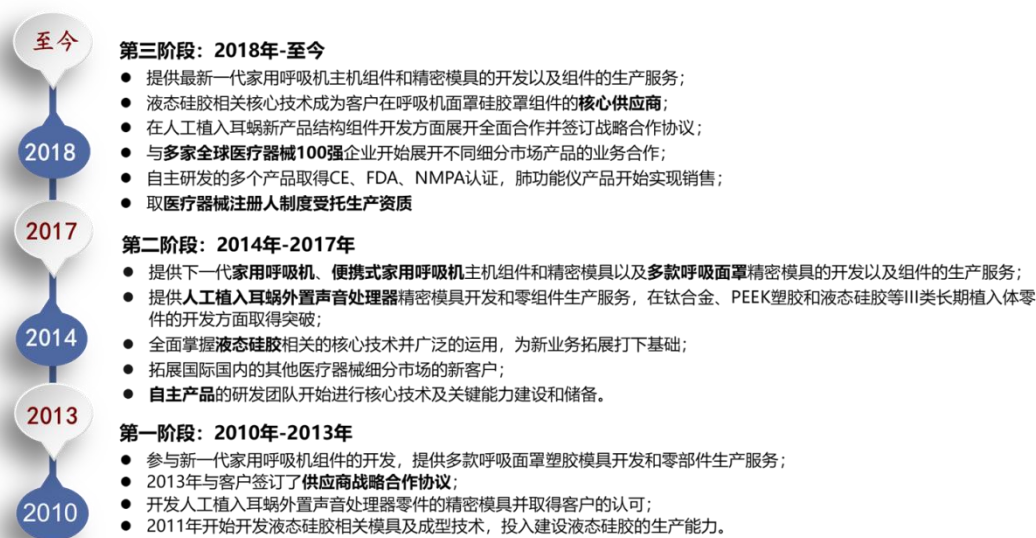


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

美好医疗是医疗器械组件平台龙头

快速崛起的器械组件龙头，成长路线清晰。公司成立于2010年，经过10多年聚焦，美好医疗已具备提供医疗器械组件及产品开发的全流程服务的能力，目前核心业务为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件，作为平台型企业，公司延伸能力突出，目前已经延伸至其他医疗器械产品组件和家用及消费电子组件。

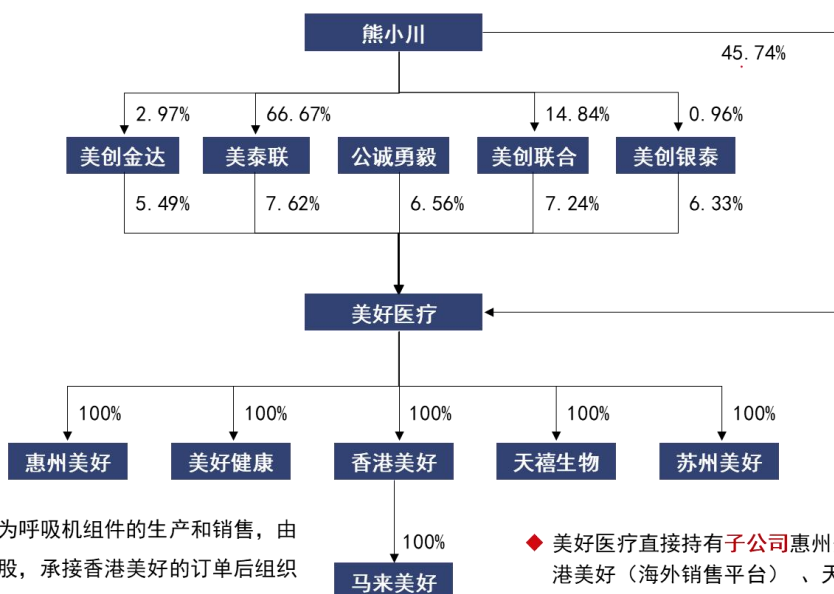
图9: 美好医疗发展历程



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构集中。董事长熊小川为实际控制人，累计通过直接和间接方式合计控制公司 72.42% 股权。美好医疗直接持有子公司惠州美好、美好健康、香港美好（海外销售平台）、天禧生物、苏州美好等多所公司。香港美好为公司设立在香港的贸易主体，香港美好与客户签订合同。

图10: 美好医疗简易股权结构（截止 2023 年 5 月 16 日）



◆ 孙公司马来美好为呼吸机组件的生产及销售，由香港美好全资控股，承接香港美好的订单后组织生产，货物通过香港美好销售给境外客户。销售区域包括新加坡、澳大利亚、马来西亚。

◆ 美好医疗直接持有子公司惠州美好、美好健康、香港美好（海外销售平台）、天禧生物、苏州美好等多所公司。香港美好为公司设立在香港的贸易主体，香港美好与客户签订合同。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

1) 基石业务渗透率不断提升

客户 A、客户 B 为公司核心客户，基石业务稳健增长。经过多年经营，公司已成为全球家用呼吸机龙头 A 和人工植入耳蜗龙头 B 核心供应商，2022 年家用呼吸机组件收入 10.6 亿元（+38.7%），收入占比 74.8%，人工耳蜗组件收入 1 亿元（+56.6%），收入占比 6.9%，从 2020 年疫情影响下逐年复苏明显，2022 年两者合计收入已经占比超过 80%，由于客户关系稳定，为公司基本盘业务。

图11: 公司家用呼吸机组件收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司人工耳蜗组件收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全球家用呼吸机行业快速增长，公司有望受益客户 A 增长。家用呼吸机主要针对睡眠呼吸障碍（OSA 为主）和肺病呼吸护理（COPD 为主），由于患者基数庞大，随着疾病认知的普及和治疗渗透率的提升，全球家用呼吸机行业（设备+面罩）保持两位数增长，其中 2020 年设备市场规模为 27.1 亿美元，面罩为 16.2 亿美元，合计 43.4 亿美元，从份额看，不管是设备还是面罩，瑞思迈和飞利浦占据全球市场的绝对份额。公司通过给客户 A 供应家用呼吸机组件，有望受益于行业不断扩容。

图13: 全球家用呼吸机市场规模及预测



资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

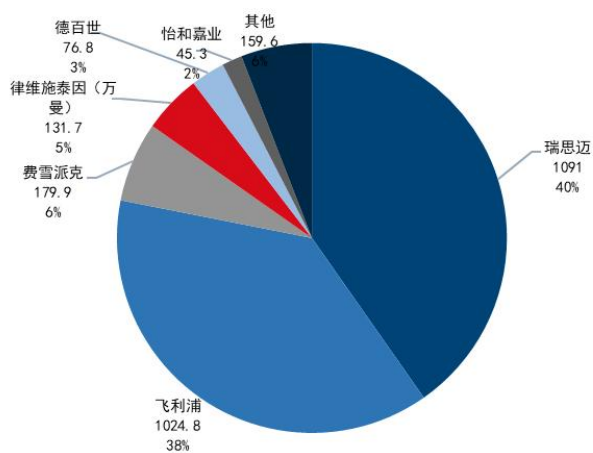
图14: 全球通气面罩市场规模及预测



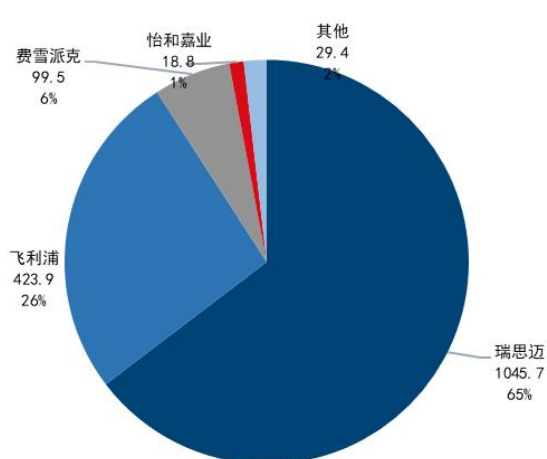
资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

图15: 全球家用呼吸机份额（百万美元）

图16: 全球通气面罩份额（百万美元）



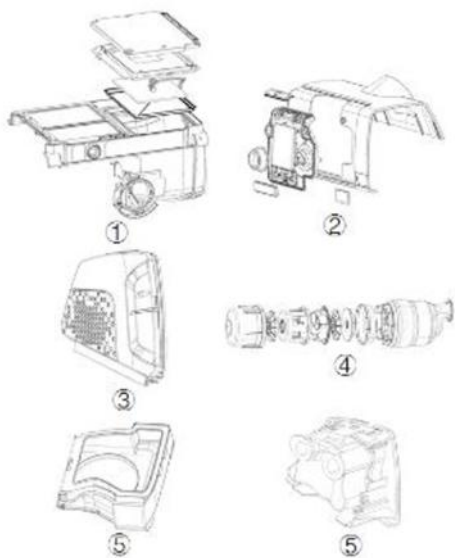
资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理



资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

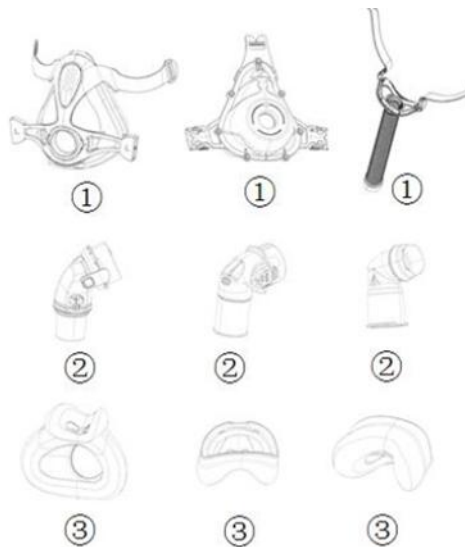
公司能够为客户 A 提供大部分组件，高端部件延展提供增长驱动力。从公司为客户 A 提供的组件类型看，主要为主机组件和面罩组件，其中主体组件包括①主体和加热模块组件，②用户界面组件，③通讯模块组件，④风机组件，⑤湿化器水箱组件；面罩组件包括①主体框架，②管路接头，③硅胶罩；基本囊括家用呼吸机的大部分组件，随着公司技术的升级，近年来高端部件如湿化器水箱组件、加热管路、硅胶罩组件为公司主要增长驱动力。

图17: 公司供应的家用呼吸机主机组件



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 公司供应的家用呼吸机面罩组件

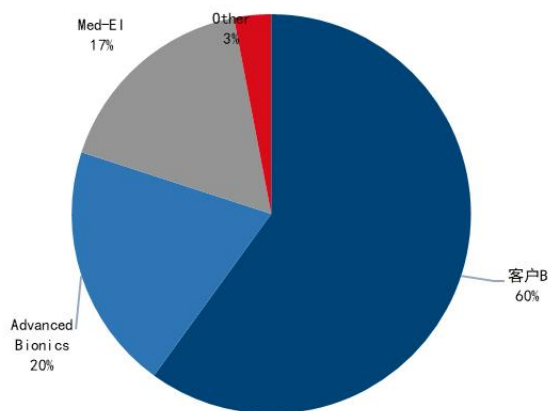


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

人工耳蜗行业稳健增长，公司与客户 B 深度合作，后续份额有望提升。人工耳蜗全球范围内治疗轻度到重度失聪的常规方法，根据 QYResearch 数据显示，2015 年至 2019 年，全球人工植入耳蜗植入系统市场规模从 10.51 亿美元增长至 14.5 亿美元，复合增长率 8.38%，2020 年疫情期间有所下滑，预计当前行业处于复苏中。从竞争格局来看，客户 B 为人工耳蜗绝对龙头，公司过去主要提供外置声音处理器逐渐，后续延伸至植入体组件，通过与客户 B 深度合作，后续在可及市场

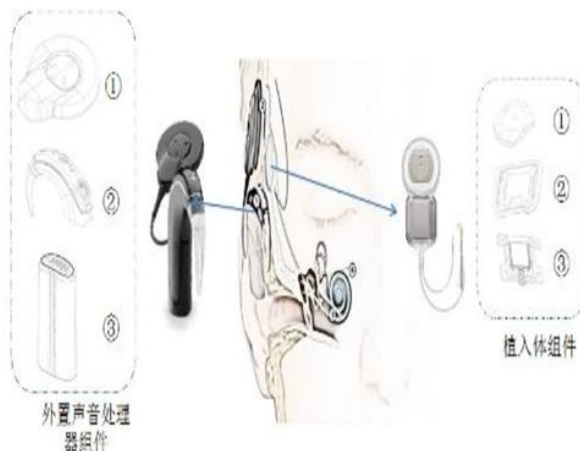
中份额有望提升。

图19: 全球人工耳蜗市场份额



资料来源: Company reports、国信证券经济研究所整理

图20: 人工耳蜗相关组件

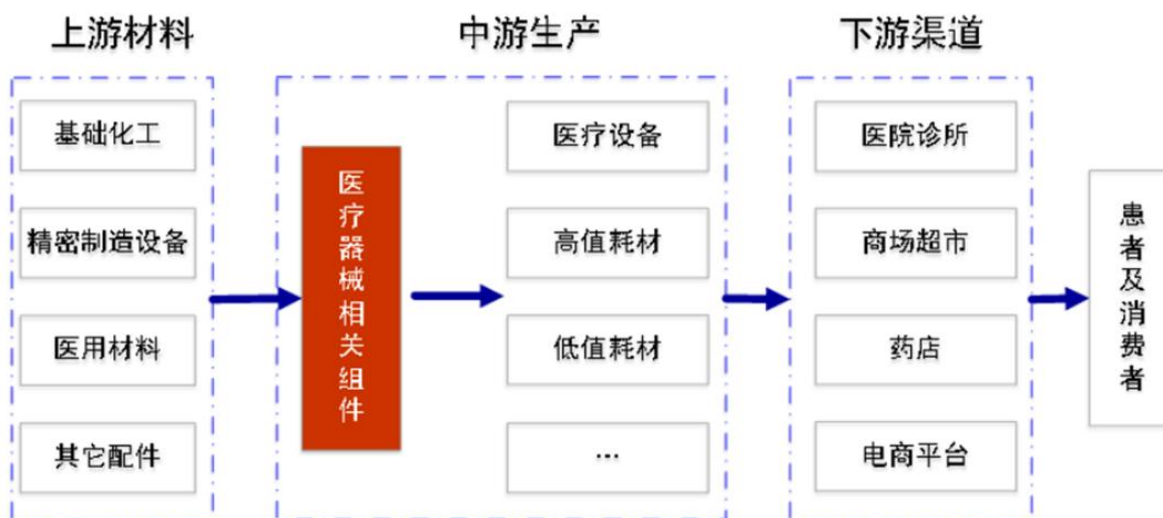


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2) 新客户不断突破, 平台化延伸可期

器械组件供应对企业全流程一站式服务能力要求较高。医疗器械上游行业主要包括基础化工、自动化设备制造、医用材料和其他配件等行业, 下游行业为医疗器械商业企业和医院等医疗机构。从公司的产业链位置看, 公司通过为下游医疗器械企业提供非标定制组件, 本身对工艺、精度、技术迭代、批量生产等能力要求较高, 因此需要公司具备提供从产品设计开发到批量生产交付的全流程一站式服务。

图21: 从产业链角度看美好医疗的位置

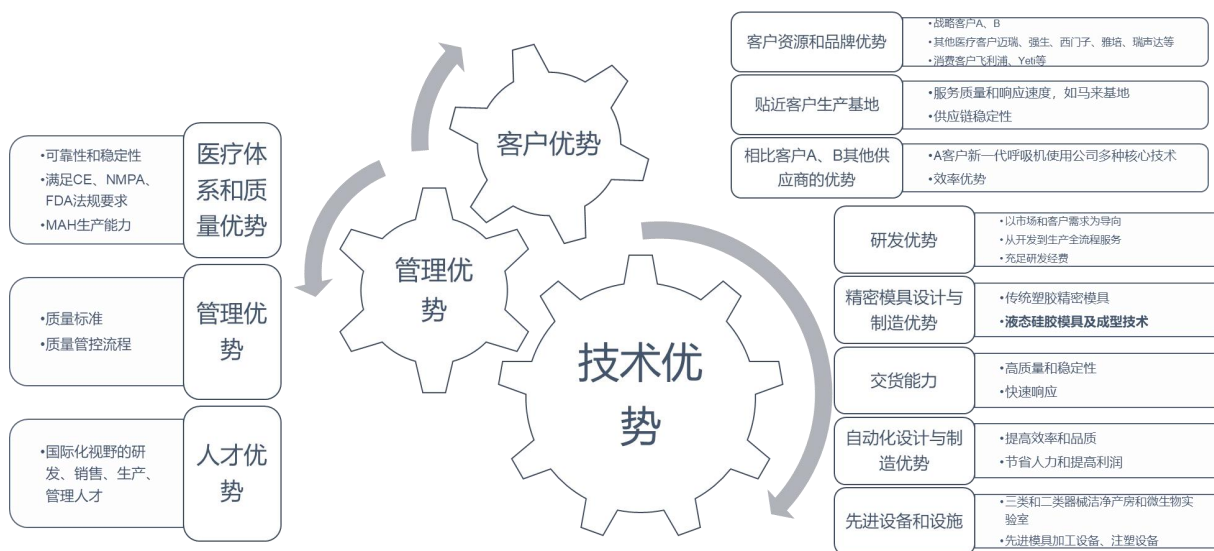


资料来源: 美好医疗招股书、国信证券经济研究所整理

公司已培养出多项竞争优势, 其中技术优势构成平台延伸的基础。美好医疗最核

心的竞争优势来自技术层面，包括研发优势、精密模具设计与制造优势、交货能力、自动化设计与制造优势、先进设备和设施，其中塑胶模具开发和液态硅胶成型技术是公司核心能力，此外，公司还叠加客户优势和管理优势，总体构成平台延伸的基础。

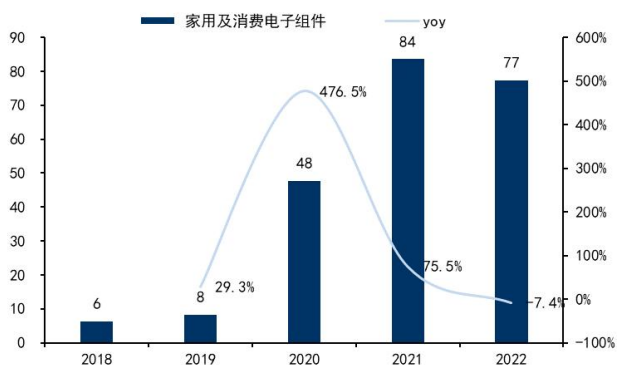
图22: 公司已经建立多项竞争优势



资料来源：美好医疗招股书、国信证券经济研究所整理

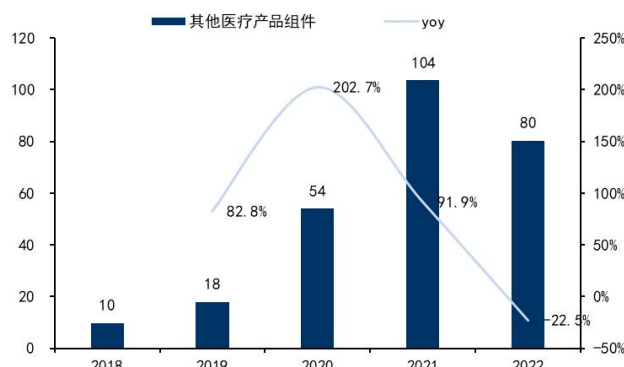
家用消费电子和其他医疗组件延伸可期。公司依靠平台能力，主要往家用消费电子组件和其他医疗组件两个方向延伸。其中2022年家用及消费电子组件收入0.77亿元（-7.4%），主要因2022年手机业务下游不景气所致，但目前公司在健康防护、个人护理、户外运动、家用及消费电子等领域为多家细分市场知名品牌提供高端产品及精密组件的开发和生产制造服务，包括飞利浦、YETI、Rosti、SKG等国际国内知名企业和品牌。2022年其他医疗产品组件收入0.8亿元（-22.5%），主要因Eillume新冠检测订单减少，但随着公司在给药、介入、助听、监护等细分领域逐渐突破，积累了强生、西门子、雅培、瑞声达听力、迈瑞等十二家全球医疗器械100强企业，目前有多个项目和产品处于开发合作的不同阶段，预计后续有望提速。

图23: 公司家用及消费电子组件收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 公司其他医疗产品组件收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设：

1) **家用呼吸机组件：**来自客户 A，基本盘业务之一，得益于高端部件如湿化器水箱组件、加热管路组件、硅胶罩组件的放量，公司在客户 A 的可及市场份额持续提升，预计 2023-2025 年有望维持稳健的 25% 的增速，由于原材料价格下降、产能利用率提升等因素，毛利率逐步回升至 2020 年高点，预计 2023-2025 年毛利率为 44%、46%、48%。

2) **精密模具及自动化设备：**该业务主要来自客户开模带来的收入，整体有望稳健增长，预计 2023-2025 收入增速分别为 20%、20%、20%，毛利率预计稳定在 40%。

3) **家用及消费电子组件：**延伸的潜力业务之一，来自飞利浦、YETI、Rosti、SKG 等国际国内知名企业和品牌订单的增长，预计未来高增长，预计 2023-2025 收入增速分别为 50%、50%、50%，毛利率随着规模效应逐步回到 2021 年水平，预计 2023-2025 年毛利率为 35%、37%、40%。

4) **人工植入耳蜗组件：**来自客户 B，基本盘业务之一，得益于植入体组件的放量，在客户 B 的可及市场中份额逐年提升，预计 2023-2025 年收入增速 20%、20%、20%，毛利率预计维持高位。2023-2025 年毛利率预计为 57%、60%、63%。

5) **自主产品：**主要来自肺功能仪产品的放量，预计 2023-2025 年收入增速分别为 20%、20%、20%，毛利率稳定在 60% 的水平。

6) **其他医疗产品组件：**主要来自强生、西门子、雅培、瑞声达听力、迈瑞、Kardium、Nanosonics 等客户订单的放量，预计 2023-2025 年收入增速分别为 50%、50%、50%，毛利率预计稳定在 40% 的水平。

表1：美好医疗拆分及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
家用呼吸机组件					
收入（百万元）	763	1059	1323	1654	2068
yoy	28.4%	38.7%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	45.1%	42.9%	44.0%	46.0%	48.0%
精密模具及自动化设备					
收入（百万元）	104	80	96	115	138
yoy	23.2%	-23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	41.4%	39.2%	40.0%	40.0%	40.0%
家用及消费电子组件					
收入（百万元）	84	77	116	174	261
yoy	75.5%	-7.4%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	38.7%	26.5%	35.0%	37.0%	40.0%
人工植入耳蜗组件					
收入（百万元）	63	98	118	141	169
yoy	13.5%	56.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	59.5%	65.4%	57.0%	60.0%	63.0%
自主产品					
收入（百万元）	14	6	8	9	11
yoy	-70.1%	-56.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	58.3%	61.0%	60.0%	60.0%	60.0%
其他医疗产品组件					
收入（百万元）	104	80	120	181	271

	yoy	91.9%	-22.5%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	40.2%	36.5%	40.0%	40.0%	40.0%
其他						
	收入(百万元)	6	15	20	25	33
	yoy	41.0%	150.3%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	62.6%	42.1%	50.0%	50.0%	50.0%
合计						
	收入(百万元)	1137	1415	1800	2299	2951
	yoy	28.1%	24.4%	27.2%	27.7%	28.3%
	毛利率	44.9%	43.0%	46.7%	48.0%	49.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上，预计公司 2023–2025 年收入 18、23、29.5 亿元，同比增速 +27.2%、+27.7%、+28.3%，毛利率分别为 46.7%、48%、49.2%。

未来 3 年业绩预测

- 1) 销售费用假设：**考虑未来公司核心业务稳健增长，而且 to B 业务规模效应较强，预计 2023–2025 年销售费用增速分别为 25%、25%、25%。
- 2) 管理费用假设：**考虑未来公司核心业务稳健增长和正常的人员扩张速度，预计 2023–2025 年管理费用增速分别为 25%、25%、25%。
- 3) 研发费用假设：**公司的研发主要布局平台型技术的积累和相关人员薪酬的支出，预计 2023–2025 年研发费用增速分别为 25%、25%、25%。

表2：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1137	1415	1800	2299	2951
营业成本	627	806	959	1196	1498
销售费用	26	26	33	41	51
管理费用	51	84	108	135	167
研发费用	64	88	110	137	171
财务费用	8	(49)	(19)	(13)	(17)
营业利润	348	457	613	803	1059
利润总额	348	457	613	803	1059
归母净利润	310	402	521	683	900
EPS (元/股)	0.86	0.99	1.28	1.68	2.21
ROE	22%	13%	15%	17%	19%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述，预计公司 2023–2025 年归母净利润为 5.2、6.8、9 亿元，同比增长 29.7%、30.9%、31.9%。

相对估值和投资建议

在基本盘业务稳健增长叠加其他客户延伸的背景下，预计公司未来几年净利润有望维持 30% 以上增长，我们选择海泰新、奕瑞科技、迈得医疗等器械供应商作为可比公司，2023 年估值普遍为 30–35 倍 PE，考虑到公司具备较高 ROE，且平台延伸的能力较强，可拓展的领域基本涵盖器械和家用消费电子等领域，前景广阔，给予 2023 年 35–40 倍 PE 估值，对应股价 44.7–51.1 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)		
688677.SH	海泰新光	98.45	86	2.10	2.77	3.70	4.80	46.9	35.5	26.6	20.5	15.8%	1.1	无	
688301.SH	奕瑞科技	268.66	273	8.84	8.16	10.59	13.79	30.4	32.9	25.4	19.5	18.5%	1.1	买入	
688310.SH	迈得医疗	37.33	31	0.80	1.29	1.80	2.33	46.7	28.9	20.7	16.0	8.5%	0.6	无	
301363.SZ	美好医疗	39.60	161	0.99	1.28	1.68	2.21	39.4	30.4	23.2	17.6	18.2%	1.0	买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 美好医疗为本报告预期, 其他为一致性预期, 日期为 20230516

风险提示

大客户依赖风险

2022 年公司来自最大客户 A 的收入为 10.8 亿元, 占比 76.6%, 超过 3/4, 公司已经与客户 A 签订至 2025 年的合作协议, 预计后续在客户 A 的供应中占比仍会提升, 但考虑到成本、竞争加剧、地缘冲突, 如果 A 客户降低从公司采购, 将会造成较大风险。

汇率波动风险

公司收入 90% 以上来自海外, 主要依赖美元结算, 人民币对美元升值周期中, 对公司财务费用预计产生负面影响。

人才流失风险

公司核心人员如果流入竞争对手, 预计将产生技术流失的风险。

新业务延伸不及预期

新业务、新客户的延伸是公司未来维持较高增长的关键, 也是公司能够维持较高估值水平的关键, 但医疗及消费电子等客户的延伸具备不确定性, 如果延伸不顺利或者放量不及预期, 或将带来估值的承压。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	420	1230	2006	2080	2551	营业收入	1137	1415	1800	2299	2951
应收款项	223	206	308	393	480	营业成本	627	806	959	1196	1498
存货净额	314	433	414	575	727	营业税金及附加	8	12	14	18	24
其他流动资产	80	29	72	100	103	销售费用	26	26	33	41	51
流动资产合计	1050	2425	3326	3674	4386	管理费用	51	84	108	135	167
固定资产	727	857	1033	1198	1313	研发费用	64	88	110	137	171
无形资产及其他	82	81	79	77	75	财务费用	8	(49)	(19)	(13)	(17)
投资性房地产	41	25	25	25	25	投资收益	3	1	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(10)	(3)	15	15	0
资产总计	1901	3388	4464	4975	5799	其他收入	(63)	(77)	(110)	(137)	(171)
短期借款及交易性金融负债	40	6	500	300	200	营业利润	348	457	613	803	1059
应付款项	232	183	293	353	415	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	103	119	137	180	222	利润总额	348	457	613	803	1059
流动负债合计	375	307	930	833	837	所得税费用	38	55	92	120	159
长期借款及应付债券	82	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	52	60	75	94	108	归属于母公司净利润	310	402	521	683	900
长期负债合计	134	60	75	94	108	现金流量表 (百万元)					
负债合计	509	367	1004	927	945	净利润	310	402	521	683	900
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	12	(12)	0	0	0
股东权益	1392	3021	3459	4048	4854	折旧摊销	31	61	94	110	125
负债和股东权益总计	1901	3388	4464	4975	5799	公允价值变动损失	10	3	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	8	(49)	(19)	(13)	(17)
每股收益	0.86	0.99	1.28	1.68	2.21	营运资本变动	(172)	(74)	19	(152)	(123)
每股红利	0.20	0.02	0.20	0.23	0.23	其它	(12)	12	(0)	(0)	(0)
每股净资产	3.84	7.43	8.51	9.95	11.94	经营活动现金流	179	392	618	626	902
ROIC	23.83%	19.88%	20%	24%	29%	资本开支	0	(173)	(253)	(258)	(238)
ROE	22.28%	13.31%	15%	17%	19%	其它投资现金流	(11)	(512)	0	0	0
毛利率	45%	43%	47%	48%	49%	投资活动现金流	(11)	(684)	(253)	(258)	(238)
EBIT Margin	32%	28%	32%	34%	35%	权益性融资	(11)	1225	0	0	0
EBITDA Margin	35%	33%	37%	38%	39%	负债净变化	82	(82)	0	0	0
收入增长	28%	24%	27%	28%	28%	支付股利、利息	(74)	(6)	(83)	(94)	(94)
净利润增长率	20%	30%	30%	31%	32%	其它融资现金流	(286)	55	494	(200)	(100)
资产负债率	27%	11%	22%	19%	16%	融资活动现金流	(281)	1103	411	(294)	(194)
股息率	0.5%	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%	现金净变动	(113)	811	776	74	471
P/E	45.6	39.4	30.4	23.2	17.6	货币资金的期初余额	533	420	1230	2006	2080
P/B	10.1	5.2	4.6	3.9	3.3	货币资金的期末余额	420	1230	2006	2080	2551
EV/EBITDA	37.2	35.3	25.2	19.0	14.4	企业自由现金流	0	166	349	357	648
						权益自由现金流	0	139	867	185	588

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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