

奕瑞科技(688301)

报告日期: 2023年04月05日

五问五答: 看成长驱动力切换

——奕瑞科技更新报告

投资要点

□ 2022年8月以来, 新能源景气度的回落引发市场对公司未来发展前景的担忧, 公司股价也进入了明显的调整阶段, 针对以上表现, 我们梳理了近期市场比较关注及担忧的问题, 以期通过我们的解答, 为投资者提供一个全新的视角, 来理解公司现在所处的发展阶段以及未来的成长潜力。

□ **问题一: 如何看待工业收入增速以及发展驱动力?**

我们认为, 工业未来的主要驱动力来源于: ①客户拓展及订单放量; ②新产品研发带来新订单预期。另外, 随着疫情影响消退以及大订单基数的消化, 2023年有望重回高增长态势。

□ **问题二: 如何看待下游景气度以及动力电池检测业务增量逻辑?**

我们认为, 下游新能源电池产能扩张带来上游检测业务高景气度, 另外, 动力电池检测业务增速有望高于下游新能源行业增速, 主要体现在: ①新能源电池单位产能对应平板探测器需求量增加; ②动力电池平板探测器逐步趋于“耗材化”, 带来更多更新迭代需求; ③检测方式的升级, 带来单台检测设备平板探测器配置量提升。

□ **问题三: 如何看待齿科收入增速和未来高增长持续性?**

我们预计 2023 年国内客户放量节奏将逐步趋于国内头部整机厂商增速水平, 而参考国内客户拓展及放量节奏, 海外客户也将逐步迎来新的增量, 2024 年先前突破的海外客户会进入订单放量爬坡期, 同时有望继续新增海外客户, 共同助力 2023-2024 年公司齿科业务的快速成长。另外, 作为头部率先在齿科领域有所布局的企业, 公司齿科产品技术积累已逐步趋于成熟, 预计随着集采带来种植牙渗透率快速提升以及国内外新客户合作的持续深入, 公司齿科业务仍然有望继续保持较高速的增长

□ **问题四: 如何看待传统医疗成长空间?**

我们认为, 公司普放系列的成长空间主要来源于: ①新技术新产品的更新迭代, 主要体现在: 2022 年, 公司在继续对传感器设计和制程技术等核心技术进行完善的同时, 成功推出柔性屏升级产品曲面探测器、CMOS 工业探测器、TDI 探测器等新产品; ②多产品线拓展, 主要体现在: 除传统 DR 设备, 公司同时布局兽用以及 C 臂相关产品, 其中, 公司在 C 臂产品端 2022 年也迎来了较快的放量。此外, 公司在 CT 相关核心零部件方面布局, 同样取得了较快进展。

□ **问题五: 如何看待平板探测器市场成长天花板?**

①从平板探测器到放射影像其他核心部件全布局: 公司已着重开始在放射成像领域其他核心零部件的布局。2022 年公司在高压发生器、组合式射线源、闪烁体、PD 等核心部件、核心材料方面已取得初步进展, 收入规模超过 4000 万元。其中, 仅高压发生器部件就已超过平板探测器市场规模。

②资本扩张助力公司长期战略发展: 公司在保证内生增长稳健的同时, 积极重视外延并购发展, 2021-2022 年间, 公司先后完成对国内两家核心零部件企业投资。此外, 2023 年 1 月 31 日, 公司发布公告拟筹划发行全球存托凭证 (GDR), 用于加强全球研发能力、业务拓展和海外布局, 并通过新建海外基地、跨境并购等方式提升核心竞争优势, 未来发展以及成长天花板将逐步打开。

投资评级: 增持(维持)

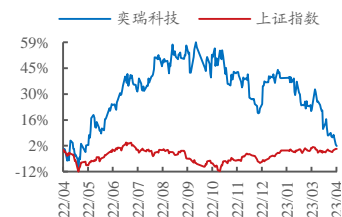
分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 刘明
 liuming01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 340.80
总市值(百万元)	24,773.25
总股本(百万股)	72.69

股票走势图



相关报告

- 《传统业务稳增长, 齿科及工业高增速持续》2023.03.17
- 《齿科及工业拓展持续深入, 看好长期发展空间——奕瑞科技 2022 三季报点评》2022.10.30
- 《疫情扰动下, 不改全年高增长态势——奕瑞科技 2022 年中报点评》2022.08.28

□ 盈利预测与估值

我们预计 2023-2025 年公司 EPS 为 11.64、15.50、20.60 元/股，2023 年 4 月 4 日收盘价对应 2023 年 PE 为 29 倍，考虑到公司作为上游制造属性，下游覆盖全球众多头部整机厂商，且齿科及工业领域新业务拓展顺利，业绩高增长确定性较强，维持“增持”评级。

□ 风险提示

股权激励对表观业绩影响的波动性风险，行业政策变化风险、新冠疫情影响风险、汇率波动风险、原材料供应风险、新产品推广不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1549.12	2109.54	2836.99	3828.00
(+/-) (%)	30.47%	36.18%	34.48%	34.93%
归母净利润	641.30	846.22	1126.40	1497.34
(+/-) (%)	32.49%	31.95%	33.11%	32.93%
每股收益(元)	8.82	11.64	15.50	20.60
P/E	38.63	29.28	21.99	16.54

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司经营情况以及市场担忧关注点复盘	5
2 市场关注问题五问五答	5
2.1 问题一：如何看待工业收入增速以及发展驱动力？	5
2.2 问题二：如何看待下游景气度以及动力电池检测业务增量逻辑？	6
2.3 问题三：如何看待齿科收入增速和未来高增长持续性？	8
2.4 问题四：如何看待传统医疗成长空间？	9
2.5 问题五：如何看待平板探测器市场成长天花板？	10
3 盈利预测与估值	10
4 风险提示	10

图表目录

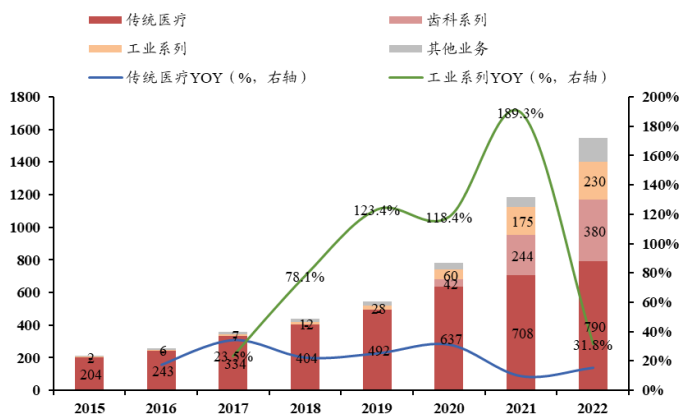
图 1: 奕瑞科技业务拆分 (百万元)	5
图 2: 奕瑞科技股价 (超额收益率) 及估值复盘	5
图 3: 2021-2025E 全球主要电池厂商产能目标/规划及增速	6
图 4: 2021-2025E 全球主要电池厂商产能目标/规划复合增速	6
图 5: 2017-2025E 全球动力电池装机量及增速	7
图 6: 2022 年全球动力电池装机量占比	7
图 7: 宁德时代股价 (超额收益率) 及估值复盘	7
图 8: 宁德时代收入、归母净利润及增速	7
图 9: 宁德时代资本开支强度变化	7
图 10: 比亚迪资本开支强度变化	7
图 11: 2011-2020 年我国口腔种植牙数量 (万颗) 及增速	9
图 12: 2020 年不同国家种植牙普及率, 种植牙治疗人数/万人	9
表 1: 种植牙集采后 CBCT 市场规模预测	9
表附录: 三大报表预测值	11

1 公司经营情况以及市场担忧关注点复盘

2023年3月17日公司发布2022年报具体数据，实现营业收入15.5亿元，同比增长30.5%；归母净利润6.4亿元，同比增长32.5%；扣非归母净利润5.2亿元，同比增长51.2%。其中市场关注度较高的工业板块，收入突破2.3亿，YOY 31.8%，相较于过去4年以来，首次发生了明显降速。自2021年公司取得与宁德时代在新能源电池检测方面合作后，公司未来发展的景气度便和新能源行业紧密相关，此点可以从公司股价走势和新能源指数走势基本保持一致上得以佐证。而2022年8月以来，新能源指数持续回落，引发市场普遍担心新能源景气度或将逐步走进下行阶段，因此担心未来新能源产能过剩从而导致公司工业领域发展前景或将受到一定程度影响。

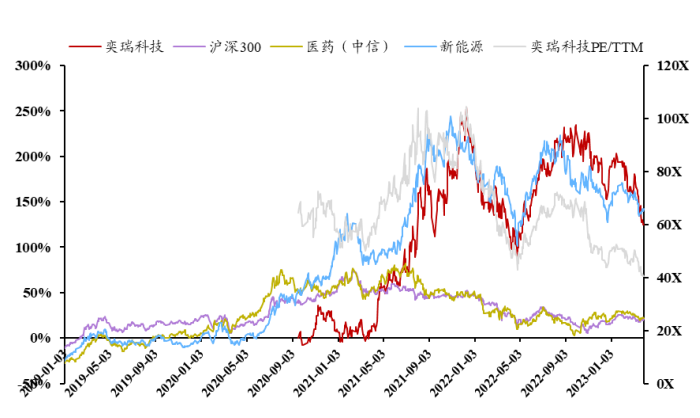
针对以上表现，我们梳理了近期市场比较关注及担忧的问题，以期通过我们的解答，为投资者提供一个全新的视角，来理解公司现在所处的发展阶段以及未来的成长潜力。

图1：奕瑞科技业务拆分（百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：奕瑞科技股价（超额收益率）及估值复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 市场关注问题五问五答

2.1 问题一：如何看待工业收入增速以及发展驱动力？

2023年工业收入有望重回高增长

① 2015-2020年，公司工业收入保持快速增长，但下游主要是焊缝、电子、铸件以及安全检测等领域，缺乏规模性需求场景，2020年公司工业领域收入只有6000万左右，营收占比仅为7.7%。由于相关领域应用场景正处于快速打开阶段，预计未来仍有望继续维持较高增速成长。

② 2021年，公司正式推出动力电池平板探测器切入新能源领域，迅速获得宁德时代约8500万的订单，该订单约占2021年总收入的7.2%，助力公司工业收入快速增长。收入达到1.75亿，同比增长189%，收入占比提升至14.7%，成为公司成长的重要驱动力之一。

③ 2022年，即使面临全国疫情反复，影响订单交付和确认，但工业收入仍然到2.3亿，同比增长32%。

④ 2023年，随着疫后复苏以及大订单基数效应消化，2023年有望重回高增长态势。

客户拓展及订单放量

2021年，公司获得宁德时代新能源大订单，2022年，在上一年大订单高基数下增速表观来看略有放缓，2023年，考虑到宁德时代产能建设新增需求预计将逐步趋进于其产能规划强度，此外首批交付的探测器使用寿命将满2年，从而释放出更新迭代需求，以及3D检测解决方案的推行，宁德时代订单需求有望在2023年恢复到较高增长趋势，预计会快于其产能建设增速。另外，除宁德时代，公司有望取得与其他头部电池厂商合作，或将带来一定程度增量订单，参考宁德时代订单放量节奏，我们预计1-2年内，与该厂商合作也将趋于常态化，订单需求的爬坡期将为该部分业务高速增长提供较大的支撑。此外，除了头部电池厂商的直接合作，公司同样通过与上游工业检测设备整机厂商合作，逐步覆盖市场更多电池检测需求，预计短期内，都将带来较多的增量贡献。

新产品研发带来新订单预期

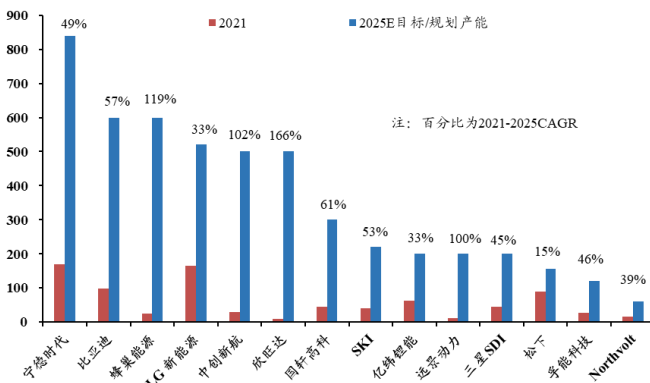
公司在动力电池检测等工业领域的增长依靠自身新产品驱动，2021年公司推出新产品动力电池检测平板探测器，即获得近1亿元订单。而2023年，公司针对新能源电池客户需求开发的基于CMOS的TDI探测器样机，正在与部分大客户进行测试及洽谈合作，我们预计2023年有望逐步形成销售，2024年相关订单也将处于快速爬坡期。

2.2 问题二：如何看待下游景气度以及动力电池检测业务增量逻辑？

下游新能源电池产能扩张带来上游检测业务高景气度

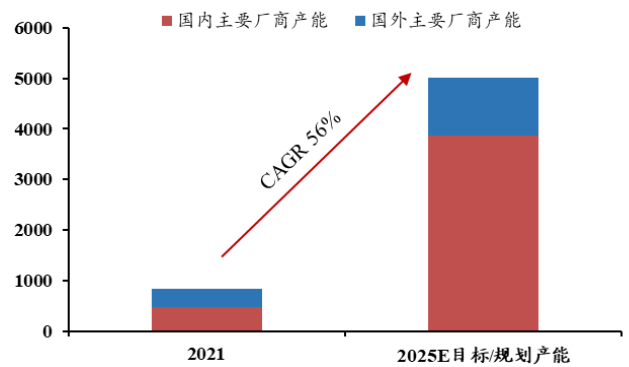
全球动力电池供需趋势。供给端：2021年，全球头部电池厂商披露了未来5年产能目标或规划，产能建设总和5年复合增速超过50%。需求端：全球动力电池装机量2022-2025年CAGR有望保持50%以上。而从宁德时代等核心客户的资本开支强度看：新能源电池产能扩张给公司动力电池检测业务带来较高需求景气度。

图3：2021-2025E全球主要电池厂商产能目标/规划及增速



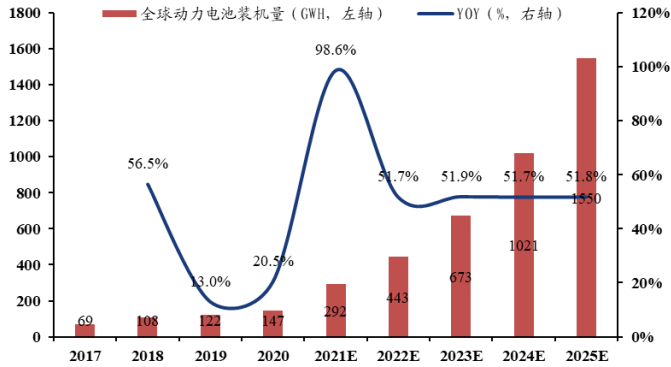
资料来源：各公司公告、起点锂电、新能源产业数据中心、GGII等，浙商证券研究所，注：数据为不完全统计，可能存在遗漏

图4：2021-2025E全球主要电池厂商产能目标/规划复合增速



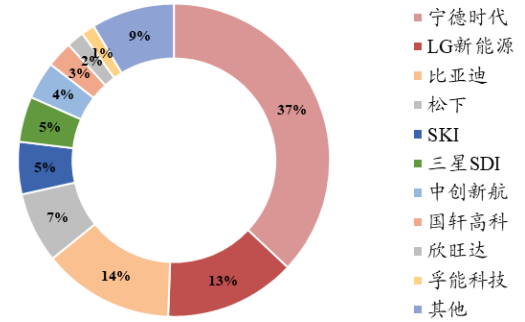
资料来源：各公司公告、起点锂电、新能源产业数据中心、GGII等，浙商证券研究所，注：数据为不完全统计，可能存在遗漏

图5: 2017-2025E 全球动力电池装机量及增速



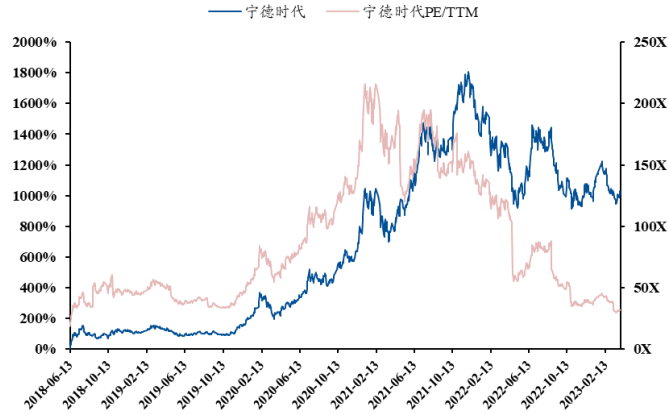
资料来源: 上海有色网, 浙商证券研究所

图6: 2022 年全球动力电池装机量占比



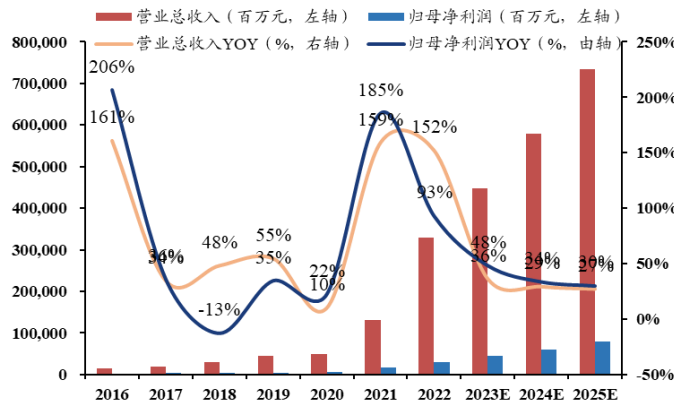
资料来源: SNE Research, 浙商证券研究所

图7: 宁德时代股价 (超额收益率) 及估值复盘



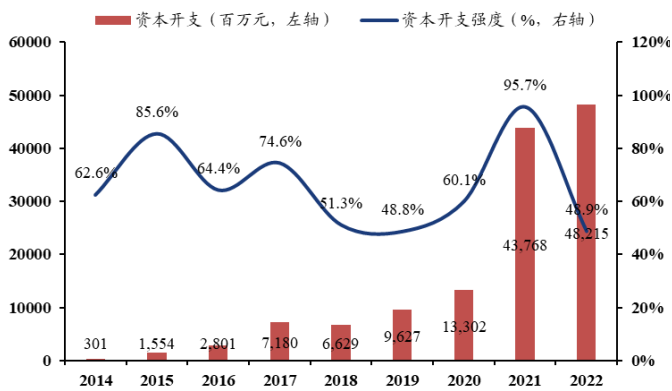
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 宁德时代收入、归母净利润及增速



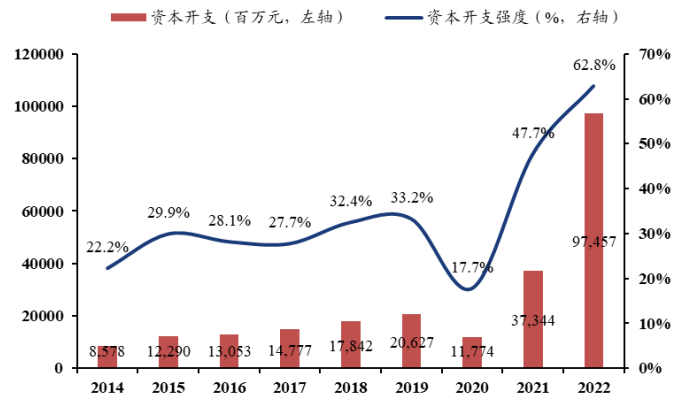
资料来源: Wind, 浙商证券研究所
注: 2023-2025 收入及利润取自 Wind 一致预期

图9: 宁德时代资本开支强度变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 比亚迪资本开支强度变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

动力电池检测业务增速高于下游新能源行业增速

公司动力电池平板探测器需求与新能源厂商产能建设速度密切相关，但有望高于下游新能源电池行业产能建设速度，具有增量逻辑。

①**新能源电池单位产能对应平板探测器需求量增加**。在 2021 年新能源电池需求快速爆发之前，动力电池检测更多的是离线检测，即脱离生产流水线对电池进行抽样检测，此时，每 GWH 动力电池产能对应工业检测设备需求量较小。而自 2021 年后，动力电池的快速发展同时推动了对电池安全性要求的提升，动力电池检测也逐步从以往的离线检测，逐步发展为将检测设备整合进新建产能的流水线上，从而达到对电池的全面在线检测。因此，每 GWH 产能对应工业检测设备需求将大幅提升。

②**动力电池平板探测器逐步趋于“耗材化”，带来更多更新迭代需求**。公司传统医疗平板探测器因为医用场景损耗较小，平均使用寿命可达 5 年甚至更久。而工业使用场景恶劣，平板探测器寿命预计普遍只有 2 年左右。从 2023 年来看，公司首批动力电池平板探测器已逐步达到更新迭代年限，此后，除了新建产能带来的新增需求外，存量产品更新也将为公司带来较大比例更新迭代需求。

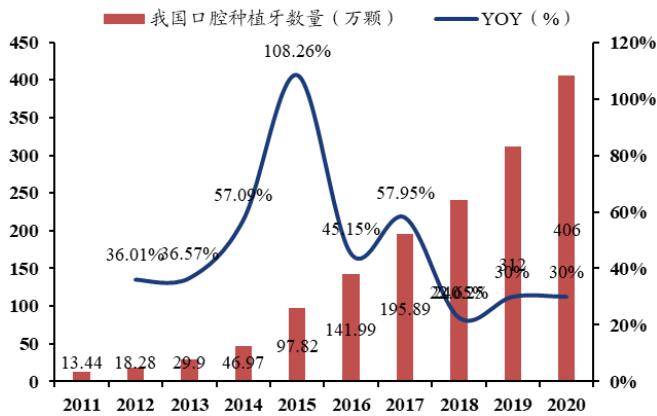
③**检测方式的升级，带来单台检测设备平板探测器配置量提升**。公司动力电池平板探测器推出初期，主要提供 2D 检测解决方案。随着公司产品及技术的日渐成熟，以及客户对电池检测提出更高的要求，公司逐步推出 3D 检测解决方案，该方案主要工艺路线为通过多台 2D 探测器，叠加软件算法来实现 3D 的效果。因此，单台检测设备平板探测器配置量将逐步提升。

2.3 问题三：如何看待齿科收入增速和未来高增长持续性？

国内外客户扩展驱动齿科业务快速放量。2020 年开始，公司推出的齿科新产品顺利进入量产，并成功打开国内齿科市场，重点客户主要有菲森科技等，收入规模仅有 4240 万元，2021 年与菲森合作逐步深入化，订单进入爬升阶段，同时凭借产品过硬的性能和质量，进一步对国内齿科客户进行深度开发和拓展，新增朗视、美亚光电、博恩登特、啄木鸟等企业，迎来一定程度放量，2021 年收入规模激增到 2.4 亿元，同比增长 475%。2022 年，基本完成国内重点 CBCT 厂商布局，订单逐步度过快速爬坡阶段，收入规模突破 3.8 亿元，同比增长 55.9%，同时着重拓展海外头部客户。我们预计 2023 年国内客户放量节奏将逐步趋于国内头部整机厂商增速水平，而参考国内客户拓展及放量节奏，海外客户也将逐步迎来新的增量，2024 年先前突破的海外客户会进入订单放量爬坡期，同时有望继续新增海外客户，共同助力 2023-2024 年公司齿科业务的快速成长。

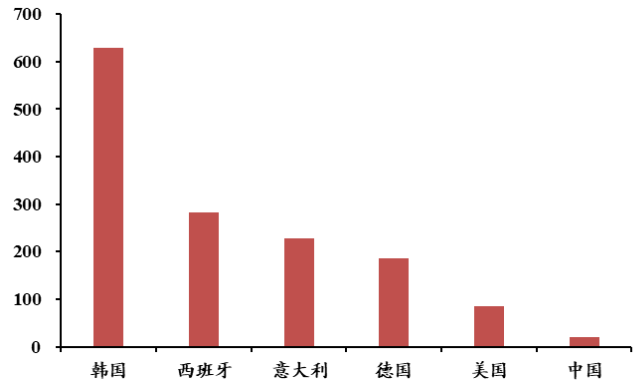
种植牙集采降价销量增长，提升口腔 CBCT 需求景气度：2023 年 1 月种植体集采结果出炉，种植牙集采后终端价格降幅可达 55%。截至到 2020 年，我国种植牙数量达到 406 万颗，2016-2020 年 CAGR 30%，保持高速增长。但与韩国等发达国家相比，我国种植牙渗透率仍然处于极低水平（仅有韩国的 3.3%）。我们认为，国内种植牙集采将带来 CBCT 等相关设备需求的快速释放，特别是民营及个体口腔机构带来的增量需求（具体内容及观点详见 2023 年 3 月 20 我们外发报告《种植牙集采，口腔 CBCT 迎来拐点》）。另外，我们对国内 CBCT 设备未来成长空间做了简单测算，预计 2022-2027 年 5 年复合增速有望达到 33.7%。作为率先在齿科 CBCT 设备领域布局的头部企业，公司齿科产品技术积累已逐步趋于成熟，预计随着集采带来种植牙渗透率快速提升以及国内外新客户合作的持续深入，公司齿科业务仍然有望继续保持较高速增长，我们持续看好公司齿科业务的长期发展空间。

图11: 2011-2020年我国口腔种植牙数量(万颗)及增速



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

图12: 2020年不同国家种植牙普及率, 种植牙治疗人数/万人



资料来源: 灼识咨询, 牙博士招股书, 浙商证券研究所

表1: 种植牙集采后 CBCT 市场规模预测

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	假设依据
口腔机构数量 (万家)	11.7	13.7	16.0	18.7	21.9	25.7	30.0	2021 年市场规模参考 QYResearch 数据。出厂单价参考美亚光电平均出厂价, 另外, 考虑到 CBCT 逐步由三合一到四合一、从小视野到大视野发展, 平均单价有上升趋势, 同时由于竞争加剧, 同一型号产品单价未来有降价可能, 故假设平均单价保持不变; 渗透率假设 2027 年达到台湾渗透率水平 47.5% 左右, 即每年提升 4%。口腔机构数量增速参考卫健委口腔民营医院增长速度 (17.7%), 种植牙集采后, 口腔机构增速假设为 17%。CBCT 更新迭代周期假设为 5 年。
YOY	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	
CBCT 保有量 (万台)	2.8	3.8	5.1	6.7	8.7	11.2	14.3	
YOY	51.0%	36.7%	33.9%	31.8%	30.1%	28.8%	27.7%	
CBCT 新增 (万台)	1.1	1.0	1.3	1.6	2.0	2.5	3.1	
CBCT 更新换代 (万台)		0.4	0.5	1.0	1.7	2.2	2.9	
CBCT 每年总需求量 (万台)	1.1	1.4	1.8	2.6	3.8	4.7	6.0	
渗透率 (%)	23.7%	27.7%	31.7%	35.7%	39.7%	43.7%	47.7%	
平均出厂单价 (万元)	21	21	21	21	21	21	21	
新增市场规模 (亿元)	22.45	29.4	37.7	54.9	78.9	99.7	125.4	
YOY		31%	28%	46%	44%	26%	26%	

资料来源: 前瞻产业研究院, 观研报告, QYResearch, 卫健委, 浙商证券研究所

2.4 问题四: 如何看待传统医疗成长空间?

2022 年公司普放探测器销售收入突破 7.9 亿, 同比增长 15.4%, 收入占比 51%, 是公司最大的主营业务。相对于成熟的终端整机市场, 我们认为, 公司普放系列的成长空间主要来源于:

新技术更新迭代。2022 年, 公司在继续对传感器设计和制程技术等核心技术进行完善的同时, 根据现有产品及技术结构, 已启动“数字化 X 线探测器关键技术研发和综合创新基地建设项目”, 加大对 CMOS 探测器、TDI 探测器、CT 探测器、SiPM 探测器、CZT 光子计数探测器等新型探测器的研发投入, 并成功推出柔性屏升级产品曲面探测器、CMOS 工业探测器、TDI 探测器等新产品。

多产品线拓展。除传统 DR 设备, 公司同时布局兽用以及 C 臂相关产品, 2022 年 C 臂产品端迎来快速放量。此外, CT 相关核心零部件方面布局同样取得了较快进展: 2022 年, 已完成部分医疗 CT 用二维准直器的研发及国内客户导入, 并进入小规模量产阶段 (准直器 ASG、闪烁体、光电二极管 PD、CT 探测器高速稳定传输模块等核心部件均已完成开发, 结合定制的读出芯片, 正在全力攻克 CT 探测器整机集成目标), 同步积极开拓安检 CT 用二维准直器。我们预期配合 2022 年可转债募投项目达产后新增的 2000 台 CT 探测器产能, 将会逐步为传统医疗业务赋能。

2.5 问题五：如何看待平板探测器市场成长天花板？

从平板探测器到放射影像其他核心部件全布局。2021 年全球探测器的市场规模为 22.8 亿美元，预计至 2030 年，全球数字化 X 线探测器的市场规模将达到 50.3 亿美金，CAGR 9.2%。公司市占率从 2018 年的 5.3% 快速提升至 2021 年的 16.9%。公司从聚焦平板探测器到布局放射成像领域其他核心零部件，突破成长天花板。2022 年公司在高压发生器、组合式射线源、闪烁体、PD 等核心部件、核心材料方面已取得初步进展，收入规模超过 4000 万元。以高压发生器为例，根据 Frost&Sullivan 报告，2021 年，全球高压发生器及组合式射线源市场规模为 31.8 亿美元，预计到 2030 年全球市场规模增长至 87.00 亿美元，CAGR 11.8%，仅高压发生器部件就已超过平板探测器市场规模。

资本扩张助力公司长期战略发展。公司在保证内生增长稳健的同时，积极重视外延并购发展，2021-2022 年间，公司先后完成对海玮电子科技（上海）有限公司（占 53.57% 股权）和博玮科技（北京）有限公司投资（占 50.02% 股权），快速扩展到高压发生器及组合式射线源等领域。2023 年 1 月 31 日，公司发布公告拟筹划发行全球存托凭证（GDR），并在瑞士证券交易所挂牌上市，以进一步为公司业务发展提供海外融资渠道，此次募集资金将用于加强全球研发能力、业务拓展和海外布局，并通过新建海外基地、跨境并购等方式提升核心竞争优势，未来发展以及成长天花板将逐步打开。

3 盈利预测与估值

我们预计 2023-2025 年公司 EPS 为 11.64、15.50、20.60 元/股，2023 年 4 月 4 日收盘价对应 2023 年 PE 为 29 倍，考虑到公司作为上游制造属性，下游覆盖全球众多头部整机厂商，且齿科及工业领域新业务拓展顺利，业绩高增长确定性较强，维持“增持”评级。

4 风险提示

股权激励对表观业绩影响的波动性风险，行业政策变化风险、新冠疫情影响风险、汇率波动风险、原材料供应风险、新产品推广不及预期风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4528	4291	5338	6934
现金	2709	2088	2544	3384
交易性金融资产	665	800	800	800
应收账款	400	683	950	1281
其它应收款	60	56	76	118
预付账款	12	21	31	35
存货	658	618	912	1291
其他	24	24	24	24
非流动资产	1291	1481	1859	2130
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	184	345	463	562
无形资产	174	327	481	635
在建工程	257	238	225	217
其他	675	570	689	716
资产总计	5819	5772	7197	9064
流动负债	523	532	698	894
短期借款	131	79	87	99
应付款项	228	238	342	473
预收账款	0	0	0	0
其他	164	215	269	321
非流动负债	1392	490	623	799
长期借款	0	0	0	0
其他	1392	490	623	799
负债合计	1915	1022	1321	1693
少数股东权益	27	27	26	24
归属母公司股东权益	3877	4723	5849	7347
负债和股东权益	5819	5772	7197	9064

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	317	607	567	880
净利润	639	846	1125	1495
折旧摊销	31	30	47	63
财务费用	(62)	(30)	(47)	(51)
投资损失	(18)	(18)	(23)	(20)
营运资金变动	23	(147)	(45)	(78)
其它	(295)	(75)	(492)	(528)
投资活动现金流	(472)	(419)	(295)	(280)
资本支出	(213)	(170)	(150)	(150)
长期投资	1	(2)	1	(0)
其他	(259)	(247)	(146)	(130)
筹资活动现金流	1393	(808)	184	239
短期借款	79	(52)	8	12
长期借款	0	0	0	0
其他	1314	(757)	176	227
现金净增加额	1238	(621)	456	840

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1549	2110	2837	3828
营业成本	661	894	1186	1578
营业税金及附加	10	13	18	24
营业费用	87	110	145	191
管理费用	91	112	145	188
研发费用	239	274	362	479
财务费用	(62)	(30)	(47)	(51)
资产减值损失	(18)	(0)	(2)	(16)
公允价值变动损益	51	80	90	100
投资净收益	18	18	23	20
其他经营收益	97	100	100	100
营业利润	709	935	1244	1656
营业外收支	(0)	4	5	3
利润总额	709	939	1249	1659
所得税	70	93	123	164
净利润	639	846	1125	1495
少数股东损益	(3)	0	(1)	(2)
归属母公司净利润	641	846	1126	1497
EBITDA	706	979	1289	1710
EPS (最新摊薄)	8.82	11.64	15.50	20.60

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	30.47%	36.18%	34.48%	34.93%
营业利润	28.88%	31.93%	33.05%	33.11%
归属母公司净利润	32.49%	31.95%	33.11%	32.93%
获利能力				
毛利率	57.34%	57.60%	58.19%	58.77%
净利率	41.23%	40.13%	39.67%	39.05%
ROE	18.37%	19.56%	21.20%	22.61%
ROIC	14.64%	17.71%	18.78%	19.87%
偿债能力				
资产负债率	32.91%	17.71%	18.36%	18.68%
净负债比率	7.78%	9.24%	7.67%	6.79%
流动比率	8.66	8.06	7.65	7.76
速动比率	7.40	6.90	6.34	6.31
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.36	0.44	0.47
应收账款周转率	4.86	4.89	4.90	5.12
应付账款周转率	3.95	4.13	4.45	4.19
每股指标(元)				
每股收益	8.82	11.64	15.50	20.60
每股经营现金	4.36	8.35	7.79	12.11
每股净资产	53.33	64.97	80.47	101.07
估值比率				
P/E	38.63	29.28	21.99	16.54
P/B	6.39	5.25	4.24	3.37
EV/EBITDA	42.80	22.48	16.73	12.13

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>