

万润股份 (002643)

证券研究报告

2023年05月08日

行业下行再次展现韧性，新项目发力成长可期

万润股份发布 2022 年报及 2023 年一季报：22 年实现营业收入 50.8 亿元，同比+16.54%，实现归母净利润 7.21 亿元，同比+15.1%；其中 Q4 单季度营业收入 12.37 亿元，同比+9.18%，环比-1.59%，归母净利润 0.77 亿元，同比-42.23%，环比-49.34%；Q1 单季度营业收入 10.33 亿元，同比-24.65%，环比-16.49%，实现归母净利润 1.77 亿元，同比-24.15%，环比+137.86%。**22 年新冠抗原业务逐步消退，板块景气持续下行，费用和减值拖累 Q4 业绩，分板块看医药前高后低提供增量，功能性材料景气下行但韧劲十足**

公司 2022 年度收入和利润均创历史新高，而按照季度拆分来看，22 年收入水平各季度稳定，归母净利润 Q2 创历史新高后逐季下行，Q4 归母净利润为近三年来低点；23 年 Q1 单季度收入水平下台阶创 2021Q3 以来最低水平，但归母净利润环比 22Q4 提升 137.86%，归母净利润恢复明显。

费用支出对万润净利润产生了较大影响：2022 年公司四费绝对额增长也较为明显，其中 22 年 Q4 四项费用占收入比重为 24.97%，研发费用占比为 7.2%，均保持较高水平。而 23 年 Q1 四项费用虽有所下行，但 18.6% 的收入比重仍然为 2020 年以来占比最高的一季度数据。**公司 22 年下半年产生较多减值**：公司 2022 年计提了 1.88 亿元的资产减值损失和信用减值损失，较前两年减值较多，特别是 Q3 和 Q4 两个季度，分别计提资产减值损失 0.94 亿和 0.67 亿元，计提信用减值损失 0.03 亿和 0.25 亿元。而损失较大的资产减值损失则是存货跌价准备为主，减值的计提对业绩影响较大。

分板块来看：公司 2022 年收入中，功能性材料贡献 29.99 亿元，医药材料贡献 20.35 亿元，分别同比增长 9.1%和 29.5%。医药增量明显，海外全资子公司 MP 新冠检测试剂盒业务增长贡献较多，而新冠抗原业务前高后低，逐步消退。功能性材料方面，22 年重卡销量持续下滑，国六标准推行后景气下行影响环保板块增长；消费电子景气低迷，LCD 和 OLED 稼动率处于较低状态，LCD 和 OLED 材料景气下行压力较大，但九目化学逆势保持增长，三月科技下半年实现扭亏为盈，OLED 板块逆势实现较好增长。

披露多个新业务进展，半导体、新能源端发力，未来成长可期

公司按照新口径调整为“环保材料产业、电子信息材料产业、新能源材料产业、生命科学与医药产业”四大业务领域。新划分的电子信息材料产业和新能源材料产业均有新产品和新产能的布局，PI 和半导体材料积极客户导入过程，并有部分材料产生收入，新能源领域电解液添加剂和钙钛矿产能和客户积极布局中，打开成长空间。

盈利预测：因行业景气变化，我们调整 2023-2024 年归母净利润预期至 8.44/11.09 亿元（前值为 11.04/13.92 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 15.68 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：项目建设进度低于预期；消费电子、重卡需求持续下行；新冠抗原业务消退后医药板块下行。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,358.52	5,080.46	4,950.00	6,476.95	8,580.08
增长率(%)	49.36	16.56	(2.57)	30.85	32.47
EBITDA(百万元)	1,224.89	1,974.65	1,595.79	1,976.39	2,536.03
归属母公司净利润(百万元)	626.66	721.32	843.89	1,109.00	1,567.53
增长率(%)	24.16	15.10	16.99	31.41	41.35
EPS(元/股)	0.67	0.78	0.91	1.19	1.69
市盈率(P/E)	25.93	22.53	19.26	14.65	10.37
市净率(P/B)	2.89	2.58	2.38	2.16	1.90
市销率(P/S)	3.73	3.20	3.28	2.51	1.89
EV/EBITDA	17.43	6.77	10.35	7.66	5.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子化学品 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.47 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	930.13
流通 A 股股本(百万股)	895.83
A 股总市值(百万元)	16,249.37
流通 A 股市值(百万元)	15,650.21
每股净资产(元)	6.95
资产负债率(%)	26.78
一年内最高/最低(元)	21.50/13.26

作者

郭建奇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《万润股份-公司点评:弱需求背景下高增展现强韧劲，储备项目成长助力》2022-07-03
- 《万润股份-季报点评:万润利润持续创新高，传统材料业务高速增长》2022-05-05
- 《万润股份-年报点评报告:云开雾散，坚实的基本盘下酝酿成长》2022-03-30

1. 22 年新冠抗原业务逐步消退，板块景气持续下行，费用和减值拖累 Q4 业绩

万润股份发布 2022 年度报告及 2023 年一季报：2022 年实现营业收入 50.8 亿元，同比+16.54%，实现归母净利润 7.21 亿元，同比+15.1%；其中 Q4 单季度营业收入 12.37 亿元，同比+9.18%，环比-1.59%，实现归母净利润 0.77 亿元，同比-42.23%，环比-49.34%；Q1 单季度营业收入 10.33 亿元，同比-24.65%，环比-16.49%，实现归母净利润 1.77 亿元，同比-24.15%，环比+137.86%。

1.1. 22 年收入利润创新高，Q4 各项因素影响下滑明显，但 23Q1 出现明显恢复

公司 2022 年度收入和利润均创历史新高，收入和归母净利润分别增长 16.54%和 15.1%，而按照季度拆分来看，2022 年收入水平各季度相对稳定，Q1-Q4 分别实现收入 13.71/12.16/12.57/12.37 亿元，归母净利润 Q2 创历史新高后逐季下行，Q4 归母净利润为近三年来低点，Q1-Q4 分别实现归母净利润 2.33/2.58/1.53/0.77 亿元。

2023 年 Q1 公司实现收入 10.33 亿元，归母净利润 1.77 亿元，虽然单季度收入水平下台阶创 2021Q3 以来最低水平，但归母净利润 1.77 亿元，环比 22Q4 提升 137.86%，归母净利润恢复明显。

图 1：万润股份营收和归母净利润情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

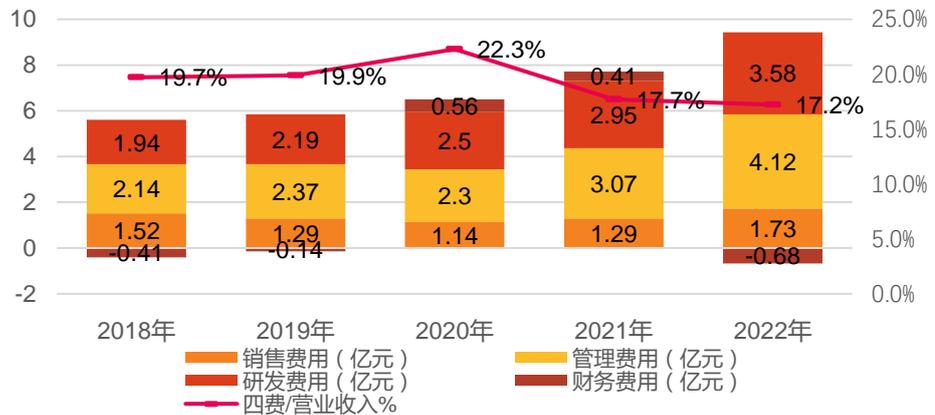
图 2：万润股份单季度收入和利润



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

四项费用对万润净利润产生了较大影响：2022 年公司四费占营业收入比重为 17.2%，虽然占收入比为 2018 年以来最低，但费用增长也较为明显。从季度来看：22Q4 四项费用提升较为明显，趋势同过去 2 年一致，22 年 Q4 四项费用占收入比重为 24.97%，其中研发费用占比为 7.2%，均保持较高水平。而 23 年 Q1 四项费用虽有所下行，但 18.6%的收入比重仍然为 2020 年以来占比最高的一季度数据。

图 3：万润股份年度费用情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 4：万润股份各季度费用情况

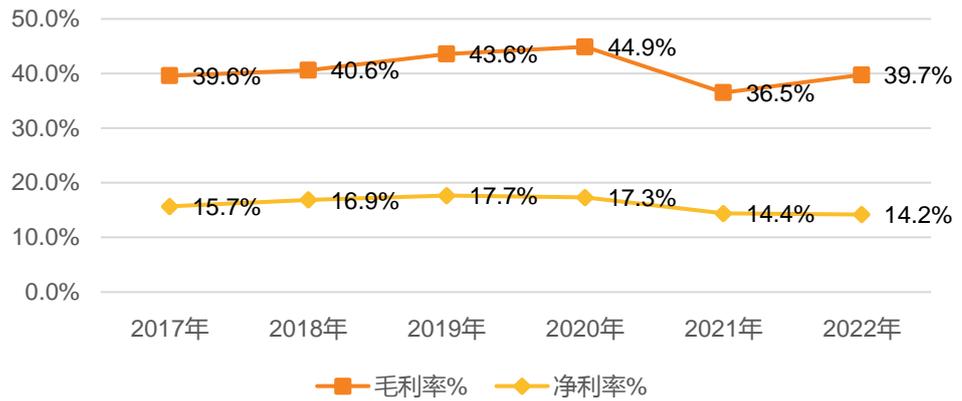


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

从盈利能力指标来看：2022 年毛利率为 39.7%，较 2021 年提升 3.25PCT，但仍然低于 40%（2018-2020 年均高于 40%），虽然毛利率同比恢复明显，但由于费用提升和较多减值导致了净利率水平继续下滑，2022 年净利率（归母口径）为 14.2%，同比-0.2PCT，为 2018 年以来最低水平。

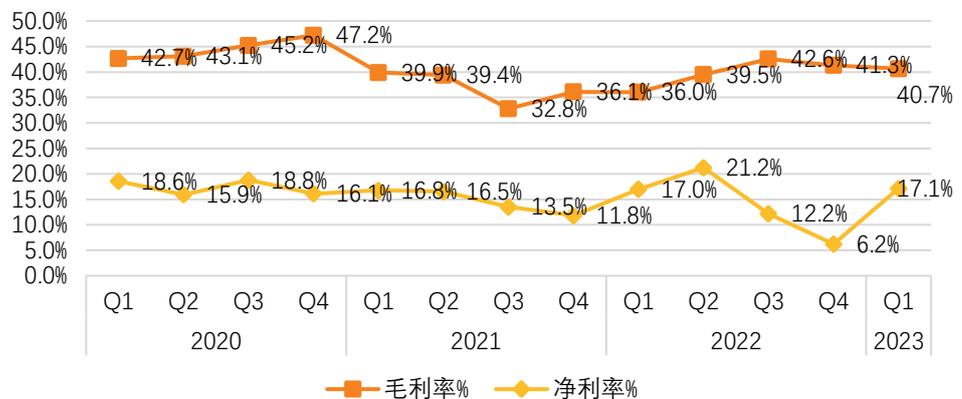
而从季度毛利率和归母净利率来看，2022 年毛利率先升后降，Q3 的 42.53%为年度最高，而 22Q4 环比略有下行，归母净利率方面 22Q3 和 Q4 下行较大，其中 Q4 归母净利率仅为 6.2%，创 22 年以来新低，唯一一个季度在 10%以内；而 2023Q1 毛利率虽环比下行至 40.7%，但归母净利率恢复至 17.1%，环比恢复较为明显。

图 5：万润股份历年毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 万润股份毛利率和归母净利率季度变化



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.2. 存货减值和信用减值对 22 年下半年利润影响较大

另一个财务方面值的关注的点是减值损失，公司 2022 年计提了 1.88 亿元的资产减值损失和信用减值损失，较 2021 年的 0.67 亿和 2020 年的 0.39 亿元增长较多，特别是 Q3 和 Q4 两个季度，分别计提资产减值损失 0.94 亿和 0.67 亿元，计提信用减值损失 0.03 亿和 0.25 亿元。而损失较大的资产减值损失则是存货跌价准备为主，而库存商品、自制半成品和原材料均进行了存货跌价准备测试并进行了减值。

图 4: 万润股份年度减值损失



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 万润股份季度减值损失

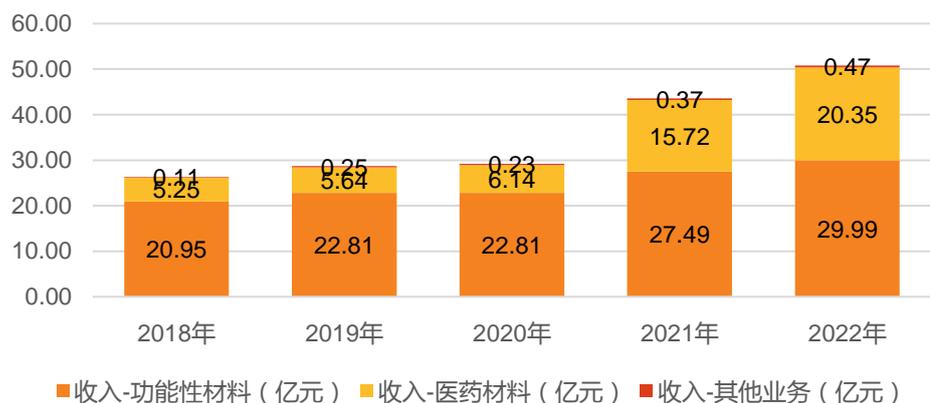


资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.3. 医药和功能性材料收入均产生增量, 医药收入、毛利率齐升贡献增量较多, 重卡、消费电子不景气拖累功能性材料板块的上行

万润股份 2022 年收入中, 功能性材料贡献 29.99 亿元, 医药材料贡献 20.35 亿元, 分别同比增长 9.1%和 29.5%, 医药增量明显, 主要系海外全资子公司 MP 新冠检测试剂盒业务增长所致。而毛利率方面功能性材料板块 42.92%, 较 2021 年提升 0.8PCT, 医药板块 35.12%, 较 2021 年提升 8.62PCT, 全年医药板块贡献毛利增长明显。

图 6: 万润股份业务按板块拆分



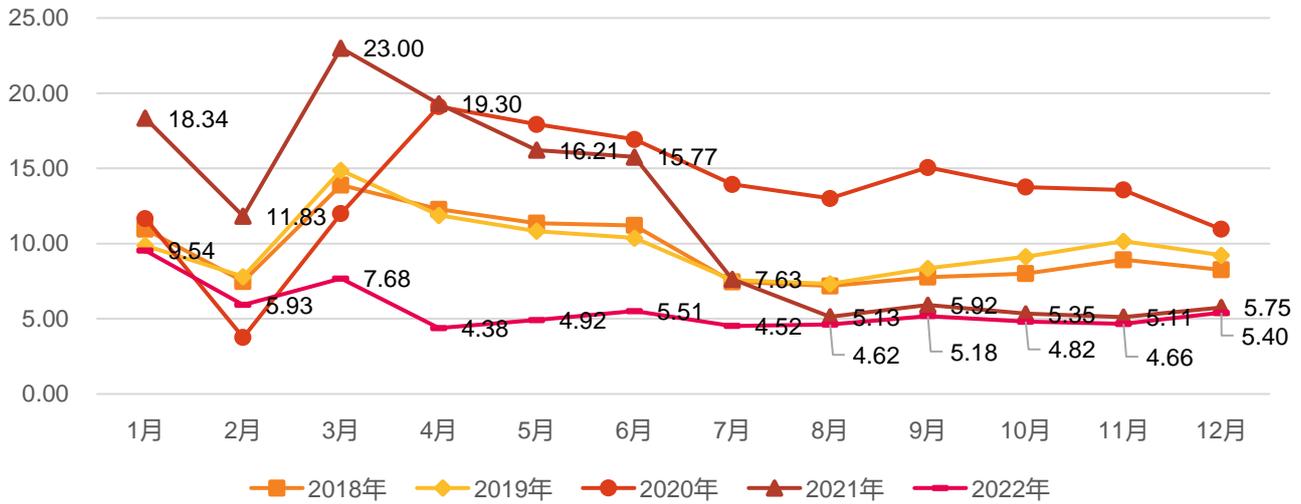
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.3.1. 22 年重卡销量持续下滑, 国六标准推行后景气下行影响环保板块增长

万润股份环保板块主要产品沸石应用于国六柴油车排放标准下的柴油车尾气催化领域, 而作为柴油车主力军的重卡在 2022 年销量延续了 2021 年下半年开始的态势出现明显下滑, 2022 年国内重卡销量仅为 67.16 万辆, 较 2021 年的 139.34 万辆下滑 51.8%, 我们认为, 柴油车国六标准的实施和经济景气的下行是导致自 2021 年 7 月开始 (柴油车国六标准正式实施) 柴油车销量下滑明显的主要原因, 这也拖累了公司环保领域材料沸石在国内的销售。

而进入 2023 年 Q1, 1 月受到疫情恢复和春节因素影响, 重卡销量大幅下滑, 但 2 月和 3 月恢复明显, Q1 国内重卡销量为 24.13 万辆, 较 2022 年 Q1 的 23.14 万辆同比增长 4.27%, 其中 3 月单月销量为 11.54 万辆, 单月同比增长超过 50%, 这为 2023 年万润环保板块增长开了个好头。

图 7: 国内重卡月度销量 (单位: 万辆)



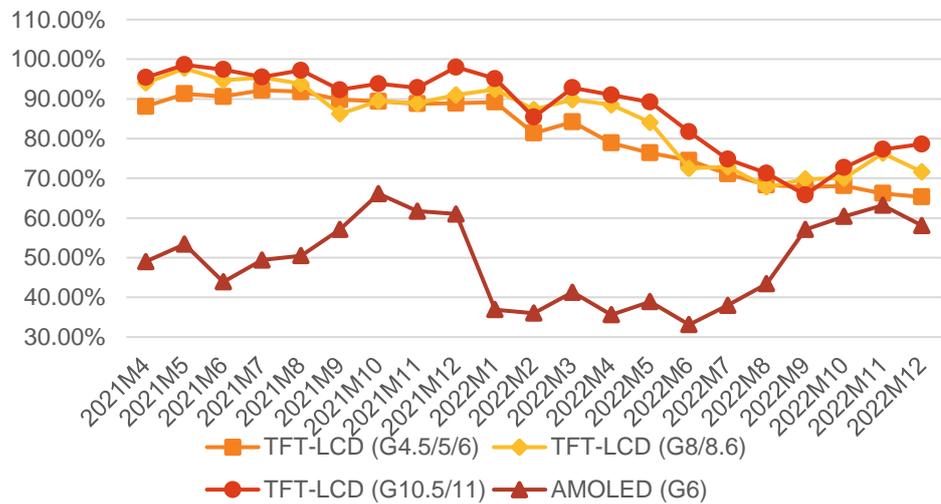
资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3.2. 消费电子低迷, LCD 和 OLED 稼动率处于较低状态

2022 年,在经济下行、通货膨胀、前期供给端新产能集中释放等多重因素下,终端消费电子需求疲软,消费者迭代换新的欲望减弱,全球显示行业处于下行周期,2022 年,全球显示面板的出货面积为 2.5 亿平方米,同比下降 4%,市场规模约为 1,230 亿美元,同比下降 21.72%。

对于我国面板厂商而言,消费电子疲软情况下面板稼动率水平保持低位,2022 年 TFT-LCD 面板稼动率自 2 月以来持续下行,虽在 9 月消费电子旺季有所恢复,但较 2021 年仍有较大差距;而 AMOLED 面板稼动率在 2022 年 1-8 月保持 50%以内,自 9 月起开始恢复,但仍保持在 60%附近,处于较低开工率水平。

图 8: 国内面板厂商稼动率数据



资料来源: Cinno, 天风证券研究所

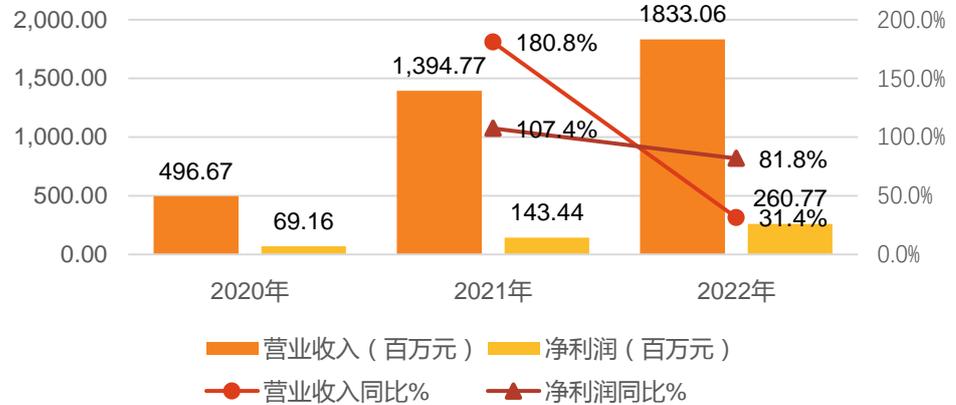
1.4. 大健康业务前高后低, 新冠抗原检测下半年逐步消退, OLED 在行业低迷时保持增长, 子公司三月扭亏为盈, 业务亮点较多

公司三个子公司 MP、九目化学和三月光电分别披露了其收入和利润增长情况: 1、海外子公司 MP 收入利润持续高增, 主要得益于新冠抗原检测试剂盒业务增长, 而下半年全球新冠防控消退收入高点下滑; 2、控股子公司九目化学在消费电子需求景气下行过程中实现收入和利润的高增, 下半年更是优于上半年; 3、控股子公司三月科技收入增长仍超 80%, 下半年实现扭亏为盈, PSPI 和 TFT 光取向剂新产品推广导入客户过程中。

1.4.1. 海外公司 MP 新冠检测持续贡献增量, 但下半年逐步消退

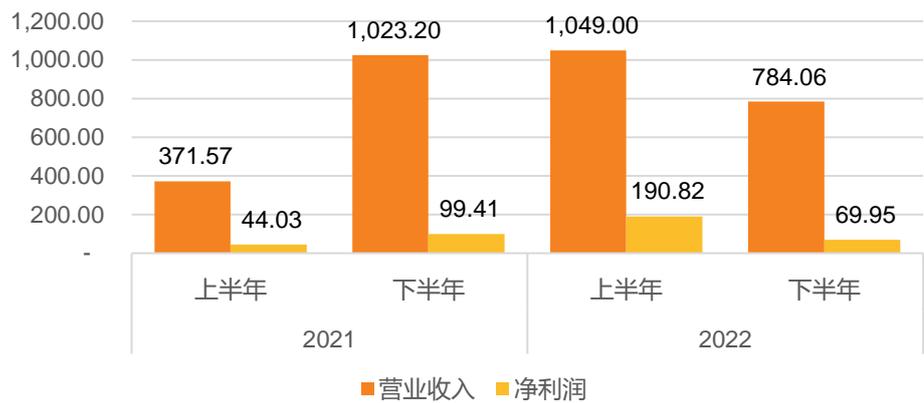
海外生物医药类子公司 MP2022 年实现收入 18.33 亿元，实现归母净利润 2.61 亿元，分别同比+31.4%和 81.8%，主要系自 2021 年海外新冠抗原检测试剂盒销售业务快速增长所致，但 2022 年下半年开始随着各国新冠应对措施的变化，检测试剂业务出现明显下滑，其下半年收入和利润较上半年分别环比-25%/-63%，新冠检测试剂业务上半年较为集中。我们预计在 2023Q1 收入中也较少有体现。

图 9：MP BIOMEDICALS, LLC 收入和利润情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 10：MP BIOMEDICALS, LLC 按照半年收入和利润情况

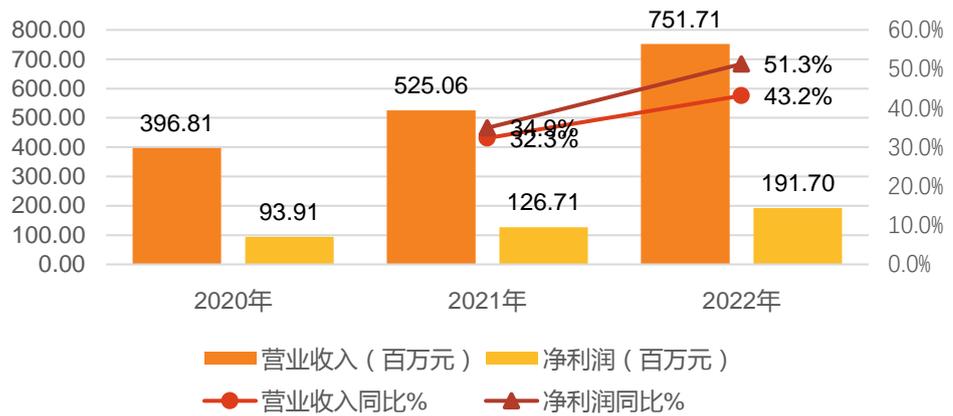


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.4.2. OLED 升华前材料公司九目化学逆周期上行

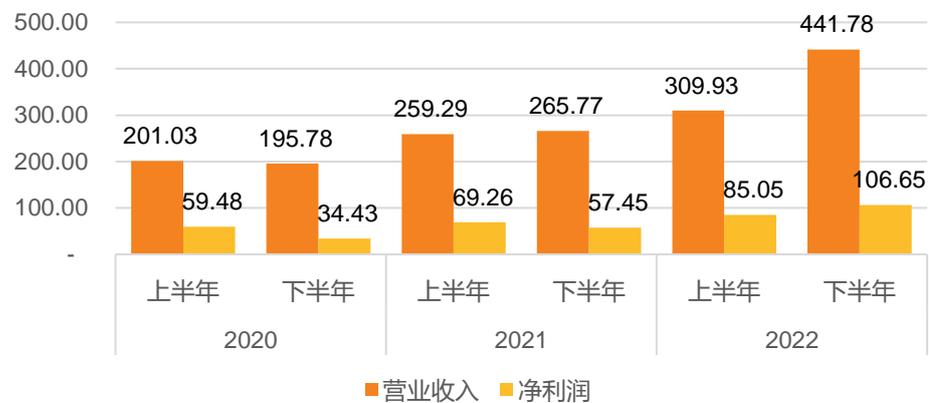
OLED 子公司九目化学主要业务是 OLED 升华前材料及中间体，是万润在 OLED 方面重要的子公司，2022 年九目化学实现收入 7.52 亿元，同比+43.2%，实现净利润 1.92 亿元，同比+51.3%；其中下半年实现收入 4.42 亿元，实现归母净利润 1.07 亿元，较上半年分别增长 42.5%和 25.4%，下半年在消费电子景气持续下行的情况下实现了收入和利润水平的增长。

图 11：九目化学年度收入和净利润



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 12: 九目化学上下半年收入和利润情况



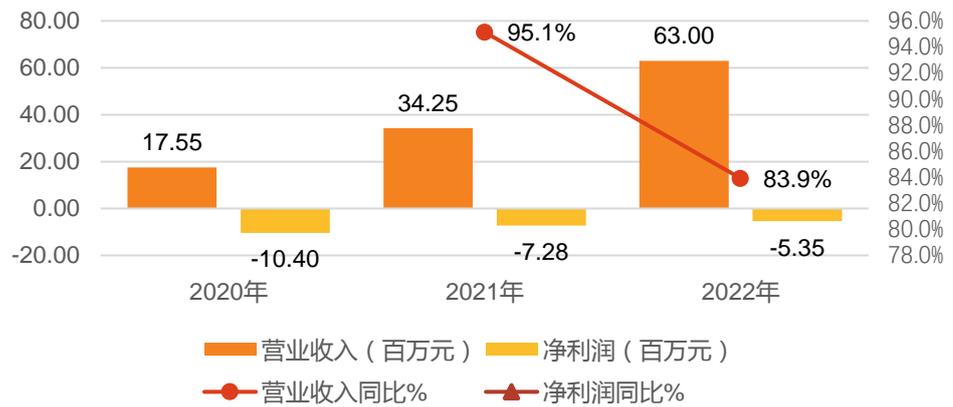
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.4.3. 三月科技下半年扭亏为盈，PSPI 和 TFT 取向剂积极推广

控股子公司三月科技业务涉及 OLED 终端材料和聚酰亚胺 (PI) 终端材料等，2022 年实现收入 6299.5 万元，实现净亏损 535.3 万元，收入增长延续过去两年的高增态势，同比+83.9%。按照半年披露口径，下半年实现收入 3659 万元，首个半年实现扭亏为盈，下半年盈利 287 万元。

三月科技为目前国内拥有自主知识产权 OLED 成品材料专利数量领先的企业，OLED 用光敏聚酰亚胺 (PSPI) 成品材料已完成产品开发，目前正在积极开展下游面板厂推广工作，TFT 用聚酰亚胺成品材料 (取向剂) 2022 年已经在下游面板厂实现供应，在 PI 领域终端材料已经实现收入，未来增长可期。

图 13: 子公司三月科技年度收入和利润情况



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 子公司三月科技上下半年收入和利润情况



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

2. 披露多个新业务进展，半导体、新能源端发力，23 年多个项目落地，未来成长可期

公司按照新口径披露了多个新增的业务领域，由原来的三大业务领域，扩产成“环保材料产业、电子信息材料产业、新能源材料产业、生命科学与医药产业”构成的四大业务领域。除传统的环保材料领域、生命科学和医药产业领域外，新划分的电子信息材料产业和新能源材料产业均有新产品和新产能的布局：

- 1、**聚酰亚胺 (PI)**：在电子与显示领域聚酰亚胺单体材料方面，公司生产技术目前可覆盖大部分高端产品，目前已有产品实现批量供应；在显示领域聚酰亚胺成品材料方面，公司控股子公司三月科技自主知识产权的 TFT 用聚酰亚胺成品材料（取向剂）2022 年已经在下游面板厂实现供应；三月科技自主知识产权的 OLED 用光敏聚酰亚胺 (PSPI) 成品材料已完成产品开发，目前正在积极开展下游面板厂推广工作。

除显示领域聚酰亚胺成品材料外，公司积极布局热塑性聚酰亚胺材料领域，主要开发的 PTP-01 产品已实现中试级产品供应。PTP-01 产品的量产计划包括在公司 2022 年启动的“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”中，已经于 2022 年通过了 PTP-01 国内首次使用化工工艺安全可靠性论证评审等。该产品应用于光纤连接器、航空航天复合材料等产品制造领域，市场前景广阔。

- 2、**半导体制造材料**：公司目前在半导体制造材料领域的相关产品主要包括光刻胶单体、光刻胶树脂、光致产酸剂以及半导体制程中清洗剂添加材料等，并已有相关产品实现供应。公司半导体用光刻胶单体和光刻胶树脂产品种类及生产技术覆盖大部分主要产品。

公司“年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目”通过了安全设施竣工验收评审，现已基本具备生产合格产品的条件，后续还将继续优化，而后开始试生产，力争尽快投入使用；公司于报告期内启动的“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”计划扩增电子信息材料产能，产品包括 PPI-01 产品（电子与显示用聚酰亚胺单体材料）、PPR-01 产品（半导体制程中清洗剂添加材料）、PTP-01 产品（热塑性聚酰亚胺材料）等。

3、**新能源材料**：公司新能源材料布局包括电池用电解液添加剂和钙钛矿太阳能电池材料。

在新能源电池用电解液添加剂方面，公司关注并布局一些具有一定技术特点且适合公司开发的新能源电池用电解液添加剂，目前公司新能源电池用电解液添加剂材料已实现产品供应，为满足下游市场需求，公司将进一步提升相关产品的产能。

公司于报告期内启动的“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”计划扩增新能源材料产能，产品包括 PBB-01 产品（新能源电池用电解液添加剂）、PBB-02 产品（新能源电池用电解液添加剂）、PBB-03 产品（新能源电池用电解液添加剂）等，目前该项目正在积极推进中。

在钙钛矿太阳能电池材料方面，公司持续关注钙钛矿太阳能电池材料相关领域下游行业发展情况。公司在 2014 年开始布局开发钙钛矿太阳能电池材料，随着产品开发工作的不断推进，逐步实现了相关产品技术积累，并于 2016 年起开始完成部分产品的专利布局。公司现已有钙钛矿太阳能电池方面材料实现供应。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	779.04	980.93	396.00	1,389.36	1,868.54
应收票据及应收账款	385.69	455.82	723.88	619.25	1,129.16
预付账款	75.57	40.58	45.28	78.44	85.97
存货	1,505.28	1,967.47	1,412.09	2,675.62	2,874.20
其他	772.84	335.82	609.43	569.62	575.72
流动资产合计	3,518.43	3,780.61	3,186.68	5,332.30	6,533.59
长期股权投资	21.06	20.91	20.91	20.91	20.91
固定资产	2,607.38	3,138.47	3,908.68	3,944.43	3,449.24
在建工程	512.70	769.78	530.94	0.00	0.00
无形资产	402.30	471.37	444.22	417.07	389.92
其他	813.85	1,078.59	773.13	814.88	872.45
非流动资产合计	4,357.28	5,479.12	5,677.87	5,197.28	4,732.52
资产总计	7,875.71	9,259.73	8,864.56	10,529.59	11,266.11
短期借款	120.12	140.13	496.62	0.00	0.00
应付票据及应付账款	669.84	937.10	371.55	1,321.14	1,014.36
其他	488.71	874.45	504.42	951.91	847.72
流动负债合计	1,278.67	1,951.68	1,372.59	2,273.05	1,862.08
长期借款	337.58	345.24	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	91.23	113.49	89.14	97.95	100.20
非流动负债合计	428.81	458.73	89.14	97.95	100.20
负债合计	1,846.63	2,475.12	1,461.74	2,371.00	1,962.28
少数股东权益	415.37	497.96	563.68	652.92	770.26
股本	930.34	930.13	930.13	930.13	930.13
资本公积	2,410.01	2,494.14	2,494.14	2,494.14	2,494.14
留存收益	2,523.13	3,007.24	3,547.33	4,257.08	5,260.30
其他	(249.76)	(144.86)	(132.46)	(175.69)	(151.01)
股东权益合计	6,029.08	6,784.61	7,402.82	8,158.59	9,303.83
负债和股东权益总计	7,875.71	9,259.73	8,864.56	10,529.59	11,266.11

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	690.06	824.14	843.89	1,109.00	1,567.53
折旧摊销	29.95	404.20	495.79	522.34	522.34
财务费用	37.42	(43.89)	(1.00)	2.83	(20.28)
投资损失	(9.90)	(5.12)	(6.59)	(7.20)	(6.30)
营运资金变动	(52.99)	(325.30)	(506.81)	174.93	(1,231.57)
其它	350.19	128.97	102.70	139.43	183.35
经营活动现金流	1,044.73	983.00	927.98	1,941.33	1,015.05
资本支出	501.84	1,290.62	1,024.35	(8.81)	(2.24)
长期投资	1.41	(0.15)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,305.34)	(2,210.53)	(2,017.76)	16.02	8.55
投资活动现金流	(802.09)	(920.06)	(993.41)	7.20	6.30
债权融资	(93.91)	391.66	(191.12)	(462.50)	63.44
股权融资	(227.05)	188.84	(328.38)	(492.67)	(605.63)
其他	324.09	(510.17)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	3.13	70.34	(519.51)	(955.17)	(542.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	245.78	133.27	(584.93)	993.36	479.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,358.52	5,080.46	4,950.00	6,476.95	8,580.08
营业成本	2,768.23	3,061.27	2,829.64	3,712.26	4,854.22
营业税金及附加	30.80	25.47	24.81	32.47	43.01
销售费用	128.89	172.82	168.38	220.32	291.86
管理费用	306.81	412.01	485.43	609.26	779.81
研发费用	295.32	357.52	348.34	455.79	603.79
财务费用	41.28	(68.09)	(1.00)	2.83	(20.28)
资产/信用减值损失	(67.26)	(188.17)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.51	0.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.90	5.12	6.59	7.20	6.30
其他	74.20	329.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	768.83	973.26	1,101.00	1,451.22	2,033.97
营业外收入	3.43	2.08	2.70	2.74	2.51
营业外支出	5.05	24.65	11.75	13.82	16.74
利润总额	767.20	950.70	1,091.95	1,440.14	2,019.74
所得税	77.14	126.56	145.36	191.71	268.87
净利润	690.06	824.14	946.59	1,248.43	1,750.87
少数股东损益	63.40	102.82	102.70	139.43	183.35
归属于母公司净利润	626.66	721.32	843.89	1,109.00	1,567.53
每股收益(元)	0.67	0.78	0.91	1.19	1.69

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	49.36%	16.56%	-2.57%	30.85%	32.47%
营业利润	21.39%	26.59%	13.13%	31.81%	40.16%
归属于母公司净利润	24.16%	15.10%	16.99%	31.41%	41.35%
获利能力					
毛利率	36.49%	39.74%	42.84%	42.68%	43.42%
净利率	14.38%	14.20%	17.05%	17.12%	18.27%
ROE	11.16%	11.47%	12.34%	14.78%	18.37%
ROIC	14.94%	15.77%	15.86%	17.72%	27.29%
偿债能力					
资产负债率	23.45%	26.73%	16.49%	22.52%	17.42%
净负债率	-4.99%	-2.64%	2.89%	-15.19%	-18.01%
流动比率	2.48	1.87	2.32	2.35	3.51
速动比率	1.42	0.90	1.29	1.17	1.97
营运能力					
应收账款周转率	9.17	12.07	8.39	9.64	9.81
存货周转率	3.23	2.93	2.93	3.17	3.09
总资产周转率	0.60	0.59	0.55	0.67	0.79
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.78	0.91	1.19	1.69
每股经营现金流	1.12	1.06	1.00	2.09	1.09
每股净资产	6.04	6.76	7.35	8.07	9.17
估值比率					
市盈率	25.93	22.53	19.26	14.65	10.37
市净率	2.89	2.58	2.38	2.16	1.90
EV/EBITDA	17.43	6.77	10.35	7.66	5.84
EV/EBIT	17.84	8.47	15.02	10.41	7.36

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com