

市场数据(港币)

收盘价(元)	11.080
目标价(元)	15.000
流通港股(百万股)	1,607.99
总市值(百万元)	17,816.51
年内股价最高最低(元)	16.640/6.870
香港恒生指数	25734.22



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-13.53	26.92	28.76
相对香港恒生	-3.43	38.00	37.67

相关报告

- 1.《1H 业绩不负众望，下半年有望迎来更快增长-澳优 2019 年半年报...》，2019.8.14
- 2.《利空即将出尽，预计将迎来最佳买入时点-澳优近期股价异动点评》，2019.8.6
- 3.《核心利润大超预期，坚定看好公司长期发展-澳优 2019 年半年报...》，2019.7.31
- 4.《益生菌再下一城，黄金十年发展规划稳步推进-澳优收购事件点评》，2019.6.10
- 5.《Q1 如期实现开门红，全年有望持续稳健发展-澳优一季度业绩点评》，2019.5.15

寇星

联系人
kouxing@gjqz.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjqz.com.cn

不惧风波坚定成长，持续向上扬帆远航

公司基本情况

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	5390	7024	9030	11457
同比增长	37.3%	30.3%	28.6%	26.9%
母公司股东溢利(百万)	635	799	1250	1621
同比增长	92.5%	25.9%	56.4%	29.7%
毛利率	49.4%	52.4%	53.9%	54.6%
净利润率	12.0%	11.6%	14.1%	14.4%
每股收益	0.39	0.50	0.78	1.01
每股经营现金流	0.33	0.49	0.69	0.90
市盈率(倍)	25	20	13	10
市净率(倍)	4.9	4.1	3.4	2.7

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

事件简述

- 8月15日，沽空机构 Blue Orca 发布澳优做空报告，认为澳优夸大营业收入，误导中国消费者，隐藏成本，并且通过未披露关联方交易让高管们得以隐秘地谋取私利。受此影响，澳优股价直线崩盘，跌幅超过 20%，当日做停牌处理。8月16日公司发布澄清公告，对做空报告内容进行一一回应。

事件点评

- 针对做空报告的 5 点质疑，我们结合澄清公告，对其进行了一一解读：
- 1. 进口量虚报？公司的每一进口批次都有海关官方文件得以证明。该做空机构的数据来源是不准确且不专业的，而澳优有来自海关官方详细的数字予以佐证，因此基于非官方数据源得到的结论是不准确且极具误导性的。
- 2. 误导中国消费者？中外官方宣传语并未出现矛盾。做空报告所出示截图均来自佳贝艾特官网中的消费者互动板块，即用户评价，而非官方口径。
- 3. 低报人工费用？荷兰公司与公司合并年报中口径不同不可比。荷兰的审计报告是按照荷兰标准进行编制的，但是上市公司的合并报表是按照香港的准则来编制的，对于临时员工以及差旅费是不纳入其中的。
- 4. 云养邦虚假交易？是完全合法合规的委托代持股份。王伟华仅为代名人股东，从未成为云养邦香港的任何股份拥有人，7月初已解除代持关系。
- 5. 隐瞒关联方分销商？从不是秘密，“未披露”不等于“刻意隐瞒”。这三家分销商的销售占比均不超过 1%，属于港交所规定中的“可以豁免披露的事项”，做空报告将“未披露”与“刻意隐瞒”划等号是不合理的。
- 当前估值优势尽显，坚定看好澳优长期发展。我们依然对澳优充满信心，公司的基本面趋势向上，核心逻辑不变，未来发展依然有较大的空间。我们认为，下半年公司将会在新注册配方以及新上线营养品的加持下得到更快的发展，全年业绩也值得期待。被做空后澳优的估值已在底部，具备较强的向上弹性，同时基本面持续向上，我们坚定看好公司长期发展。

盈利预测

- 预计公司 19-21 年收入分别为 70.2 亿元/90.3 亿元/114.6 亿元，同比增长 30.3%/28.6%/26.9%；归母净利润分别为 8.0 亿元/12.5 亿元/16.2 亿元，同比增长 25.9%/56.4%/29.7%；EPS 分别为 0.50 元/0.78 元/1.01 元，当前股价对应 PE 为 20X/13X/10X，维持“买入”评级。

风险提示

- 需求下滑/产能过剩/行业竞争加剧/食品安全问题。

做空报告致股价急剧下跌，澳优回应：指控并不准确且极具误导性

- 8月15日一早，沽空机构 Blue Orca（杀人鲸）发布澳优做空报告，认为澳优夸大营业收入，误导中国消费者，隐藏成本，并且通过未披露关联方交易让高管们得以隐秘地谋取私利。具体来看，该做空报告的主要观点为以下5点：
 - 1) 海关数据显示婴幼儿配方奶粉在中国区的销售额虚报 52%；
 - 2) 佳贝艾特中外官网宣传语不一致，误导中国消费者；
 - 3) 荷兰子公司人工费用与公司年报相矛盾，由此认为澳优低报人工费用；
 - 4) 云养邦由公司 CEO 王炜华 100%控股，与公司公告相矛盾，并由此认为云养邦是虚假交易和秘密输送利益的子公司；
 - 5) 澳优拥有众多未披露关联方分销商（文中提及三家：湖南澳联和美食品、美优高乳业以及贵阳市奶品供应站），由此认为公司以牺牲股东利益为代价，秘密敛财。
- 受此做空报告影响，15日澳优股价直线崩盘，急剧下跌 20%，公司做紧急停牌处理。15日下午澳优发布澄清公告，公告表示：“董事会强烈否认该报告所载之指控，并认为该等指控并不准确且极具误导性。同时，本公司保留对 Blue Orca Capital 及/或相关指控之负责人士采取法律行动之权利。”16日一早，澳优发布详细澄清公告，认为该做空报告观点与事实不符，并进行一一回应。
- 下文我们将一一梳理做空报告观点，并对此进行详细解读。

进口量虚报？公司的每一进口批次都有海关官方文件得以证明

- **做空报告观点：澳优进口的婴幼儿配方奶粉数量远低于澳优声称的数量。**做空报告认为，据社科院数据披露，2017年1-6月澳优仅进口了954吨佳贝艾特品牌配方羊奶粉，年化后（即以2017年上半年数据为依据，按照一定的比例如历史占比来推算全年的数据）2017年佳贝艾特进口量约为2289吨，与公司年报披露的2017年羊奶粉（佳贝艾特）进口量5717吨有较大差距。做空报告认为，这表明澳优夸大了营业收入和利润。

图表 1：做空报告中对佳贝艾特 2017 年进口量的估算

吨	
中国社科院报告2017上半年佳贝艾特进口量	954
年化后2017年佳贝艾特进口量	2,289
澳优披露2017年佳贝艾特进口量	5,717
差额	(3,428)
差额%	-60%

注：澳优披露佳贝艾特 2017 年下半年中国区收入比 2017 年上半年增长了 40%。我们假设 2017 年下半年进口量增速相同
数据来源：中国社科院报告，公司公开资料，Blue Orca 计算

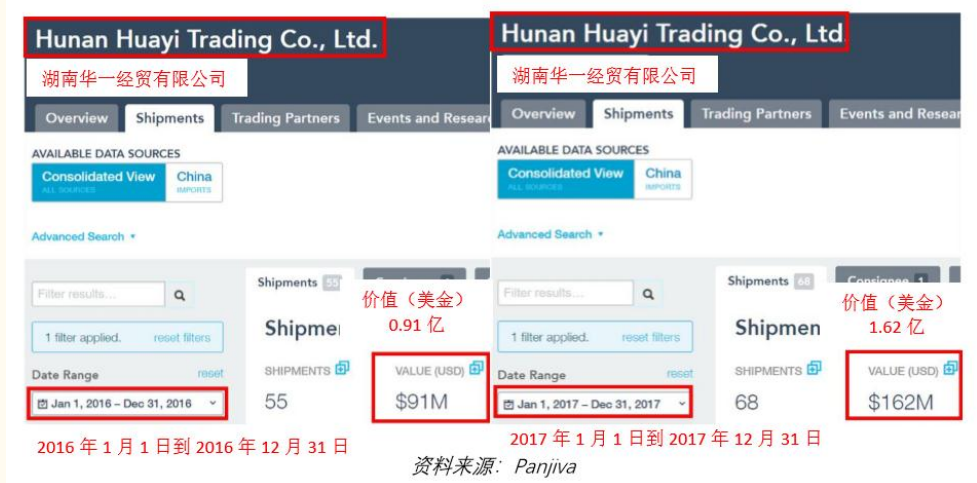
来源：Blue Orca 做空报告，国金证券研究所

- 就这一点而言，做空报告存在两个问题：一是数据源非海关官方；二是以偏概全（用 2017 年 1-6 月数据年化得到全年数据未免太过片面）。据做空报告，其所依据数据均来自社科院所出报告，他们认为“中国社科院的报告是极其权威的，因为这篇报告是由政府下属的研究团队完成，而且被中国的主要媒体广泛报道”，而并没有采用正规、官方的海关数据。据澳优公告，该做空机构（Blue Orca）的数据来源是不准确且不专业的，中国海

关发出的官方文件才是相关进口统计资料最可靠的数据来源。公司的佳贝艾特均为进口产品，受到海关的严格监管，有中国进出口检验检疫部门的检验，对外付汇是通过外汇管理部门进行，而这些行为都有来自官方详细的数字予以佐证，因此基于非官方数据源得到的结论是不准确且极具误导性的。其次，做空报告的一个关键假设在于他们假设 2017 年下半年进口量增速相同，从而依据上半年数据对全年进口量进行了估算，并不是按照实际 2017 年全年的进口数据。据海关数据，2017 年全年我国进口羊奶粉为 11412 吨，而上半年仅进口 2438 吨（占全年比重约 21%），上半年数据明显不具有全年代表性。此外，据海关数据及公司披露，由于乳品下半年销售一般更高，因此往往下半年进口量会高于上半年，2017 上半年佳贝艾特进口 1362 吨，下半年进口 4452 吨，因此上半年数据无法作为推断全年进口量的依据。因此我们认为，以不具有代表性的 2017 年上半年进口数据为依据得到的观点，是站不住脚的。

- 做空报告还认为：澳优的进口代理商（湖南华一）披露的进口额与公司销售额并不匹配，认为澳优虚报了中国区配方奶粉销售额。做空报告中表示，根据 Panjiva 汇总并提供的进口记录，近乎独家代理澳优的进口代理商湖南华一，在 2016 年和 2017 年分别只进口了价值 0.91 亿美元和 1.62 亿美元的婴幼儿配方奶粉产品。根据澳优的进口代理商披露的进口额，做空报告认为澳优虚报了 2016、2017 年的中国区配方奶粉销售额。

图表 2：做空报告中有关湖南华一进口额的示例



来源：Blue Orca 做空报告，国金证券研究所

- 我们认为，仅以湖南华一一家代理商数据为依据是有失偏颇的，而将“公司进口额”与“公司销售额”进行匹配也是不合逻辑的。首先，澳优并非仅湖南华一这一家进口代理商，邦荣、华永信（澳优与华一的合资公司）也都是澳优的服务商。其次，湖南华一有两家公司从事报关过程，因此存在华一另一家公司报关的状况，仅以一家湖南华一的数据为基础得出的结论是非常片面的。此外，澳优全部进口量中的基料粉不是由公司报关，是由供应商西部乳业公司的上海公司以人民币贸易方式卖给澳优（占销售的 25-30%），而这一部分是没有统计在进口范围内的。因此总体来看，基于部分数据而对整体销售进行推测，实属以偏概全。

误导中国消费者？中外官方宣传语并未出现矛盾

- 做空报告观点：公司产品佳贝艾特在海外宣传非常谨慎，但在国内官网宣传语却与海外互相矛盾，由此认为佳贝艾特误导中国消费者。做空报告中表示，佳贝艾特中国官网上的文章宣传乳糖不耐受或对牛奶蛋白过敏的婴儿可以使用其配方羊奶粉作为替代品；与之截然不同的是，佳贝艾特在其

美国和欧洲网站上却明确警告父母，乳糖不耐受或对牛奶蛋白过敏的孩子不应该使用佳贝艾特羊奶粉。此外佳贝艾特在主要的中国电商平台上虚假宣传其配方羊奶粉中的乳糖来自羊奶，然而却在欧洲和美国市场承认其羊奶粉中的乳糖其实来自牛奶，由此认为佳贝艾特在误导中国消费者。

图表 3：做空报告中有关佳贝艾特宣传言论的截图



来源：Blue Orca 做空报告，国金证券研究所

- 我们认为，针对以上观点，做空报告存在三个问题：1) 不理解中国奶粉新规；2) 不理解羊奶粉中具体成分含义；3) 将“消费者评价”与“官方宣传语”划等号。首先，根据中国食药监局的规定：“产品名称中有动物性来源的，应当根据产品配方在配料表中如实标明使用的生乳、乳粉、乳清（蛋白）粉等乳制品原料的动物性来源。使用的乳制品原料有两种以上动物性来源时，应当标明各种动物性来源原料所占比例。”因此能够拿到中国的注册配方并上市销售的产品，都是经过了国家严谨的审核与检查。其次，市场监管局文件中明确规定，只需要对生粉或者乳粉标注动物性来源，对于乳糖则不需要标明动物性来源（因为乳糖只是一种简单的碳水化合物，无论是牛奶、羊奶还是母乳，分子结构与功能都是相同的），而佳贝艾特从未在产品配方中特意注明乳糖来自羊奶。此外，佳贝艾特从上市以来，公司一直主打宣传的是“100%羊乳蛋白婴配羊奶粉”，在中国官网上并未有“羊奶粉可以解决乳糖不耐受和牛奶过敏”此等宣传语。100%羊乳蛋白的优点是容易消化吸收、不易过敏，这一点也在北大的临床实验中获得过证明。而做空报告中所出示截图均来自佳贝艾特官网中的“消费者互动”板块，即用户评价，而非官方口径。我们认为，做空报告将“用户评价”与“官方宣传”划等号，明显是不合理的。

低报人工费用？荷兰公司与公司合并年报中口径不同不可比

- 做空报告观点：荷兰监管文件表明澳优低报了人工费用，公司的实际盈利水平远低于其披露水平。做空报告表示，澳优披露其 2017 年的工资、薪金、退休金和人工相关费用为人民币 4.84 亿元。而澳优绝大多数的婴幼儿配方奶粉都是在荷兰生产，工厂都归在荷兰子公司 Ausnutria, B.V. 旗下。据 Ausnutria, B.V. 的荷兰监管文件显示，尽管 Ausnutria, B.V.（和其荷兰子公司）的员工人数只占了澳优总员工数的 40%，但是其工资、薪金和退休金成本就占了澳优披露的该年全公司合并人工费用的 94-96%。由此做空报告认为，澳优低报了人工费用。

图表 4：做空报告中对澳优人工费用的核算

	2016	2017
Ausnutria B.V. 总雇员成本 (欧元 百万)	48	59
欧元/人民币 汇率	7.3502	7.6328
Ausnutria B.V. 总雇员成本 (人民币 百万)	350	454
澳优合并报表总雇员成本 (人民币 百万)	365	484
Ausnutria B.V. 总雇员成本 %	96%	94%
Ausnutria B.V. 全职员工数	1,068	1,225
澳优合并报表全职员工数	2,631	3,092
Ausnutria B.V. 全职员工数 %	41%	40%

资料来源：Ausnutria B.V. — 荷兰监管文件 2017 年年报，澳优 2017 年年报

来源：Blue Orca 做空报告，国金证券研究所

- **两者核算规则与核算口径不同，因此不具有可比性。**做空报告有一个关键假设，在于荷兰监管文件中 Ausnutria, B.V.所核算的“工资、薪金以及社会保障费”与公司年报口径完全一致。而事实上，这两者口径并不一致。荷兰的审计报告是按照荷兰标准进行编制的，人工费用包括有临时员工、差旅费等各种杂项，但是上市公司的合并报表是按照香港的准则来编制的，澳优年报里只会披露全职员工的工资和养老金，对于临时员工是不纳入其中的。此外，**荷兰子公司和上市公司审计报告都是聘请的安永会计师事务所，不会出现相互矛盾、无法衔接的问题。**因此我们认为，在两个数据不可比的情况下得出的结论，是不可信的。

云养邦虚假交易？是完全合法合规的委托代持股份

- **做空报告观点：云养邦香港由公司首席财务官王炜华（Wong Wei Hua Derek）100%持有，与公告披露不符，由此认为云养邦是虚假交易和秘密输送利益的子公司。**做空报告表示，澳优声称其拥有云养邦香港 60%的股权，2019 年 7 月，澳优宣布以人民币 2.36 亿元（主要通过增发股票）从澳优高管处收购云养邦香港剩余 40%的股权。然而，香港公司注册文件清楚地显示，截至 2018 年 5 月 23 日和 2019 年 5 月 23 日，云养邦香港不是由澳优持有，而是由公司首席财务官王炜华（Wong Wei Hua Derek）100%持有。由此做空报告认为，该收购实际上是一起为了让公司内部人士中饱私囊的虚假交易。

图表 5：做空报告中所列云养邦香港所有权的注册文件

公司编号 Company Number
2380659

1 公司名称 Company Name
Nutriunion (Hong Kong) Company Limited

本申报表的结算日期
Date to which this Return is Made Up
23 05 2019
日 DD 月 MM 年 YYYY

公司编号 Company Number
2380659

10 股本 Share Capital
(無股本的公司無需填報此項 Company not having a share capital need not complete this section)

截至本申报表的结算日期 As at the Date to which this Return is Made Up

股份類別 (如普通股/ 優先股等) Class of Shares (e.g. Ordinary/ Preference etc.)	貨幣單位 Currency	已發行股份 Issued Shares		
		總數 Total Number	總款額 Total Amount	已繳或視作 已繳的總款額 Total Amount Paid up or Regarded as Paid up
Ordinary	HKD	- 100 -	100.00	100.00

姓名/名稱 Name	地址 Address	股份 Shares			備註 Remarks
		現時持有量 Current Holding	轉讓* Transferred *		
			數目 Number	日期 Date	
Wong Wei Hua Derek	Flat A, 20/F., Block 5, One Silversea, 18 Hoi Fai Street, Tai Kok Tsui, Kowloon.	100	N/A	N/A	

资料来源：云养邦香港 2018 年香港公司注册处文件，2019 年 5 月 23 日

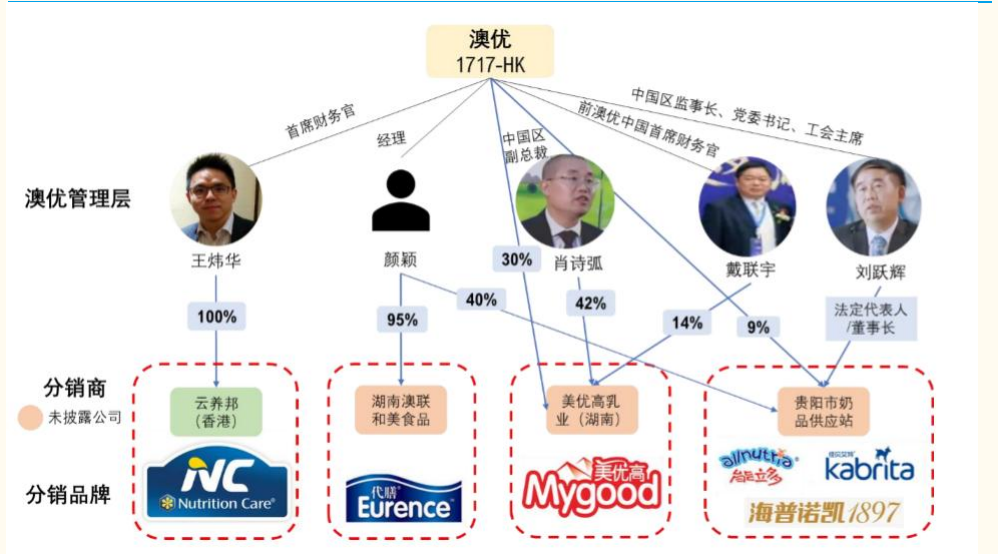
来源：Blue Orca 做空报告，国金证券研究所

- 云养邦仅由王炜华合法代持股份，2019 年 7 月已完成换股。据公司公告披露，于 2016 年 5 月 23 日（云养邦香港的注册成立日期），澳优与王炜华签订信托合约，澳优、林先生及赵先生（连同其他 3 名个人，组成澳优营养品平台的管理层）以及瞿先生（作为被动投资者与财产授予人）委任王炜华先生，代表财产授予人作为受益人持有云养邦香港 100% 股权。根据信托安排，财产授予人是各自拥有股权的实际拥有者与受益人。之所以进行委托持股，主要是由于云养邦（香港）注册地在香港，而澳优香港员工人数不多，且公司管理层大多居住内地。为了开展事务的便利性，公司以及高管个人便委托王炜华（居住香港）代持股份。简而言之，王炜华仅为代名人股东，从未成为云养邦香港的任何股份拥有人。由于王先生于收购事项公告日期已不再持有云养邦香港股份（2019 年 7 月初解除代持关系），因此收购事项公告并未提及王先生。在此过程中，澳优聘请知名财务顾问 Asian Capital，同时聘请知名律所 Lean Parnes 进行法律咨询，整个过程都是合法合规的，因此并不存在虚假交易与利益输送行为。

隐瞒关联方分销商？从不是秘密，“未披露”不等于“刻意隐瞒”

- **做空报告观点：澳优隐瞒了众多关联方分销商，由此认为公司以牺牲股东利益为代价，秘密敛财。**做空报告中指出 3 家澳优分销商，分别为：美优高，澳联和美以及贵阳奶品。其中美优高（湖南）由澳优的前财务总监组建，是澳优美优高品牌的主要营销和分销商；澳联和美由公司员工组建，是代膳品牌产品的主要分销商之一；贵阳奶品显示大股东为澳联和美，代理澳优品牌配方奶粉产品，包括佳贝艾特、海普诺凯和能力多。由此，做空报告认为，澳优刻意隐瞒了众多关联方分销商，公司以牺牲股东利益为代价，进行秘密敛财。

图表 6：做空报告中对澳优关联分销商示意图



来源：Blue Orca 做空报告，国金证券研究所

- **从未隐瞒分销商的存在，按照港交所规定选择不披露不等于“刻意隐瞒”。**具体来看：（1）美优高湖南：美优高是澳优中国的前财务总监、前营销总监离开公司以后创办的。澳优在刚开始以优先股的方式给他们一些支持（初期以优先股方式持股 30%，前两年已完全退出），记账方法完全符合公司财务处理的方式；（2）澳联和美：澳联和美与美优高比较类似，创办人颜颖之前也是公司的员工，但公司没有持股，是一个非常小的经销商。目前主要销售公司的成人奶粉，但澳优受到产能影响并没有大力发展成人奶粉业务，所以澳联和美的销售规模比较小；（3）贵阳奶品：贵阳奶品 04 年开始就是澳优的经销商，近年来从奶品站改制为有限公司，为了支持他们改制，澳优进行了入股，以安稳奶品站的员工和主管部门。改制时公司投了 32%左右的股份，去年时只剩了 9%，今年打算彻底退出。从量的角度来看，这三家公司的销售占比均不超过 1%，交易金额较小，属于港交所规定中的“可以豁免披露的事项”（港交所规定，符合最低豁免水平的交易可以豁免披露）。因此我们认为，将“未披露”与“刻意隐瞒”划等号是不合理的。

当前的澳优：被做空后估值优势尽显，坚定看好公司长期发展

- **我们依然对澳优充满信心，坚定看好公司长期发展。**公司的基本面趋势向上，核心逻辑不变，未来发展依然有较大的空间。公司羊奶粉品牌佳贝艾特已连续 5 年稳居中国进口婴幼儿配方羊奶粉榜首，3 月份签订黄磊作为全球代言人之后品牌搜索指数直线上升，佳贝艾特品牌力、市占率有望实现持续提升。此外，澳优在有机奶粉领域也在不断提升自身品牌影响力：公司有机奶粉品牌悠蓝在荷兰本土有机奶粉品牌销量中占比超 60%，上半

年同比增长超 50%，4 月底签约林志颖成为品牌大使后品牌力进一步加强，预计后期仍将贡献稳定增速。总体来看，公司的核心业务增长稳健，持续向上。此外，公司积极开拓益生菌全产业链业务，进一步丰富营养品板块，产品组合愈发完善。从羊奶粉到有机奶粉再到营养品，澳优不断在细分领域深耕细作，朝向中期目标稳步前进，以实现自身的稳健发展。我们认为，下半年公司将会在新注册配方以及新上线营养品的加持下得到更快的发展，全年业绩也值得期待。被做空后澳优的估值已在底部，具有较强的向上弹性，同时基本面持续向上，我们坚定看好公司长期发展。

盈利预测

- 预计公司 19-21 年收入分别为 70.2 亿元/90.3 亿元/114.6 亿元，同比增长 30.3%/28.6%/26.9%；归母净利润分别为 8.0 亿元/12.5 亿元/16.2 亿元，同比增长 25.9%/56.4%/29.7%；EPS 分别为 0.50 元/0.78 元/1.01 元，当前股价对应 PE 为 20X/13X/10X，维持“买入”评级。

风险提示

- 需求下滑/产能过剩/行业竞争加剧/食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4166	4665	5136	5865	营业额	5390	7024	9030	11457
现金及现金等价物	1450	1405	1354	1489	销售成本	2729	3347	4167	5203
交易用投资	-	-	-	-	毛利	2661	3677	4863	6254
应收款项	353	395	486	555	销售、一般性和行政开支	1906	2564	3314	4182
其他应收款	364	514	615	913	研究发展费用	-	-	-	-
存货	1544	1802	2166	2358	其他营业收入	-	-	-	-
非流动资产	2663	3261	3600	3951	EBITDA	867	1265	1897	2451
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	45	216	244	274
联营和共同控制实体的投资	262	510	638	766	EBIT	822	1049	1654	2177
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-30	-34	-37	-25
固定资产	1581	1764	1896	2047	分占联营和共同控制实体的溢利	13	50	50	50
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	792	1014	1617	2152
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	147	203	348	506
无形资产	668	835	914	985	除所得税后溢利	645	812	1269	1646
总资产	6829	7926	8736	9816	非控制性股东应占溢利	9	12	19	25
流动负债	2653	2993	2809	2629	股息	-	240	375	486
短期借款	659	823	517	199	母公司股东应占溢利	635	799	1250	1621
应付款项	284	460	582	719	EPS	0.39	0.50	0.78	1.01
预收账款	-	-	-	-					
其他	1711	1711	1711	1711					
非流动负债	781	881	981	1081	主要财务比率				
长期借款	416	516	616	716	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	365	365	365	365	成长性				
负债合计	3434	3875	3790	3710	营业额增长率	37.3%	30.3%	28.6%	26.9%
股本	137	139	139	139	EBIT 增长率	78.4%	27.6%	57.7%	31.6%
储备	3116	3116	3116	3116	净利润增长率	92.5%	25.9%	56.4%	29.7%
保留溢利	-	560	1435	2570	盈利能力				
非控制性股东权益	141	153	172	197	EBIT/营业额	15.2%	14.9%	18.3%	19.0%
总权益	3395	4052	4946	6105	EBITDA/营业额	16.1%	18.0%	21.0%	21.4%
总负债和总权益	6829	7926	8736	9816	毛利率	49.4%	52.4%	53.9%	54.6%
					净利率	12.0%	11.6%	14.1%	14.4%
					ROE	19.5%	20.5%	26.2%	27.4%
					偿债能力				
					资产负债率	50.3%	48.9%	43.4%	37.8%
					流动比率	1.57	1.56	1.83	2.23
					速动比率	0.83	0.81	0.90	1.17
					营运能力				
					资产周转率	0.79	0.89	1.03	1.17
					应收账款周转率	18.65	18.80	20.50	22.00
					应付账款周转率	19.40	18.89	17.34	17.62
					存货周转率	2.08	2.00	2.10	2.30
					每股资料				
					每股收益	0.39	0.50	0.78	1.01
					每股经营现金流	0.33	0.49	0.69	0.90
					每股净资产	2.02	2.42	2.97	3.67
					估值比率(倍)				
					PE	25.20	20.02	12.80	9.87
					PB	4.92	4.11	3.35	2.71
					EV/EBITDA	14.53	13.85	9.13	6.99

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH