

2023年08月11日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

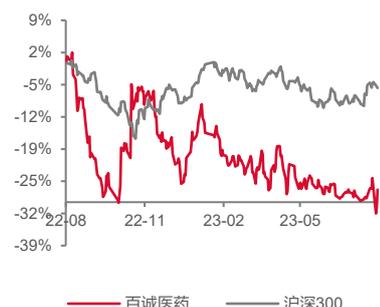
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2023/08/11
收盘价	62.38
总股本(万股)	10,817
流通A股/B股(万股)	6,857/0
资产负债率(%)	24.75%
市净率(倍)	2.65
净资产收益率(加权)	4.73
12个月内最高/最低价	88.50/56.62



百诚医药 (301096): 订单充沛, 业绩高增

——公司简评报告

投资要点

- 优秀的商业模式与充沛的订单保障业绩高增长。**公司目前已建成CRO+CDMO全产业链平台, 实现商业闭环, 并优选项目保留销售分成权益, 持续增厚业绩。2023年上半年, 公司分别实现营收、归母净利润4.24、1.19亿元, 同比增速分别为72.5%、40.5%; 收入端高速增长延续, 利润端增速差距较大主要是去年同期利息收入及政府补贴较高影响。2022年及2023年上半年, 公司新增订单金额分别为10.07、6.27亿元, 同比增长24.7%、56.3%, 充足的订单为公司业绩增长提供保障。2023年Q2, 公司营收为2.63亿元(YoY+75.5%), 归母净利润为0.84亿元(YoY+28.9%), 公司全年业绩高增可期。
- 受托研发: 临床前研发业务稳健, 临床业务发力。**2023年上半年, 公司受托业务收入1.95亿元, 同比增长(YoY+45.5%), 实现毛利率51.4%, 较去年同期下降3.3个百分点, 预计主要是受传统CRO业务上半年竞争加剧存在一定降价压力及临床CRO板块投入增加影响。报告期内, 临床前研究与临床收入分别为1.25亿元(YoY+38.0%)、0.70亿元(YoY+61.2%), 毛利率分别为58.2%、39.2%, 分别较去年同期下降0.4和7.4个百分点。
- 自主研发技术成果转化: 充分储备支撑高速发展。**公司研发技术成果转化业务显著缩短客户对该药品的研发周期, 增强客户粘性。2023年上半年, 公司转化了47个项目, 实现收入1.90亿元(YoY+174.9%), 毛利率82.8%, 较去年同期提高6.9个百分点。截至2023年6月30日, 公司自主研发项目中有154个处于小试阶段, 36个项目处于中试放大阶段, 18个处于验证生产阶段, 50个处于稳定性研究阶段, 项目储备充分。
- 权益分成: 多个项目获批在即, 明年有望重回高增速。**基于两大核心业务, 公司和部分客户还在合同中约定保留了药品上市后的销售权益分成, 进一步增厚公司业绩。2023年上半年, 公司权益分成收入为1661.85万元, 同比下滑(YoY-46.3%), 我们预计主要是受大品种集采影响。公司拥有销售权益分成的项目达73项, 多个药品有望年底或明年年初获批。
- CDMO业务逐步成长, 协同效应下加速放量。**2021年起, 公司CDMO板块正式展业, 同时对内、外承接外部项目, 完善仿制药CRO+CDMO一站式服务, 实现商业闭环。2023年上半年, 赛默制药收入6009.31万元, 其中对外实现的CDMO收入占赛默收入29.1%。具体来看, CDMO业务收入1727.57万元(YoY+135.26%), 毛利率为43.6%, 较上年同期提升8.99个百分点, 伴随业务量增加及承接商业化生产, 毛利率有望持续提升。赛默制药承接项目数190余个, 已完成项目落地验证品种270余个, 申报注册品种133个, 对内完成受托研发项目CDMO服务148个。伴随前端项目持续推进, 公司CDMO业务进入快速增长期。
- 投资建议:**公司是CRO新秀, 深耕仿制药领域, 布局新药、中药研发等, 在传统受托研发之外, 积极自主研发储备项目以实现技术成果转化, 基于两项核心业务发展, 公司权益分成项目有望稳定增加, 业绩有望持续增厚; 此外, 伴随前端业务持续转化, 公司新兴CDMO业务有望持续放量。我们预计公司2023-2025年的EPS分别是2.57元、3.64元、5.02元, 对应PE分别24.3、17.2、12.4倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 药物研发失败风险, 项目进展不及预期风险, 行业竞争加剧及政策风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	207.25	374.31	607.41	896.98	1284.15	1775.59
同比增速(%)	32.50%	80.61%	62.27%	47.67%	43.16%	38.27%
净利润(百万元)	57.40	111.09	194.16	277.85	393.31	543.08
同比增速(%)	29.29%	93.52%	74.78%	43.10%	41.55%	38.08%
毛利率(%)	65.81%	67.26%	67.37%	68.03%	67.66%	67.21%
每股盈利(元)	0.71	1.37	1.8	2.57	17.31	12.53
ROE(%)	14.48%	15.36%	7.82%	10.37%	12.80%	15.02%
PE(倍)	117.54	60.74	37.95	24.28	17.16	12.42

资料来源：携宁，东海证券（数据截止至 2023 年 8 月 11 日收盘）

正文目录

1. 百诚医药：行业新星，优秀的商业模式驱动业绩高增长	5
2. 全产业链拓展，协同效应下后端业务有望持续发力	7
2.1. 受托研发：临床端发力有望快速放量	8
2.2. 自主研发：项目储备充分，有望持续高速放量	8
2.3. 权益分成：受益于两大核心业务持续增厚利润	9
2.4. CDMO：协同效应下有望持续快速放量	9
3. 盈利预测	10
3.1. 收入假设及预测	10
3.2. 估值分析	11
4. 投资建议	12
5. 风险提示	12

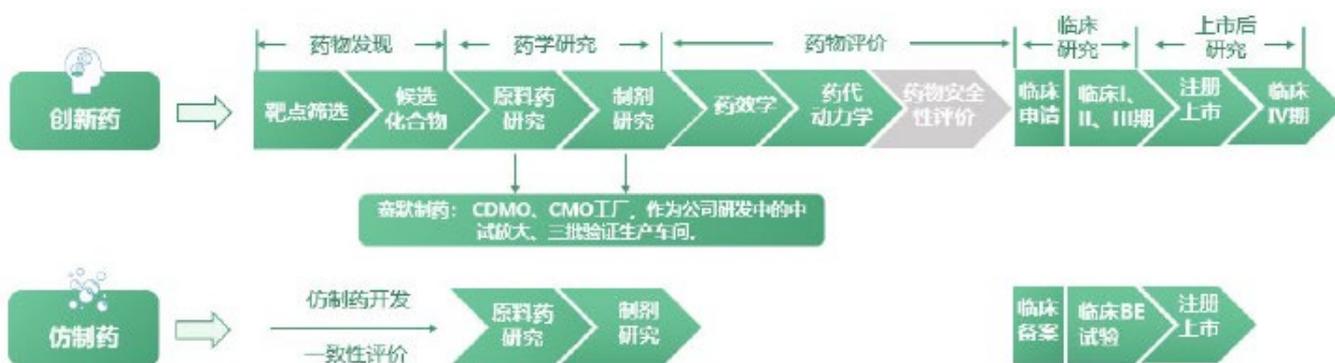
图表目录

图 1 公司业务涵盖研发及生产全链条.....	5
图 2 公司盈利模式.....	5
图 3 公司营业收入持续高增长	6
图 4 公司单季度营收在年内呈逐季增长态势	6
图 5 公司归母净利润增长强劲	6
图 6 公司单季度归母净利润	6
图 7 公司毛利率与净利率持续提升	7
图 8 公司四费率基本保持稳定	7
图 9 公司主营收入构成（亿元，%）	7
图 10 公司受托业务收入及同比增速	8
图 11 公司受托业务毛利及毛利率	8
图 12 公司自主研发成果转化业务收入及毛利率情况	9
图 13 公司自主研发板块的关键节点项目数量（个）	9
图 14 公司权益分成收入及同比增速	9
图 15 公司拥有销售分成的项目数量	9
图 16 赛默制药收入情况	10
图 17 赛默制药关键项目数量	10
图 18 公司 PE-BAND	11
图 19 当前公司 PE 历史五年分位数为历史最低.....	12
表 1 公司主营业务收入假设	11
表 2 可比公司一览.....	12
附录：三大报表预测值	14

1.百诚医药：行业新星，优秀的商业模式驱动业绩高增长

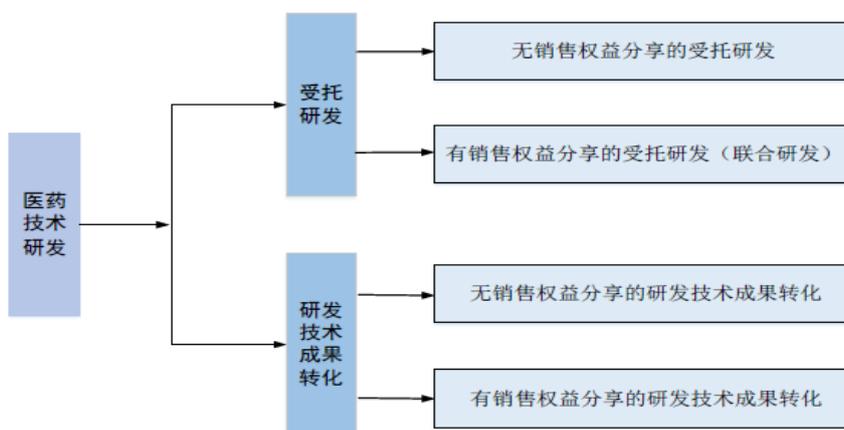
CRO 新星，商业模式优秀。百诚医药成立于 2011 年 6 月，于 2021 年 12 月登陆深交所创业板。公司深耕仿制药 CRO 领域，业务涵盖药物发现、药学研究、临床试验、定制研发生产及注册申请等药物研发主要环节。依托于专业的技术研发平台和领先的研发实力，公司在传统的受托研发业务基础上，同时采取主动研究开发药物技术的策略，有效地掌握了医药研发的主动权，目前公司受托研发及自主研发技术成果转化模式下均有一定比例的业务保留了分享权益或延长至定制研发生产服务端。

图1 公司业务涵盖研发及生产全链条



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图2 公司盈利模式

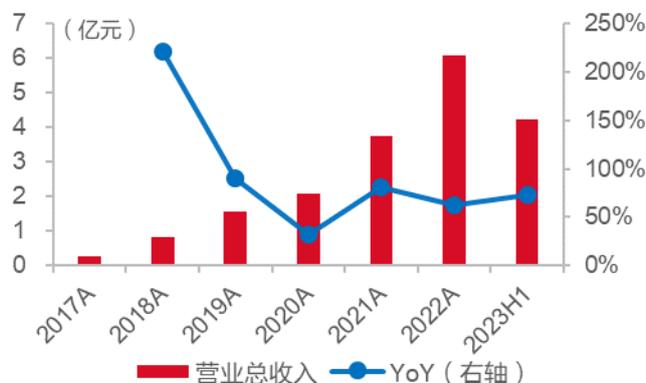


资料来源：公司公告，东海证券研究所

订单充沛保障业绩持续高增长。2018-2022 年，公司营收从 0.82 亿元增长至 6.07 亿元，4 年 CAGR 为 64.91%；归母净利润从 0.11 亿元增长至 1.94 亿元，4 年 CAGR 为 104.78%。2023 年上半年，公司实现营业收入 4.24 亿元，同比增长 72.53%，高增长延续。利润端，公司实现归母净利润 1.19 亿元，同比增长 40.51%，增速与收入端差距较大主要是去年同期利息收入及政府补贴较高影响。2022 年及 2023 年上半年，公司新增订单金额分别为 10.07、6.27 亿元，同比增长 24.69%、56.30%，充足的订单为公司业绩增长提供保障。

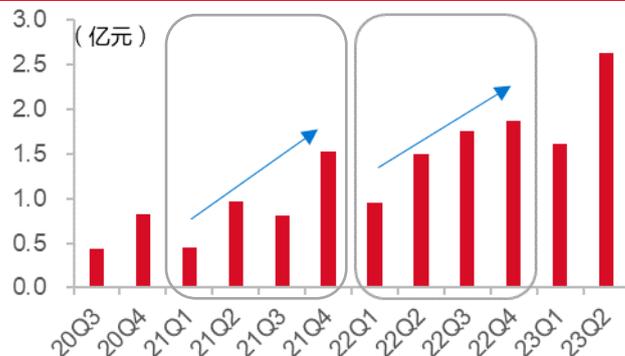
过往业绩在年内逐季增长，高起点下全年业绩高增可期。2023年Q1-Q2，公司营业收入分别为1.61、2.63亿元，同比增速分别为67.97%、75.45%；归母净利润分别为0.35、0.84亿元，同比增速分别为79.56%、28.86%，分季度来看，公司营收在完整自然年度中，Q1-Q4收入逐季增长，考虑到Q1、Q2已实现高增速，全年业绩维持强劲增长可期。

图3 公司营业收入持续高增长



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 公司单季度营收在年内呈逐季增长态势



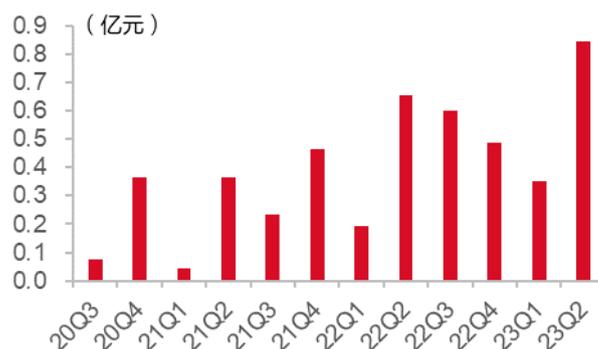
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 公司归母净利润增长强劲



资料来源：Wind，东海证券研究所

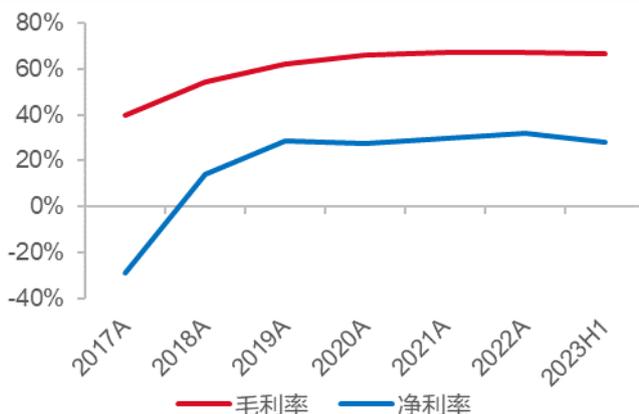
图6 公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，东海证券研究所

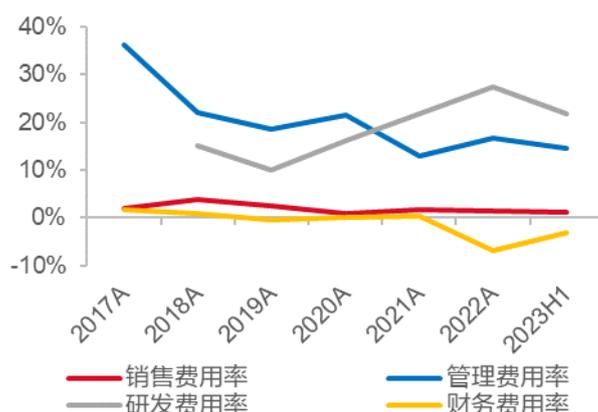
规模效应提升公司盈利能力。2023年上半年，公司毛利率为66.56%，较去年同期增加0.97个百分点；净利率为28.19%，下降6.39个百分点；主要受公司去年同期利息收入及政策补贴较高影响。期间费用率方面，销售、管理、研发费用率分别为1.01%、14.45%、21.66%，分别下降0.39、2.39、7.11个百分点；财务费用率为-3.08%，增长6.06个百分点。除财务费用率外，其余期间费用率均呈下降态势，规模效应持续体现。

图7 公司毛利率与净利率持续提升



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 公司四费率基本保持稳定

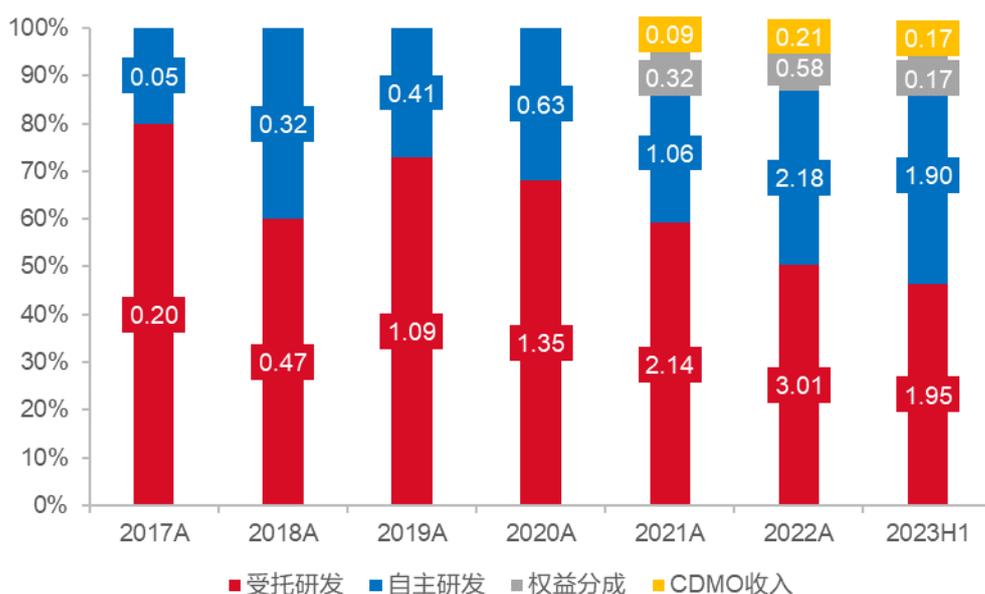


资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.全产业链拓展，协同效应下后端业务有望持续发力

全流程服务平台建成，协同效应下后端业务有望持续发力。公司目前已形成“药学研究+临床试验+定制研发生产”综合药物研发及生产的一体化服务优势，可实现 CRO+CMO 各阶段的无缝衔接，显著提高客户研发效率，促进公司各服务板块的协同。2022 年，公司 CDMO 板块超过 65% 的收入来源于公司内部业务转化。2023 年上半年，公司受托研发、自主研发技术成果转化、权益分成及定制研发生产服务四项收入分别为 19468.27 万元、19012.49 万元、1661.85 万元、1727.57 万元，占比分别为 45.93%、44.86%、4.08%、3.92%。

图9 公司主营收入构成 (亿元, %)



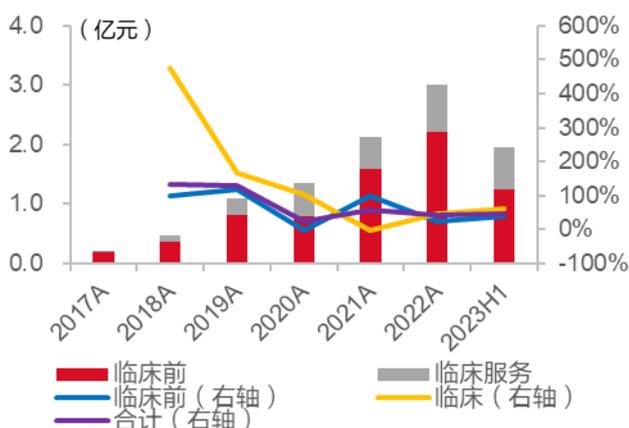
资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.1. 受托研发：临床端发力有望快速放量

公司受托研发业务主要涵盖药学研究、临床试验、注册申报环节，其中从收入口径可以分为临床前药学研究服务、临床服务。公司目前受托业务中临床前收入占比最高，主要是部分符合条件的仿制药可豁免生物等效性试验，且临床 CRO 需要交付的周期较长。公司已陆续开展新药受托研发业务，对受托研发及联合研发的服务能力和新技术平台进行了布局建设，目前拓展有临床前 CMC 平台、DMPK 平台及体内外药效平台。依托公司在创新药领域的不断深入及药学研究、临床试验等领域积累的丰富经验，陆续为 10 余家不同客户提供创新药项目的受托研发服务。

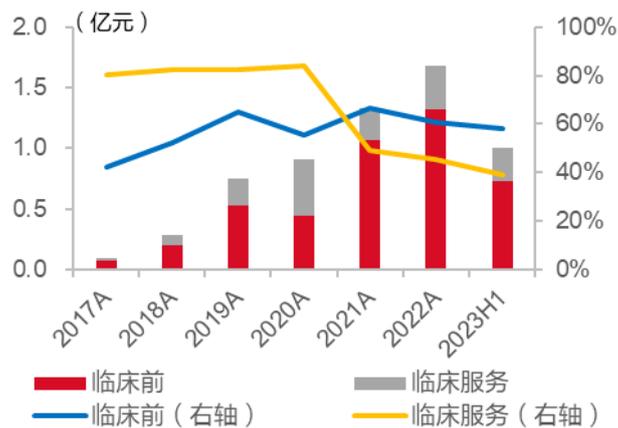
临床业务发力带动受托研发收入快速增长。2023 年上半年，公司受托业务板块实现收入 1.95 亿元，同比增长 45.53%，实现毛利率 51.38%，较去年同期下降 3.34 个百分点，预计主要是受传统 CRO 业务上半年竞争加剧存在一定降价压力及临床 CRO 板块投入增加影响。其中，临床前药学研究板块实现收入 1.25 亿元，同比增长 37.98%，占受托收入 64.03%，实现毛利率 58.21%，较去年同期下降 0.43 个百分点；临床服务板块实现收入 0.70 亿元，同比增长 61.24%，占受托收入 35.97%，实现毛利率 39.22%，较去年同期下降 7.35 个百分点。

图10 公司受托业务收入及同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 公司受托业务毛利及毛利率

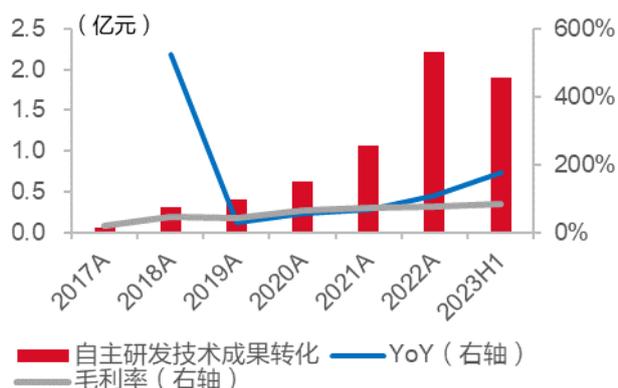


资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.2. 自主研发：项目储备充分，有望持续高速放量

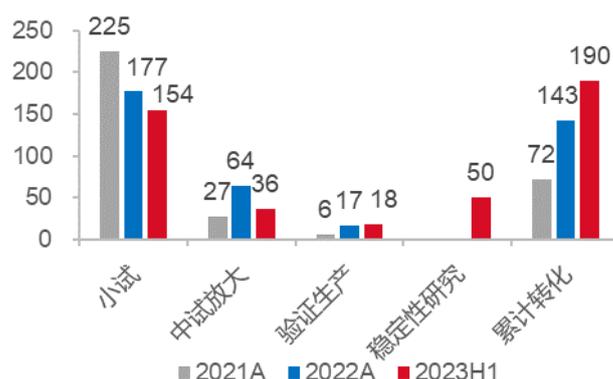
自主研发技术成果转化板块优势显著，项目储备充分。公司研发技术成果转化业务为公司针对部分药物品种先行自主立项研发，在取得阶段性技术研发成果后，公司根据市场需求及发展规划向客户推荐，该模式大大提升研发效率，进一步增强客户粘性。公司保持自主立项 250 余个药物品种的动态平衡，以备项目持续转化。新药方面，公司储备项目共 8 项，主要是布局 H3、CDK4/6、PI3K、PPAR α/δ 等靶点，其中 BIOS-0618 已获得临床批件，进入临床一期研究。2023 年上半年，公司自主研发技术成果转化板块成果转化 47 个项目，实现收入 1.90 亿元，同比增长 174.87%，实现毛利率 82.78%，较去年同期提高 6.91 个百分点。截至 2023 年 6 月 30 日，公司自主研发项目中有 154 个处于小试阶段，36 个项目处于中试放大阶段，18 个处于验证生产阶段，50 个处于稳定性研究阶段，项目储备充分。

图12 公司自主研发成果转化业务收入及毛利率情况



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 公司自主研发板块的关键节点项目数量 (个)

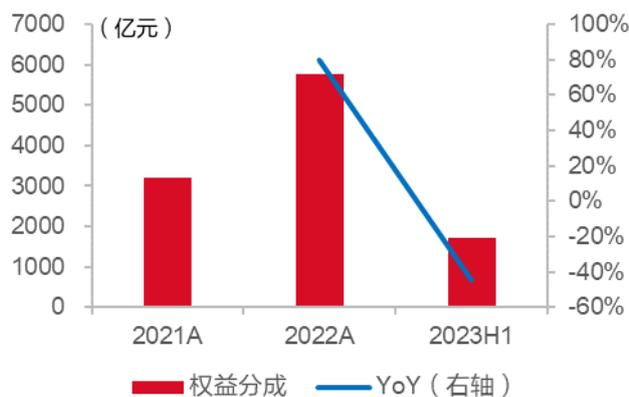


资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.3.权益分成: 受益于两大核心业务持续增厚利润

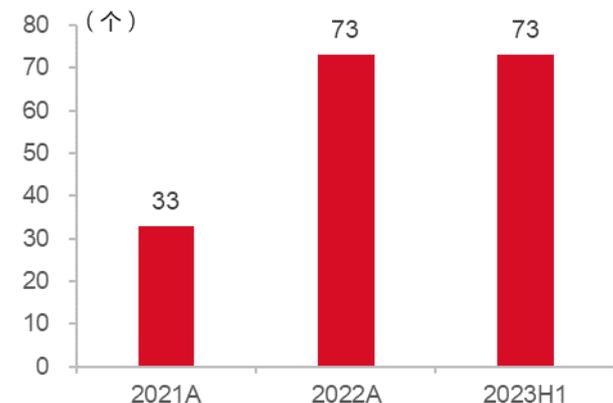
多个项目获批在即, 明年有望重回高增速。基于受托研发及技术成果转化两大核心业务, 公司和部分客户还在合同中约定保留了药品上市后的销售权益分成, 在药品的有效生命周期内公司可以通过销售权益分成的形式持续稳定的获得收益, 进一步增加公司的业绩。2023年上半年, 公司权益分成收入为 1661.85 万元, 同比下滑 46.30%, 我们预计主要是受沙坦氨氯地平片集采影响, 后续伴随使用量提升, 收入规模有望小幅回升; 权益分成收入是药品上市后的收入或利润分成, 我们预计毛利率仍维持 100%。截至 2023 年上半年公司拥有销售权益分成的研发项目达到 73 项, 预计其中已经获批的项目仍为 6 项, 多个项目有望年底或明年年初获批。

图14 公司权益分成收入及同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 公司拥有销售分成的项目数量



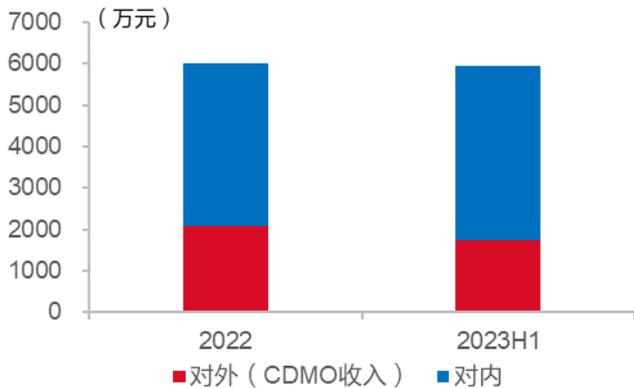
资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.4.CDMO: 协同效应下有望持续快速放量

CDMO 业务逐步成长, 协同效应持续显现。2021 年起, 公司 CDMO 板块正式展业, 同时对内、外承接外部项目, 完善仿制药 CRO+CDMO 一站式服务, 实现商业闭环。公司 CDMO 业务主要由全资子公司赛默制药来实施, 业务的核心价值体现为制药工艺的开发优化和产业化应用, 帮助制药企业及 CRO 企业提高药物研发效率、加速实现商业化价值、并在药物获批上市并进入商业化生产阶段后, 为客户提供药物的规模化生产和持续性工艺优化服务。2023 年上半年, 赛默制药实现营业收入 6009.31 万元, 其中对外实现的 CDMO 收入

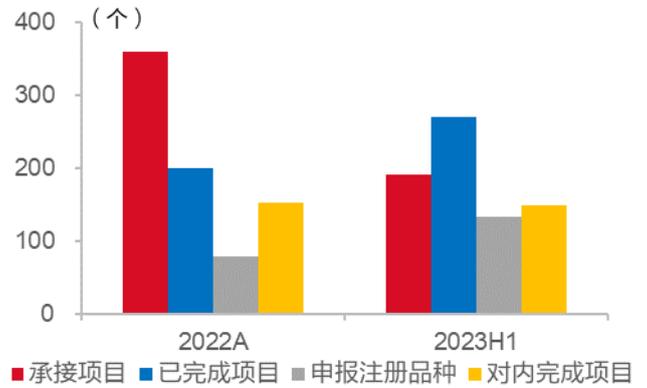
占赛默收入 29.08%。具体来看，CDMO 业务实现营业收入 1727.57 万元，同比增速为 135.26%，毛利率为 43.58%，较上年同期提升 8.99 个百分点，伴随业务量增加及承接商业化生产，毛利率有望持续提升。截至 2023 年 6 月 30 日，公司赛默制药承接项目数 190 余个，已完成项目落地验证品种 270 余个，申报注册品种 133 个，对内完成受托研发项目 CDMO 服务 148 个。伴随前端项目持续推进，公司 CDMO 业务收入进入快速增长期。

图16 赛默制药收入情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 赛默制药关键项目数量



资料来源：Wind，东海证券研究所

3. 盈利预测

3.1. 收入假设及预测

公司目前已建成 CRO+CDMO 全产业链平台，凭借一体化优势，有望持续提升客户粘性和业务协同性。公司基于受托研发、自主技术成果转化两项核心业务，在部分项目上保留销售分成权益，伴随药品上市后，业绩有望持续增厚；此外，伴随前端业务持续转化，公司新兴 CDMO 业务有望持续放量。我们对公司 2023-2025 年的主营业务收入假设如下：

1、 受托研发服务：受益于仿制药需求高景气度及集采限价，我们认为凭借公司国内领先的仿制药 CRO 能力和经验，在临床前项目持续增长及临床业务发力的基础上，受托研发收入有望维持高增长。

2、 自主研发项目：公司积极筛选优势药物品种先行自主立项研发，保持自主立项 250 余个药物品种的动态平衡以备项目持续转化。该模式具备双赢的显著优势，极大提高了客户药物研发效率的同时仍可赚取一定溢价，有望长期维持高增长。

3、 权益分成：基于两大核心业务高速发展，公司拥有销售权益分成的项目数量充沛，73 个项目仅 6 个已获批上市，多个项目获批在即，2024 年起有望重回高增速。

4、 CDMO：CDMO 业务仍处于发展初期，盈利能力有较大提升空间。伴随公司两大核心业务高速发展，公司 CDMO 业务有望持续快速放量。

表1 公司主营业务收入假设

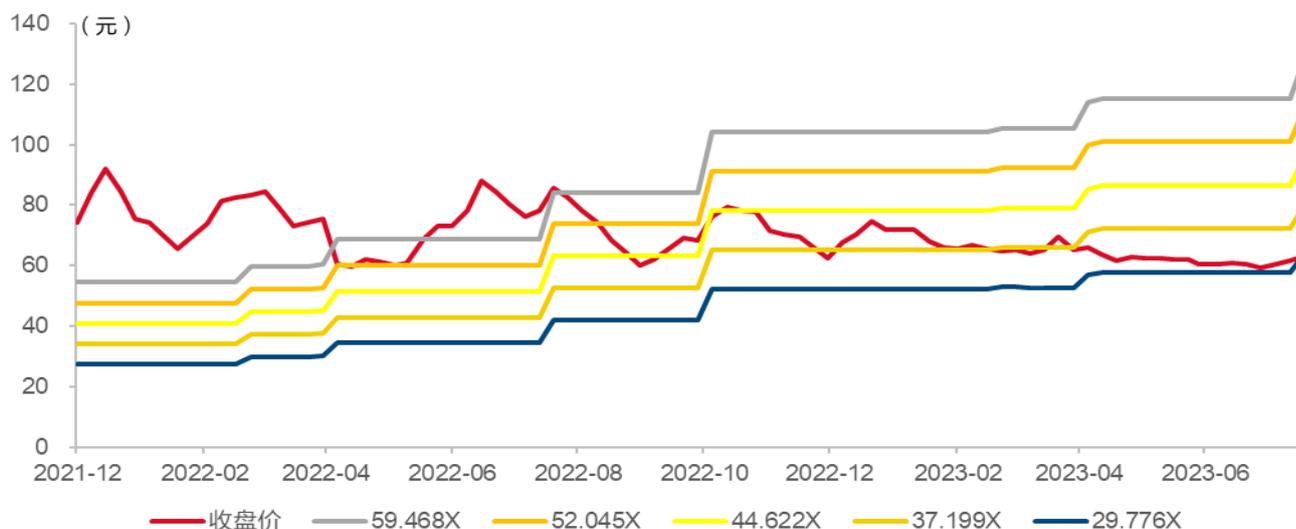
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	378.26	609.89	896.98	1,284.15	1,775.59
同比	82.51%	61.24%	47.07%	43.16%	38.27%
毛利率	63.75%	65.34%	68.03%	67.66%	67.21%
1.受托服务 (百万元)	213.55	300.83	430.52	578.87	749.77
同比	49.46%	40.87%	43.11%	34.46%	29.52%
毛利率	62.19%	55.97%	59.28%	58.51%	57.76%
2.自主研发技术成果转化 (百万元)	105.84	220.88	375.50	544.47	735.03
同比	93.10%	109%	70%	45%	35%
毛利率	71.96%	78.01%	79.70%	79.50%	79.00%
3.权益分成 (百万元)	32.17	57.80	28.90	46.24	92.47
同比	-	80%	-50%	60%	100%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
4.CDMO (百万元)	13.35	20.80	52.01	104.01	187.22
同比	-	55.87%	150.00%	100.00%	80.00%
毛利率	-	0%	40%	43%	43%
5. 其他主营业务 (百万元)	13.35	9.58	10.06	10.56	11.09
同比	39.76%	-28%	5%	5%	5%
毛利率	60.00%	-	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源: Wind, 东海证券研究所预测

3.2. 估值分析

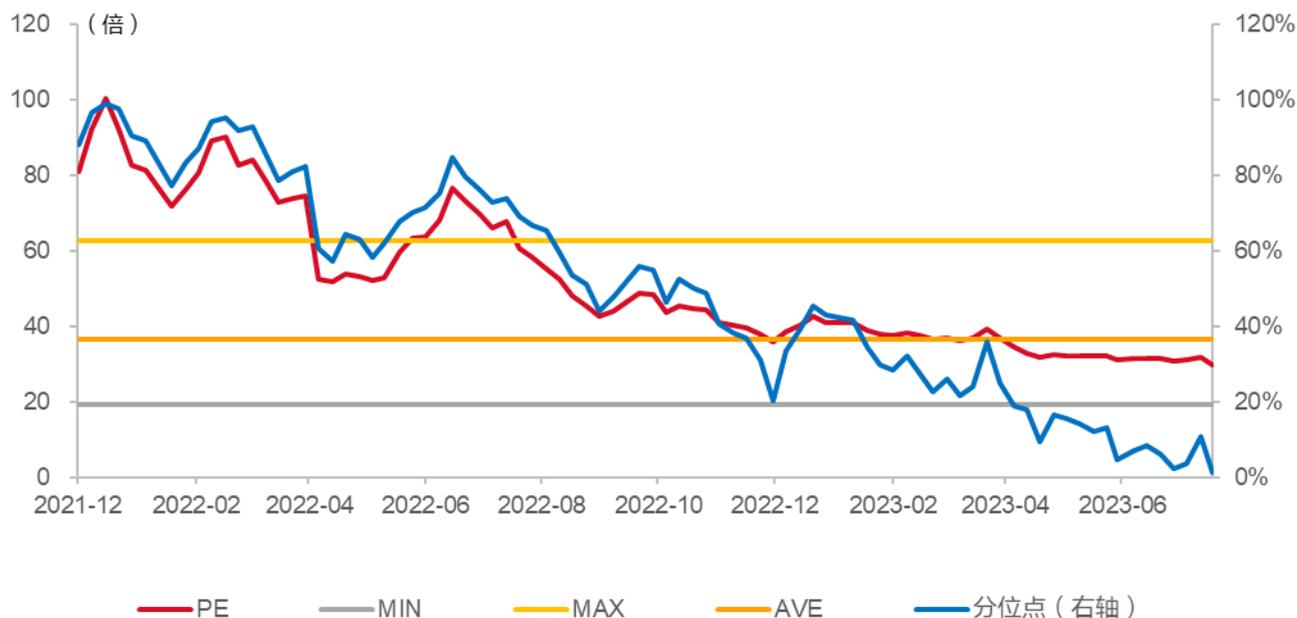
公司市盈率处于历史最低, 可提升空间显著。公司上市以来 PE 最高为 100.30 倍, 最低为 29.52 倍, 均值为 52.11 倍。截至 2023 年 8 月 11 日收盘, 公司 PE 为 29.52 倍。我们看好行业未来集中度提升趋势, 公司商业模式优秀, 订单与项目充沛, 权益分成与 CDMO 业务仍在成长初期, 发展空间广阔, 公司前景可期。横向来看, 公司的市盈率低于行业平均水平 (2023E: 34.28 倍), 估值性价比突出。

图18 公司 PE-BAND



资料来源: Wind, 东海证券研究所 (截止至 2023 年 8 月 11 日收盘)

图19 当前公司 PE 历史五年分位数为历史最低



资料来源: Wind, 东海证券研究所 (截止至 2023 年 8 月 11 日收盘)

表2 可比公司一览

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688621	阳光诺和	68.73	61.37	1.98	2.79	3.77	30.92	22.03	16.29
688076	诺泰生物	74.21	34.81	0.73	0.95	1.29	47.99	36.55	27.08
688202	美迪西	115.96	95.19	1.60	2.01	2.49	25.25	20.04	16.17
行业均值							34.72	26.21	19.85
301096	百诚医药	67.47	62.38	2.57	3.64	5.02	24.28	17.16	12.42

资料来源: Wind, 东海证券研究所 (数据为 2023 年 8 月 11 日收盘价, 阳光诺和、诺泰生物、美迪西为 Wind 一致预期)

4.投资建议

公司是 CRO 新秀, 深耕仿制药领域, 布局新药、中药研发等, 在传统受托研发之外, 积极自主研发储备项目以实现技术成果转化, 基于两项核心业务发展, 公司权益分成项目有望稳定增加, 业绩有望持续增厚; 此外, 伴随前端业务持续转化, 公司新兴 CDMO 业务有望持续放量。我们预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别是 2.57 元、3.64 元、5.02 元, 对应 PE 分别 24.28、17.16、12.42 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

5.风险提示

药物研发失败风险: 公司拥有丰富的药品开发经验, 但药物研发普遍具有较高的风险, 存在研发失败的可能。虽然传统 CRO 业务签订的合同中约定了药物研发失败的责任划分及款项结算条款, 但仍存在公司因自身原因导致合同终止并向客户退款的风险。此外, 公司自主研发项目也存在一定研发失败的可能性, 如果研发失败较多, 或影响公司项目储备。

项目进展不及预期风险: 药物研发具有明显的高风险、高投入和长周期的特点, 因此公司所从事的合同执行周期跨度普遍较长。尽管公司在与客户签订合同时已约定通常收取一定

比例的预收款并根据不同研究阶段收取相应服务费用，但由于合同执行周期较长，期间可能发生政策变化、参比制剂变化或退市、客户产品规划及资金状况变化等情况，导致个别项目实际履行进度、效果不及预期的风险。

行业竞争加剧及政策风险：公司业务正处于快速成长期，总体业务规模偏小，抵御市场风险的能力有限。行业政策如集采降价超预期等、市场竞争格局恶化、客户需求变化以等因素的变化均会导致公司业绩波动明显。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	607	897	1,284	1,776	货币资金	1,239	957	1,115	1,548
%同比增速	62%	48%	43%	38%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	198	287	415	582	应收账款及应收票据	152	202	289	400
毛利	409	610	869	1,193	存货	66	64	92	129
%营业收入	67%	68%	68%	67%	预付账款	24	34	50	70
税金及附加	2	4	5	7	其他流动资产	129	163	223	298
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	1,610	1,420	1,768	2,445
销售费用	8	11	15	21	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	101	126	177	240	固定资产合计	522	1,113	1,267	1,271
%营业收入	17%	14%	14%	14%	无形资产	82	99	116	133
研发费用	166	197	276	373	商誉	0	0	0	0
%营业收入	27%	22%	22%	21%	递延所得税资产	53	73	73	73
财务费用	-42	-19	-14	-17	其他非流动资产	662	583	648	748
%营业收入	-7%	-2%	-1%	-1%	资产总计	2,930	3,289	3,873	4,670
资产减值损失	-3	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
信用减值损失	-7	0	0	0	应付票据及应付账款	167	209	291	390
其他收益	29	4	6	9	预收账款	0	0	0	0
投资收益	-1	1	3	0	应付职工薪酬	42	62	89	128
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	9	22	32	44
公允价值变动收益	-3	0	0	0	其他流动负债	72	109	181	285
资产处置收益	0	1	0	0	流动负债合计	291	403	593	848
营业利润	189	297	418	578	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	31%	33%	33%	33%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	2	-2	0	0	递延所得税负债	4	4	4	4
利润总额	191	296	418	578	其他非流动负债	152	203	203	203
%营业收入	31%	33%	33%	33%	负债合计	447	610	800	1,055
所得税费用	-3	18	25	35	归属于母公司的所有	2,483	2,679	3,073	3,616
净利润	194	278	393	543	者权益				
%营业收入	32%	31%	31%	31%	少数股东权益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	194	278	393	543	股东权益	2,482	2,679	3,072	3,615
%同比增速	75%	43%	42%	38%	负债及股东权益	2,930	3,289	3,873	4,670
少数股东损益	0	0	0	0					
EPS (元/股)	1.80	2.57	3.64	5.02					

现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	259	413	529	703
投资	-76	0	0	0
资本性支出	-591	-551	-360	-270
其他	-24	-104	-12	0
投资活动现金流净额	-691	-655	-372	-270
债权融资	-267	-9	0	0
股权融资	0	29	0	0
支付股利及利息	-67	-87	0	0
其他	-33	50	0	0
筹资活动现金流净额	-366	-15	0	0
现金净流量	-798	-258	157	433

基本指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.80	2.57	3.64	5.02
BVPS	22.95	24.77	28.41	33.43
PE	37.95	24.28	17.16	12.42
PEG	0.51	0.56	0.41	0.33
PB	2.98	2.52	2.20	1.87
EV/EBITDA	26.87	14.37	10.37	7.33
ROE	8%	10%	13%	15%
ROIC	6%	10%	12%	15%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 11 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089