

# 药明康德 (603259.SH)

## 业绩符合预期，持续强劲增长可期

### 投资要点

- ◆ **公司发布 2020 年年报:** 报告期内, 公司实现营业收入 165.4 亿元, 同比增长 28.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润 29.6 亿元, 同比增长 59.6%; 实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 35.7 亿元, 同比增长 48.1%。
- ◆ **国际领先的新药研发全产业链一体化平台。** 药明康德是行业中极少数在新药研发全产业链均具备服务能力的开放式新药研发服务平台, 服务范围覆盖从概念产生到商业化生产的整个流程, 各板块业务协同性高。2020 年, 中国区实验室服务、小分子 CDMO 服务、美国区实验室服务、临床研究 CRO 服务四大板块实现业务收入 85.5、52.8、15.2、11.7 亿元, 分别占公司整体营业收入的 52%、32%、9%、7%。
- ◆ **客户群庞大、粘性极高, 新老客户数量稳步增长。** 公司拥有庞大、多样且忠诚的客户群。2020 年, 公司新增客户超过 1,300 家, 合计为来自全球 30 多个国家的超过 4,200 家客户提供服务, 来自于原有客户的收入占比为 94%。2020 年全球前 20 大药企给公司贡献的收入占公司整体收入比重约 33%。2015-2020 年, 公司前十大客户保留率 100%。
- ◆ **受益于国内疫情防控良好, 中国区实验室服务及 CDMO 业务延续强劲增长。** 2020 年 Q2 起国内疫情得到基本控制而全球疫情逐步蔓延, 凭借全球布局, 全产业链优势, 公司中国区实验室服务和 CDMO 板块承接大量订单, 保障了客户研发进度及业务的连续性。2020 年, 中国区实验室服务实现收入 85.5 亿元, 同比增长 32.0%; CDMO 服务实现营业收入 52.8 亿元, 同比增长 40.8%; 实现毛利率 41.2%, 增加 1.3 个百分点, 规模化效应逐步体现。
- ◆ **美国区实验室服务和临床 CRO 服务受疫情影响相对较大, 但客户需求依然强劲。** 2020 年, 美国区实验室板块实现收入 15.2 亿元, 同比减少 3.0%, 主要由于美国疫情持续蔓延, 业务开展受阻。公司在中国和美国的临床开发业务的执行和新订单的签订也受到疫情拖累, 收入增长阶段性放缓, 但是临床试验服务 (CDS) 和现场管理服务 (SMO) 表现优秀, 分别实现订单增长超过 48%、41%。
- ◆ **投资建议:** 我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别是 1.62 元、2.13 元、2.84 元, 对应 PE 分别 86.2、65.4、49.2 倍。公司是行业中极少数在新药研发全产业链均具备服务能力的开放式新药研发服务平台, 有望全面受益于全球新药研发外包服务市场的快速发展。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示:** 订单不及预期, 产能释放不及预期, 汇率风险。

投资评级

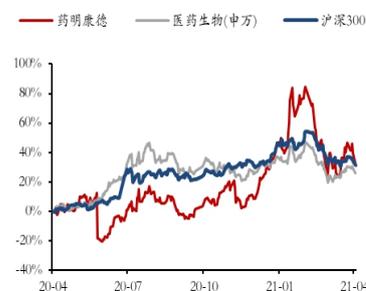
买入

维持评级

### 基本数据 (2021-04-12)

所属行业	医药生物 医疗服务III
股价(元)	132.72
总市值(百万元)	325232.45
流通市值(百万元)	237792.14
总股本(百万股)	2450.52
流通股本(百万股)	1791.68
12个月价格区间(元)	78.77-188.28

### 股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-1.34	-0.95	52.25
绝对收益	-4.86	-10.02	82.70

资料来源: Wind, 万和证券研究所

### 作者

**伍可心** 分析师  
 SAC 执业证书: S0380521010002  
 联系电话: 0755-82830333(190)  
 邮箱: wukx @wanhesec.com

### 相关报告

《业绩强劲增长, 产能有序扩张, 长期发展可期——药明康德(603259.SH)2020年业绩预告点评》  
 《Q3 业绩加速增长, 长期发展可期——药明康德(603259.SH)2020年三季度报点评》

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,872	16,535	21,238	27,650	36,337
YoY(%)	33.9	28.5	28.4	30.2	31.4
净利润(百万元)	1,855	2,960	3,953	5,209	6,931
YoY(%)	-18.0	59.6	33.5	31.8	33.0
毛利率(%)	39.0	38.0	39.2	39.7	39.8
EPS(摊薄/元)	0.76	1.21	1.62	2.13	2.84
ROE(%)	10.7	9.1	10.6	12.2	14.0
P/E(倍)	184.4	115.6	86.2	65.4	49.2
P/B(倍)	19.8	10.5	9.1	8.0	6.9
净利率(%)	14.4	17.9	18.6	18.8	19.1

资料来源: Wind, 万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 正文目录

一、全球领先的医药研发、生产一体化平台，基本面强劲.....	3
(一) 疫情下龙头优势凸显，业绩持续高增长.....	3
(二) 一体化赋能平台持续增强业务协同性，客户粘性极高.....	5
(三) A+H 双向融资落地，持续推进能力和规模建设.....	8
二、盈利预测和投资建议.....	9
(一) 收入预测及假设.....	9
(二) 投资建议：维持“买入”评级.....	10
三、风险提示.....	10

## 图表目录

图 1 公司业务按产业链环节划分.....	3
图 2 公司营业收入稳健增长.....	3
图 3 公司各季度营收均呈增长态势.....	3
图 4 公司 2020 年归母净利润实现高速增长.....	4
图 5 公司单季度归母净利润增长强劲.....	4
图 6 公司经调整 NON-IFRS 归母净利润稳步提升.....	4
图 7 公司经调整 NON-IFRS 归母净利润稳步提升.....	4
图 8 公司毛利率与净利率持续提升.....	4
图 9 公司四费率基本保持稳定.....	4
图 10 公司主要业务收入占比（亿元）.....	6
图 11 公司中国区实验室服务收入持续高增长.....	7
图 12 公司中国区实验室服务毛利率持续提升.....	7
图 13 公司美国区实验室收入下滑.....	7
图 14 公司美国区实验室毛利率下滑.....	7
图 15 公司 CMC 服务收入增速略有放缓.....	8
图 16 公司 CMC 服务毛利率持续提升.....	8
图 17 公司临床研究服务收入持续增长.....	8
图 18 公司临床研究服务获利能力受疫情拖累.....	8
表 1 公司主要业务板块.....	6
表 2 公司主营业务收入假设.....	9

## 一、全球领先的医药研发、生产一体化平台，基本面强劲

药明康德是国际领先 CXO 企业，为全球生物医药行业提供全方位、一体化的新药研发和生产服务。公司服务范围涵盖化学药研发和生产、细胞及基因疗法研发生产、医疗器械测试等领域，主营业务可以分为中国区实验室服务、合同生产研发服务(CDMO)、美国区实验室服务、临床研究及其他 CRO 服务，服务范围覆盖从概念产生到商业化生产的整个流程。客户可以在小分子新药研发的任何阶段选择公司的服务，有效缩短研发周期、提高研发产能。公司拥有全球 29 个营运基地和分支机构，主要客户涵盖全球前 20 大药企及各类新药研发机构，活跃客户来自全球 30 多个国家，数量超过 4,200 家。

图 1 公司业务按产业链环节划分

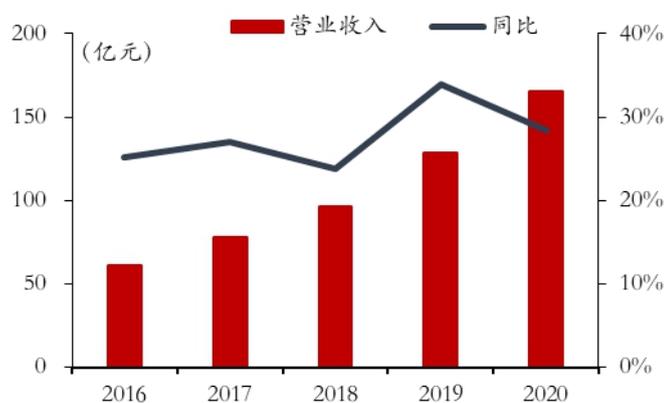


资料来源：招股说明书，万和证券研究所

### (一) 疫情下龙头优势凸显，业绩持续高增长

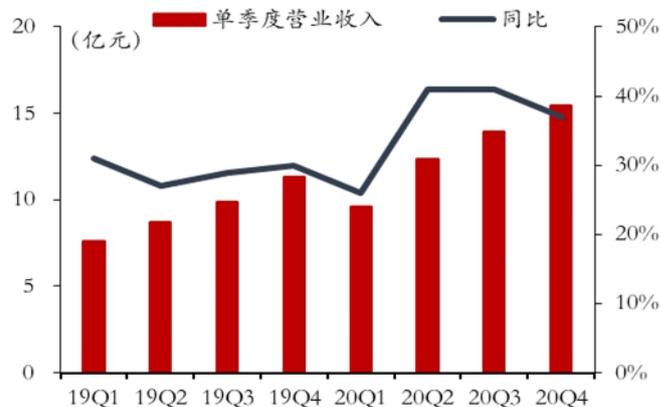
业绩符合预期，公司化“疫”为机基本面强劲。2020 年，公司实现营业收入 165.4 亿元，同比增长 28.5%。整体而言，一季度国内新冠疫情爆发，而二季度起全球疫情蔓延，公司主营业务受到较大负面影响的情况下，把握疫情化危为机，凭借全球布局、全产业链覆盖的优势，各个地区联动，共同保障业务连续性，持续为客户赋能，二季度起业绩恢复强劲增长。

图 2 公司营业收入稳健增长



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 3 公司各季度营收均呈增长态势



资料来源：Wind，万和证券研究所

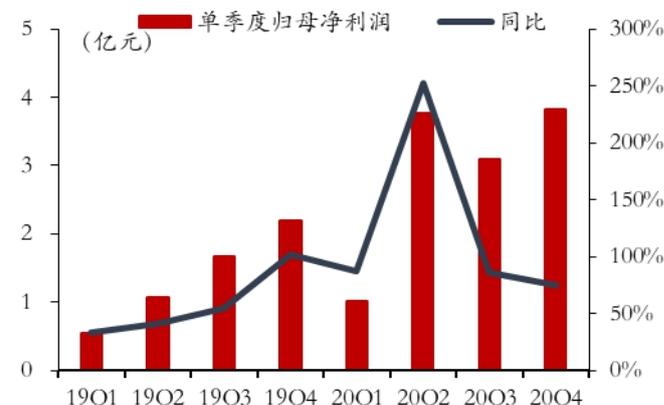
公司规模效应进一步增加。2020年，公司实现归属于上市公司股东的净利润29.6亿元，同比增长59.6%，规模效应持续增强公司盈利能力；Q2实现归母净利润同比252%的增速，创单季度新高。剔除股权激励费用、可转债等金融工具的部分公允价值变动损益、权益类投资收益等影响，公司经调整Non-IFRS归母净利润稳步提升，2020年实现经调整Non-IFRS归母净利润35.7亿元，同比增长48.1%；经调整Non-IFRS归母净利率也实现稳步提升，2020年公司经调整Non-IFRS归母净利率为21.6%，较2019年同期增长2.9个百分点。

图4 公司2020年归母净利润实现高速增长



资料来源：Wind，万和证券研究所

图5 公司单季度归母净利润增长强劲



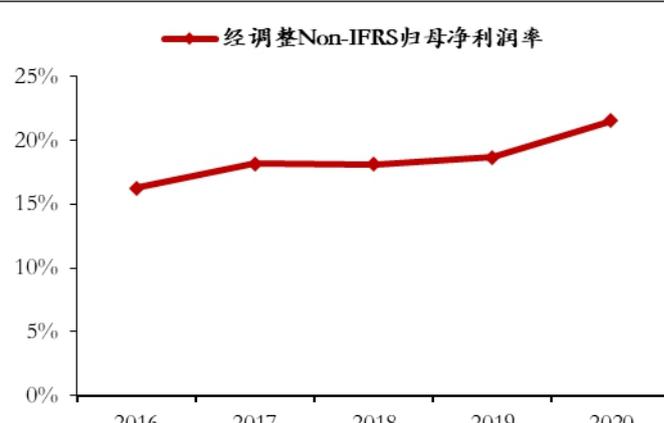
资料来源：Wind，万和证券研究所

图6 公司经调整Non-IFRS归母净利润稳步提升



资料来源：Wind，万和证券研究所

图7 公司经调整Non-IFRS归母净利率稳步提升

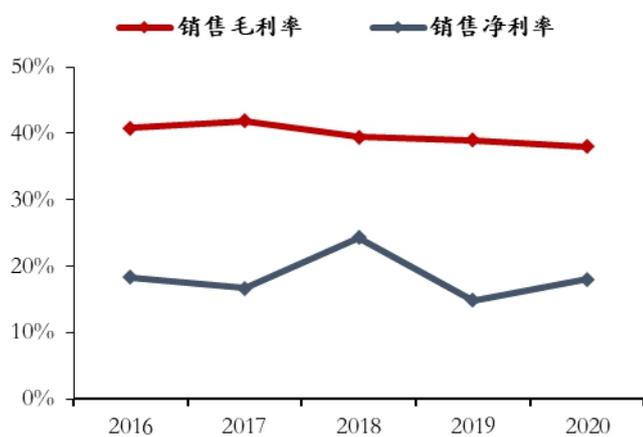


资料来源：Wind，万和证券研究所

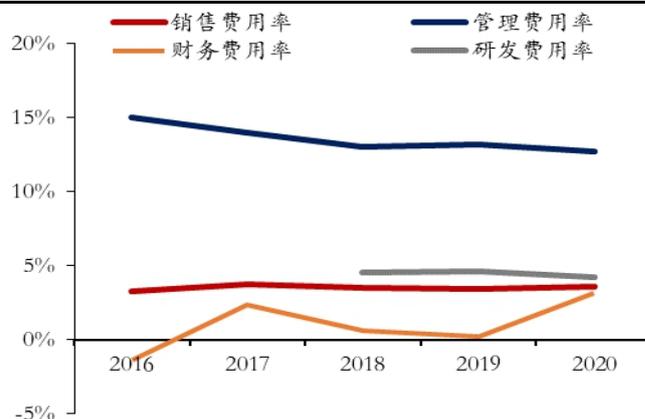
毛利率小幅下滑，汇兑损失提升财务费用率。2020年，公司销售毛利率为38.0%，下降1.0个百分点，主要由于新冠疫情的影响，部分业务运营受限，相关项目开展延迟，导致相关收入和毛利率阶段性下降；实现销售净利率为18.1%，增加3.2个百分点。2020年，公司期间费用率除财务费用率外基本保持稳定，销售费用率为3.6%，增加0.2个点；管理费用率为11.1%，下降0.4个点；研发费用率为4.2%，减少0.4个百分点；财务费用率为3.1%，增加3.0个点，主要是汇兑损失大幅增加所致。

图8 公司毛利率与净利率持续提升

图9 公司四费率基本保持稳定



资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

## (二) 一体化赋能平台持续增强业务协同性，客户粘性极高

公司业务覆盖药物研发、生产全流程，业务间协同性强。从业务类型划分，公司主营业务可分为两大板块、四类业务单元及六类细分业务。

**1) 合同研发服务 (CRO)：**新药研发是一个复杂的系统工程，对应的 CRO 业务也覆盖药物发现阶段、临床前研究、临床研究、新药注册申报服务等多个环节。该板块根据客户需求由不同子公司提供相应服务。

**中国区实验室服务：**涵盖公司在中国地区开展的小分子化学药的发现及药物分析及测试服务，涵盖合成化学、生物学、药物化学、分析化学、药物代谢动力学及毒理学、生物分析服务和检测服务等一系列相关业务。

**美国区实验室服务：**涵盖公司在美国地区通过其全资子公司 AppTec (药明康德美国) 开展日常业务。AppTec 在美国费城、圣保罗和亚特兰大三地均设立实验室，业务范围集中于医疗器械检测服务、境外精准医疗研发生产服务等业务领域，可针对药企、科研机构 and 医疗器械企业的需求，主要为美国客户提供研发服务。

**临床研究及其他 CRO 业务：**主要包括临床试验管理、监察及临床试验数据分析服务、临床协调及现场管理服务、CRO 辅助服务。

**2) 合同生产/合同生产研发业务 (CMO/CDMO)：**该板块业务主要通过控股子公司合全药业提供。合全药业拥有国内规模最大、研发实力最强的工艺研发团队之一，能够为客户提供新药中间体、原料药及制剂从临床前期工艺开发直至商业化生产的一体化服务。

**药品委托生产：**即公司的 CMO 业务，基本业务模式为接受药企委托，为药品生产涉及的工艺开发、配方开发提供支持，主要涉及临床用药、中间体制造、原料药生产、制剂生产 (如粉剂、针剂) 以及包装等定制生产制造业务。

**小分子新药工艺研发及生产业务：**即公司的 CDMO 业务，为药企提供创新药生产时所需要的工艺流程研发及优化、配方开发及试生产服务，并在上述研发、开发等服务的基础上进一步提供从公斤级到吨级的定制生产服务。公司将自有高技术附加值工艺研发能力

及规模生产能力深度结合，并可通过临床试生产、商业化生产的供应模式深度对接药企的研发、采购、生产等整个供应链体系，以附加值较高的技术输出取代单纯的产能输出。

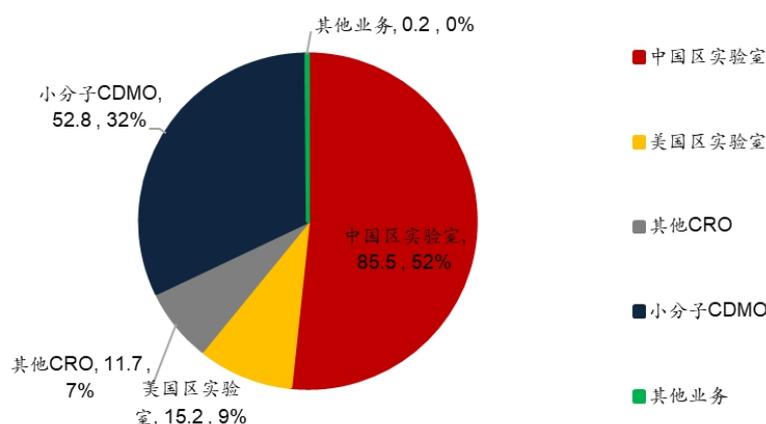
表 1 公司主要业务板块

主营业务板块	主要业务单元	细分业务	业务开展模式	业务收费模式
合同研发服务 CRO	中国区实验室服务	小分子化合物发现服务	涵盖合成化学、生物学、药物化学等一系列相关业务	FTE/FFS
		药物分析及测试服务	容涵盖药物代谢动力学及毒理学、生物分析服务、分析化学和测试服务等一系列相关业务	FFS
	美国区实验室服务	医疗器械检测及境外精准医疗研发生产服务	涵盖医疗器械检测服务、境外精准医疗研发生产服务等业务领域，主要为美国客户提供研发服务	FFS
合同生产/合同生产研发 CMO/CDMO	临床研究及其他 CRO 服务	临床研究及 CRO 辅助服务	主要包括临床试验管理、监察及临床试验数据分析服务、临床协调及现场管理服务、CRO 辅助服务	FTE/FFS
		小分子新药工艺开发及生产	工艺开发 临床前期新药中间体、原料药及制剂的工艺开发 新药中间体、原料药及制剂生产	FTE 销售商品

资料来源：招股说明书，万和证券研究所

**公司持续增强一体化赋能平台的协同性，客户粘性极高。**中国区实验室服务、小分子 CDMO 服务、美国区实验室服务、临床研究及其他 CRO 服务为公司四大业务，共同形成公司全流程、一体化的研发、生产服务平台，实现 CRO+CDMO 各阶段的无缝衔接，显著提高研发效率，促进公司各服务板块的协同，极大的提升了客户粘性。2020 年，公司来自原有客户收入 155.0 亿元，同比增长 32.1%；来自新增客户收入 10.3 亿元。2020 年中国区实验室服务、小分子 CDMO 服务、美国区实验室服务、临床研究及其他 CRO 服务四大板块分别实现业务收入 85.5、52.8、15.2、11.7 亿元，分别占公司整体营业收入的 52%、32%、9%、7%。

图 10 公司主要业务收入占比（亿元）

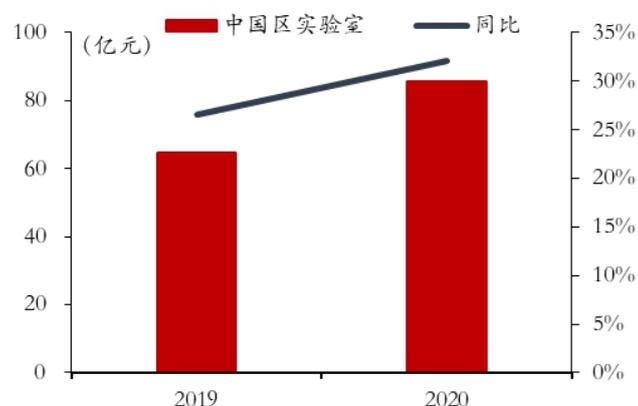


资料来源：公司公告，万和证券研究所

**国际领先的实验室服务实力，持续为公司带来优质客户及潜力项目。**公司中国区实验室业务主要来源于两方面：1) 帮助全球客户推动重大医药产品研发进程；2) 为国内小分子新药研发行业赋能。2020 年，公司中国区实验室服务实现收入 85.5 亿元，同比增长 32.0%，一季

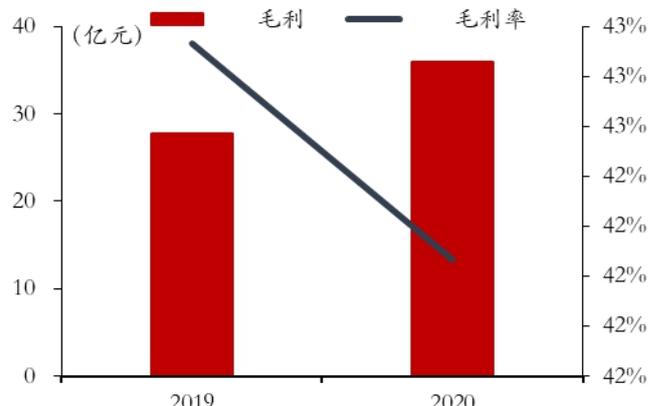
度受到国内疫情爆发全面停工停产影响，二季度国内全面复工后，市场需求强劲，海外客户订单增长较快，收入保持快速增长；实现毛利率 42.1%，较去年同期下降 0.9 个百分点；主要受汇率波动及原材料价格上涨等因素影响。

图 11 公司中国区实验室服务收入持续高增长



资料来源：Wind，万和证券研究所

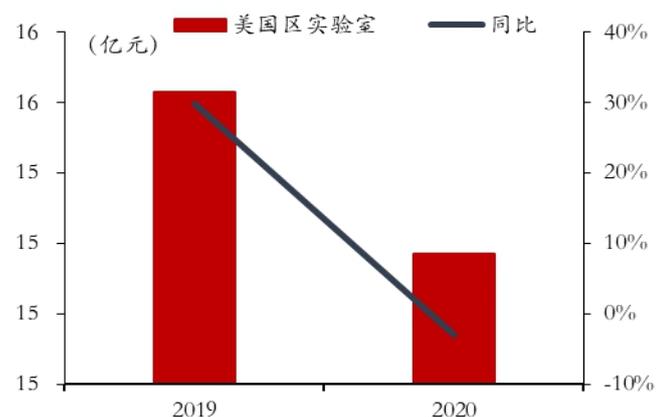
图 12 公司中国区实验室服务毛利率持续提升



资料来源：Wind，万和证券研究所

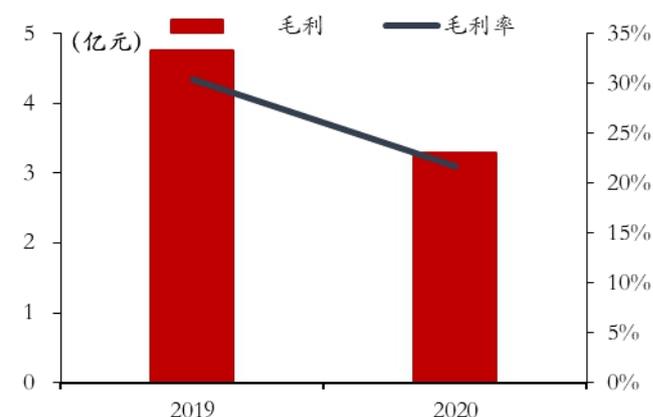
**美国区实验室受疫情影响收入下滑。**美国区实验室服务主要包括细胞和基因治疗产品工艺开发、生产和测试一体化服务 (CTDMO)，以及医疗器械检测服务。公司美国区实验室运营受到当地新冠疫情影响，收入阶段性下降。2020 年，公司美国区实验室为 36 个临床阶段细胞和基因治疗项目提供 CTDMO 服务，包括 24 个 I 期临床试验项目和 12 个 II/III 期临床试验项目。2020 年，美国区实验室板块实现收入 15.2 亿元，同比减少 3.0%；实现毛利率 21.7%，较去年同期下降 8.7 个百分点，下滑显著，主要由于：1) 美国疫情持续蔓延导致该业务受到较大负面影响；2) 公司对细胞和基因治疗业务持续投资。

图 13 公司美国区实验室收入下滑



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 14 公司美国区实验室毛利率下滑

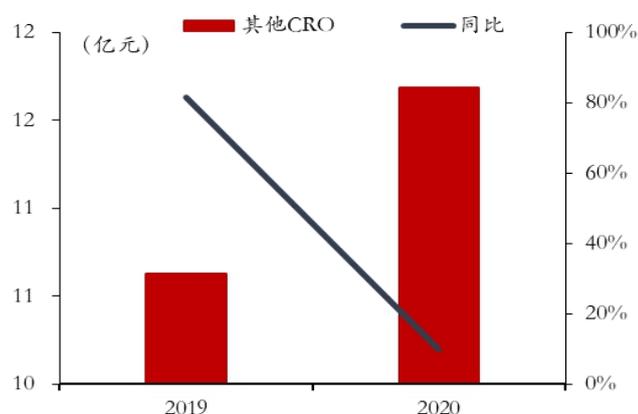


资料来源：Wind，万和证券研究所

**临床研究业务受疫情拖累，但客户需求强劲。**公司在中国和美国的临床开发业务的执行和新订单的签订严重受到新冠疫情影响，收入增长阶段性放缓，但是公司在手订单仍然实现强劲增长，其中临床试验服务 (CDS) 订单增长超过 48%、现场管理服务 (SMO) 订单增长超过 41%。2020 年，公司临床研究及其他 CRO 服务实现收入 11.7 亿元，同比增长 10.0%，实现毛利率 14.6%，较去年下降 9.7 个百分点，下滑显著，主要由于：1) 疫情期间，研究

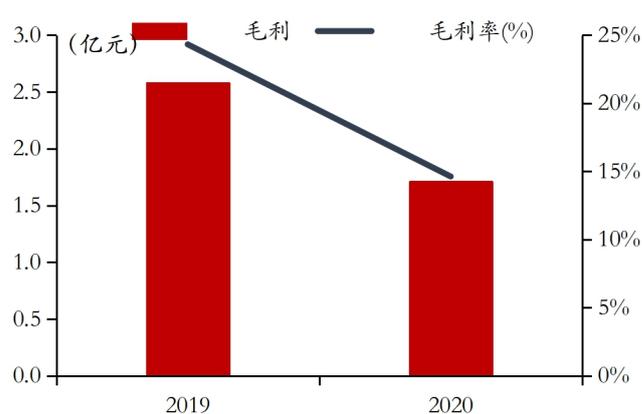
中心启动和新患者入组等大部分项目进度受到影响；2) 公司对现场管理服务(SMO)加大人员投入，巩固市场领先地位，员工数量同比增加 28.7%。

图 15 公司 CMC 服务收入增速略有放缓



资料来源：Wind，万和证券研究所

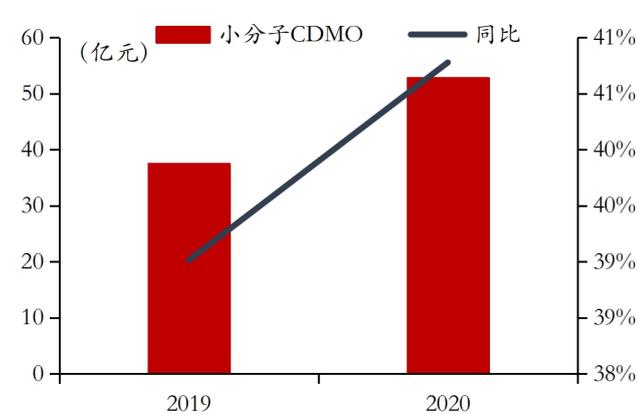
图 16 公司 CMC 服务毛利率持续提升



资料来源：Wind，万和证券研究所

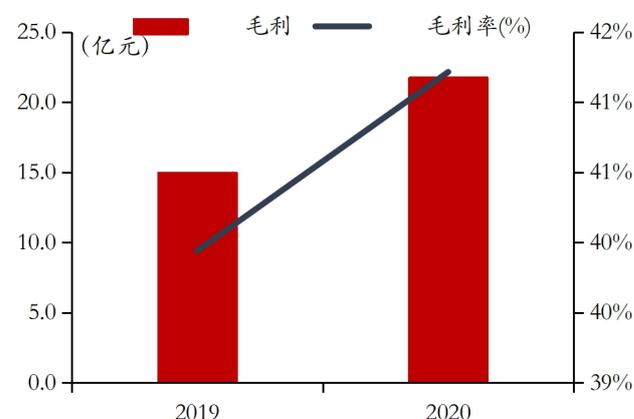
**强业务协同性助推 CDMO 服务收入高速增长。**通过与客户在临床前期阶段建立紧密的合作关系，不断为公司带来新的临床后期以及商业化阶段的项目，助推公司 CDMO 服务收入持续快速增长。2020 年，公司 CDMO 服务实现营业收入 52.8 亿元，同比增长 40.8%；实现毛利率 41.2%，增加 1.3 个百分点，主要是由于公司提高生产效率，业务成本规模化效应体现。

图 17 公司临床研究服务收入持续增长



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 18 公司临床研究服务获利能力受疫情拖累



资料来源：Wind，万和证券研究所

### (三) A+H 双向融资落地，持续推进能力和规模建设

**双向融资落地，有力支撑公司产能扩充及研发能力升级。**2020 年，公司在 H 股完成配售新募集 72.9 亿港元，在 A 股完成非公开发行募集资金 64.6 亿元人民币，两笔融资落地将支持公司产能扩充及相关资金实力，有助于提高公司一体化服务能力。

2020 年，公司子公司合全药业的常州生产基地多个生产车间相继投入使用，无锡惠山基地完成质粒生产扩建，成都研发中心正式投入运营；无锡的新药制剂开发及生产基地开工建设。待产能逐步释放，将进一步增强公司中国区实验室服务的产能，并提高公司新药研发生产和商业化生产能力。2020 年，公司全面完成中美两地腺相关病毒 (AAV) 悬浮和贴壁双工艺

平台和 CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台建设以支持全球客户。2020 年，公司成功与多家国际领先的细胞基因疗法生物技术和制药客户达成战略合作协议，同时与国内长期业务合作伙伴达成里程碑合作，为其细胞治疗产品提供生物制品上市申请（BLA）相关文件交付等服务，加速客户新药产业化进程。

## 二、盈利预测和投资建议

### （一）收入预测及假设

公司是全球医药研发外包服务产业链龙头，实验室服务及 CDMO/CMO 服务呈高速增长态势，一体化服务平台优势显著，长期强劲增长可期。我们对公司 2021-2023 年的主营业务收入假设如下：

- 中国区实验室服务：**中国区实验室服务收入来源包括公司帮助全球客户推动重大药品研发进程和为国内小分子新药研发企业赋能。在全球药物研发投入继续增加及研发外包渗透率进一步提升的大背景下，疫情加速海外订单转移，我们认为凭借公司全球领先的实验室服务能力，中国区实验室服务板块收入将持续高增长。
- 美国区实验室服务：**由于美国疫情蔓延，公司美国区实验室服务开展持续受到影响，随着美国疫情逐步控制，我们认为该业务将逐步恢复增长态势。
- 临床研究服务：**2020 年，虽然临床研究服务板块受疫情影响，业务开展受限，但客户需求强劲，公司持续推进全球范围内的网点布局以及临床中心建设。我们认为随着全球疫情逐步控制，公司临床服务能力的补充扩大及前端客户逐步转化，临床阶段业务潜力较大，该板块将维持高增长态势。
- CDMO：**公司充分发挥工艺开发技术优势，坚定推进“跟随药物分子发展阶段扩大服务”策略，通过前期业务与客户建立紧密合作关系，不断带来后期以及商业化阶段的项目，助推公司 CDMO 服务收入持续快速增长。

表 2 公司主营业务收入假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入（百万元）</b>	<b>129</b>	<b>165</b>	<b>212</b>	<b>277</b>	<b>363</b>
同比	33.9%	28.5%	28.4%	30.2%	31.4%
毛利率	39.0%	38.0%	39.2%	39.7%	39.8%
<b>中国区实验室（百万元）</b>	<b>64.7</b>	<b>85.5</b>	<b>108.7</b>	<b>138.5</b>	<b>177.8</b>
同比	25.5%	36.5%	33.0%	33.0%	30.0%
毛利率	40.0%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
<b>美国区实验室（百万元）</b>	<b>15.6</b>	<b>15.2</b>	<b>18.6</b>	<b>22.9</b>	<b>28.1</b>
同比	29.8%	-2.9%	22.5%	23.0%	23.0%
毛利率	30.4%	21.7%	23.0%	24.5%	26.2%
<b>临床研究服务（百万元）</b>	<b>10.6</b>	<b>11.7</b>	<b>14.0</b>	<b>18.9</b>	<b>25.4</b>
同比	81.7%	10.0%	20.0%	34.6%	34.6%

毛利率	24.3%	14.6%	20.0%	22.0%	24.0%
<b>CDMO (百万元)</b>	<b>37.5</b>	<b>52.8</b>	<b>70.9</b>	<b>96.0</b>	<b>131.9</b>
同比	39.0%	40.8%	34.2%	35.5%	37.4%
毛利率	27.8%	30.0%	34.0%	38.0%	38.0%
<b>其他 (百万元)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>
同比	61.5%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	14.4%	50.0%	44.7%	44.7%	44.7%

资料来源：Wind，万和证券研究所

## (二) 投资建议：维持“买入”评级

投资建议：我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别是 1.62 元、2.13 元、2.84 元，对应 PE 分别 86.2、65.4、49.2 倍。公司是全球医药研发外包服务产业链龙头，实验室服务及 CDMO/CMO 服务呈高速增长态势，一体化服务平台优势显著，长期强劲增长可期。维持“买入”评级。

## 三、风险提示

订单不及预期，产能释放不及预期，汇率风险。

## 财务报表与财务指标

## 资产负债表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	23059	27399	32851	41052
现金	10,237	16,230	16,590	23,460
应收票据及应收账款	4,241	4,519	7,510	7,890
预付款项	176	127	269	265
存货	2,686	2,769	4,452	4,935
其他流动资产	1,102	940	985	1,009
<b>非流动资产</b>	23,232	20,965	23,353	24,809
长期投资	765	765	765	765
固定资产	6129	7952	9391	10795
在建工程	3086	2632	2419	2010
无形资产	998	1090	1164	1190
其他非流动资产	9505	5782	6917	7401
<b>资产总计</b>	46291	48364	56204	65861
<b>流动负债</b>	7920	7042	8603	11164
短期借款	1230	140	382	120
应付票据及应付账款	941	787	1487	1574
预收账款	1581	561	807	1590
其他流动负债	1520	1714	1755	1663
<b>非流动负债</b>	5652	3603	4563	4606
长期借款	1819	1231	1642	1564
其他非流动负债	3833	2372	2921	3042
<b>负债合计</b>	13573	10646	13166	15770
少数股东权益	225	319	428	552
股本	2442	2442	2442	2442
资本公积	22678	22678	22678	22678
留存收益	8327	12280	17489	24420
归属母公司股东权益	32494	37400	42609	49540
<b>负债和股东权益总计</b>	46291	48364	56204	65861
	23059	27399	32851	41052

## 现金流量表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3974	7225	2461	10321
净利润	2986	3953	5209	6931
折旧摊销	959	1128	1533	1992
财务费用	520	-114	-167	-210
投资损失	-606	-193	-232	-270
营运资本变动	-3959	2257	-4092	1655
其他经营现金流	4074	194	209	224
<b>投资活动现金流</b>	-8776	-697	-2927	-3292
<b>筹资活动现金流</b>	9888	-535	826	-159

## 每股指标(元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(最新摊薄)	1.21	1.62	2.13	2.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	2.95	1.00	4.21
每股净资产(最新摊薄)	13.26	15.26	17.39	20.22

## 利润表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	16535	21238	27650	36337
营业成本	10253	12919	16665	21875
税金及附加	35	51	62	82
销售费用	588	742	964	1276
管理费用	1839	2435	3143	4113
研发费用	693	943	1218	1579
财务费用	520	-114	-167	-210
资产减值损失	-63	-22	-29	-38
信用减值损失	-13	-22	-26	-20
公允价值变动收益	52	100	100	100
投资净收益	606	193	232	270
其他收益	207	153	169	176
<b>营业利润</b>	3389	4664	6211	8110
营业外收入	5	7	7	6
营业外支出	26	17	18	20
<b>利润总额</b>	3369	4655	6200	8097
所得税	383	608	881	1043
<b>税后利润</b>	2986	4047	5319	7054
少数股东损益	26	94	109	124
<b>归属母公司净利润</b>	2960	3953	5209	6931
EBITDA	4734	5678	7577	9892
	16535	21238	27650	36337

## 主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	28.5	28.4	30.2	31.4
营业利润(%)	44.8	37.6	33.2	30.6
归母净利润(%)	59.6	33.5	31.8	33.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	38.0	39.2	39.7	39.8
净利率(%)	17.9	18.6	18.8	19.1
ROE(%)	9.1	10.6	12.2	14.0
ROIC(%)	41.5	38.7	39.4	39.4
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	29.3	22.0	23.4	23.9
流动比率	2.9	3.9	3.8	3.7
速动比率	2.6	3.5	3.3	3.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	4.6	4.9	4.6	4.7
应付账款周转率	22.0	25.3	25.0	24.4
<b>估值比率</b>				
P/E	115.6	86.2	65.4	49.2
P/B	10.5	9.1	8.0	6.9
EV/EBITDA	64.8	55.8	41.7	31.1

资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。

**分析师声明：**本研究报告作者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，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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

**同步大市：**相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10% 之间；

**弱于大市：**相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；

**增持：**相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15% 之间；

**中性：**相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5% 之间；

**回避：**相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

### 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>