

药明康德(603259)

一体化优势凸显，潜在增速最快的 CXO 龙头  
——药明康德更新报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
☎️：联系人：郭双喜  
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

公司一体化服务平台竞争优势持续体现，小分子 CDMO 业务加速确定性高。与可比龙头 CXO 对比发现公司主业处于相对较低估值水平，细胞和基因疗法 CDMO 业务也有望为公司带来较大的估值弹性，一体化平台有望带来更高溢价，维持“买入”评级。

投资要点

□ 估值：基本面加速，性价比最高的 CXO 龙头

药明康德作为临床前 CRO 业务（药物发现+PK/PD/安评）、小分子 CDMO 业务、细胞和基因疗法 CDMO 业务均是国内业务体量最大，竞争力最强的服务商，但是主业 PE 水平（主要是用经调整净利润口径计算）确是龙头企业中最低的。按照我们盈利预测以及 2021 年 5 月 31 日收盘价计算，药明康德、康龙化成、泰格医药和凯莱英主业 2021 年 PE 分别为 83 倍、97 倍、100 倍和 110 倍（按照扣非净利润计算）。考虑到药明康德在药物发现-临床前 CRO-临床 CRO-CDMO 业务一体化服务平台布局最为完善和成熟，我们认为公司应该享有更高的估值溢价。再加上药明康德核心业务板块收入体量国内最大（除了临床 CRO），2020 年收入同比增速相比可比公司可比业务保持相当甚至更快增长，我们认为可以给予药明康德主业更高的估值溢价，参考可比龙头公司 2021 年主业 PE 平均水平（102 倍 PE），我们认为可以给予药明康德 2021 年 105-110 倍 PE，对应主业市值 5054-5294 亿。

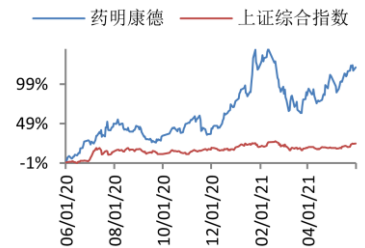
□ 加速：2021-2023 小分子 CDMO 业务加速确定性高

财务数据指引小分子 CDMO 加速，连续三个季度完美验证加速趋势。1) 存货：2020 年底存货较年初同比增加 54%。历史数据看合全药业存货绝对值一直占公司整体比例 80%+，意味着药明康德存货高增长能够指引 CDMO 业务订单执行高增长。2) 合同负债：2020 年底较年初增加值同比增长 218%，历史数据看合全药业合同负债在药明康德占比一直在 50%附近，类似于存货推演逻辑，我们认为随着新产能投放业绩持续加速确定性高。3) 海外 API 和制剂 CDMO 产能加速布局，成长天花板有望加速打开，长期业绩确定性高。

□ 新业务：怎么看待细胞和基因疗法 CDMO 业务估值？

1) 需求：CGT 进入产品加速上市期，有望带动 CDMO 行业爆发性增长。根据 FDA 官网数据预测 2025 年每年将会有 10-20 个细胞和基因疗法药物获批上市，根据 Lonza 官网预测，到 2025 年全球会有 70-90 个细胞和基因疗法药物获批上市。这也就意味着未来 5 年或看到细胞和基因疗法药物进入大规模上市期。2) 对比生物药 CDMO 行业，CGT CDMO 可能会为公司带来较大估值弹性。考虑到 CGT CDMO 业务更高壁垒和开发难度，与生物药 CDMO 行业对比，药明康德 CGT CDMO 业务所处的竞争格局和全球市占率比药明生物更具优势（药明生物 2019 年全球市占率在 5.1%，全球市占率第三。药明康德 CGT CDMO 业务 2017 年全球市占率 8.1%，全球第四）。如果 2025 年药明康德 CGT CDMO 业务收入体量达到 2019 年药明生物收入体量情况下，更高的竞争壁垒和更优的竞争格局有可能意味着 CGT CDMO 业务更高的估值弹性。

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	¥ 167.20
单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.62
4Q/2020	0.25
3Q/2020	0.27
2Q/2020	0.62



公司简介

公司是全球领先的制药以及医疗器械研发开放式能力和技术平台企业。

相关报告

- 1 《【浙商医药】药明康德 2021Q1：收入端略超预期，CDMO 加速再获验证》2021.04.29
- 2 《【浙商医药】药明康德：订单高景气，看好业绩天花板和估值提升》2021.03.31
- 3 《【浙商医药】药明康德 2020 年业绩快报点评：CDMO 加速获验证，2021 年仍可期》2021.03.06
- 4 《【浙商医药】药明康德：CDMO 布局新动向，海外产能收购》2021.02.02
- 5 《【浙商医药】药明康德 2020 年业绩预告点评：超预期，看好 2021 年高速增长延续、天花板提升》2021.01.21

报告撰写人：孙建

数据支持人：郭双喜

### □ 盈利预测及估值

我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.67、2.15、2.77 元/股，2021 年 5 月 31 日收盘价对应 2021 年 PE 为 100 倍（对应 2022 年 PE 为 78 倍）。从可比公司历史估值水平来看，药明康德估值水平一直领先行业，我们认为这也反映了公司一体化平台溢价以及在行业中各细分业务龙头地位。我们预计 2021 年公司经调整 Non-IFRS 归母净利润有望达到 48.13 亿，对应公司 2021 年主业 PE 为 83 倍，仍处于相对低估位置，维持“买入”评级。

### □ 风险提示

全球创新药研发投入景气度下滑风险、国际化拓展不顺造成业务下滑风险、竞争风险、汇兑风险、公允价值波动带来的不确定性风险。

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	16535	22226	29193	38415
(+/-)	28.46%	34.41%	31.35%	31.59%
净利润	2960	4067	5242	6757
(+/-)	59.62%	37.39%	28.87%	28.91%
每股收益(元)	1.21	1.67	2.15	2.77
P/E	137.93	100.39	77.90	60.43

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1. 估值：基本面加速，性价比最高的 CXO 龙头</b>	<b>4</b>
1.1. 性价比最高的 CXO 龙头	4
1.2. 多个细分领域 CXO 龙头，增速也有优势	4
<b>2. 加速：2021-2023 小分子 CDMO 业务加速确定性高</b>	<b>6</b>
2.1. 财务数据：指引 CDMO 加速，连续三个季度完美验证加速趋势	6
2.2. 成长性强：海外 API 和制剂 CDMO 加速产能布局，打开天花板	7
<b>3. 新业务：怎么看待细胞和基因疗法 CDMO 业务估值？</b>	<b>9</b>
3.1. CGT CDMO 行业即将进入快速发展期	9
3.2. 对比生物药 CDMO 行业，CGT CDMO 可能会带来较大估值弹性	9
<b>4. 估值与投资建议</b>	<b>11</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>11</b>

## 图表目录

图 1: CXO 重点企业一体化平台布局情况	4
图 2: 药明康德与康龙化成化学合成/药物分析与测试业务对比	5
图 3: 药明康德与凯莱英小分子 CDMO 业务对比	5
图 4: 药明康德和泰格医药临床 CRO 业务对比	5
图 5: 2016-21Q1 合全药业存货占药明康德比例较高	6
图 6: 2016-21Q1 药明康德和合全药业合同负债变化	6
图 7: 2012-2020 年头部小分子 CDMO 企业收入体量对比	7
图 8: 2013-2020 年合全药业全球市占率持续快速提升	7
图 9: 2019 年全球主要 CDMO 项目的区域分布	8
图 10: 合全药业 CMO/CDMO 创新药项目所处临床阶段拆分	8
图 11: Lonza 预测到 2025 年将有 70-90 个 CGT 药物上市	9
图 12: 2015-2020 年处于临床阶段细胞和基因疗法药物数量	9
图 13: 2025 年 CGT 药物全球销售额有望达到 568 亿美元	9
图 14: 2017-2025 年 CGT CDMO 行业市场规模	9
图 15: 生物药 CDMO 行业市场规模	10
图 16: 生物制剂 CDMO 行业市场规模	10
图 17: 药明生物 2014-2020 年收入和扣非后归母净利润	10
图 18: 药明生物上市以来股价涨幅以及 PE 变化	10
表 1: 可比公司估值	11
表附录: 三大报表预测值	12

## 1. 估值：基本面加速，性价比最高的 CXO 龙头

### 1.1. 性价比最高的 CXO 龙头

通过对比药明康德、康龙化成、泰格医药和凯莱英主业估值水平后能够明显看到，药明康德作为临床前 CRO 业务（药物发现+PK/PD/安评）、小分子 CDMO 业务、细胞和基因疗法 CDMO 业务均是国内体量最大，竞争力最强的服务商，但是主业 PE 水平（主要是用经调整净利润口径计算）确是龙头企业中最低的。按照我们盈利预测以及 2021 年 5 月 31 日收盘价计算，药明康德、康龙化成、泰格医药和凯莱英主业 2021 年 PE 分别为 83 倍（按照 2021 年经调整净利润同比增长 35% 计算）、97 倍（按照 2021 年经调整净利润同比增长 35% 计算）、110 倍（按照 2021 年经调整净利润同比增长 35% 计算）和 100 倍（按照 2021 年扣非净利润同比增长 40% 计算）。考虑到药明康德在药物发现-临床前 CRO-临床 CRO-CDMO 业务一体化服务平台布局最为完善和成熟，我们认为公司应该享有更高的估值溢价。

图 1：CXO 重点企业一体化平台布局情况

	临床前CRO						临床CRO					小分子CDMO		CGT CDMO
	分子砌块	药物筛选	药物发现	药代药动	安评	生物分析	I期	II期	III期	SMO	数统	I-II期	III期/商业化	
药明康德														
康龙化成														
泰格医药														
凯莱英														
博腾股份														
药石科技														
成都先导														
昭衍新药														
维亚生物														
方达控股														
能力较强	→						能力偏弱							

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

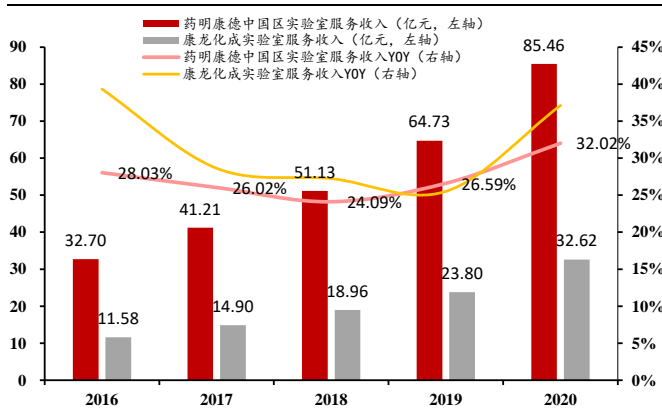
### 1.2. 多个细分领域 CXO 龙头，增速也有优势

再加上药明康德核心业务板块收入体量国内最大（除了临床 CRO），2020 年收入同比增速相比可比公司可比业务保持相当甚至更快增长，我们认为可以给予药明康德主业更高的估值溢价，参考可比龙头公司 2021 年主业 PE 平均水平（100 倍 PE），我们认为可以给予药明康德 2021 年 105-110 倍 PE，对应主业市值 5054-5294 亿。

**药明康德 vs 康龙化成：**中国区实验室服务收入 vs 康龙化成实验室服务，2020 年收入 85.46 亿 vs 32.62 亿（药明康德是康龙化成收入体量的 2.63 倍），但是 2020 年药明康德中国区实验室服务收入同比增速与康龙化成实验室服务基本相当（药明康德 32% vs 康龙化成 37%）。

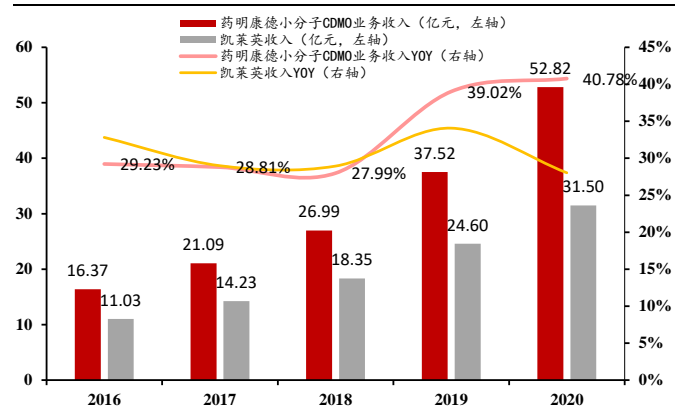
**药明康德 vs 凯莱英：**小分子 CDMO 业务，2020 年收入 52.82 亿 vs 31.50 亿（药明康德是凯莱英收入体量的 1.67 倍），但是 2020 年药明康德小分子 CDMO 业务收入同比增速比凯莱英更快（药明康德 41% vs 凯莱英 28%）。

图 2：药明康德与康龙化成化学合成/药物分析与测试业务对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

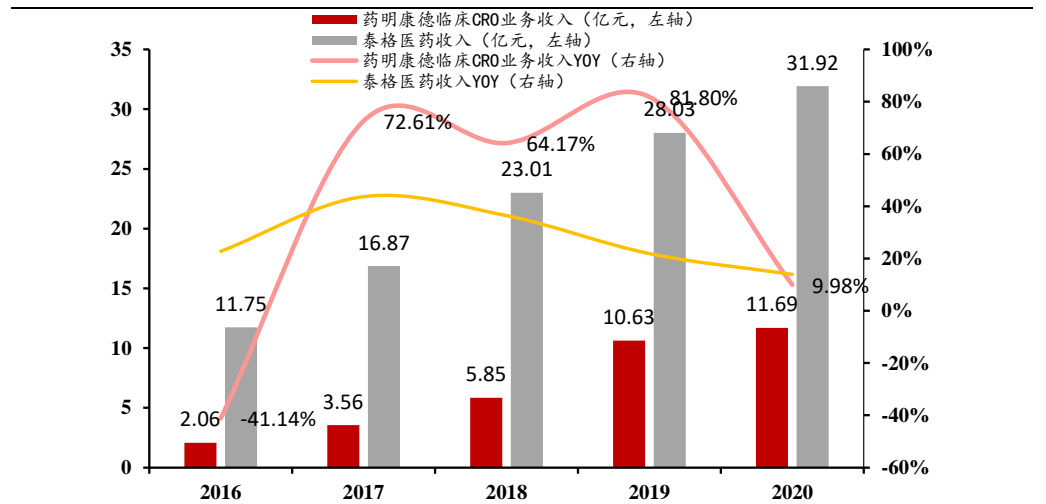
图 3：药明康德与凯莱英小分子 CDMO 业务对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**药明康德 vs 泰格医药：临床 CRO 服务**，2020 年收入 11.69 亿 vs 31.92 亿（泰格医药是药明康德收入体量的 2.7 倍），2020 年药明康德临床 CRO 业务收入同比增速略慢于泰格医药（药明康德 10% vs 泰格医药 14%）。虽然药明康德临床 CRO 服务收入体量不及泰格医药，但是显示出更强的成长能力。

图 4：药明康德和泰格医药临床 CRO 业务对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

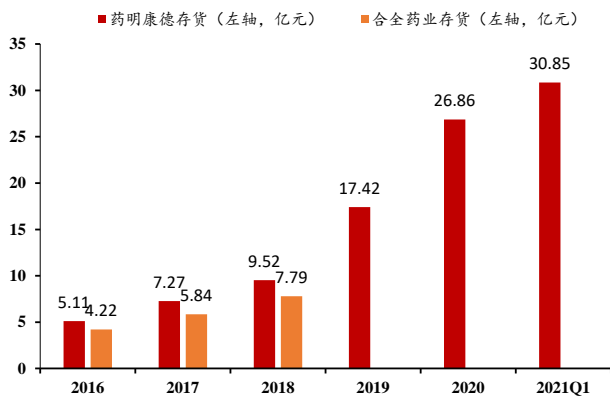
## 2. 加速：2021-2023 小分子 CDMO 业务加速确定性高

### 2.1. 财务数据：指引 CDMO 加速，连续三个季度完美验证加速趋势

**订单：财务数据显示小分子 CDMO 业绩加速趋势。**我们在 2020 年 12 月 30 号发布的《药明康德深度报告：CDMO 加速增长下，医药 CXO 龙头长牛天花板打开》中首次强调小分子 CDMO 业务有望进入加速期，主要基于公司合同负债和存货等财务数据高速增长。我们认为从存货和合同负债两个财务指标可以验证公司订单高景气度。考虑到合同负债和项目启动时预收款的相关性，我们预计 2021-2023 年 CDMO 业务仍有望呈现加速趋势（2020Q3、Q4 和 2021Q1 合全药业收入端同比增速分别达到 55%、51%和 100%也验证了我们从财务指标去分析合全药业业绩加速趋势的判断，具体分析请参考我们深度报告、2020 年报业绩点评和 2021Q1 业绩点评）。

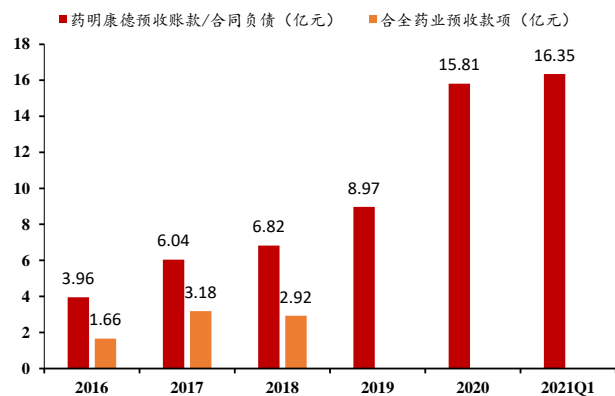
- ① **存货：**2020 年底存货 26.86 亿元（较年初同比增加 54%）主要是公司 CDMO 业务规模扩大，产能提升，在手客户订单增加导致存货备库量上升。根据 2016-2018 年历史数据可以看出合全药业存货绝对值一直在药明康德中占比达到 80%以上，这就意味着药明康德存货高增长能够指引合全药业存货高增长并进一步反应到收入端增速水平。
- ② **合同负债：**2020 年底达 15.81 亿（较年初增加值同比增长 218%），显示出订单高景气。而从历史数据来看合全药业合同负债在药明康德占比一直在 50%附近，我们预计伴随着更多的项目进入商业化阶段公司议价权也有望逐步提升，这就意味着合全药业合同负债占比也在持续提升。类似于存货推演的逻辑我们认为合全药业订单持续高景气，伴随着新产能投放有业绩持续加速确定性高，并有望进一步拉动公司整体业绩增长超预期。

图 5：2016-21Q1 合全药业存货占药明康德比例较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2016-21Q1 药明康德和合全药业合同负债变化



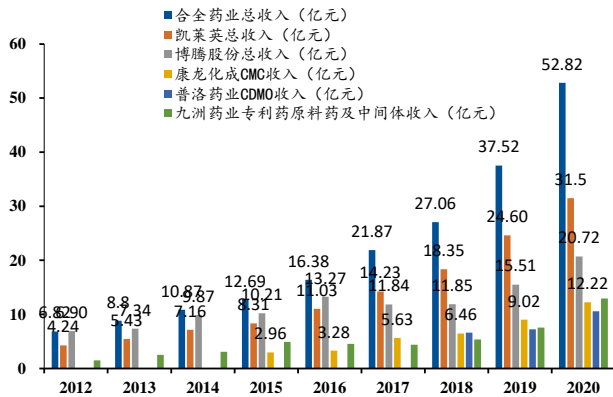
资料来源：Wind，浙商证券研究所

**产能：持续规划和投放确保业绩高速增长基础。**从 IPO 和 2020 年定增资金使用的规划可以看出，未来小分子 CDMO 产能快速扩张仍是公司未来业务拓展的重心。2018 IPO 资料和 2020 年定增方案中披露的募投项目中小分子 CDMO 固定资产投入额占全部固定资产项目投资额的 54.6%（此处按照项目投资总额计算并扣掉补充流动资金的钱，港股 IPO 资金用途与 2018A 股 IPO 用途有较大重合度，故未单独列入）。基于以上数据分析我们认为现在公司小分子 CMO/CDMO 业务仍处于产能扩张期，未来新产能持续投放后有望带来小分子 CMO/CDMO 业务业绩的加速增长，从而奠定了该业务快速增长的产能基础。

## 2.2. 成长性强：海外 API 和制剂 CDMO 加速产能布局，打开天花板

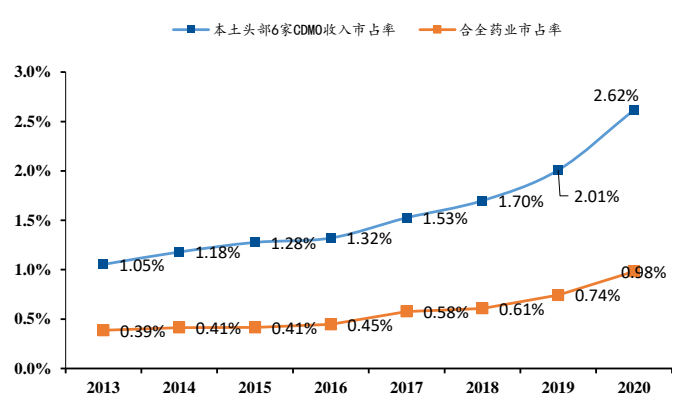
**天花板：市占率低，海外 API 和制剂 CDMO 产能加速布局，天花板有望打开。**考虑到 API 和制剂 CDMO 业务目前仍有较强的属地性（参考我们深度报告《欧印中 CDMO 业态比较，挖掘拐点和平台型投资机会》，从区域分布看，2019 年全球供应的 CDMO 项目（注：全球化项目指项目的各个部分由全球不同地区的参与者分工完成）仅占总项目数量的 15%，大部分项目仍由本土机构执行）。因此海外布局 API 和制剂产能也成为快速切入海外药企 API 和制剂供应链体系内最快的方式。

图 7：2012-2020 年头部小分子 CDMO 企业收入体量对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

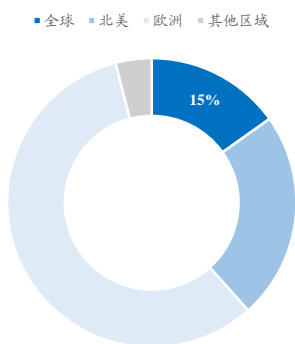
图 8：2013-2020 年合全药业全球市占率持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

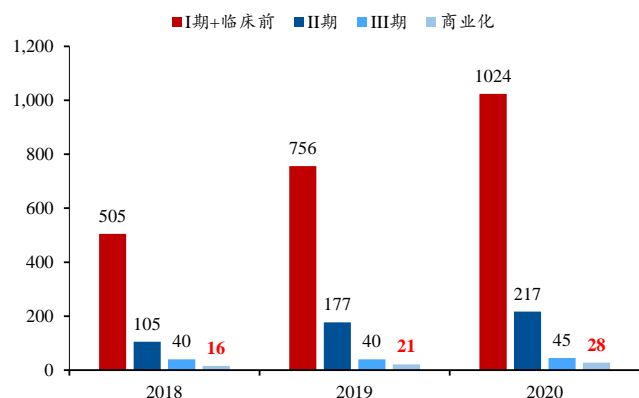
**CDMO 产能拆解：**公司大部分小分子 CDMO 产能在国内（已经在上海外高桥（API 研发+制剂研发与生产）、上海金山（API+中间体生产）、江苏常州（原料药、多肽、寡核苷酸研发与生产）、江苏无锡（制剂商业化生产）和美国圣地亚哥（原料药研发与生产、制剂生产）建立了多个研发和生产基地），2021Q1 合全药业宣布将收购百时美施贵宝位于瑞士库威（Couvet）的生产基地（制剂 CDMO 产能），库威工厂将成为合全药业在欧洲的首个生产基地，进一步拓展其平台能力与规模。此外公司美国 API/制剂生产基地预计也很快进入建设阶段。而参考跨国 CDMO 企业产能全球化布局（如 Lonza 和 Catalent 等），本土 CDMO 企业在 API 和制剂领域加快布局有望加速切入海外药企供应链体系内。但是，基于目前海外高端的 API 和制剂 CDMO 产能向国内转移速度相对较慢（相对于中间体）情况来看，公司在海外高端 CDMO 产能的布局有望加快切入全球 API 和制剂 CDMO 供应链体系，打造更强的竞争力。

图 9：2019 年全球主要 CDMO 项目的区域分布



资料来源：Pharma source, 浙商证券研究所

图 10：合全药业 CMO/CDMO 创新药项目所处临床阶段拆分



资料来源：公司年报, 浙商证券研究所

再次强调：我们认为小分子 CDMO 业绩加速核心来自能力建设进入兑现期，驱动因素方面是临床 II/III 期项目和商业化项目持续增长，2019 年和 2020 年小分子 CDMO 业务收入端同比增速呈现加速趋势（2018：28%，2019：39%，2020：40.8%），业绩加速核心驱动力有可能来自于报告期内商业化项目数量进入快速兑现期（2019 年和 2020 年新增 5 个和 7 个商业化项目，呈现明显加速）。

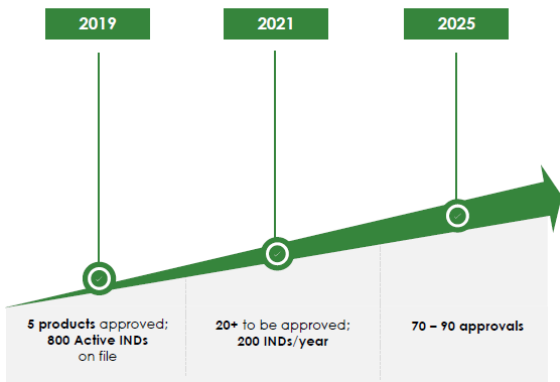


### 3. 新业务：怎么看待细胞和基因疗法 CDMO 业务估值？

#### 3.1. CGT CDMO 行业即将进入快速发展期

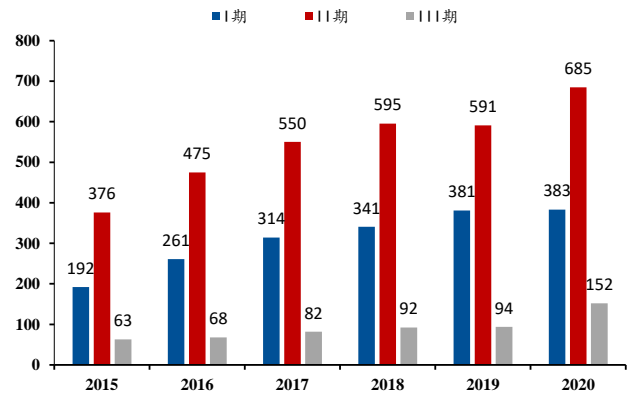
CGT 行业进入产品快速上市期，有望带动 CGT CDMO 行业快速发展。截止 2020 年底，全球共有 1220 项细胞和基因疗法药物处于临床阶段。根据 FDA 官网数据预测 2025 年每年将会有 10-20 个细胞和基因疗法药物获批上市，根据 Lonza 官网预测，到 2025 年全球会有 70-90 个细胞和基因疗法药物获批上市。这也就意味着未来 5 年应该能够看到细胞和基因疗法药物进入大规模上市期。

图 11: Lonza 预测到 2025 年将有 70-90 个 CGT 药物上市



资料来源: Lonza 官网, 浙商证券研究所

图 12: 2015-2020 年处于临床阶段细胞和基因疗法药物数量

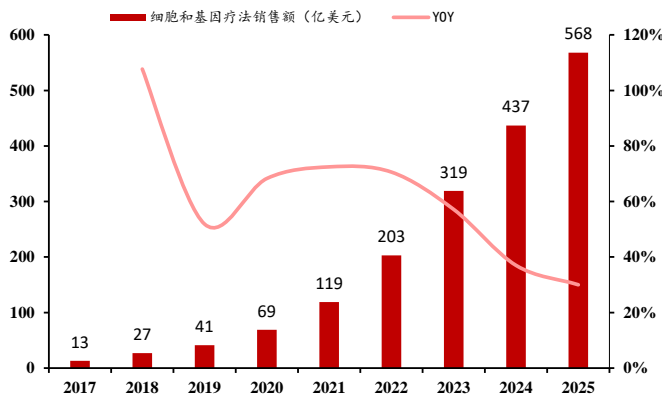


资料来源: ARM 年报, 浙商证券研究所

#### 3.2. 对比生物药 CDMO 行业，CGT CDMO 可能会带来较大估值弹性

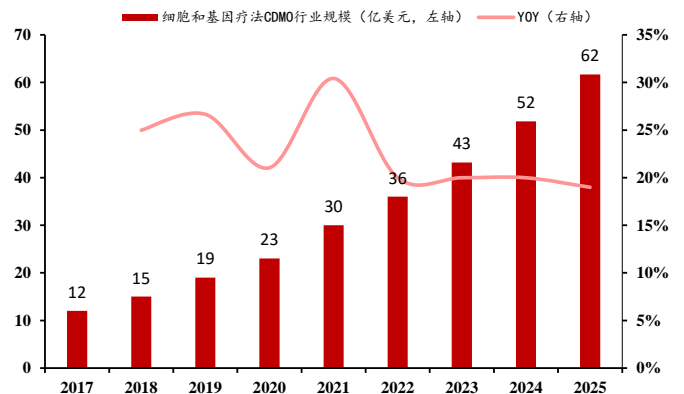
对比生物药 CDMO 行业，未来 CGT CDMO 可能具有更高的景气度和投资前景。对比目前 CDMO 行业中景气度最高的生物药 CDMO 行业，我们发现从 1986 年第一个抗体药物（莫罗莫那-CD3 /Muromonab-CD3）上市，至今约 35 年才真正实现了第 100 个抗体类药物（2021 年 4 月 GSK 的抗 PD-1 单抗 dostarlimab）上市。而第一个真正意义上在欧美获批上市的细胞和基因疗法药物是 2016 年 12 月获 FDA 批准的用于 SMA 适应症的 Spinraza（Biogen/Ionis）。这也就意味着细胞和基因疗法药物实现从 1 到 100 个上市药物的突破可能仅需要 10 年附近时间，细胞和基因疗法 CDMO 行业（从壁垒角度和生产工艺开发和放大难度来讲 CGT CDMO > 大分子 CDMO > 小分子 CDMO）有可能会具有更快的增速水平和更好的投资前景。

图 13: 2025 年 CGT 药物全球销售额有望达到 568 亿美元



资料来源: EvaluatePharma, 浙商证券研究所

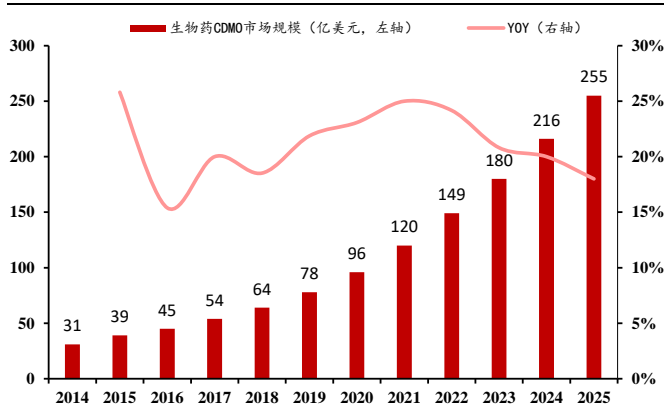
图 14: 2017-2025 年 CGT CDMO 行业市场规模



资料来源: 药明康德港股招股书, 浙商证券研究所

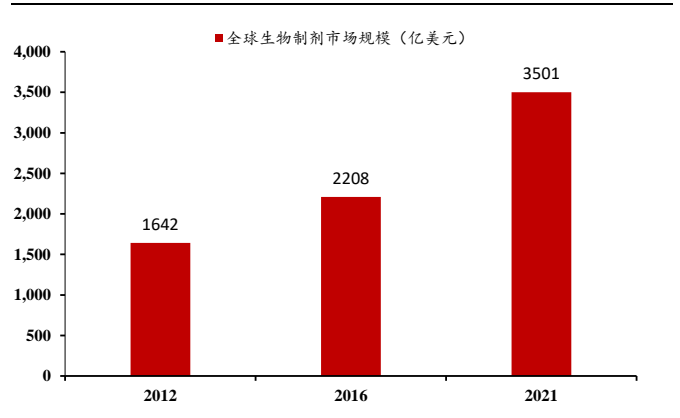
对比生物药 CDMO 行业，CGT CDMO 业务或许具有较高的估值弹性。如果假设 2025 年药明康德 CGT CDMO 业务全球市占率达到 10% 附近（药明康德 2018 年港股 IPO 招股书数据显示 2017 年公司在全球 CGT CDMO 行业市占率约为 8.1%，全球排名第四，美国市占率 18.2% 排名第二，因此我们认为 2025 年 10% 市占率相对比较容易实现），美元兑人民币汇率 7，就意味着其 2025 年收入体量有望达到 43.55 亿元，相对 2020 年 CAGR 约为 32.6%。考虑到 CGT CDMO 业务更高壁垒和开发难度，与生物药 CDMO 行业对比，药明康德 CGT CDMO 业务所处的竞争格局和全球市占率比药明生物更具优势（药明生物官网数据显示：2019 年全球市占率在 5.1%，全球市占率第三。药明康德港股招股书数据显示公司 CGT CDMO 业务 2017 年全球市占率 8.1%，全球第四）。如果 2025 年药明康德 CGT CDMO 业务收入体量达到 2019 年药明生物收入体量情况下，更高的竞争壁垒和更优的竞争格局有可能意味着 CGT CDMO 业务更高的估值弹性。

图 15：生物药 CDMO 行业市场规模



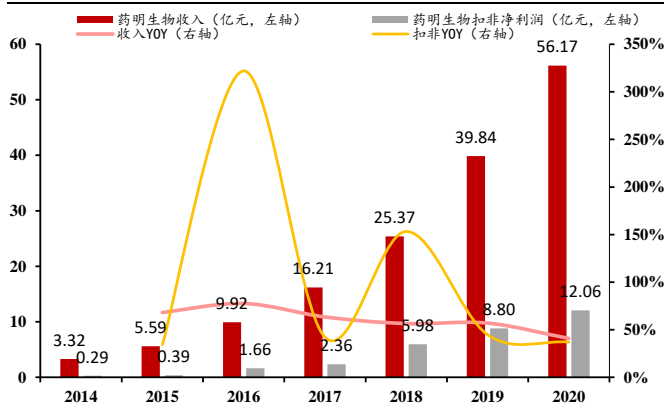
资料来源：康龙化成港股招股书，浙商证券研究所

图 16：生物制剂 CDMO 行业市场规模



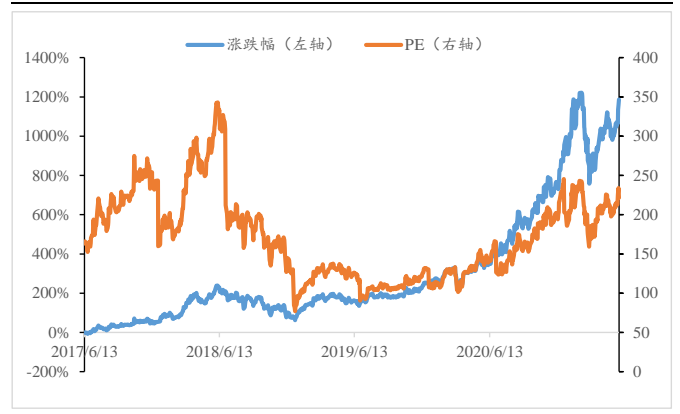
资料来源：药明生物招股书，浙商证券研究所

图 17：药明生物 2014-2020 年收入和扣非后归母净利润



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：药明生物上市以来股价涨幅以及 PE 变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4. 估值与投资建议

我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.67、2.15、2.77 元/股，2021 年 5 月 31 日收盘价对应 2021 年 PE 为 100 倍（对应 2022 年 PE 为 78 倍）。从可比公司历史估值水平来看，药明康德估值水平一直领先行业，我们认为这也反映了公司一体化平台溢价以及在行业中各细分业务龙头地位。我们预计 2021 年公司经调整 Non-IFRS 归母净利润有望达到 48.13 亿，对应公司 2021 年主业 PE 为 83 倍，仍处于相对低估位置，维持“买入”评级。

**表 1：可比公司估值**

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		5 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300759.SZ	康龙化成	180.30	1.48	1.84	2.45	122	98	74	买入
002821.SZ	凯莱英	373.00	2.98	4.30	5.89	125	87	63	买入
300347.SZ	泰格医药	174.99	1.76	2.19	2.59	99	80	68	买入
603127.SH	昭衍新药	170.15	1.72	1.96	2.60	99	87	65	买入
300363.SZ	博腾股份	65.88	0.60	0.75	1.01	110	88	65	买入
平均值						111	88	67	

资料来源：浙商证券研究所

## 5. 风险提示

**1) 全球创新药研发投入景气度下滑的风险。**由于公司所处行业与创新药企研发投入相关性较大，也与全球生物医药行业投融资景气度息息相关，若全球研发投入不达预期有可能或造成公司业绩受到影响。

**2) 国际化拓展不顺造成相关业务下滑或增长不顺的风险。**公司的核心发现业务的增长取决于全球化客户的拓展，特别是小分子研发的长尾客户的拓展，我们认为在新客户的拓展、区域布局方面存在一定的不确定的风险，一旦出现国际化拓展的不顺利，可能造成存量核心客户增长乏力的风险；当然，这一点对于临床试验业务也是有同样的影响。

**3) 竞争风险。**公司作为医药外包的龙头企业，业务涵盖早期药物发现、小分子 CDMO、临床 CRO 服务、细胞和基因疗法 CDMO 等多项核心业务，由于各细分领域竞争较为激烈，面临较大的竞争风险。

**4) 汇兑风险。**公司目前超过 77% 收入来自海外客户，可能存在因为人民币升值带来的汇兑损失的风险。

**5) 业绩不达预期风险。**公司盈利能力受到成本和费用等多方面影响，人力等成本上升较快或者海外业务拓展带来较高运营成本、固定资产投入等均会对公司业绩造成影响使其不达预期。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	23059	23477	28890	34776	<b>营业收入</b>	16535	22226	29193	38415
现金	10237	4859	5839	7683	营业成本	10253	13468	17399	22498
交易性金融资产	4618	8000	9000	10000	营业税金及附加	35	46	61	80
应收账款	3667	4848	5997	7520	营业费用	588	776	1051	1460
其它应收款	32	29	30	29	管理费用	1839	2445	3357	4610
预付账款	176	194	275	340	研发费用	693	956	1284	1729
存货	2686	3045	5048	6201	财务费用	520	134	166	265
其他	1644	2502	2702	3002	资产减值损失	75	89	131	192
<b>非流动资产</b>	23232	34052	40418	45760	公允价值变动损益	52	50	30	10
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	606	500	500	500
长期投资	765	1000	1100	1300	其他经营收益	199	42	42	42
固定资产	5710	8629	11723	14538	<b>营业利润</b>	3389	4905	6315	8134
无形资产	998	1090	1125	1183	营业外收支	(20)	(20)	(20)	(20)
在建工程	3086	6057	6705	6470	<b>利润总额</b>	3369	4884	6295	8114
其他	12673	17275	19765	22269	所得税	383	782	1007	1298
<b>资产总计</b>	46291	57529	69308	80536	<b>净利润</b>	2986	4103	5288	6816
<b>流动负债</b>	7920	7267	12955	16586	少数股东损益	26	36	46	59
短期借款	1230	100	4357	6038	<b>归属母公司净利润</b>	2960	4067	5242	6757
应付款项	941	1093	1238	1375	<b>EBITDA</b>	4377	6162	7888	10092
预收账款	0	0	0	0	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.21	1.67	2.15	2.77
其他	5749	6074	7359	9173	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	5652	6819	7889	8969		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	5652	6819	7889	8969	营业收入	28.46%	34.41%	31.35%	31.59%
<b>负债合计</b>	13573	14086	20844	25555	营业利润	44.79%	44.70%	28.76%	28.81%
少数股东权益	225	260	307	366	归属母公司净利润	59.62%	37.39%	28.87%	28.91%
归属母公司股东权益	32494	43182	48158	54615	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	46291	57529	69308	80536	毛利率	37.99%	39.41%	40.40%	41.44%
					净利率	18.06%	18.46%	18.11%	17.74%
					ROE	11.81%	10.68%	11.41%	13.06%
					ROIC	8.24%	8.73%	9.32%	10.49%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	29.32%	24.48%	30.07%	31.73%
					净负债比率	10.37%	1.06%	21.14%	23.82%
					流动比率	2.91	3.23	2.23	2.10
					速动比率	2.57	2.81	1.84	1.72
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.44	0.43	0.46	0.51
					应收账款周转率	5.01	5.20	5.30	5.50
					应付账款周转率	13.65	13.42	15.16	17.52
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.21	1.67	2.15	2.77
					每股经营现金	1.63	1.36	2.59	3.74
					每股净资产	13.31	17.68	19.72	22.36
					<b>估值比率</b>				
					P/E	137.93	100.39	77.90	60.43
					P/B	12.56	9.46	8.48	7.48
					EV/EBITDA	72.30	64.89	51.11	39.94

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29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>