

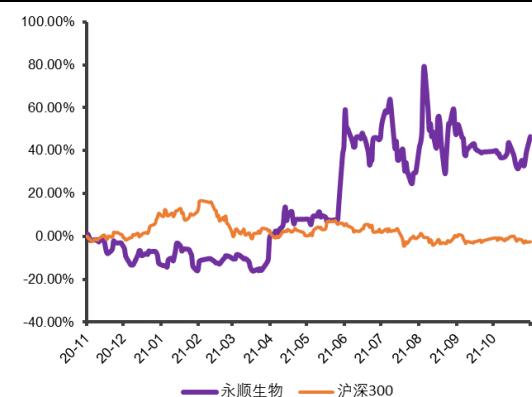
2021 年 11 月 9 日

**永顺生物 (839729.NQ)：专注动物疫苗，受益行业复苏**
**审慎推荐（首次）**
**农业**
**当前股价：16.89 元**
**主要财务指标（单位：百万元）**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	333	385	398	404
(+/-)	0.3%	15.7%	3.5%	1.5%
营业利润	86	117	126	133
(+/-)	17.7%	35.7%	7.6%	5.4%
归属母公司净利润	80	106	114	120
(+/-)	26.4%	32.0%	7.6%	5.5%
EPS (元)	1.03	1.36	1.46	1.54
市盈率	16.6	12.6	11.7	11.1

**公司基本情况（最新）**

总股本/已流通股（亿股）	27335 / 0
流通市值（亿元）	0
每股净资产（元）	2.52
资产负债率（%）	13.9

**股价表现（最近一年）**


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：姚嘉杰

执业证书编号：S1050520020002

电话：(86 21) 54967860

邮箱：yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● 公司专注于兽用生物制品研发销售。动物疫苗产品为公司的核心产品，公司的收入以疫苗的生产销售以及技术转让为主，公司凭借较强的技术研发实力，经过数年的沉淀和积累，针对国内畜禽重大疫病开发了多种疫苗产品，目前公司拥有知识产权证书 17 项，其中发明专利 9 项，实用新型 8 项，拥有新兽药证书 18 项、生产批文 29 项，参与研发成功并制定国家兽用生物制品生产规程与质量标准 18 项。

● 下游需求回暖，公司业绩复苏。2018 年年底至 2019 年，非洲猪瘟爆发导致我国养殖行业遭受较大的打击，公司营收出现了较大的下滑。随着国家对生猪养殖稳产保供政策支持及非洲猪瘟防控常态化，国内生猪存栏量逐步恢复至正常水平，公司 2021 年三季度营业收入 2.86 亿元，同比增 19.25%，归母净利润 0.74 亿元，同比增 30.05%。

● 行业规模不断扩大，竞争格局有望不断改善。随着生猪存栏的恢复，行业规模的上行趋势不改，预计 2020 年达到 140 亿，同时新注册兽用生物制品数量也在波动增长。我国兽用生物制品行业规模虽不断扩大，但是仍然存在行业集中度低、规模效应弱的问题。随着近年来政府对食品安全以及兽药监管日趋严格，对饲料添加剂、抗菌药、兽药以及养殖生态链提出了更高的要求，研发能力达不到要求的中小型兽药企业或逐渐退出市场，同时由于行业壁垒变高，新进入者也将逐渐减少，行业龙头或显著受益，行业集中度有望逐步提升。

● 工艺技术多年沉淀，海外开拓推进顺利。公司通过多年的技术积累，已经在疫苗生产领域形成了完备的生产工艺体系，掌握了诸多核心产品制备的工艺技术。公司三个产品已取得越南注册和进口许可并实现销售收入，埃及、巴基斯坦等地区的工作也正在稳步推进。

● 盈利预测：我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 3.85 亿元、3.98 亿元和 4.04 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 1.06 亿元、1.14 亿元和 1.20 亿元。首次覆盖，给予“审慎推荐”的投资评级。

● 风险提示：产业政策变化的风险；研发风险；市场系统性风险等。



## 正文目录

1. 公司业务分析.....	4
1.1 公司专注于兽用生物制品研发销售.....	4
1.2 公司股权结构.....	5
1.3 生猪存栏恢复，需求回暖带动公司业绩复苏.....	6
1.4 净利率稳定，费用率改善.....	6
2. 公司所处行业情况 .....	7
2.1 兽用生物制品行业规模处于上行通道 .....	7
2.2 行业政策趋严或改善竞争格局 .....	8
3. 公司竞争优势 .....	9
3.1 工艺技术沉淀多年，提升公司核心竞争力 .....	9
3.2 海外市场开发稳步推进，有望增厚业绩 .....	10
4. 公司盈利预测与估值.....	11
5. 风险提示.....	11



## 图表目录

图表 1 公司研究领域的产品和特点.....	4
图表 2 公司主要产品分类和用途.....	5
图表 3 公司股权结构.....	5
图表 4 公司 2016-2021Q3 营业收入（百万元）及增速（%） .....	6
图表 5 公司 2016-2021Q3 归母净利润（百万元）及增速（%） .....	6
图表 6 公司 2016-2021Q3 毛利率净利率表现（%） .....	6
图表 7 公司 2016-2021Q3 费用率表现（%） .....	6
图表 8 2013-2020E 中国兽用生物制品行业规模（亿元）及增速（%） .....	7
图表 9 2013-2020 年中国兽用生物制品新注册产品数（个） .....	8
图表 10 2020 年动保行业主要上市公司兽用生物制品市占率%.....	8
图表 11 2019 年至 2021 年上半年食品安全和兽药监管相关政策 .....	9
图表 12 公司工艺技术的特点.....	10
图表 13 行业内横向对比 2020 年研发费用率 .....	10
图表 14 公司营业收入假设.....	11
图表 15 公司盈利预测（百万元） .....	13



## 1.公司业务分析

### 1.1 公司专注于兽用生物制品研发销售

公司是专业从事兽用生物制品研发、生产、经营销售和技术服务于一体的高新技术企业，是国家生物产业基地生物制品研发与生产公共服务平台、广州市工程技术研究开发中心、广东省动物生物制品科技创新中心依托单位。公司主要产品为畜用、禽用动物疫苗，产品种类覆盖了包括猪瘟系列疫苗、高致病性禽流感系列疫苗、高致病性猪蓝耳病疫苗等重大动物疫病疫苗及猪伪狂犬病疫苗、猪圆环病疫苗、鸡新城疫疫苗、鸡法氏囊疫苗等多种常规畜禽疫苗。疫苗的技术成果转让也是公司收入的组成部分。

公司在动物疫病疫苗领域的研究围绕两大动物疫苗系列，分别是重大动物疫病疫苗和一般（非重大）动物疫病疫苗，用于国内主要的动物疫病防控。同时，公司在市场化竞争中也不断更新和精进自身的生产工艺技术。

图表1 公司研究领域的产品和特点

疫苗分类	产品	特点
重大动物疫病疫苗	高致病性禽流感灭活疫苗、高致病性猪繁殖与呼吸综合征(高致病性猪蓝耳病)疫苗、猪瘟活疫苗等	通过自主研发和产品技术转让等方式取得技术，由国家监管部门批准生产，产品列入国家动物疫病强制免疫计划，参与政府采购
一般（非重大动物）动物疫病疫苗	猪伪狂犬病活疫苗、猪圆环病疫苗、鸡新城疫疫苗、鸡法氏囊疫苗、猪链球菌活疫苗、猪肺疫活疫苗、猪多杀性巴氏杆菌病活疫苗、鸡毒支原体活疫苗等	根据市场需求，通过自主研发和产品技术转让等方式，取得生产许可，自主销售

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部整理

动物疫苗产品为公司的核心产品，公司的收入以疫苗的生产销售以及技术转让为主，公司凭借较强的技术研发实力，经过数年的沉淀和积累，针对国内畜禽重大疫病开发了多种疫苗产品。截至 2021 年 6 月 30 日，公司拥有知识产权证书 17 项，其中发明专利 9 项，实用新型 8 项，拥有新兽药证书 18 项、生产批文 29 项，参与研发成功并制定国家兽用生物制品生产规程与质量标准 18 项。

公司除研发生产兽用生物疫苗产品销售外，还通过相关疫苗生产技术的转让获得收入，公司的核心产品猪瘟活疫苗（传代细胞源）相关技术处于国际领先水平，该产品技术自 2011 年起陆续转让给大华农、普莱柯、瑞普生物、武汉中博、天康牧业等 18 家国内动物疫苗生产企业，同时受让企业每年按该产品销售收入（销售额扣除营业税之后的金额）的 5% 支付技术使用费给永顺生物和中国兽医药品监察所。

图表 2 公司主要产品分类和用途

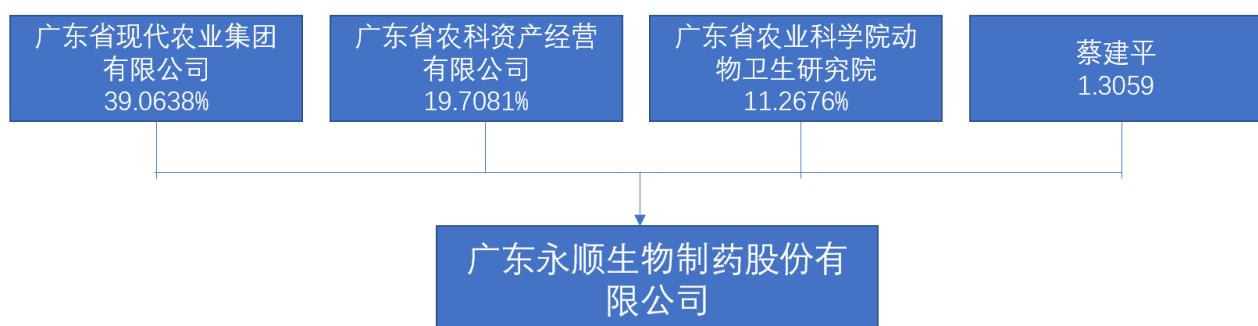
产品分类	主要产品	主要用途
猪用活疫苗	猪瘟活疫苗(传代细胞源)	预防由猪瘟病毒感染引起的相关疾病
	猪瘟活疫苗(细胞源)	
	狂犬病活疫苗 (Bartha-K61株)	预防由伪狂犬病毒感染引起的相关疾病
	高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (GDr180株)	
	高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (JXA1-R株)	预防高致病性猪繁殖与呼吸综合征
猪用灭活疫苗	猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗(NVDC-JXA1株)	
	猪圆环病毒2型灭活疫苗(WH株)	预防猪圆环病毒感染引起的相关疾病
	猪链球菌病2型灭活疫苗	预防猪链球菌病2型感染引起的相关疾病

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部整理

## 1.2 公司股权结构

公司第一大股东为广东省现代农业集团，持股比例 39.0638%，其中公司的董事长谭德明为最终受益人。

图表 3 公司股权结构



资料来源：wind，华鑫证券研发部



### 1.3 生猪存栏恢复，需求回暖带动公司业绩复苏

2018年年底至2019年，非洲猪瘟爆发导致我国养殖行业遭受较大的打击，公司下游需求也随之减少，公司2019年营收出现了较大的下滑。随着国家对生猪养殖稳产保供政策支持及非洲猪瘟防控常态化，国内生猪存栏量逐步恢复至正常水平，公司抢抓机遇，加强对规模化养殖场及国外市场的开发力。2020-2021年三季度，公司营业收入增速逐步恢复，归母净利润也维持了较高的增长。其中2021年前三季度，公司毛利率较高的技术转让实现收入1,746.36万元，而上年同期技术转让收入为351.16万元，同比增长397.31%。

图表4 公司2016-2021Q3营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表5 公司2016-2021Q3归母净利润（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 1.4 净利率稳定，费用率改善

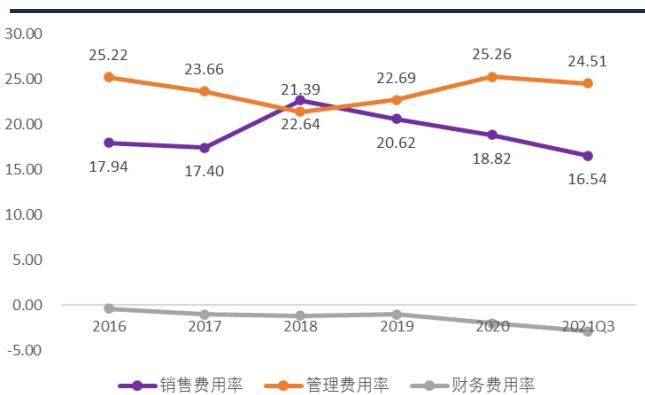
公司所处的兽用生物制品行业毛利率水平较高，尽管非瘟疫情的出现导致2019年行业毛利率出现小幅下滑，但依然不影响整体毛利率上行的趋势，同时公司费用端把控较好，尤其销售费用率一直在缓慢下降，促使公司整体净利率变化与毛利率变化均有所改善。

图表6 公司2016-2021Q3毛利率净利率表现（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表7 公司2016-2021Q3费用率表现（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部



## 2. 公司所处行业情况

### 2.1 兽用生物制品行业规模处于上行通道

我国畜牧业近几年来发展速度较快，带动了诸如兽用生物制品行业、饲料行业等相关产业的发展。根据中国兽药协会统计，2013–2019 年我国兽用生物制品行业销售额呈现波动上升的态势，但因非瘟疫情影响，2019 年兽用生物制品行业的销售额达到 118.36 亿元，同比减少 10.95%。但随着生猪存栏的恢复，行业稳步上行趋势不改。

从兽用生物制品的产品结构来看，我国兽用生物制品生产企业中疫苗占绝大多数，收入占比超过 99%，诊断制品和其他生物制品兽药所占比重均低于 1%。因此，目前中国市场的主要需求为疫苗类型兽用生物制品。

图表 8 2013–2020E 中国兽用生物制品行业规模（亿元）及增速（%）



资料来源：中国兽药协会，前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

2013–2020 年，新注册兽用生物制品新注册量波动增长。根据中国兽医药品监察所统计数据显示，截止至 2020 年年底，新注册兽药产品中以三类新兽药为主，共有 32 个。



图表 9 2013-2020 年中国兽用生物制品新注册产品数（个）

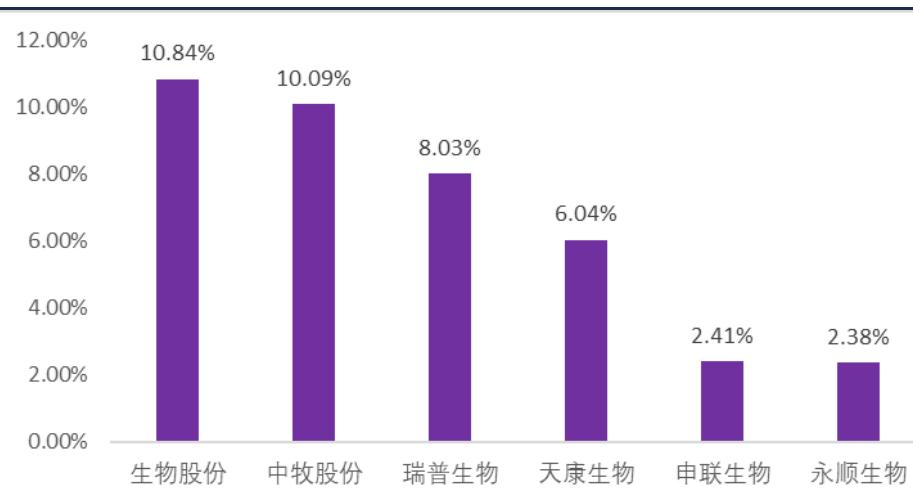


资料来源：中国兽药协会，前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

## 2.2 行业政策趋严或改善竞争格局

我国兽用生物制品行业规模虽不断扩大，但是仍然存在行业集中度低、规模效应弱的问题。我们整理了几家动保龙头上市公司的经营数据，生物股份 2020 年相关业务营收为 15.18 亿元，市占率为 10.84%，中牧股份相关业务营收为 14.13 亿元，市占率为 10.09%，瑞普生物相关业务营收为 11.24 亿元，市占率为 8.03%。六家公司市占率合计不足 40%，由此可见兽用生物制品行业集中度较为分散。

图表 10 2020 年动保行业主要上市公司兽用生物制品市占率%



资料来源：wind，华鑫证券研发部

我国近年来对食品安全以及兽药监管日趋严格，农业农村部、国务院办公厅、中共中央以及全国人大先后对饲料添加剂、抗菌药、兽药以及养殖生态链提出了更高的要求，目的在于加快建设现代化的养殖体系，加强食品安全的监管，促进我国养殖、畜牧业的健康发展。

我们认为长期来看监管趋严有利于我国养殖及畜牧业的健康发展，而短期来看，兽药和饲料添加剂的监管会对相关企业产品造成较大的影响，研发能力达不到要求的

中小型兽药企业会逐渐退出市场，同时由于行业壁垒变高，新进入者也将逐渐减少，行业龙头或显著受益，行业集中度有望逐步提升。

图表 11 2019 年至 2021 年上半年食品安全和兽药监管相关政策

序号	名称	发布时间	发布单位	主要相关内容
1	国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	2021.03	全国人大	深入实施食品安全战略，加强食品全链条质量安全监管，推进食品安全放心工程建设攻坚行动，加大重点领域食品安全问题联合整治力度；大力发展现代畜牧业，促进水产生态健康养殖；加强动物防疫和农作物病虫害防治，强化农业气象服务
2	关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见	2021.02	中共中央、国务院	加快构建现代养殖体系，保护生猪基础产能，健全生猪产业平稳有序发展长效机制，积极发展牛羊产业，继续实施奶业振兴行动，推进水产绿色健康养殖
3	关于深入推进动物疫病强制免疫补助政策实施机制改革的通知	2021.02	农业农村部	2022年，全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”，年底前政府招标采购强免疫苗停止供应规模养殖场户；2025年，逐步全面取消政府招标采购强免疫苗；修订《兽用生物制品经营管理办法》，放开强免疫苗经营渠道，允许疫苗生产企业及其委托的兽药经营企业面向养殖场户销售疫苗
4	对十三届全国人大三次会议第7546号建议的答复	2020.1	农业农村部	加大对兽药行业的政策支持，明确要加快中兽药产业发展，建立符合中兽药特点的注册制度，加强疗效确切中兽药和药物饲料添加剂研发，在中兽药药物饲料添加剂注册方面实现突破，批准了博落回散、山花黄芩提取物散可添加到商品饲料
5	关于促进畜牧业高质量发展的意见	2020.09	国务院办公厅	因地制宜发展规模化养殖，引导养殖场（户）改造提升基础设施条件，扩大养殖规模，提升标准化养殖水平；深化对外交流，加强先进设施装备、优良种质资源引进，开展动物疫苗科研联合攻关；加强兽用抗菌药综合治理，实施动物源细菌耐药性监测、药物饲料添加剂退出和兽用抗菌药使用减量化行动
6	2020年畜牧兽医工作要点	2020.02	农业农村部	实施兽药残留监控计划和动物源细菌耐药性监测计划。开展兽用抗菌药使用减量化行动试点。加强兽药使用监督和指导，有序推进抗菌药类促生长药物饲料添加剂退出工作
7	中华人民共和国农业农村部公告第194号	2019.07	农业农村部	自2020年1月1日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书；自2020年7月1日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料；改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式，不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号，可在商品饲料和养殖过程中使用

资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

### 3. 公司竞争优势

#### 3.1 工艺技术沉淀多年，提升公司核心竞争力

生产工艺技术是生物制品生产企业的核心竞争力之一，也是疫苗技术产业化的关键技术环节。生物制品生产企业在不断的生产工艺改进中，可以有效地提高疫苗的质量和生产效率。公司通过多年的技术积累，已经在疫苗生产领域形成了完备的生产工艺体系，掌握了诸多核心产品制备的工艺技术。



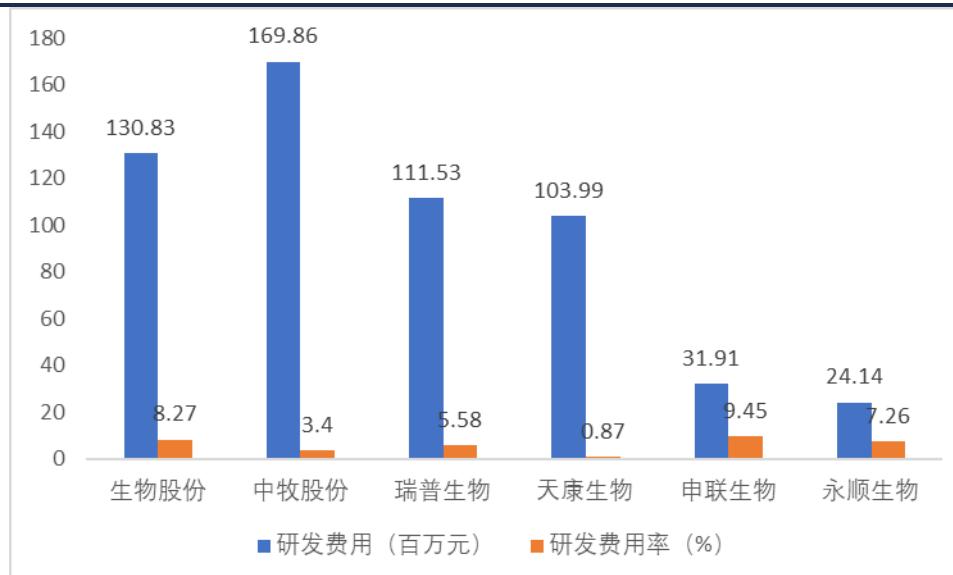
图表 12 公司工艺技术的特点

工艺技术	关键技术环节
细胞、细菌大规模培养工艺技术	鸡胚无内源病毒化生产技术；动物细胞悬浮化驯化技术；动物细胞无血清化培养驯化技术；动物细菌高密度培养工艺技术；动物细胞悬浮连续培养工艺技术
抗原浓缩、提纯工艺技术	膜法浓缩与纯化技术；离心法浓缩与纯化技术；包裹法浓缩与纯化技术。
疫苗新剂型工艺技术	猪、鸡活疫苗免疫增强剂技术；猪、鸡灭活疫苗免疫增强剂技术；猪、鸡活疫苗耐热保护剂技术；动物弱毒活疫苗专用稀释剂技术；动物疫苗灭活新工艺技术

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部整理

我们横向对比了六家主要兽药相关上市公司 2020 年的研发费用率和研发费用，永顺生物研发费用为六家中最低，但研发费用率排在第三，可见公司对于研发的重视程度较高，促使研发实力和经验积累在行业内保持着较高的竞争力。

图表 13 行业内横向对比 2020 年研发费用率



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部整理

### 3.2 海外市场开发稳步推进，有望增厚业绩

公司逐步开发海外市场，目前主要以越南市场为主。2020 年，公司的高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (GDr180 株)、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (WH 株) 和鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+HP 株) 三个产品已取得越南注册和进口许可并实现销售收入 123.69 万元，另有多个产品正在越南申请注册中。此外，其他地区如埃及、巴基斯坦等地区的工作也正在稳步推进，



我们认为随着海外开拓的顺利进行，海外地区收入有望快速增长。

## 4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 公司 2021 年疫苗销售业务增长分别为 12%、3%、1%。
- (2) 公司 2021 年技术转让业务前三季度实现收入 1746 万元，保守假设今年四季度没有新增收入，2022、2023 年技术转让业务增速为 15%、10%；
- (3) 公司毛利率稳中有增，2021–2023 年分别为 65%、66%、67%；
- (4) 公司总股本按照当前股本 2.73 亿股计算。

图表 14 公司营业收入假设

营业收入 (万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
疫苗销售	32,491.6	32,791.3	36,726.3	37,828.1	38,206.3
YoY	-14.4%	0.9%	12.0%	3.0%	1.0%
技术转让	657.8	459.8	1,746.0	2,007.9	2,208.7
YoY	-41.7%	-30.1%		15.0%	10.0%
其他业务		7.5	9.0	10.8	12.4
YOY			20.0%	20.0%	15.0%
<b>合计：</b>	<b>33,149.4</b>	<b>33,258.6</b>	<b>38,481.3</b>	<b>39,846.8</b>	<b>40,427.4</b>
营业成本 (万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
疫苗销售	12,125.2	11,367.6	12,854.2	12,861.5	12,608.1
技术转让					
其他业务		12.5	8.1	9.7	11.2
<b>合计：</b>	<b>12,125.2</b>	<b>11,380.1</b>	<b>12,862.3</b>	<b>12,871.2</b>	<b>12,619.3</b>
毛利率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
疫苗销售	62.7%	65.3%	65.0%	66.0%	67.0%
技术转让	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务		-66.6%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>合计：</b>	<b>63.4%</b>	<b>65.8%</b>	<b>66.7%</b>	<b>67.7%</b>	<b>68.8%</b>

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2021–2023 年营业收入分别为 3.85 亿元、3.98 亿元和 4.04 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 1.06 亿元、1.14 亿元和 1.20 亿元。首次覆盖，给予“审慎推荐”的投资评级。

## 5. 风险提示

### (1) 产业政策变化的风险

目前，国家和地方政府每年根据动物疫病流行情况制定强制免疫计划，并根据计划对各类重大疫病进行强制免疫。公司政府采购收入分别占销售收入总额比重相对较高，



若国家强制免疫相关政策发生重大变化，将可能对本公司的生产经营产生不利影响。

(2) 研发风险

由于动物疫苗研发需经历实验室研究、中试生产、临床试验申请与实施、新兽药证书申请注册、产品评审和复核等多个步骤，具有投入大、周期长等特点，而动物疫病病毒（菌）又变异较快，因此公司的新产品研发具有一定的不确定性。如果新产品研发进度不及预期，那么公司行业市占率和行业低位或受到较大影响。

(3) 市场系统性风险。

国内外经济形势变化带来的证券市场波动等。

**图表 15 公司盈利预测 (百万元)**

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>333</b>	<b>385</b>	<b>398</b>	<b>404</b>
货币资金	396	407	433	463	营业成本	114	129	129	126
应收账款	78	86	89	90	营业税金及附加	2	2	2	2
存货	45	50	50	49	销售费用	63	65	68	69
其他流动资产	51	54	56	59	管理费用	60	58	60	61
流动资产合计	570	596	628	661	财务费用	-7	-3	-3	-4
<b>非流动资产:</b>					研发费用	24	27	28	28
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	140	147	152	154
固定资产+在建工程	212	1,536	1,564	1,595	资产减值损失	-2	-3	-3	-3
无形资产+商誉	7	8	8	9	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	15	17	18	20	投资收益	6	6	7	7
非流动资产合计	234	1,560	1,591	1,624	<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>117</b>	<b>126</b>	<b>133</b>
资产总计	804	2,156	2,219	2,285	加: 营业外收入	4	4	5	5
<b>流动负债:</b>					减: 营业外支出	1	1	1	2
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>89</b>	<b>120</b>	<b>130</b>	<b>137</b>
应付账款、票据	46	43	43	42	所得税费用	9	14	16	16
其他流动负债	44	49	53	59	<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>120</b>
流动负债合计	90	91	96	101	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债:</b>					<b>归母净利润</b>	<b>80</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>120</b>
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	21	22	23	25					
非流动负债合计	21	22	23	25					
负债合计	112	114	120	125					
<b>所有者权益</b>									
股本	78	78	78	78	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积金	223	223	223	223	<b>成长性</b>				
未分配利润	350	392	438	486	营业收入增长率	0.3%	15.7%	3.5%	1.5%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润增长率	17.7%	35.7%	7.6%	5.4%
所有者权益合计	692	745	802	862	归母净利润增长率	26.4%	32.0%	7.6%	5.5%
负债和所有者权益	804	859	922	988	总资产增长率	15.7%	168.3%	2.9%	3.0%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>盈利能力</b>				
净利润	80	106	114	120	毛利率	65.8%	66.6%	67.7%	68.8%
折旧与摊销	22	21	21	22	营业利润率	26.0%	30.5%	31.7%	32.9%
财务费用	0	-3	-3	-4	三项费用/营收	42.0%	38.2%	38.2%	38.1%
存货的减少	-14	-5	0	1	EBIT/销售收入	26.8%	31.3%	32.5%	33.8%
营运资本变化	6	-11	-3	-2	净利润率	24.1%	27.5%	28.6%	29.7%
其他非现金部分	-3	1	1	1	ROE	11.6%	14.2%	14.2%	13.9%
经营活动现金净流量	92	109	130	139	<b>营运能力</b>				
投资活动现金净流量	113	-48	-50	-53	总资产周转率	41.4%	17.8%	18.0%	17.7%
筹资活动现金净流量	0	-50	-54	-57	<b>资产结构</b>				
现金流量净额	205	11	26	30	资产负债率	13.9%	5.3%	5.4%	5.5%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	1.14	1.03	1.14	1.15
					<b>每股数据 (元/股)</b>				
					每股收益	1.03	1.36	1.46	1.54
					每股净资产	8.86	9.54	10.27	11.04

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

## 分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>