

600267.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 14.14

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(0.9)	15.7	7.0	2.0
相对上证指数	13.8	18.8	18.3	13.8

发行股数(百万)	1,199
流通股(%)	93
总市值(人民币 百万)	16,949
3 个月日均交易额(人民币 百万)	462
净负债比率(%) (2022E)	28
主要股东(%)	
浙江海正集团有限公司	27

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 5 月 19 日收市价为标准

相关研究报告

- 《医药生物行业国内外新冠小分子药物进展跟踪报告》20220506
- 《化学原料药行业二季度投资策略》20220413
- 《生物医药行业 2022 年二季度策略》20220316

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

海正药业

与旺实生物达成战略合作协议并受托生产新冠口服药 VV116

海正药业 5 月 19 日晚上发布公告称与旺实生物签订《战略合作协议》，公司按照相关约定及 GMP 标准，建立产品相关的生产质量管理文件，进行分析方法验证，开展产品放大试验、临床研究用样品生产、工艺验证、商业化生产等研究，推动旺实生物技术成果转化落地，协议有效期 8 年；此外还签订了《委托生产协议》，公司受托生产 VV116，协议有效期 5 年。

支撑评级的要点

VV116 先发优势明显，产业链提供发展机会。君实生物近公布的 VV116 的 II 期临床试验数据亮眼，表明其能明显改善患者临床症状，缩短新冠病毒核酸转阴时间，显著降低进展为危重型及死亡的风险，并对 Delta、Omicron 变异株有效，目前 II/III 期临床研究已经全面展开，同时也在加速推进申请上市进程。VV116 制剂及其产业链有较为广阔的市场空间，为国内 CDMO 或 API 企业提供了较大业务发展机遇。

海正药业财务指标好转，基本面拐点出现。海正 2019 年开始系统整改，更换管理层并推出股权激励方案，积极处置无效资产，清理或重组冗余子公司。资产负债率逐年下降，经营性现金流转好，扣非净利润在 2020 年出现拐点。2021 年从高瓴收购瀚晖制药 49% 股权使之成为全资子公司，盈利能力得到大幅提升；海晟药业、博锐生物、海正动保等子公司制剂业务维持相对稳步增长，研发进展较快。

原料药制剂一体化，新兴领域积极战略布局。公司积极打造多系列治疗领域的原料药制剂上下游一体化的管线产品梯度组合，保障多个集采产品市场供应。制剂业务灵活把控销售节奏，在集采和疫情影响下销售仍超预期；原料药覆盖潜力疾病领域，产能布局完整，在研管线丰富，并持续加大研发投入。此外，公司在动保、特医、新中药、创新医学等新兴领域进行战略布局，积极持续进行全面布局和重点推进，引进合作方共同做大做强。

估值

预期 2022-2024 年公司净利润为 5.95 亿元，7.18 亿元，8.75 亿元，EPS 分别为 0.50 元，0.60 元，0.73 元，维持 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

VV116 获批不确定性风险，业务拓展不及预期风险；政策变动风险；汇率波动风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	11,354	12,136	12,698	13,588	14,764
变动(%)	3	7	5	7	9
净利润(人民币 百万)	417	487	595	718	875
全面摊薄每股收益(人民币)	0.349	0.407	0.497	0.601	0.732
变动(%)	348.2	16.7	22.1	20.9	21.8
全面摊薄市盈率(倍)	40.5	34.7	28.4	23.5	19.3
价格/每股现金流量(倍)	10.6	9.7	6.8	34.9	4.7
每股现金流量(人民币)	1.33	1.45	2.08	0.41	3.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.0	10.3	9.5	7.0	4.9
每股股息(人民币)	0.048	0.000	0.174	0.210	0.256
股息率(%)	0.3	n.a.	1.2	1.5	1.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

三年全面整改，浴火重生实现业绩稳步增长

业务重组基本完成，业绩进入稳步提升阶段

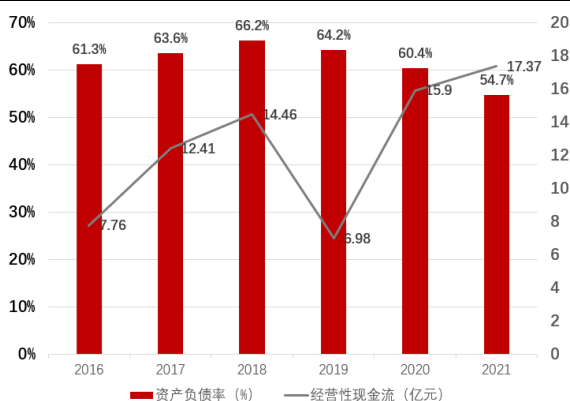
历经 2019 - 2021 年业务整改，各项财务指标得到修复，业绩修复摆脱财务困境。海正药业主营化学原料药和制剂的研发、生产和销售业务，拓展从原料药到制剂上下游一体化的在线与管线产品梯度组合，拥有品种齐全的产品梯度，涵盖抗肿瘤、心血管、抗感染、抗寄生虫、内分泌调节、免疫抑制、保肝护胆等各个药物系列。2016 年公司上市后出现首次年度业绩亏损，经营情况积重难返，2019 年虽然实现扭亏为盈，净利润当期达到 9307.27 万元，但扣非净利润亏损却扩大至 25.21 亿元，根据公司 2019 年 12 月 10 日发布的公告，由于 4.12 亿元研发费用转费用化处理，并且分别计提无形资产减值准备、在建工程/固定资产减值准备和存货跌价准备 1.02 亿元、9.41 亿元和 2.74 亿元，总共减少 2019 年净利润达 17.28 亿元。2019 年开始公司开始进行系统整改，管理体系进行优化，新任管理层推行“聚焦、瘦身、优化”的经营策略，推出股权激励方案，处置无效资产、清理和重组冗余子公司，优化管理体系，提升运营效率，资产负债率逐渐下降，经营性现金流持续转好，扣非净利润在 2020 年出现拐点。2021 年公司的业绩持续增长，实现营收 121.36 亿元，同比增长 6.89%，主要来源于包括瀚晖制药、海晟药业、海正动保在内的制剂销售业务业绩稳步增长，但原料药外销业务，特别是欧盟等药政市场业务仍在恢复阶段；主营业务毛利 49.08 亿元，比 2020 年度增加 5,368 万元，增长 1.11%，主要毛利贡献来自公司自产制剂销售增长带来的毛利影响；归母净利润 4.87 亿元，同比增长 16.71%，归母净利润的增加主要在于瀚晖制药自 2021 年 3 月起按照 100% 合并计入归母净利润的影响，公司制剂收入规模增长、推广效率提升带来的盈利贡献增加，有息负债规模下降、融资相关财务费用同比下降等。2021 年末公司总资产 193.74 亿元，比 2020 年减少 14.86 亿元，主要原因是公司在建工程、开发支出及其他非流动资产转固并计提折旧摊销，货币资金偿付有息负债，存货下降等，使公司总资产和负债规模双降；2021 年底 HPPC 持有的公司可转债金额 14.37 亿元，剔除可转债金额后的资产负债率为 54.67%，较 2020 年下降 5.75%，公司整体财务杠杆率得到较大幅度改善。

图表 1. 海正药业在职高管人员

姓名	职务	任期
喻舜兵	监事会主席	2022-02-24 至 2022-05-12
	职工代表监事	2022-02-18 至 2022-05-12
于铁铭	董事	2021-04-12 至 2022-05-12
李华川	监事	2019-05-13 至 2022-05-12
郑柏超	董事	2019-05-13 至 2022-05-12
金军丽	监事	2019-05-13 至 2022-05-12
费荣富	董事	2019-05-13 至 2022-05-12
李琰	总裁	2019-01-24 至 ---
	董事	2019-05-13 至 2022-05-12
杨志清	高级副总裁	2019-05-13 至 ---
杜加秋	高级副总裁	2019-05-13 至 ---
路兴海	高级副总裁	2020-01-10 至 ---
陈晓华	高级副总裁	2019-05-13 至 ---
	董事	2019-05-13 至 2022-05-12
	副董事长	2019-05-13 至 2022-05-12
蒋国平	董事	2019-05-13 至 2022-05-12
	董事长	2019-05-13 至 2022-05-12
赵磊	高级副总裁	2021-03-19 至 ---
金红顺	高级副总裁	2019-05-13 至 ---
张祯颖	财务总监	2019-03-08 至 ---
沈锡飞	董事会秘书	2017-10-17 至 ---
傅仁辉	独立董事	2019-05-13 至 2022-05-12
杨立荣	独立董事	2019-05-13 至 2022-05-12
赵家仪	独立董事	2019-05-13 至 2022-05-12

资料来源：公司公告，中银证券

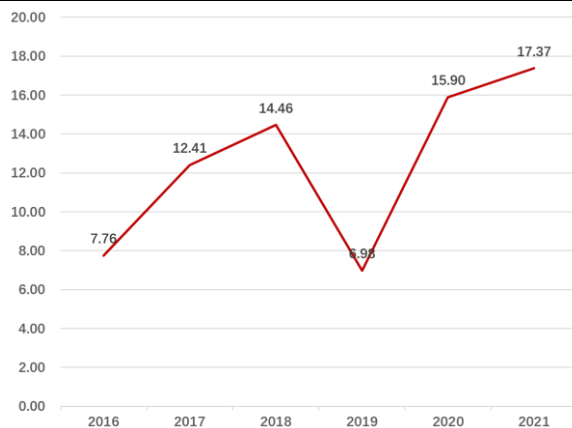
图表 2. 海正药业资产负债率/经营性净现金流



备注：有息负债金额以及资产负债率计算剔除高瓴持有的海正药业可转债金额

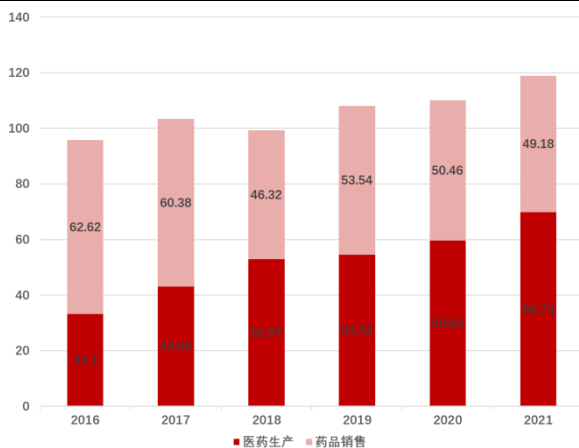
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 海正药业 EBITDA (亿元)



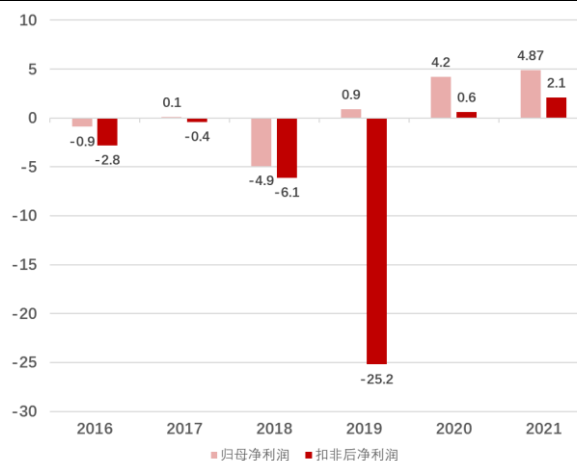
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 海正药业合并营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，中银证券

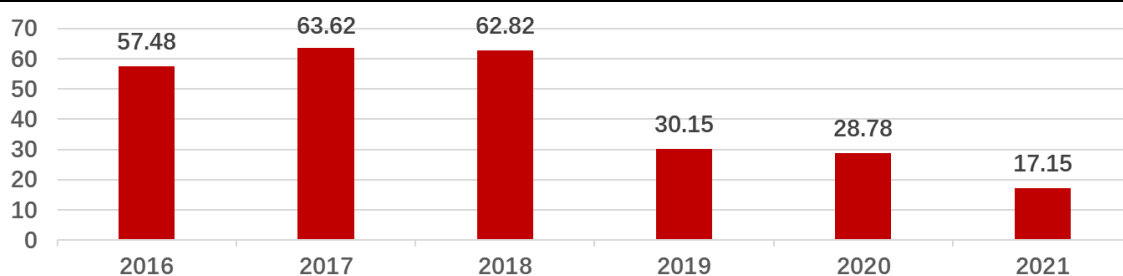
图表 5. 海正药业净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，中银证券

处置无效资产、吸纳结转工程和研发资产，清理或重组冗余子公司。公司近年来积极进行在建工程清理和处置无效资产，在建工程与开发支出余额逐年减少。为进一步盘活闲置资产，提高资产运营效率，2019 年开始公司陆续发布公告转让或出售闲置资产。此外，公司近年来陆续出让了部分参股公司股权，或积极重组相关业务子公司。2019 年 6 月公司对控股子公司博锐生物通过引进社会资本的方式实施增资扩股及部分老股转让；2019 年 12 月公司成功挂牌转让控股孙公司浙江海正宣泰医药有限公司 51% 股权，价格 2371.5 万元；2020 年 4 月公司以 2500 万元将参股公司浙江嘉佑医疗器械有限公司 33.33% 的股权挂牌转让；目前海正动保已完成向云生公司的增资，持有云生公司 100% 股权；2021 年 11 月公司放弃控股子公司军海药业 49% 股权的优先受让权。

图表 6. 海正药业在建工程和开发支出余额合计 (亿元)



资料来源：公司公告，中银证券

持续进行管理体系优化，积极推进欧盟整改。公司贯彻“聚焦、瘦身、优化”原则，通过闲置资产处置、研发项目梳理、前端销售提升、人员优化精简、管控费用支出等手段，盘活公司资产，提升运营效率，降低负债比率。深化改革进程，提升整体管理能力：公司重视研发管线、销售能力、BD 能力、生产管理和财务管控工作，强化总部管理职能。加强财务管控，强化绩效考核，提升内部治理能力：切实降低费用支出，健全预算管理体系，完善资金管理制度。聚焦三大业务板块，提升主营业务水平：原料药板块努力恢复相关海外市场和客户，深入挖掘现有市场和客户潜力，开拓欧美以外的非药政市场和国内原料药及 CMO 市场；制剂板块继续保持瀚晖制药业绩平稳增长，积极优化营销体系，实现核心品种的潜力挖掘及销售突破；生物药板块加强创新项目研发平台的建设完善，推进内外部资源整合。加强研发平台建设，推进项目进度，提升研发效率：对在研项目进行筛选评估，确定重点优势产品。资产处置和优化推进投资一体化管理，提升投资效益：加速对非主营资产进行有效剥离，利用现有资源和产能提高资产收益率。完善合规管理体系，提升管控能力：强化经营合规、QEHS 合规、信息披露合规，降低运营风险。

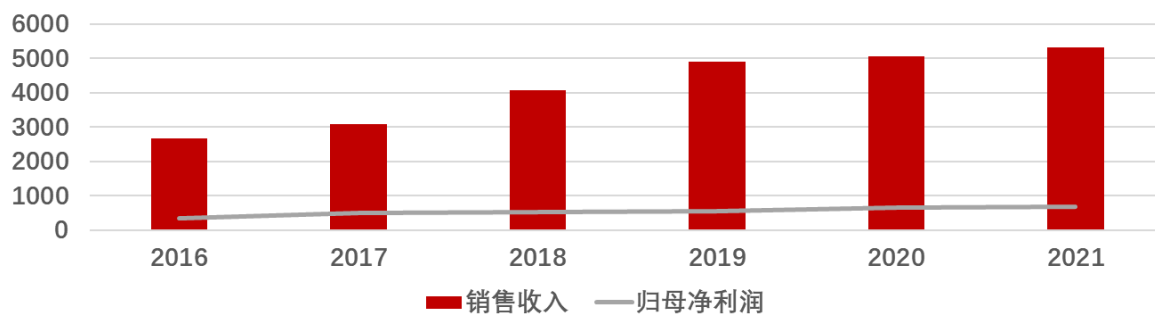
成功推出股权激励计划，瀚晖制药资产重组核心营销平台整合完成。2021 年 9 月 9 日，公司为进一步增强员工的凝聚力和公司的发展活力，完成限制性股票激励计划的首次授予登记工作，以 8.74 元/股向共计 656 名激励对象首次授予公司 A 股普通股股票 2,736.11 万股，并且为进一步完善公司长效激励机制，通过集中竞价交易方式以自有资金回购部分社会公众股份，用于后续实施员工持股计划，截至 12 月 31 日，公司已回购股份 7,869,859 万股，投入超过 1 亿元。此外，2020 年 7 月，公司正式启动重大资产重组事项暨通过发行股份、可转换公司债券及支付现金购买 HPPC Holding SARL 持有的瀚晖制药 49% 股权，对瀚晖制药的直接和间接持股比例由 51% 上升为 100%，全盘接管瀚晖使之成为上市公司全资子公司，助力公司实现产销一体化，推动战略转型和业务协同，聚焦优势资源，提升公司在医药制造行业的核心竞争力。瀚晖重组完成后，公司营销平台通过一体化的运营管理，竞争力及盈利能力得到很大提升。

业务优势明显，产品管线丰富，产研销一体化全面发展

制剂业务克服疫情影响，产品管线丰富，实现稳步增长。公司制剂业务涵盖抗肿瘤、抗感染、抗结核、保肝利胆、心血管等治疗领域，自有品牌制剂的销售以国内市场为主，并已逐步开拓国际市场，疫情期间成仿制药集采赢家。2021 年整体业绩呈持续稳步上升态势，自产制剂药品销售业务较去年同期增加 20.65%，主要是集采产品销量增加，以及特治星地产分包后，提高自产制剂产品的收入。

瀚晖制药是中国领先的 CSO 平台。销售规模处于行业前列，拥有抗肿瘤制剂、口服固体制剂和高端培南类制剂生产线，并逐步向创新药转型，目前 3 个自营销售事业部团队共 1,500 多人，销售区域分为 8 个区域，37 个大区，覆盖 31 个省市自治区以及直辖市，销售范围包括 6,900 余家医院，覆盖超过 86,000 家 OTC 大型连锁及区域龙头连锁门店及 25,000 家地方中小连锁及单体药店终端。辉瑞产品地产化按计划顺利推进，多达一、特治星获得药品生产技术转让批件；美卓乐技术转移补充申请已递交至 CDE，目前审评进行中；甲强龙的地产化注册批已完成生产。目前玫满、多达一、特治星已完成地产化转移，瑞易宁实现分包装地产，瀚晖制药成为国内唯一成功的原研药地产化案例。瀚晖自主研发的首个小分子创新药海博麦布片获批，该品种是国内近年来心血管领域批准的唯一 1 类新药，国内首个、全球第二个口服肠道胆固醇吸收抑制剂。

图表 7. 瀚晖制药销售业绩 (百万元)



资料来源：公司公告，中银证券

瀚晖制药销售收入的稳步提升是公司的销售收入增长和毛利率提升的重要原因之一。2020 年 7 月 20 日，公司发布公告称通过发行股份、可转换公司债券及支付现金向 HPPC 购买瀚晖制药的 49% 股权，并募集配套资金，全盘接管瀚晖制药成为全资子公司，而 HPPC 则通过重组交易间接入股海正药业。瀚晖制药的前身是海正辉瑞，2012 年公司与辉瑞在中美经贸合作论坛上达成合作协议，共同投资 2.95 亿元建立合资公司海正辉瑞，公司和辉瑞分别持股 51% 和 49%。2015-2016 年海正辉瑞的核心产品特治星断供，当年公司销售收入减少近十亿元。因此 2017 年 11 月 11 日，辉瑞签署了其在海正辉瑞 49% 的股权受让协议，不再直接或间接持有海正辉瑞任何股权权益，而高瓴资本通过 HPPC 以 2.8639 亿美元（约合 20 亿人民币）收购了该股权，海正辉瑞自此更名为瀚晖制药。直到 2020 年公司收购 49% 股权，有望通过瀚晖制药销售业绩快速增长来实现公司利润提高。

海晟药业现承担了公司自产制剂产品的国内推广业务，包括骨科药物硫酸氨基葡萄糖胶囊、保肝护肝类腺苷蛋氨酸注射剂、片剂、抗流感药物法维拉韦片等品种，门冬胰岛素已于 2021 年成功进入国家集采。受集采政策影响，伊索佳量增价跌，但其他仿制药产品实现较好业绩增长：喜美欣片剂全年增长明显，喜美欣针保持市场第一；索利那新、替格瑞洛自获批上市以来已实现良性增长。博锐生物是海正孵化的生物创新药企，致力于自身免疫疾病和肿瘤领域创新药的研发，现新品陆续上市，推动了销售规模稳步提升。

图表 8. 海晟药业胰岛素在研管线

项目名称	阶段
门冬胰岛素	2020 年 9 月获批进入当年国家集采
甘精胰岛素	临床试验
德谷胰岛素	临床试验
索马鲁肽	临床前研究

资料来源：Insight，公司公告，中银证券

图表 9. 博锐生物在研产品管线

领域	项目名称	阶段
自身免疫	安佰诺 TNF- α 融合蛋白	上市
	安健宁 TNF- α 单抗	上市
	安舒正 JAK 小分子	上市
	安佰特 TNF- α 单抗	上市
	安佰诺水针 TNF- α 融合蛋白	临床 I 期
	HS006 CD-20 单抗	临床 II 期
	HS628 IL-6R 单抗	临床 III 期
	BR201 单抗	早期发现
肿瘤	HS022 Her2 单抗	BLA
	HS627 Her2 单抗	临床 III 期
	HS006 CD20 单抗	BLA
	HS636 PD-L1 单抗	临床 II 期
	BR101 CD73 单抗	临床 I 期
	HS638 EDV 单抗	临床 I 期
	BR102 PD-L1/TGF- β 融合蛋白	临床 I 期
	BR105 SIRP α 单抗	临床 I 期
	BR106 单抗	IND
	BR110 CD3/CD19/CD20 三抗	临床 I 期
	BR108 单抗	IND
	BR109 双抗/ADC	IND
	BRY808 融合蛋白	IND

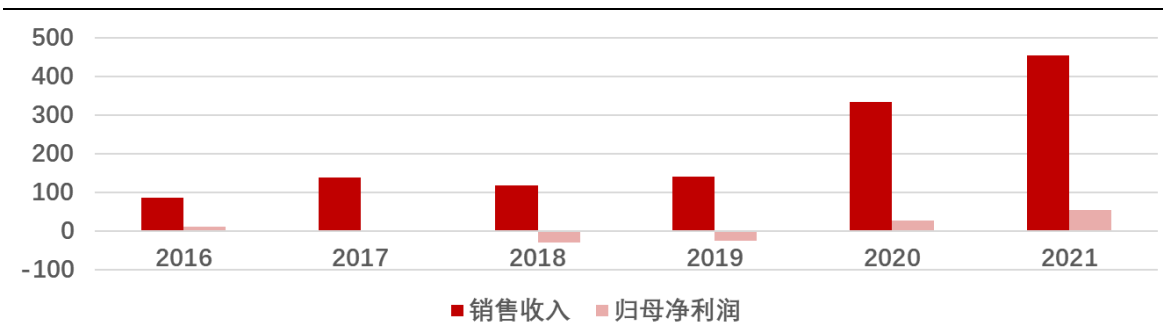
资料来源：公司官网，中银证券

原料药重点加速海外客户开发，为欧盟解禁提前布局。原料药业务以自营销销售和合同定制生产两大模式为主，销售市场覆盖中国市场和欧美日等规范药政市场，以及印度、东南亚、中东、南美等广阔地区。公司在销及在研品种丰富，有良好的客户口碑，信任度较高。公司重点侧重国内制剂配套，以及新 CMO 项目导入，持续提升产能利用水平；通过扩产及调整产能布局，释放更多产品的销售潜能；寻求战略合作伙伴，提升资产利用效率；持续进行工艺优化，寻求外部合作，聚焦新兴技术降低成本。2021 年自产原料药对外销售业务较去年同期上升 3.72%，已完成营销体系重新部署，随着欧盟禁令相关产品陆续解禁，原料药销售将逐步恢复；毛利率为 27.17%，较 2020 年下降 9.61%，主要受美元汇率下降，外购原材料，能源成本上涨，以及原料药市场更为激烈的价格竞争影响。

原料药板块重点稳步推进欧盟整改，提升国内质控标准。2022 年公司将欧盟解禁列为原料药板块重点工作。2016 年海正药业的欧盟禁令则是因引起的药品生产检查被发现存在交叉污染等不规范问题，EMA 声明不符合 GMP，所以主要归因于生产管理不善等问题。2021 年 1 月撤销东厂区 GMP 不合规声明，更新外沙 GMP 证书；2021 年 3 月明确不符合声明只针对抗肿瘤产品，并书面正式恢复非抗肿瘤产品的 CEP 证书（7 个）；2021 年 4 月西班牙和丹麦监管机构对抗肿瘤一期进行远程审计，明确检查未发现明显缺陷；2021 年 12 月与西班牙监管机构沟通肿瘤二期的整改进展；2022 年 2 月接受关于台州工厂岩头厂区 Y33、Y35、Y50 楼的一期整改措施，在其中生产的活性药物成分（盐酸柔红霉素（发酵）、盐酸多柔比星（发酵）、盐酸多柔比星、盐酸表柔比星、盐酸博来霉素、硫酸博来霉素和丝裂霉素）将从欧盟药品检查数据库的不合规声明中移除；2022 年二期整改计划积极推进，台州工厂岩头厂区抗肿瘤建筑 Y20、Y36、Y37、Y38 和 Y39 的整改措施将在计划中提出，并新建大楼或转移部分产品去海正南通公司。公司积极发挥质量体系和技术平台优势以及海正美国公司的渠道优势，加强与北美、欧洲企业的合作，使目前与跨国公司的合作领域由点到面逐步延伸扩展；凭借国贸展销平台和国际代理的力量，加强对 CIS、中东、中南美等重点法规市场的开发力度，扩大公司产品的目标客户群，实现销售模式和渠道多样化；对欧盟即将解禁的抗癌药 API 尽早着手欧盟目标客户群业务恢复，包括供应商再评估等工作，努力在解禁后尽快恢复市场份额。

动保业务业绩进入高速增长期，努力实现多领域布局。2021 年动保业绩持续稳健增长，合并云生制药后利润总额翻倍，处于行业内领先水平。动保已完成首轮融资，引进战略投资并实施员工持股计划。猪业务克服行情下行影响和非瘟持续影响，各区域市场均取得不同程度增长，主要集团客户目录维护良好，基础稳固。宠物业务继续实现较快增长，目前位于国内宠物医药企业领先地位，其中海乐妙 2021 年销售收入突破亿元，成为首个达到一亿元销售额的国产驱虫药；新产品莫爱佳成功上市，填补了公司滴剂产品的空白，也是国产首款体内外驱虫滴剂。疫苗业务的市场苗销售新增区域销售网络。重点产品复方非泼罗尼滴剂、泰拉霉素注射液的研发进展顺利，并多个新产品立项。生产运营方面，首条新版 GMP 生产线获批，顺利通过澳洲 APVMA 官方审计及各类客户审计。云生公司现为海正动保全资子公司，活疫苗车间改造稳步推进，质量体系全面提升计划已取得阶段性成果。

图表 10. 海正动保近年营收及利润（百万元）



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与估值：

核心假设：

- (1) 瀚晖制药、海晟药业、海正动保等子公司销售规模扩大，研发管线加快转型升级，产品上市进展顺利，制剂销售业绩稳步上升，预计收入规模仍呈增长态势。预计 2022-2024 年可实现海正药品营业收入 74.2 亿元，80.8 亿元，91.7 亿元。此外，公司在动保、特医、新中药、创新医学等领域积极进行战略布局，可以期待公司在相应新兴市场的突破。
- (2) 欧盟禁令相关产品陆续解禁，原料药销售将逐步恢复，海外出口业务有所增加。
- (3) 公司管理体系优化，销售费用率和管理费用率轻微下降。

图表 11. 分业务收入及毛利率 (单位: 百万元)

单位 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
海正药品					
收入	5962.7	6973.3	7415.9	8075.9	9165.9
增长率(%)	9.36	16.9	6.3	8.9	13.5
毛利	3689.5	4035.5	3627.6	4069.0	4592.3
毛利率(%)	61.88	57.9	48.9	50.4	50.1
非海正药品					
收入	5045.5	4917.6	5015.9	5216.5	5268.7
增长率(%)	(5.8)	(2.5)	2.0	4.0	1.0
毛利	1164.2	869.9	1003.2	1356.3	1369.9
毛利率(%)	23.07	17.7	20.0	26.0	26.0
其他主营业务					
收入	2.3	11.5	13.8	18.0	23.4
增长率(%)	116.0	403.1	20.0	30.0	30.0
毛利	1.0	3.0	6.9	9.0	11.7
毛利率(%)	41.5	25.9	50.0	50.0	50.0
其他业务合计					
收入	343.9	234.1	252.8	278.1	305.9
增长率(%)	29.9	(31.9)	8.0	10.0	10.0
毛利	58.7	41.7	50.6	55.6	61.2
毛利率(%)	17.1	17.8	20.0	20.0	20.0
总收入合计					
收入	11354.4	12136.5	12698.4	13588.5	14763.9
增长率(%)	2.6	6.9	4.6	7.0	8.7
毛利	4913.4	4950.1	4688.2	5489.9	6035.0
毛利率(%)	43.3	40.8	36.9	40.4	40.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

公司战略重组基本完成后, 现已进入稳定发展时期, 致力于实现原料药到制剂上下游一体化, 业绩有望实现较快增长, 我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 126.98 亿元, 135.88 亿元, 147.64 亿元, 同比增长 4.6%, 7.0%, 8.7%; 2022-2024 年净利润分别为 5.95 亿元, 7.18 亿元, 8.75 亿元, 同比增长 22.1%, 20.9%, 21.8%; 2022-2024 年 EPS 分别为 0.50 元, 0.60 元, 0.73 元, 维持“增持”评级。

风险提示:

VV116 获批不确定性风险, 业务拓展不及预期风险; 政策变动风险; 汇率波动风险

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	11,354	12,136	12,698	13,588	14,764
销售成本	(6,515)	(7,294)	(8,118)	(8,214)	(8,854)
经营费用	(2,483)	(2,816)	(2,658)	(2,762)	(2,936)
息税折旧前利润	2,356	2,027	1,922	2,612	2,974
折旧及摊销	(874)	(942)	(984)	(1,015)	(1,045)
经营利润(息税前利润)	1,482	1,085	938	1,596	1,929
净利息收入/(费用)	(413)	(331)	(265)	(168)	(81)
其他收益/(损失)	346	122	934	391	486
税前利润	904	644	1,607	1,819	2,334
所得税	(181)	(134)	(418)	(382)	(583)
少数股东权益	(306)	(24)	(595)	(718)	(875)
净利润	417	487	595	718	875
核心净利润	944	710	587	711	866
每股收益(人民币)	0.349	0.407	0.497	0.601	0.732
核心每股收益(人民币)	0.790	0.594	0.491	0.594	0.724
每股股息(人民币)	0.048	0.000	0.174	0.210	0.256
收入增长(%)	3	7	5	7	9
息税前利润增长(%)	(36)	(27)	(14)	70	21
息税折旧前利润增长(%)	(26)	(14)	(5)	36	14
每股收益增长(%)	348	17	22	21	22
核心每股收益增长(%)	(76)	(25)	(17)	21	22

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	1,415	876	1,607	1,819	2,334
折旧与摊销	874	942	984	1,015	1,045
净利息费用	413	331	265	168	81
运营资本变动	229	(617)	2,559	(2,610)	2,315
税金	(386)	(341)	(418)	(382)	(583)
其他经营现金流	(955)	546	(2,515)	475	(1,603)
经营活动产生的现金流	1,590	1,737	2,482	485	3,588
购买固定资产净值	(10)	252	230	185	185
投资减少/增加	188	(111)	885	340	442
其他投资现金流	830	(634)	(454)	(370)	(370)
投资活动产生的现金流	1,008	(493)	661	155	257
净增权益	(58)	0	(208)	(251)	(306)
净增债务	758	(2,018)	(2,127)	32	(2,827)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(2,929)	(83)	(887)	(435)	(35)
融资活动产生的现金流	(2,229)	(2,074)	(3,169)	(551)	(2,948)
现金变动	368	(831)	(26)	89	897
期初现金	1,764	2,059	1,296	1,270	1,359
公司自由现金流	2,597	1,243	3,143	640	3,845
权益自由现金流	3,768	(443)	1,281	840	1,099

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2,502	1,608	1,710	1,799	2,696
应收帐款	2,003	2,507	1,373	2,703	1,726
库存	2,565	2,023	2,872	2,077	3,257
其他流动资产	278	226	197	239	245
流动资产总计	7,348	6,364	6,152	6,819	7,925
固定资产	10,369	9,707	9,045	8,308	7,541
无形资产	1,342	1,593	1,501	1,407	1,314
其他长期资产	1,785	1,696	1,817	1,946	2,171
长期资产总计	13,496	12,996	12,363	11,661	11,026
总资产	20,860	19,374	18,184	18,011	18,254
应付帐款	1,620	1,321	2,284	1,225	2,412
短期债务	5,112	3,988	2,592	2,642	0
其他流动负债	3,798	3,476	3,904	3,708	3,680
流动负债总计	10,530	8,785	8,780	7,575	6,091
长期借款	1,088	2,758	964	800	1,067
其他长期负债	985	486	210	220	236
股本	966	1,196	1,196	1,196	1,196
储备	5,663	6,011	6,397	6,864	7,433
股东权益	6,629	7,207	7,593	8,060	8,629
少数股东权益	1,578	42	637	1,355	2,230
总负债及权益	20,860	19,374	18,184	18,011	18,254
每股帐面价值(人民币)	5.54	6.03	6.35	6.74	7.21
每股有形资产(人民币)	5.48	4.69	5.09	5.56	6.12
每股净负债/(现金)(人民币)	4.29	3.36	1.11	1.07	(1.89)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.8	16.7	15.1	19.2	20.1
息税前利润率(%)	13.0	8.9	7.4	11.7	13.1
税前利润率(%)	12.5	7.2	12.7	13.4	15.8
净利率(%)	8.2	5.9	4.7	5.3	5.9
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.9	1.3
利息覆盖率(倍)	3.6	3.3	3.5	9.5	23.8
净权益负债率(%)	50.4	75.2	27.8	22.1	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.4	0.6	0.8
估值					
市盈率(倍)	40.5	34.7	28.4	23.5	19.3
核心业务市盈率(倍)	17.9	23.8	28.8	23.8	19.5
市净率(倍)	2.6	2.3	2.2	2.1	2.0
价格/现金流(倍)	10.6	9.7	6.8	34.9	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.0	10.3	9.5	7.0	4.9
周转率					
存货周转天数	126.8	114.8	110.0	110.0	109.9
应收帐款周转天数	85.1	67.8	55.8	54.8	54.8
应付帐款周转天数	49.5	44.2	51.8	47.1	45.0
回报率					
股息支付率(%)	6.2	0.0	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	14.4	10.4	8.0	9.2	10.5
资产收益率(%)	6.1	4.6	3.7	7.0	8.0
已运用资本收益率(%)	0.7	0.9	1.2	1.5	1.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371