



## 儿科春天来临，行业领跑打开未来业绩空间 —华特达因 (000915.SZ) 投资价值分析报告

### 核心观点

#### ● 政策大力支持，儿科行业迎来春天

为鼓励药企加强儿科用药的研发和生产，自2011年开始，我国出台了一系列扶持政策。要求创新药“提质增效”，杜绝同质化仿制。创新药审批速度加快，创新药品种“以价换量”，通过医保谈判纳入医保目录，商业化快速提升。鼓励儿童药企不断加强研发创新，提高药品质量，丰富药品品种。我国儿童药品已进入转型和高质量发展的黄金时期。

#### ● 疫情下的高增长，奠定疫情退去后更猛烈增长

在我国近三年疫情大背景下，公司营收、净利润仍保持高速增长，子公司达因药业三年间营收、净利润几乎翻了一番，营收从2020年的11.22亿元增长到2022年的20.28亿元，CAGR为34.78%，2022年占上市公司营收的87.18%，成为上市公司主要业绩贡献公司，我们相信疫情退去，公司业绩将迎来更猛烈增长。

#### ● 消费群体扩大，渗透率+市占率有望进一步提升

伊可新连续十多年同类产品市场占有率第一，在儿科专用药领域具有良好口碑和知名度。自2022年初，公司将伊可新适用年龄从0-3岁调整为0-6岁，目前，伊可新在0-6岁的用药群体中渗透率在7%左右，适用年龄段扩大及三孩政策背景下，新增消费群体为伊可新带来增量空间。除伊可新外，右旋糖酐铁和盖笛欣也是高增长产品。2023年，两项产品收入有望破亿。

#### ● 强大研发能力造就儿童药产品系列持续丰富

2022年，盐酸托莫西汀口服溶液获得注册批件，注射用盐酸石蒜碱硫酯、水合氯醛栓、盐酸可乐定缓释片等获得药物临床试验批准通知书，未来，公司预计每年上市一至两个产品。目前，公司在15个治疗领域都有布局，产品布局数量最多的是儿童精神类药物，该类药是市场上稀缺产品。

#### ● 公司盈利预测与估值

预计公司2023-2025年营业收入分别为2,904.67/3,528.53/4,212.01百万元，YOY分别为24.07%/21.48%/19.37%；EPS分别为2.88/3.60/4.34元/股，YOY分别为28.06%/25.20%/20.42%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为39元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

#### ● 投资风险提示

儿童数量下降风险，集采风险，产品研发不及预期风险等。

#### ● 核心业绩数据预测

项目	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2341.08	2904.67	3528.53	4212.01
YOY	15.49%	24.07%	21.48%	19.37%
归母净利润(百万元)	526.86	674.7	844.7	1017.18
YOY	38.55%	28.06%	25.20%	20.42%
EPS(元)	2.25	2.88	3.6	4.34
ROE	20.39%	20.70%	20.58%	19.86%
P/E	16.13	12.6	10.06	8.36

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

#### 公司投资评级

推荐（首次）

#### 公司深度报告

华通证券国际研究部

医药生物行业组

SFC:AAK004

Email:research@waton.com

#### 主要数据 2023.4.4

收盘价（元）	36.40
一年中最低/最高（元）	31.34/49.95
总市值（亿元）	85.30
ROE (TTM)	20.39%
PE (TTM)	16.19

#### 股价相对走势





## 内容目录

内容目录 .....	2
1. 公司所属行业现状与发展分析 .....	5
1. 1. 儿童医药行业现状与发展趋势 .....	5
1. 2. 政策大力支持, 儿药行业迎来美好春天 .....	7
1. 3. 儿童用药行业发展趋势 .....	9
2. 公司主要经营情况分析 .....	10
2. 1. 公司主营业务及产品介绍 .....	10
2. 1. 1. 核心产品: 适用人群扩大, 市占率、渗透率有望进一步提升 .....	13
2. 1. 2. 重点产品: 推广初见成效, 奠定高速增长基础 .....	16
2. 2. 公司核心竞争力 .....	19
2. 3. 公司与可比公司及行业中值比较分析 .....	24
2. 4. 盈利预测 .....	27
3. 2022-2024 年公司整体业绩预测 .....	29
4. 公司估值分析 .....	30
4. 1. P/E 模型估值 .....	30
4. 2. PEG 模型 .....	31
4. 3. DCF 模型 .....	31
5. 公司未来六个月内投资建议 .....	31
5. 1. 公司股价催化剂分析 .....	31
5. 2. 公司六个月内的目标价 .....	32
6. 公司投资评级 .....	32
7. 风险提示 .....	33



## 图表目录

图 1 : 儿童专用药物剂型与现有药物剂型比例 .....	5
图 2 : 2021 年儿童药品规格产品占比 .....	6
图 3 : 国内儿童用药分类 .....	7
图 4 : 2014-2021 年中国儿童人口数量及占总人口比重 .....	9
图 5 : 2008 年与 2018 年儿童两周患病率与就诊率 .....	10
图 6 : 2018 年-2022 年公司各业务板块占比情况 .....	11
图 7 : 2018 年-2022 年公司营收与归母净利润 .....	12
图 8 : 2018-2022 年各业务板块毛利率情况 .....	12
图 9 : 伊可新产品图 .....	14
图 10 : 中国儿童各年龄段缺乏维生素 A 占比 .....	15
图 11 : 中国儿童各年龄段缺乏维生素 D 占比 .....	15
图 12 : 伊 D 新产品图 .....	16
图 13 : 右旋糖酐铁颗粒产品图 .....	17
图 14 : 2020-2021 年度中国药店店员推荐率最高品牌奖 .....	18
图 15 : 复方碳酸钙泡腾颗粒产品图 .....	19
图 16 : 口碑榜获奖证书 .....	20
图 17 : 金树奖两项大奖 .....	21
图 18 : 西普金奖 .....	21
图 19 : 中国药店店员推荐率最高品牌荣誉 .....	22
图 20 : 西湖奖 .....	23
图 21 : 生产车间 .....	24
图 22 : 2017-2022 年毛利率与可比公司对比 .....	24
图 23 : 2017-2022 年净利率与可比公司对比 .....	25
图 24 : 2017-2022 年销售费用率与可比公司对比 .....	25
图 25 : 2017-2022 年管理费用率与可比公司对比 .....	26
图 26 : 2017-2022 年存货周转率与可比公司对比 .....	26
图 27 : 2017-2022 年应收账款周转率与可比公司对比 .....	27
图 28 : 华特达因 P/E (TTM) .....	30
图 29 : 可比公司 P/E (TTM) .....	30



表 1 : 中国儿童用药相关政策梳理 .....	8
表 2 : 盈利预测 .....	29
表 3 : 可比公司 PE (倍) 估值表 .....	31
表 4 : DCF 模型预测 .....	31



## 1. 公司所属行业现状与发展分析

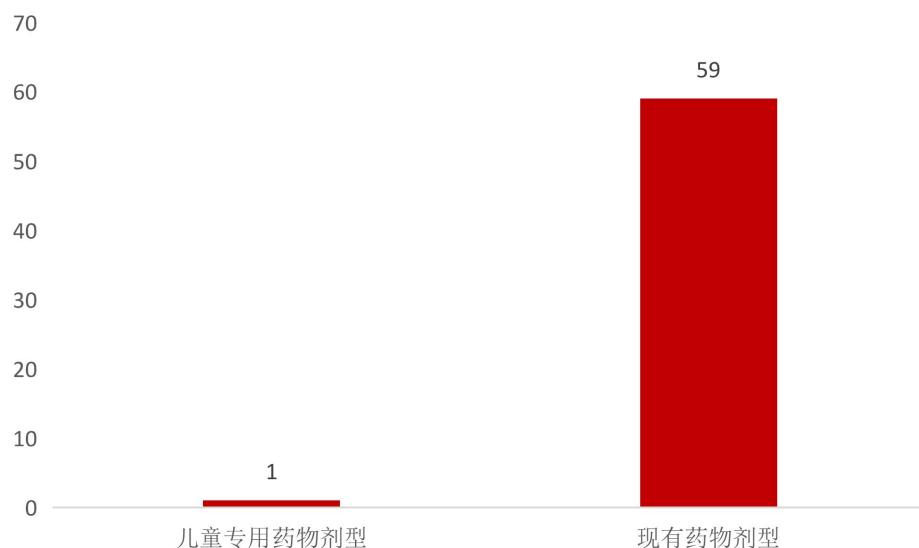
### 1. 1. 儿童医药行业现状与发展趋势

儿童用药是维系儿童生命安全和保障儿童健康基石，是国家和社会关注的重点。在我国社会经济快速发展的过程中，科学育儿使家长们对儿童用药安全问题越来越重视。然而，我国由于儿科药物起步较晚，“缺医少药”问题严重。

由于儿童药品对药品剂量、安全性、口味等都有特殊需求，且儿童制药成本相对较高，工艺相对复杂，新药研发周期较长、利润较低。因此，我国制药企业中成人制药企业占据了绝大多数，儿童药品则由少数制药企业附带少量生产。据全国工商联药业商会数据，国内 6,000 多家药厂，专门生产儿科用药的仅 10 余家，有儿科用药生产部门的企业 30 余家。

适宜儿童用药的品种少，据北京首都儿科研究所数据表明，我国儿童专用药物剂型同现有药物剂型的比例高达 1:59，90%药品没有适宜儿童的专业药物。在儿童患者临床用药需求无法满足时，则会出现使用成人药物替代的现象，在对儿童用药时常常会出现 1/2 片、1/4 片、甚至是 1/8 片，不准确用药剂量则导致无法治愈或用药过度出现毒副作用。

图 1：儿童专用药物剂型与现有药物剂型比例



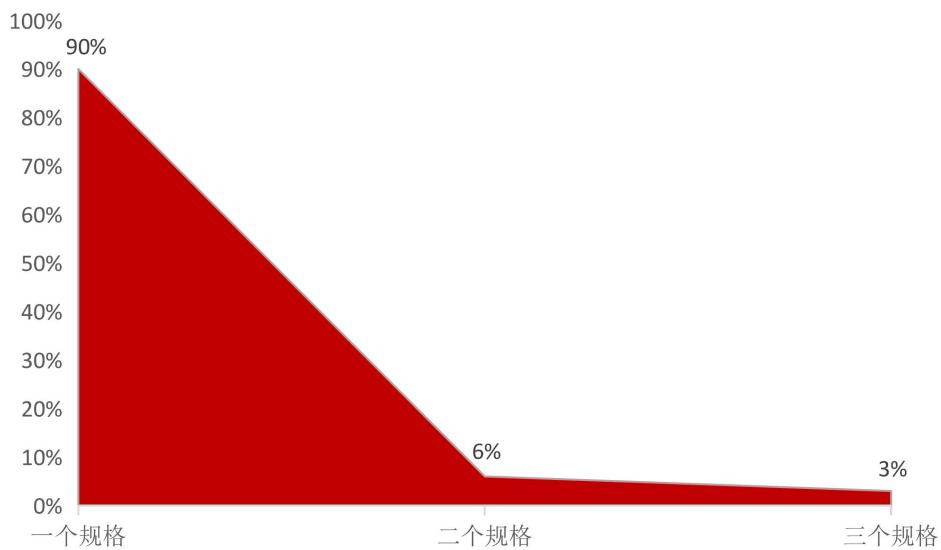
资料来源：北京首都儿科研究所，华通证券国际研究部

适宜儿童用药的剂型、规格也非常缺乏，尤其是低龄儿童、新生儿用药。据 2016 年《国家药品不良反应监测报告》显示，中国儿童用药不良反应发生率为 12.9%，其中新生儿高达 24.4%，



而成人仅 6.9%。据统计，2021 年，我国儿童药超过 90%产品只有 1 个规格，规格少；两个规格的产品占比 6%；3 个规格以上的产品占比仅 3%。

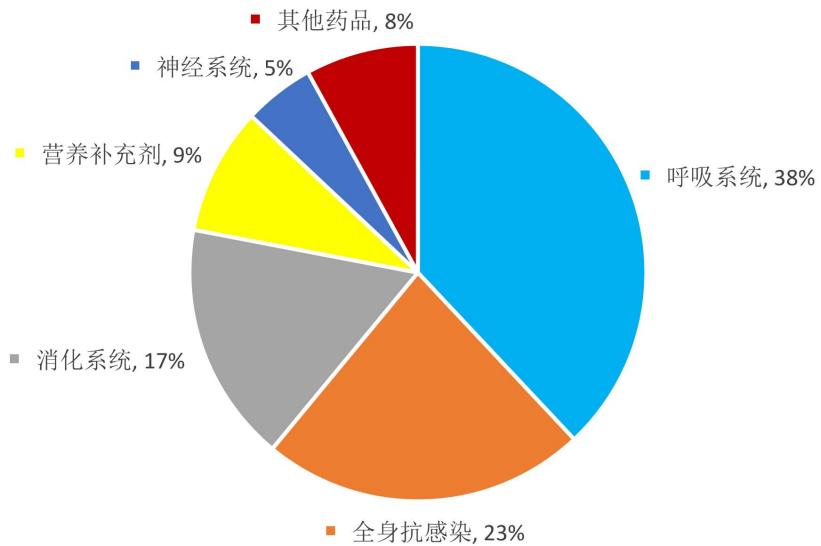
图 2：2021 年儿童药品规格产品占比



资料来源：中国儿童用药行业发展深度调研与未来前景研究报告（2022-2029 年），华通证券国际研究部

从国内儿童用药治疗领域方面来看，呼吸系统、抗感染用药及消化系统为普通用药为主，分别占比达 38%、23%、17%，其次是营养补充剂和神经系统用药，占比达 9%和 5%，肿瘤疾病、心血管疾病、神经系统疾病等特药较少。

图 3：国内儿童用药分类



资料来源：米内网，华通证券国际研究部

## 1. 2. 政策大力支持，儿药行业迎来美好春天

由于儿童药的研究开发在临幊上比较困难、受到用药年龄限制、对生产工艺要求较高等客观条件的制约，所以相较于成人药品而言，国内儿童用药整体处于相对紧缺状态。为了鼓励制药企业加强儿童药品的研发与生产，我国颁布了一系列的鼓励扶持政策与多项儿科药物研发指导原则。



表 1：中国儿童用药相关政策梳理

年份	单位	文件名称	主要内容
2011	国务院	《中国儿童发展纲要 (2011-2020 年)》	首次把儿童用药短缺问题提到国家层面
2012	国务院	《国家药品安全“十二五”规划》	鼓励儿童适宜剂型研发
2013	药监局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见》	鼓励生产企业研发仿制药的儿童专用规格和剂型
2014	多部委联合	《关于保障儿童用药的若干意见》	对鼓励研发创新、加快申报审批提出要求
2015	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	加快包括儿童用药在内的创新药审批
2016	国务院	《关于促进医疗产业健康发展的指导意见》	明确提出开发符合儿童生理特征的新品种、剂型和规格的指导原则
	多部委联合	《首批鼓励研发申报儿童药品清单》	对临床急需的儿童适宜剂型药品的研发实施政策鼓励
	药监局	《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	优先审评审批具有明显临床优势的儿童用药
	药审中心	《临床急需儿童用药申请优先审评审批品种评定的基本原则》	公布儿童用药优先审评审批品种目录
2017	药监局	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	优先审评审批的范围包括儿童用药
	多部联合	《第二批鼓励研发申报儿童药品清单》	对临床急需的儿童适宜剂型药品的研发实施政策鼓励
2019	全国人大常委会	《药品管理法》	鼓励儿童用药的研制和创新；儿童用药优先审评审批
	多部委联合	《第三批鼓励研发申报儿童药品清单》	对临床急需的儿童适宜剂型的研发实施政策鼓励
2020	市场监管局	《药品注册管理办法》	优先审评程序：(二) 符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格
	药监局	《药品上市许可优先审评审批工作程序(试行)》	对儿童用药的优先审评审批条件进行了明确
2021	国务院	《中国儿童发展纲要 (2021-2030)》	促进儿童健康成长，是建设社会主义现代化强国、实现中华民族伟大复兴中国梦的必然要求
2022	国务院	《“十四五”国民健康规划》	明确完善药品供应保障体系，保障儿童等特殊人群用药
	药监局	《中华人民共和国药品管理法实施条例(修订草案征求意见稿)》	对首个批准上市的儿童专用新品种对剂型和规格，以及增加儿童适应症或者用法用量的，给予最长不超过 12 个月的市场独占期
2023	国家卫健委	《关于进一步加强儿童临床用药管理工作的通知》	要求加强儿童用药遴选和配备管理
	药监局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见》	优先审评儿童药物

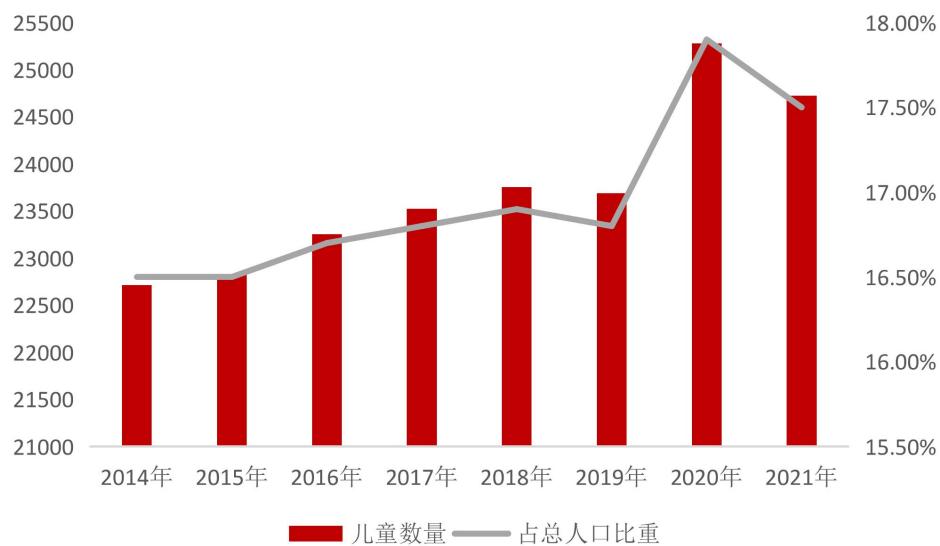
资料来源：药渡，华通证券国际研究部



### 1.3. 儿童用药行业发展趋势

我国儿童年龄定义为 0-14 周岁（婴儿期 0-1 周岁，幼儿期 2-3 岁，学龄前期 4-6 岁，学龄期 7-14 岁）。据国家统计局数据显示，2014 年至 2021 年，我国儿童人口数量呈上升趋势，2021 年我国 0-14 周岁人口数量为 2.47 亿人，占中国总人口的 17.5%。

图 4：2014-2021 年中国儿童人口数量及占总人口比重

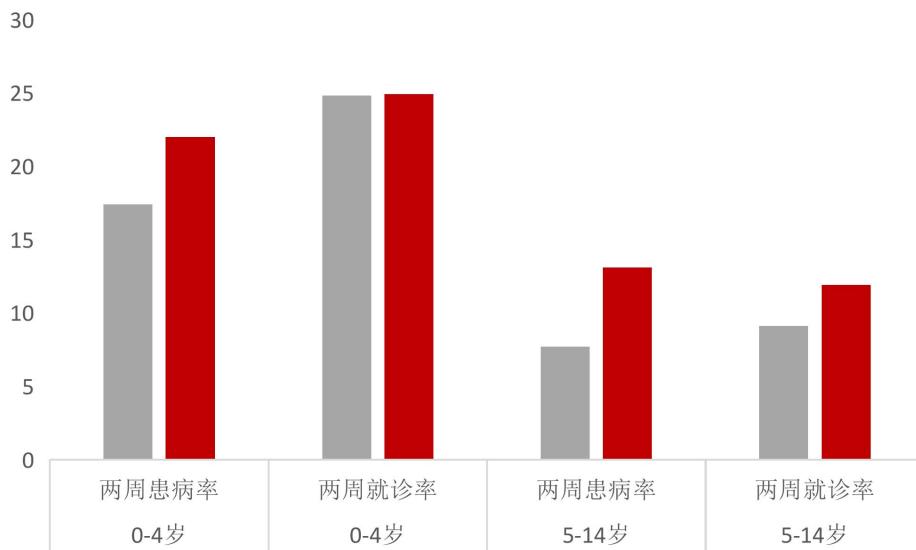


资料来源：国家统计局，华通证券国际研究部

儿童患病率与就诊率均呈现出上升的趋势。据《2016-2020 年中国儿童医疗行业深度调研及投资前景预测报告》中记载，儿童在不同年龄阶段，两周患病率具有较大差异，0-4 岁幼儿远高于 5-14 周岁儿童。根据国家卫健委统计数据，近年来，我国 0-14 岁儿童两周患病率和就诊率都有一定程度的增加。两周患病率方面：0-4 岁幼儿从 2008 年的 17.4‰ 增长到 2018 年的 22‰，5-14 岁儿童从 2008 年 7.7‰ 增长到 2018 年 13.1‰。两周就诊率方面：0-4 岁幼儿从 2008 年的 24.8‰ 上升到 2018 年的 24.9‰；5-14 岁儿童由 2008 年的 9.1‰ 上升至 2018 年的 11.9‰。



图 5：2008 年与 2018 年儿童两周患病率与就诊率



资料来源：国家卫健委，华通证券国际研究部

儿童群体比重正在逐年升高，儿童患病率与就诊率也呈上升趋势，直接导致儿童用药需求的增加。然而，虽然我国儿童人口数量占总人口数量的 17.5%，但国内儿童用药市场占医药市场的比重仅为 5%，存在严重供需不平衡。由此可见儿童药品的市场需求巨大，未来具有巨大发展潜力。同时随着国家、社会对儿童用药越来越重视，在儿童用药利好政策持续推动下，我们预计未来儿童用药市场将会保持良好发展态势。

根据药智网数据，2020 年，全球儿童药市场规模达到 1,052 亿美元，2015-2020 年 CAGR 为 4.5%。据美柏资本《全球儿科药产业研究及投资机会》数据显示，预计 2025 年将达 1,410 亿美元。北美仍是儿科药物最大的区域市场，中国紧随其后。儿科市场领域的增长目前主要由以中国为首的亚太地区带动，预计未来几年将具有更大的市场份额。

## 2. 公司主要经营情况分析

### 2.1. 公司主营业务及产品介绍

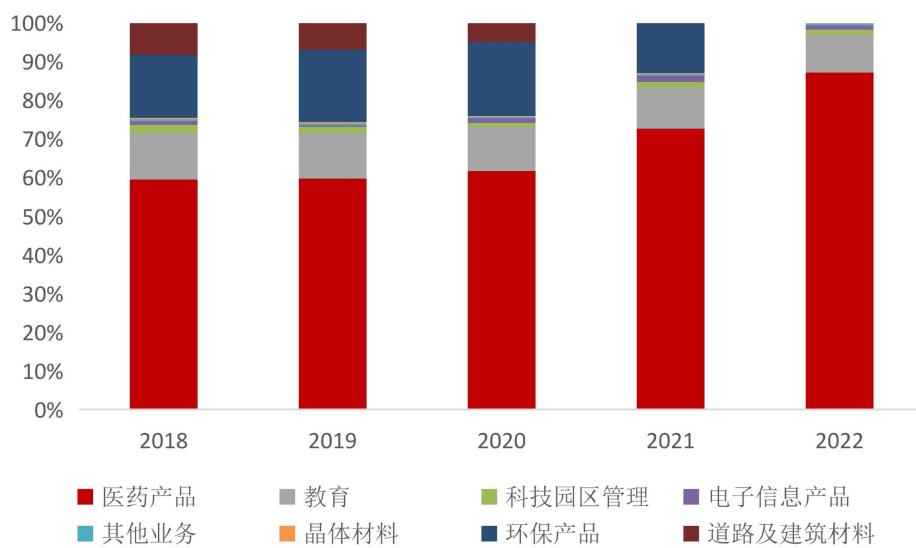
华特达因 (000915.SZ) 成立于 1993 年，1999 年在深圳证券交易所上市，公司前身为山东声乐股份有限公司，经过 2001 年、2021 年两次更名，成为如今的山东华特达因健康股份有限公司。公司业务包括医药、教育、物业管理、电子信息、晶体材料等多个领域。



2022年，公司实现主营业务收入23.41亿元，同比增长15.49%；归母净利润5.27亿元，同比增长38.55%；扣非净利润5.29亿元，同比增长48.60%；实现基本每股收益2.25元/股，同比增长38.89%。

从公司主营业务收入来看，医药产品营业收入占比逐年攀升。2022年公司实现营业收入23.41亿元，其中20.41亿元均来自达因药业，为上市公司的业绩增长作出了突出贡献。

图6：2018年-2022年公司各业务板块占比情况

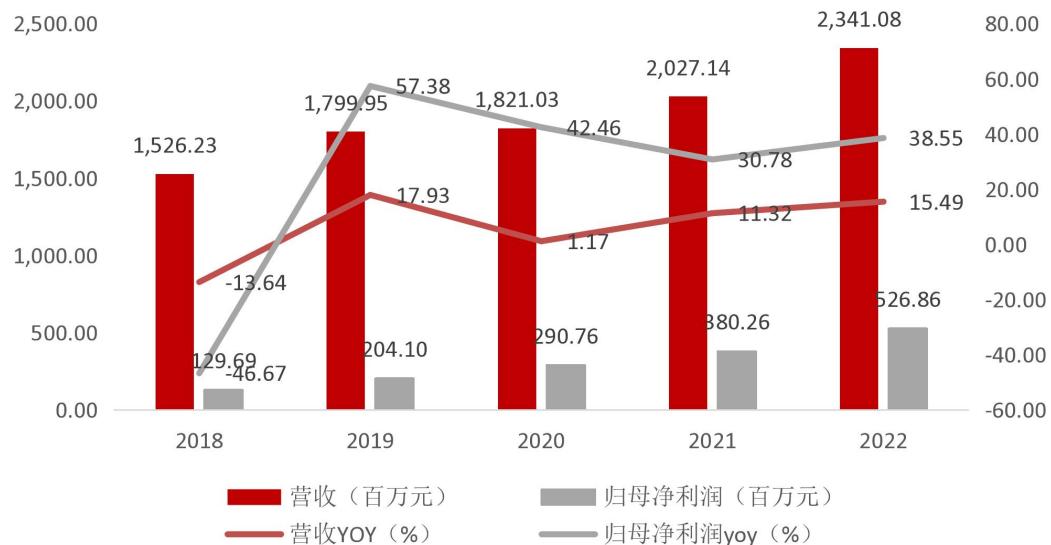


资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2018年至2022年公司营业收入年年攀升，这与公司聚焦医药发展息息相关，同时也得益于公司不断优化产业结构和市场布局。营业收入从2018年1,526.23百万元增长至2022年2,341.08百万元，CAGR为11.29%，归母净利润从2018年129.69百万元增长至2022年526.86百万元，CAGR为41.97%。目前，公司已经形成了以医药业为主，其他业务为辅的产业格局。



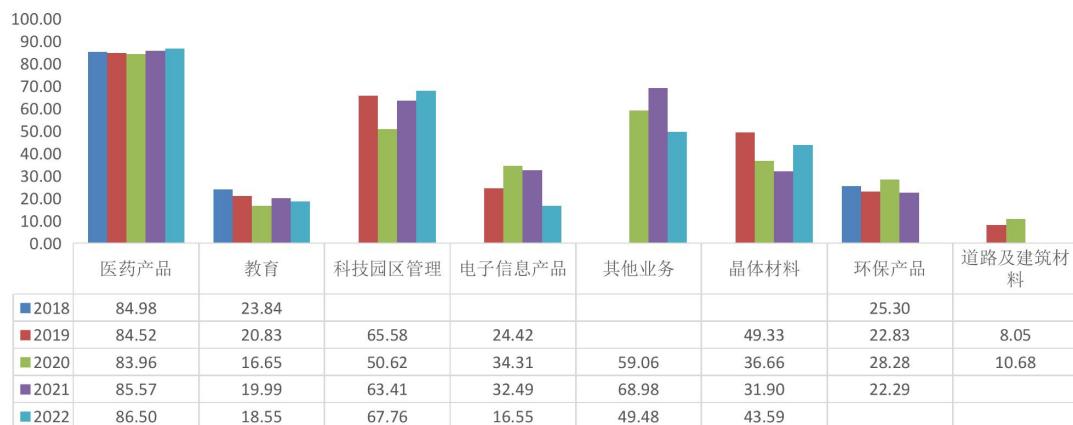
图 7: 2018 年-2022 年公司营收与归母净利润



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

围绕“儿童保健和治疗领域的领军企业”的战略目标，聚焦儿童用药和健康领域，提升其经营业绩。从公司各业务板块毛利率来看，医药板块毛利率最高，近几年保持在 85%左右，其他业务板块毛利率均低于医药板块。近三年，医药板块毛利率还呈现出进一步向上趋势。公司最先退出道路及建筑材料业务，2021 年剥离环保产品业务，2022 年提出卧龙学校的退出，该议案已于 2022 年 10 月董事会通过。公司还表示，未来还将通过整合资源，择机退出其他非主业业务（如信息和材料两个公司），进一步聚焦儿童医药领域，届时，公司整体毛利率有望向达因药业看齐。

图 8: 2018-2022 年各业务板块毛利率情况



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部



达因药业是华特达因 (000915.SZ) 子公司，自 1994 年成立以来，一直专注于儿童健康领域产品的研发与生产，形成了以“儿童保健和治疗领域”为核心的儿童健康产业布局。目前，达因药业产品主要涉及儿童药品、儿童营养保健食品及儿童健康用品领域。2022 年，达因药业经营业绩再创新高，为上市公司的业绩增长作出了突出贡献。2022 年，达因药业实现主营业务收入 20.41 亿元，同比增长 38.58%，占上市公司主营业务收入的 87.18%；实现净利润 9.72 亿元，同比增长 46.55%，占归属于上市公司股东净利润的 96.19%。

达因药业儿童药品实施以形成完整儿科用药体系为目标的品类延伸策略。产品包括有伊可新维生素 AD 滴剂、维生素 D 滴剂、右旋糖酐铁颗粒、复方碳酸钙泡腾颗粒、甘草锌颗粒、口服补液盐散、利福昔明干混悬剂、小儿布洛芬栓及地氯雷他定口服液等儿童药品。

### 2.1.1. 核心产品：适用人群扩大，市占率、渗透率有望进一步提升

“伊可新”为中国驰名商标，已连续十多年位居同类产品市场占有率第一。疫情三年，达因药业营业收入、净利润几乎翻了一番，实现快速增长，2022 年公司营业收入、利润的主要贡献来自于主打产品伊可新的销售增长，伊可新产品收入占达 86%。公司于 2022 年初，将伊可新维生素 AD 滴剂使用年龄由 0-3 岁推广至 0-6 岁，受药群体扩大所产生的新增受药群体将进一步提升市场份额。另外，按新统计的 0-1 岁出生人口计算渗透率近 30%，1-6 岁目前渗透率只有不到 5%，综合来看，0-6 岁渗透率也只有大概 7% 左右，因此，我们认为，伊可新产品还有非常大的增长空间。

伊可新的诞生完成了由鱼肝油向维生素 AD 制剂时代的跨越。伊可新采用高纯度的维生素 A 和维生素 D，以精炼植物油作为助溶剂，既去除了鱼腥味，也优化了维生素 AD 的比例 (3:1)，同时也规避了环境污染导致的原料安全问题，单剂量包装，提高了用药剂量的精准性和使用方便性。适用于预防和治疗维生素 A 及 D 的缺乏症，如佝偻病、夜盲症及小儿手足抽搐症。伊可新分为两种剂型，一种是 1 岁以下服用，含有维生素 A 1,500 单位、维生素 D 500 单位，另一种是 1 岁至 6 岁服用，含有维生素 A 2,000 单位，维生素 D 3,700 单位。



图 9：伊可新产品图



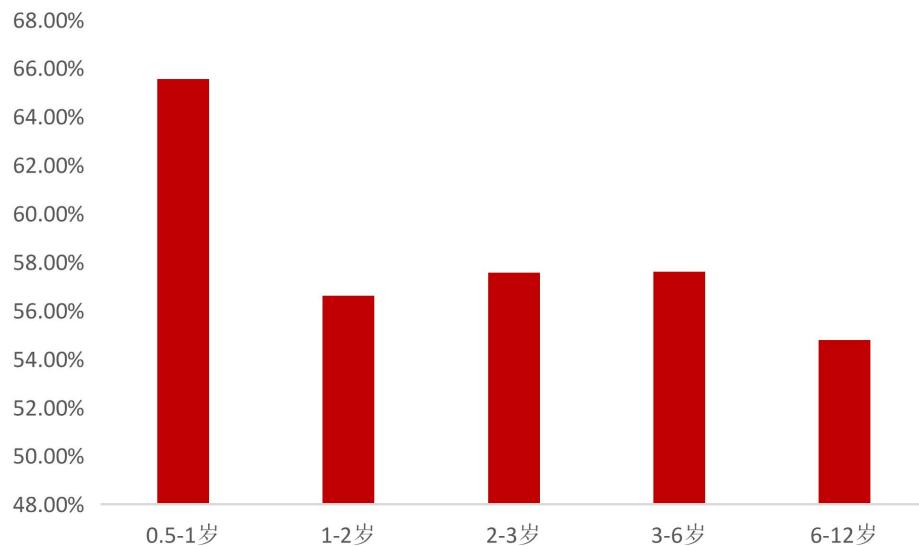
资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

生素 A 和维生素 D 作为两种脂溶性维生素，与儿童健康关系密切，维生素 A 和 D 对儿童生长发育和疾病预防起着至关重要作用，缺乏或不足都会对儿童健康造成影响。维生素 A 能维持视觉发育，防止眼部感染、近视、干眼症、夜盲症等，使骨骼保持正常纵向生长，并参与蛋白质生物合成和生长激素分泌，有利于生长发育及维持、增强免疫功能。

维生素 A 和 D 的缺乏会给儿童带来严重的危害。2019 年《中国儿童维生素 A、E 缺乏与呼吸道感染》显示，维生素 A 缺乏从 0.5-1 岁、1-2 岁、2-3 岁、3-6 岁、6-12 岁依次为：65.54%、56.61%、57.56%、57.59%、54.77%。



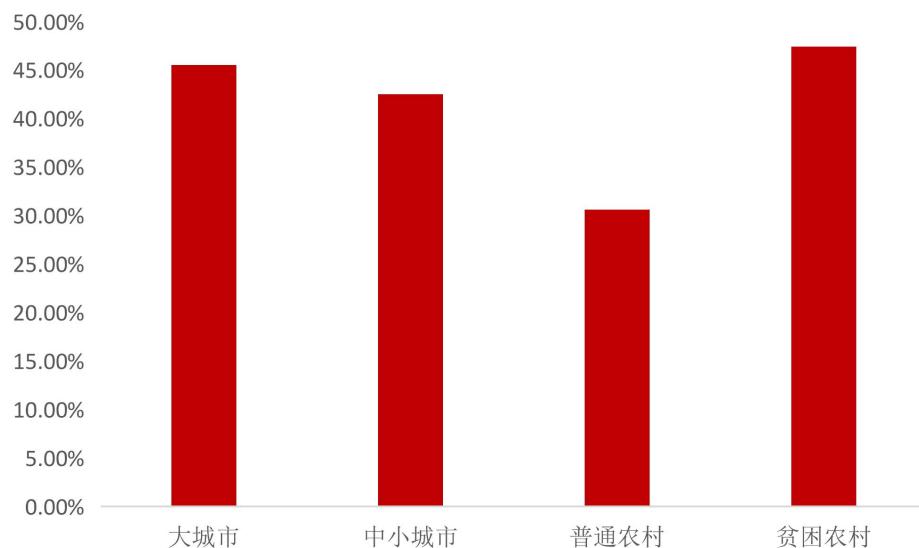
图 10：中国儿童各年龄段缺乏维生素 A 占比



资料来源：《中国儿童维生素 A、E 缺乏与呼吸道感染》，华通证券国际研究部

《中国儿童保健杂志》2021.29 数据显示我国 3-5 岁儿童维生素 D 不足率为 43%，其中大城市、中小城市、普通农村和贫困农村儿童维生素 D 不足率分别为 45.5%、42.5%、30.6% 和 47.4%。

图 11：中国儿童各年龄段缺乏维生素 D 占比



资料来源：《中国儿童保健杂志》，华通证券国际研究部



大量数据表明，我国儿童缺乏维生素 AD 的现象较为普遍，伊可新的市场渗透率有望进一步提升。据第七次人口普查结果显示，我国 4 岁至 6 岁儿童大约有 5,297 万人，缺乏症的普遍需求将带动伊可新巨大增量空间。

### 2.1.2. 重点产品：推广初见成效，奠定高速增长基础

2022 年达因药业除了伊可新带来的增量收益外，维生素 D 滴剂和近两年新推广的右旋糖酐铁颗粒剂、复方碳酸钙泡腾颗粒等产品销量也有比较大的增长。据公司 2023 年 1 月和 3 月调研报告信息表明：2022 年公司维生素 D 的销售额近 2 个亿，右旋糖酐铁颗粒剂、复方碳酸钙泡腾颗粒 2022 年也是高速增长，2023 年有望过亿。

伊 D 新(维生素 D 滴剂)选用符合欧洲药典 EP10.0 标准的植物油，生产线通过澳大利亚 TGA 国认证。从原料到生产工艺均具有国际先进水平，采用先进囊壁工艺，独特遮光技术保证维生素 D 成份稳定、含量精准，获得了国家四项专利。

图 12：伊 D 新产品图



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

伊娃新，主要成分为右旋糖酐铁颗粒，于 2019 年上市，适应症为慢性失血、营养不良、妊娠、儿童发育期等引起的缺铁性贫血。公司通过儿童用药矫掩味关键技术平台和口感评价体系，改善了传统铁剂的铁腥味和不良口感等问题，同时兼具溶解性强、剂量精准、易吸收、胃肠



刺激小等优点，一经上市就迅速得到专家和市场认可，并在国家儿童医学中心的“口服铁剂儿科临床应用现状及评价”项目中脱颖而出，超越其他 12 款临床常用铁剂，成为口味最佳、小朋友评价最好的口服铁剂。

图 13：右旋糖酐铁颗粒产品图



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

0-3 岁为幼儿铁缺乏和缺铁性贫血的高发年龄，市场需求空间巨大。铁缺乏和缺铁性贫血在我国幼儿中发病率较高，农村地区发病率超过 60%，城市超过 30%，缺铁性贫血在 0.5-3 岁婴幼儿群体中较为明显。因受到婴幼儿生长发育过快、胎儿期储铁不足、膳食铁摄入不足或不及时等原因影响，我国婴幼儿缺铁性贫血发病率居于高位。缺铁性贫血会给婴幼儿大脑及智力发育带来不可逆转危害，对儿童运动及行为发育也产生一定影响。随着经济发展和人们健康观念提高，儿童补铁药品市场需求将持续增加。

“2020-2021 年度中国药店店员推荐率最高品牌榜”在第二十一届中国药店高峰论坛中，伊可新（维生素 AD 滴剂）与伊佳新（右旋糖酐铁颗粒）双双荣获店员推荐率最高品牌。



图 14: 2020-2021 年度中国药店店员推荐率最高品牌奖



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）发力 0-3 岁空白市场，适应症为用于儿童、妊娠和哺乳期妇女、更年期妇女、老年人等的钙补充剂，并帮助防治骨质疏松症。其主要成分为碳酸钙 0.375 克（以元素钙计 0.15 克），维生素 D3 31.25 国际单位。儿童适用年龄为 7 个月-3 岁，盖笛欣适应人群广泛，具有广阔的市场空间。2022 年碳酸钙 D3 的市占率高达 48%，远超其他补钙药品。

盖笛欣凭借自身强大研发能力，将碳酸钙制成泡腾制剂，除了有碳酸钙本身钙含量高特点外，通过处方和泡腾技术，把碳酸钙在体外转化成有机络合钙，进入体内既保证了钙的充足，又规避掉碳酸钙进入胃后消耗胃酸、打嗝引起小孩吐奶、便秘这些不良反应，因此达因钙有非常强的竞争优势。

盖笛欣目标客群定位到 7 个月-3 岁的婴幼儿，该阶段婴幼儿处于由于成长速度过快，容易造成缺钙的情况。该时期又是婴幼儿骨骼、内脏发育的重要阶段，对补钙需求较大。国内市场



其他同类补钙产品中，包括钙尔奇、盖中盖、汤臣倍健等知名品牌，大多为片剂，并不适合用于3岁以下婴幼儿。盖笛欣不仅填补了该阶段婴幼儿补钙空白，在同类产品中，还具有含钙量高、易吸收、味道好、不刺激婴幼儿脆弱肠胃等优点。

图 15：复方碳酸钙泡腾颗粒产品图



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

在儿童营养保健食品方面，公司采用品牌延伸战略，通过扩展“伊可新”品牌效应实现以点带面的推广策略。目前，公司儿童保健食品有铁颗粒、锌颗粒、钙维D咀嚼片、钙维D软胶囊、锌软胶囊及维生素C颗粒。儿童营养食品包括益生菌粉（4种）、低聚果糖益生元固体饮料、复合DHA藻油滴剂、藻油DHA凝胶果糖、乳铁蛋白调乳粉、钙铁锌固体饮料、伊可新叶黄素酯软糖、伊可新接骨木莓VC锌软糖、伊可新矿物质铁多多软糖等。儿童保健用品包括儿童生物玻璃牙膏等。

## 2.2. 公司核心竞争力

公司深耕儿童制药与健康产业多年，具备行业领先的研发、生产、管理、营销能力，在激烈的市场竞争中逐渐形成了自身核心竞争壁垒。

### （一）专业聚焦儿童优势



二十多年来深耕细作儿童药领域，坚持“量身定制儿童专用药”，通过定制研发儿童专用规格（剂型、给药方式、口感等方面），实现了吸入制剂、经皮粘膜给药、口腔膜剂、矫味掩味技术、缓控释制剂、直肠给药制剂等技术创新，解决儿童给药难及耐受性差等问题。多年来，在国内儿科用药领域具有良好的口碑和广泛的覆盖率，深受儿科专家、医生的信赖与消费者的信赖。

2022年，伊可新品牌获得了“年度至尊口碑王”，伊可新维生素AD滴剂荣获“宝宝大健康年度口碑王”，伊可新复合DHA藻油荣获“年度人气奖”，伊可新生物儿童牙膏则拿下“专家力荐奖”，再次印证了伊可新扎实的产品实力和品牌魅力。

图 16：口碑榜获奖证书



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

伊可新维生素AD滴剂和伊可新复合DHA藻油凭借过硬实力和优异口碑从众多母婴品牌和好物中脱颖而出斩获“母婴界的奥斯卡”金树奖两项大奖。



图 17：金树奖两项大奖



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

## （二）“伊可新”品牌优势

“伊可新”作为中国驰名商标，在 2022 西普金奖颁奖盛典上，伊可新凭借出色市场表现、良好的口碑，以及持续上升的品牌价值，荣登“2022 健康产业品牌榜”，摘得西普金奖，并以 27.08 亿元的品牌价值上榜“2022 健康产业品牌榜价值排行榜”。

图 18：西普金奖



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

“伊可新维生素 AD 滴剂”和“达因右旋糖酐铁颗粒”双双摘得维生素矿物质类“中国药店店员推荐率最高品牌”荣誉。



图 19：中国药店店员推荐率最高品牌荣誉



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

### （三）优秀研发能力，打造行业领先地位

公司坚持“量身定制儿童药物”和“质量源于设计”的研发理念，设立多个研发中心并与多家研究所、大学建立紧密产学研合作关系，通过联合开发和技术攻关，提升企业技术创新能力和科研水平。目前，公司在研儿童专用规格和专用剂型药品已达 40 余个，覆盖儿童常见病、多发病、罕见病等领域。

### （四）坚持核心营销策略，顺应市场略调整

为应对政策及市场变化，公司建设了一支素质过硬、善打硬仗的专业营销团队，通过不断调整、创新营销方案。多年来，形成了“专家权威推荐，渠道方便购买，专业品类教育”的核心市场营销策略，经过医生推荐建立消费者对品牌信任，不断发展和探索线上线下渠道，并对全渠道进行整合，不断提高产品市场占有率。通过建立数字化营销体系有效保证了为重要客户学术推广活动的有效触达。

同时，营销团队根据市场环境变化，多策略、多维度地进行动态调。2022年初，根据循证医学证据，将伊可新维生素AD的推广年龄扩展到6岁，提高了产品的市场空间。



图 20：西湖奖



**资料来源：**公司官网，华通证券国际研究部

#### （五）更新改造生产线，降本增效优势显

公司针对儿童药特点，进行生产模式布局，配备国际一流的生产及检测设备，从产品包装、入库全过程自动化、数字化综合管理，大大提高生产效能及安全性；软胶囊和颗粒剂等车间获得了澳大利亚最高等级的质量认证，生产质量控制体系与国际接轨。公司现有 6 个生产车间：2 个软胶囊车间、2 个固体制剂车间、1 个原料药车间（合成车间）、备料车间各 1 个。生产部利用 WMS 系统进行原材料领用、产成品入库的生产管理。



图 21: 生产车间

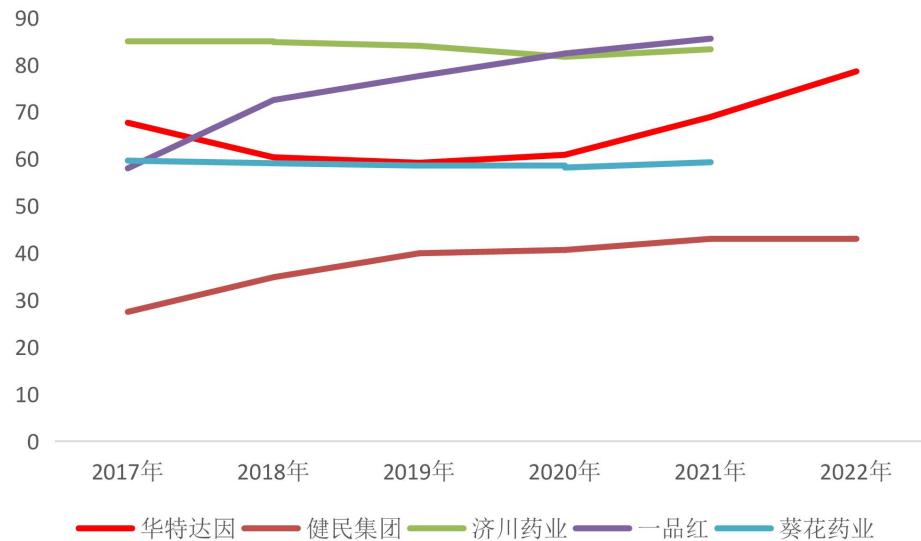


资料来源: 公司官网, 华通证券国际研究部

### 2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析

2017 年至 2022 年间, 华特达因毛利率 2019 年降至最低, 随后公司聚焦医药板块, 退出非主要业务, 毛利率随即上升, 2022 年创历史新高为 78.57%。公司未来规划持续聚焦主业, 继续剥离非主业, 毛利率有望继续提升, 若其他非药业务全部退出, 则华特达因毛利率进一步向子公司达因药业毛利率看齐, 2022 年子公司达因药业毛利率为 86.5%。

图 22: 2017-2022 年毛利率与可比公司对比

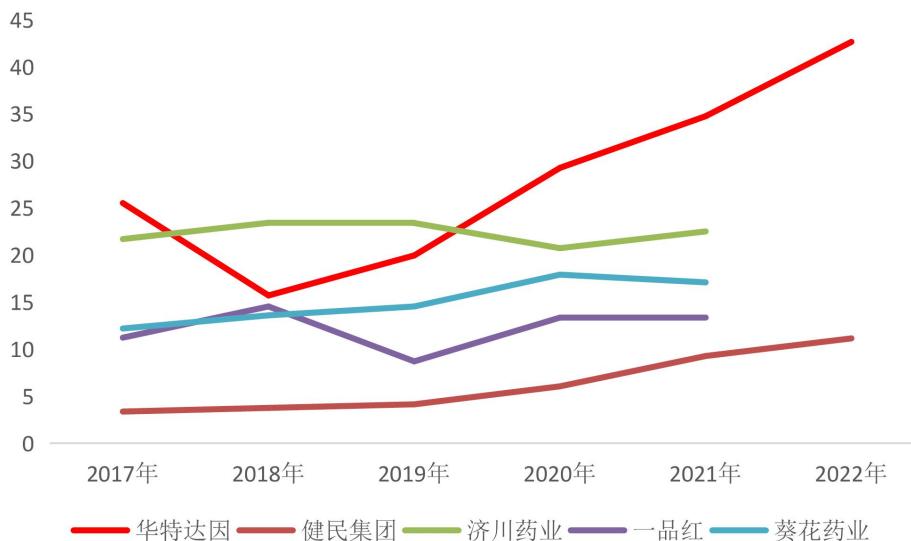


资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部

2017 年至 2022 年间, 华特达因净利率 2018 年最低, 随后强势上升到行业领先地位, 2022 年已达 42.63%。



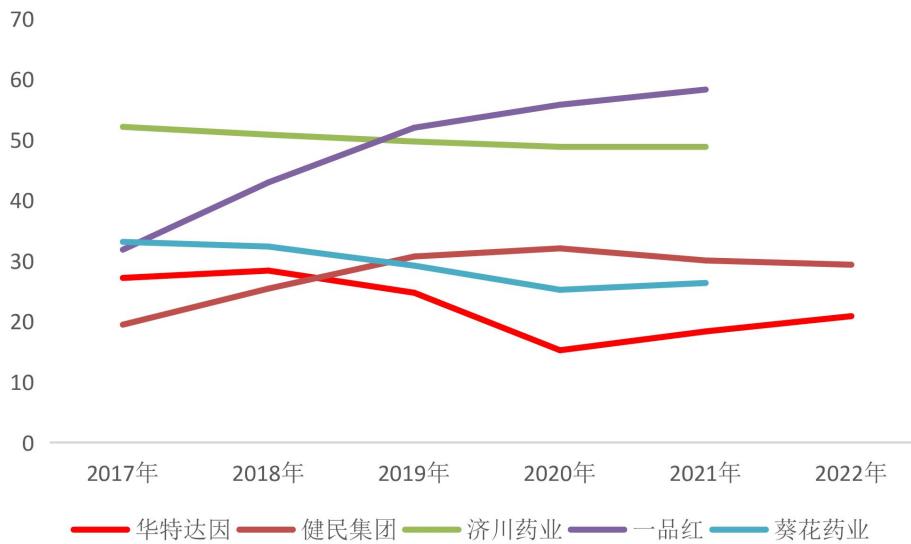
图 23: 2017-2022 年净利率与可比公司对比



资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部

2019 年至 2022 年间, 公司销售费用率在可比公司中处于最低位置, 2022 年公司销售费用率为 20.87%。管理费用率已于 2020 年开始快速下降至行业较低水平为 7.6%。

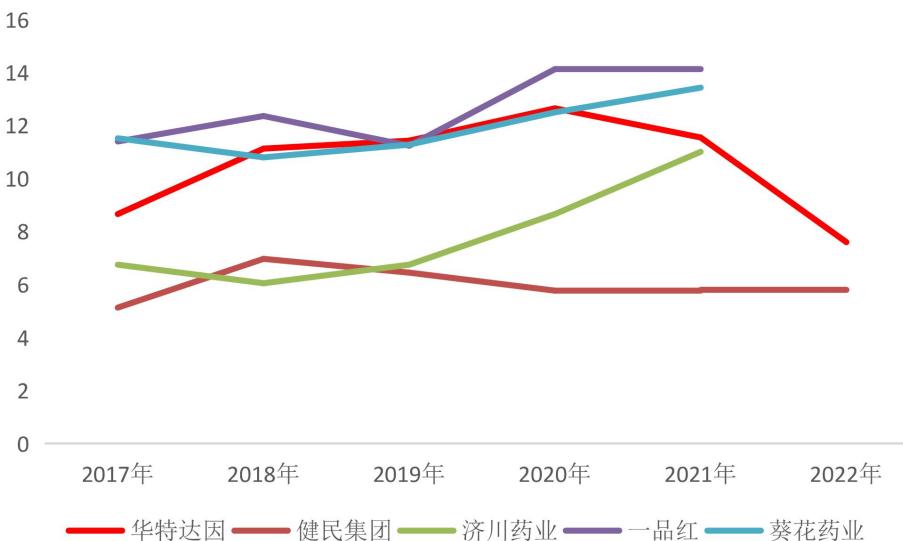
图 24: 2017-2022 年销售费用率与可比公司对比



资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部



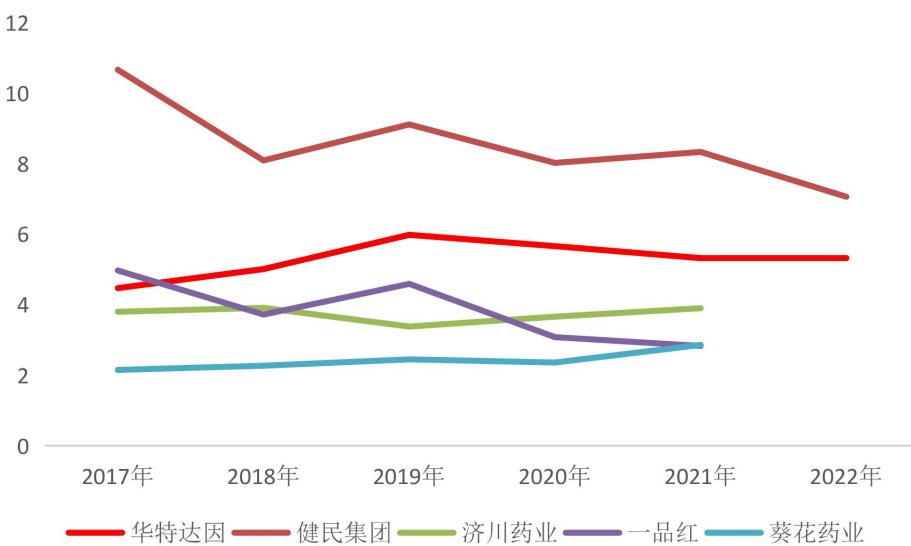
图 25: 2017-2022 年管理费用率与可比公司对比



资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部

近三年, 公司存货周转率保持较稳定的状态, 处于可比公司中较优位置, 2022 年, 公司应收账款周转率有了很大的提升, 应收账款周转率从 2021 年的 13.37 上升至 2022 年的 41.27, 应收账款周转率越高, 代表公司营业收入的资金回笼效率越高, 资产的流动性也就越高, 短期偿债能力也就越强。

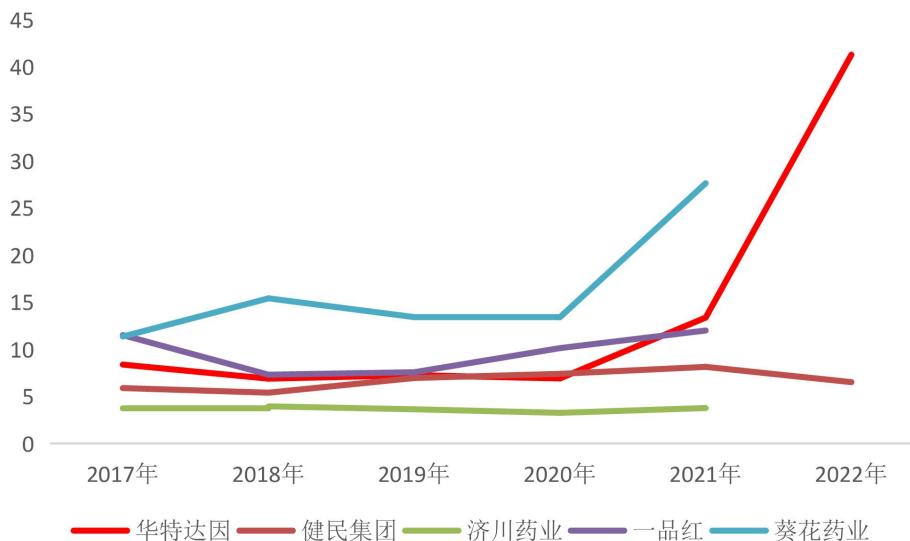
图 26: 2017-2022 年存货周转率与可比公司对比



资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部



图 27: 2017-2022 年应收账款周转率与可比公司对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

## 2. 4. 盈利预测

结合上文分析、公司发展战略规划与市场发展趋势等，我们对公司主要业务进行如下预测。

(一) 医药板块：根据公司 2023 年 1 月 31 日及 2023 年 3 月 14 日投资者交流活动记录表：

伊可新 2022 年公司整体业绩贡献中起到了核心作用，在达因收入中占比在 86% 左右，粉色装和绿色装的比例大概在 1.2:1 的水平。伊可新绿色装与粉色装增长均在两位数上，绿色装(0-1 岁)增长接近 30%，粉色装增速在 40% 左右。2022 年受疫情影响，大多数医院没有正常开展门诊，导致院内销售 2022 年占比不到 10%。且 0-1 岁按最新统计的出生人口计算渗透率将近 30%，1-6 岁目前渗透率只有不到 5%，总体来看，0-6 岁渗透率也只有大概 7% 左右。

公司近两年新推广的右旋糖酐铁颗粒剂、维生素 D 滴剂、复方碳酸钙泡腾颗粒产品有较大的增长。维生素 D 2022 年销售近 2 个亿，右旋糖酐铁和盖笛欣这两个产品 2022 年有几千万的营收，2023 年公司预计这两个产品销售过亿或者接近 1 亿。

我们估算如下：

1) 伊可新维生素 AD 滴剂：2022 年医药板块中 86% 的收入为伊可新贡献，按粉色装与绿色装的比例 1.2:1 来分配伊可新产品收入，绿色装增长率为 29%；粉色装增长率为 40%。我们相信，疫情过后，院内门诊恢复正常，院内销售将增加，伊可新的渗透率也将进一步提升。预



---

计 2023 年-2025 年绿色装 (0-1 岁) 增长率为 20%、15%、12%，粉色装 (1-6 岁) 增长率为 35%、30%、28%。

2) 维生素 D：2022 年该产品销售收入为 1.8 亿，预计 2023 年销售达 2 亿左右，面对较大基数水平，增幅将变缓，预计 2023-2025 年增长率为 9%，9%，8%。

3) 右旋糖酐铁颗粒剂：2022 年销售收入为 0.55 亿，右旋糖酐铁颗粒剂凭借其口感优势，在市场同类产品中处于绝对领先地位。随着公众对铁缺乏的意识提升，从医疗领域和消费群体慢慢地重视铁的补充，该产品会有更大的空间。我们预计 2023 年至 2025 年增长分别为 75%、45%、25%。

4) 复方碳酸钙泡腾颗粒：2022 年该产品销售收入为 0.46 亿元，该产品适应人群广泛，更是填补了 0-3 岁空白市场。因此，我们预计该产品 2023 年至 2025 年保持高速增长，增长率分别为 60%、30%、20%。

5) 其他产品保持 10%的增长速度

(二) 教育板块保持 3%的增长速度，其它业务板块结合公司战略重主业，退出其它业务，2023-2025 年增长率分别为-30%、5%、5%。（公司业绩详细数据请见下表）



表 2：盈利预测

(单位: 百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,341.08</b>	<b>2,904.67</b>	<b>3,528.53</b>	<b>4,212.01</b>
<b>YOY</b>	<b>15.49%</b>	<b>24.07%</b>	<b>21.48%</b>	<b>19.37%</b>
<b>毛利率</b>	<b>60.32%</b>	<b>79.78%</b>	<b>80.71%</b>	<b>81.43%</b>
<b>医药产品</b>	2,038.27	2617.78	3231.97	3905.44
<b>YOY</b>	38.66%	28.43%	23.46%	20.84%
<b>毛利率</b>	86.50%	86.00%	86.00%	86.00%
<b>1) 伊可新产品</b>	1,752.91	2,246.93	2,777.59	3,379.39
<b>YOY</b>		28.18%	23.62%	21.67%
绿色 (0-1岁)	796.78	956.14	1,099.56	1,231.51
YOY	29.00%	20.00%	15.00%	12.00%
粉色 (1-6岁)	956.14	1,290.79	1,678.03	2,147.88
YOY	40.00%	35.00%	30.00%	28.00%
<b>2) 维生素 D</b>	180.00	196.20	213.86	230.97
<b>YOY</b>		9.00%	9.00%	8.00%
<b>3) 右旋糖酐铁颗粒剂</b>	55.00	96.25	139.56	174.45
<b>YOY</b>		75.00%	45.00%	25.00%
<b>4) 复方碳酸钙泡腾颗粒</b>	46.00	73.60	95.68	114.82
<b>YOY</b>		60.00%	30.00%	20.00%
<b>5) 其它</b>	4.36	4.80	5.28	5.81
<b>YOY</b>		10.00%	10.00%	10.00%
<b>教育</b>	227.04	233.85	240.87	248.10
<b>YOY</b>	4.75%	3.00%	3.00%	3.00%
<b>毛利率</b>	18.55%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>其它业务板块</b>	75.77	53.04	55.69	58.47
<b>YOY</b>	-77.18%	-30.00%	5.00%	5.00%
<b>毛利率</b>	45.10%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

### 3. 2022–2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往三年一期的期间费用率趋势，我们预测公司研发费用率为 4%，管理费用率保持在 6.59%，2023 年至 2025 年公司销售费用率为 23%、24%、25%。

综上，预测 2023 年–2025 年公司归母净利润分别为 674.70/844.70/1,017.18 百万元，同比增长为 28.06%/25.20%/20.42%；摊薄 EPS 分别为 2.88/3.60/4.34 元/股。（公司预测期间详细财务报表和主要指标资料请见本报告正文末附表）。



## 4. 公司估值分析

### 4. 1. P/E 模型估值

2023 年 4 月 4 日华特达因 P/E (TTM) 为 16.19，距离近 36 个月以来的最高点 35.21，已经大幅回撤 54.02%。

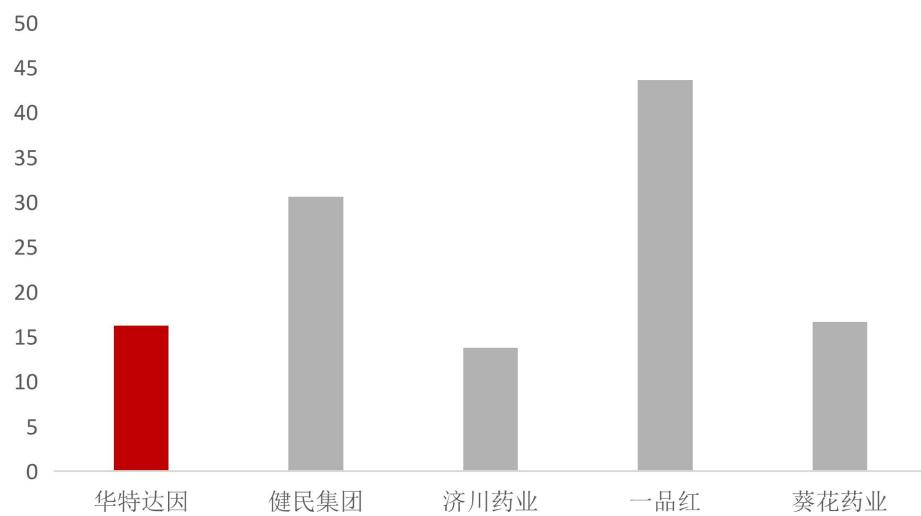
图 28：华特达因 P/E (TTM)



资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

2023 年 4 月 4 日华特达因 P/E (TTM) 为 16.19，从同期可比公司 P/E (TTM) 上看，公司目前估值处于较低水平（注：相关指标计算以 2023 年 4 月 4 日 A 股收盘价为基准）。

图 29：可比公司 P/E (TTM)



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

我们预计公司 2023–2025 年对应的 EPS 分别为 2.88/3.60/4.34 元/股，综合考虑公司业绩的成长性，我们认为公司股价被市场低估。



表 3：可比公司 PE (倍) 估值表

代码	证券简称	最新收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600976	健民集团	81.24	2.68	3.33	4.13	5.14	30.58	24.38	19.69	15.81
600566	济川药业	30.42	--	2.56	2.88	--	--	11.89	10.55	--
300723	一品红	42.99	--	1.46	1.94	--	--	29.38	22.19	--
002737	葵花药业	23.2	--	1.81	2.1	--	--	12.84	11.06	--
行业均值							19.62	15.87	15.81	
000915	华特达因	36.4	2.25	2.88	3.60	4.34		12.64	10.11	8.39

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

#### 4. 2. PEG 模型

根据 2023 年-2025 年业绩预测，计算得到 2023 年 PEG 为 0.51。健民集团、济川药业、一品红、葵花药业分别为 1.02、0.95、0.90、0.80。华特达因 PEG 远低于其他可比公司。因此，我们认为市场对公司技术研发创造力及品牌力略有低估。

#### 4. 3. DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 2.88/3.6/4.34 元/股为基础，根据以下假设，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 51.61 元/股。

表 4：DCF 模型预测

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	10.00%	3.00%	8.85	47.98	56.83
组合二	10.00%	3.50%	8.85	51.92	60.77
组合三	11.00%	3.00%	8.69	40.86	49.55
组合四	11.00%	3.50%	8.69	43.79	52.48
组合五	12.00%	3.00%	8.53	35.35	43.88
组合六	12.00%	3.50%	8.53	37.61	46.15
平均				51.61	

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

### 5. 公司未来六个月内投资建议

#### 5. 1. 公司股价催化剂分析

**政策大力支持，儿药行业迎来春天** 为鼓励药企加强儿科用药的研发和生产，自 2011 年开始，我国出台了一系列扶持政策。要求创新药“提质增效”，杜绝同质化仿制。创新药审批速度加快，创新药品种“以价换量”，通过医保谈判纳入医保目录，商业化快速提升。鼓励儿童药企不断加强研发创新，提高药品质量，丰富药品品种。我国儿童药品已进入转型和高质量发展的黄金时期。



**疫情下的高增长，奠定疫情退去后更高的增长** 在我国近三年疫情大背景下，公司营收、净利润仍保持高速增长，子公司达因药业三年间营收、净利润几乎翻了一番，营收从 2020 年的 11.22 亿元增长到 2022 年的 20.28 亿元，CAGR 为 34.78%，2022 年占上市公司总营收的 87.18%，成为上市公司主要业绩贡献来源，我们相信待疫情退去，门诊恢复，公司业绩将迎来更高的增长。

**消费群体扩大，渗透率+市占率有望进一步提升** 伊可新连续十多年同类产品市场占有率第一，在儿科专业用药领域具有良好的口碑和知名度。自 2022 年初，公司将伊可新适用年龄从 0-3 岁调整为 0-6 岁，目前，伊可新 0-6 岁的渗透率在 7% 左右，适用年龄段扩大带来的新增用药群体为伊可新带来广阔增量市场。除伊可新外，右旋糖酐铁和盖笛欣都是高增长产品。2023 年，两项产品收入有望破亿。

**强大的研发能力造就儿童药产品系列持续丰富** 2022 年，盐酸托莫西汀口服溶液获得注册批件，注射用盐酸石蒜碱硫酯、水合氯醛栓、盐酸可乐定缓释片等获得药物临床试验批准通知书，未来，公司预计每年上市一至两个产品。目前，公司在 15 个治疗领域都有布局，产品布局数量最多的是儿童精神类药物，该类药是市场上稀缺产品。

**合作整合优势资源，扩大达因儿童药市场** 2023 年 2 月，公司与九州通医药集团签署《战略合作协议》。确定将进一步整合各自的优势资源，在电商平台合作、好药师、大型 KA 连锁统谈分采展开深度合作。2022 年，达因药业与九州通的合作收获颇丰，达因产品在九州通的 28 家省级公司经营同比增长 28%，创历史新高。

## 5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 39 元/股，对应 2023 年 P/E 为 13X。以 2023 年 4 月 4 日 A 股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标仍有 7% 的上涨空间。

## 6. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。



## 华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上
基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

## 7. 风险提示

**儿童数量下降风险：**公司产品针对儿童用药，若儿童数量增长放缓或下降，可能影响公司产品销量。

**集采风险：**药品集采是国家控制医保费用支出的重要举措，未来集采将常态化继续推进，公司主要产品伊可新维生素AD有可能会被纳入集采范围。

**产品研发不及预期风险：**若研发进度不及预期，公司每年推出1-2个新品的计划将无法完成，公司产品链持续丰富将受到制约。



附表：财务报表预测与主要财务比率（单位：百万元）

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,844.67	3,203.32	4,813.03	6,671.10	营业收入	2,341.08	2,904.67	3,528.53	4,212.01
应收票据及账款	247.65	307.27	373.26	445.56	营业成本	501.70	587.42	680.62	782.36
预付账款	26.98	33.48	40.67	48.54	税金及附加	39.93	49.54	60.18	71.84
其他应收款	9.47	11.76	14.28	17.05	销售费用	488.61	668.07	846.85	1,053.00
存货	87.06	101.93	118.10	135.76	管理费用	112.23	191.29	232.38	277.39
其他流动资产	952.04	952.80	953.65	954.58	研发费用	65.59	116.19	141.14	168.48
<b>流动资产总计</b>	<b>3,167.86</b>	<b>4,610.55</b>	<b>6,312.99</b>	<b>8,272.59</b>	财务费用	<b>-17.47</b>	<b>-8.66</b>	<b>-14.03</b>	<b>-20.10</b>
长期股权投资	90.49	85.84	81.20	76.55	资产减值损失	<b>-0.97</b>	<b>-3.90</b>	<b>-4.74</b>	<b>-5.66</b>
固定资产	878.06	746.15	613.20	479.20	信用减值损失	0.37	0.46	0.56	0.67
在建工程	40.27	33.56	26.85	20.14	其他经营损益	0.00	0.00	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
无形资产	174.19	146.05	117.74	89.25	投资收益	<b>-0.96</b>	<b>14.15</b>	14.15	14.15
长期待摊费用	20.79	10.39	0.00	0.00	公允价值变动损益	3.03	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	318.84	296.12	273.40	250.68	资产处置收益	0.00	<b>-0.31</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.31</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,522.63</b>	<b>1,318.12</b>	<b>1,112.38</b>	<b>915.81</b>	其他收益	8.33	14.36	14.36	14.36
<b>资产总计</b>	<b>4,690.49</b>	<b>5,928.67</b>	<b>7,425.37</b>	<b>9,188.39</b>	营业利润	1,160.29	1,325.57	1,605.40	1,902.23
短期借款	7.89	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.51	3.03	3.03	3.03
应付票据及账款	40.70	47.66	55.22	63.47	营业外支出	1.61	1.89	1.89	1.89
其他流动负债	489.41	584.97	689.36	803.52	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>538.01</b>	<b>632.63</b>	<b>744.58</b>	<b>866.99</b>	利润总额	1,159.19	1,326.71	1,606.54	1,903.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	161.30	183.15	221.79	262.76
其他非流动负债	91.02	91.02	91.02	91.02	净利润	997.89	1,143.55	1,384.75	1,640.61
<b>非流动负债合计</b>	<b>91.02</b>	<b>91.02</b>	<b>91.02</b>	<b>91.02</b>	少数股东损益	471.02	468.86	540.05	623.43
<b>负债合计</b>	<b>629.03</b>	<b>723.65</b>	<b>835.60</b>	<b>958.01</b>	归属母公司股东净利润	526.86	674.70	844.70	1,017.18
股本	234.33	234.33	234.33	234.33	EBITDA	1,213.96	1,517.91	1,793.61	2,075.20
资本公积	63.24	63.24	63.24	63.24	NOPLAT	981.19	1,135.37	1,371.95	1,622.57
留存收益	2,286.51	2,961.21	3,805.91	4,823.09	EPS (元)	2.25	2.88	3.60	4.34
归属母公司权益	2,584.09	3,258.78	4,103.49	5,120.66					
少数股东权益	1,477.38	1,946.23	2,486.29	3,109.72					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,061.47</b>	<b>5,205.02</b>	<b>6,589.77</b>	<b>8,230.38</b>					
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,690.49</b>	<b>5,928.67</b>	<b>7,425.37</b>	<b>9,188.39</b>					
<b>现金流量表</b>									
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
税后经营利润	997.89	1,118.27	1,359.47	1,615.32					
折旧与摊销	72.24	199.86	201.09	191.93					
财务费用	<b>-17.47</b>	<b>-8.66</b>	<b>-14.03</b>	<b>-20.10</b>					
投资损失	0.96	<b>-14.15</b>	<b>-14.15</b>	<b>-14.15</b>					
营运资金变动	126.56	18.48	19.22	20.89					
其他经营现金流	16.23	29.65	29.65	29.65					
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1,196.40</b>	<b>1,343.45</b>	<b>1,581.25</b>	<b>1,823.54</b>					
资本支出	90.02	0.00	0.00	0.00					
长期投资	<b>-314.15</b>	0.00	0.00	0.00					
其他投资现金流	75.95	14.43	14.43	14.43					
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-328.22</b>	<b>14.43</b>	<b>14.43</b>	<b>14.43</b>					
短期借款	7.89	<b>-7.89</b>	0.00	0.00					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00					
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他筹资现金流	<b>-339.67</b>	<b>8.66</b>	14.03	20.10					
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-331.78</b>	<b>0.77</b>	14.03	20.10					
<b>现金流量净额</b>	<b>536.40</b>	<b>1,358.65</b>	<b>1,609.71</b>	<b>1,858.07</b>					
<b>主要财务比率</b>									
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
<b>成长能力</b>									
营收增长率	15.49%	24.07%	21.48%	19.37%					
营业利润增长率	41.82%	14.24%	21.11%	18.49%					
EBIT 增长率	41.49%	15.44%	20.82%	18.26%					
EBITDA 增长率	37.93%	25.04%	18.16%	15.70%					
归母净利润增长率	38.55%	28.06%	25.20%	20.42%					
经营现金流增长率	58.29%	12.29%	17.70%	15.32%					
<b>盈利能力</b>									
毛利率	78.57%	79.78%	80.71%	81.43%					
净利率	42.63%	39.37%	39.24%	38.95%					
营业利润率	49.56%	45.64%	45.50%	45.16%					
ROE	20.39%	20.70%	20.58%	19.86%					
ROA	11.23%	11.38%	11.38%	11.07%					
ROIC	63.51%	80.56%	110.40%	150.21%					
<b>估值倍数</b>									
P/E	16.13	12.60	10.06	8.36					
P/S	3.63	2.93	2.41	2.02					
P/B	3.29	2.61	2.07	1.66					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					
EV/EBIT	8.31	4.92	3.44	2.29					
EV/EBITDA	7.82	4.27	3.05	2.08					
EV/NOPLAT	9.67	5.71	3.99	2.66					

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。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。
3. 在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但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。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。