

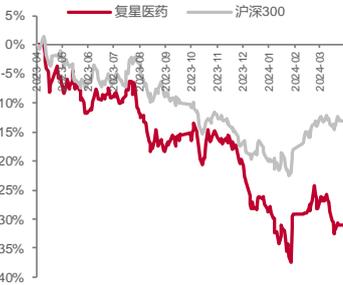
复星医药(600196.SH)/医药生物

证券研究报告/公司点评

2024年4月8日

评级：买入（维持）
市场价格：23.34
分析师：祝嘉琦
执业证书编号：S0740519040001
电话：021-20315150
Email：zhujq@zts.com.cn
分析师：张楠
执业证书编号：S0740523070005
Email：zhangnan03@zts.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	2,672
流通股本(百万股)	1,232
市价(元)	23.34
市值(亿元)	62,374
流通市值(亿元)	28,759

股价与行业-市场走势对比

相关报告

复星医药(600196)-2023Q3 点评：抗疫产品减值利润承压，创新品种保持快速增长-(中泰证券_祝嘉琦_张楠)-20231031

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	43951.55	41399.54	45791.60	50773.46	56261.41
增长率 yoy%	12.68%	-5.81%	10.61%	10.88%	10.81%
净利润(百万元)	3730.80	2386.27	3090.06	3439.21	3881.30
增长率 yoy%	-21.21%	-36.04%	29.49%	11.30%	12.85%
每股收益(元)	1.40	0.89	1.16	1.29	1.45
每股现金流量	6.08	5.12	6.71	8.05	9.43
净资产收益率	7%	4%	5%	5%	6%
P/E	16.72	26.14	20.19	18.14	16.07
PEG	-0.79	-0.73	0.68	1.61	1.25
P/B	1.40	1.37	1.27	1.21	1.14

备注：数据截止 2024.4.3

投资要点

- **事件：公司发布 2023 年报。2023 年实现营业总收入 414.00 亿元，同比下滑 5.81%，不含新冠相关产品，营业收入同比增长约 12.43%；归母净利润 23.86 亿元，同比下滑 36.04%；扣非归母净利润 20.10 亿元，同比下滑 48.08%。**
- **分季度看，2023Q4 实现收入 106.99 亿元（-13.31%），归母净利润 1.03 亿元（-91.91%），扣非归母净利润 5.37 亿元（-47.05%）。**
- **医药工业维持稳健，创新投入保持稳健。**2023 年医药工业实现营业收入 302.22 亿元（-1.91%），毛利率 53.38%（-1.70pp）。其中不含新冠相关产品，医药工业营业收入同比增长 13.50%，主要系汉斯状（斯鲁利单抗注射液）、汉曲优（注射用曲妥珠单抗）、苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）等新品和次新品收入保持快速增长。医药工业的研发投入 51.72 亿元（+1.47%），占医药工业收入的 17.11%。
- **器械诊断、医疗服务占比维持 25%-30%。**2023 年器械诊断实现营业收入 43.90 亿元（-36.83%），毛利率 49.87%（-11.59pp）。不含新冠相关产品，同口径增长 3.92%。医疗服务实现营业收入 66.72 亿元（+9.74%），毛利率 21.60%（+2.93pp），线下医院收入恢复、线上业务进一步聚焦、优化支出。
- **在研品种进展顺利，创新转型进行时。**公司重点布局小分子、抗体/ADC、RNA 和细胞疗法四大核心技术平台，并持续推进各创新产品研发、上市进程。重点在研品种进展顺利，1) **PD-1 抑制剂斯鲁利单抗（汉斯状）**：中国境内新增获批广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）、不可切除局部晚期复发或转移性食管鳞状细胞癌（ESCC）两项适应症。2) **CAR-T 产品**：中国境内新增获批二线适应症，即用于治疗一线免疫化疗无效或在一线免疫化疗后 12 个月内复发的成人 B 细胞淋巴瘤（r/RLBCL）。2023 年 9 月，奕凯达（阿基仑赛注射液）二线适应症正式获批于中国澳门上市。
- **盈利预测与投资建议：**根据公司最新业绩及未来规划，我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 457.92、507.73、562.61 亿元（24-25 年调整前值为 527.57、614.08 亿元），同比增长 10.61%、10.88%、10.81%；归母净利润分别为 30.90、34.39、38.81 亿元（24-25 年调整前值为 46.81、55.88 亿元），同比增长 29.49%、11.30%、12.85%。公司是国内创新药龙头企业之一，创新药进入集中收获期、主业结构性改善重回增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**外延并购不达预期；新药研发失败的风险；化学仿制药带量采购降幅和范围超预期的风险；研报使用的信息数据更新不及时的风险

内容目录

收入利润有波动，创新持续转型.....	- 3 -
抗疫产品下滑明显，收入利润有波动.....	- 3 -
制药转型成效进行时，研发投入保持稳健.....	- 8 -
医药工业收入 302.22 亿元 (-1.91%)，核心子公司稳健增长.....	- 8 -
器械诊断收入 43.90 亿元 (-36.83%)，抗疫产品下滑明显.....	- 9 -
医疗服务收入 66.72 亿元 (+9.74%)，线下恢复、线上聚焦.....	- 9 -
风险提示.....	- 10 -

图表目录

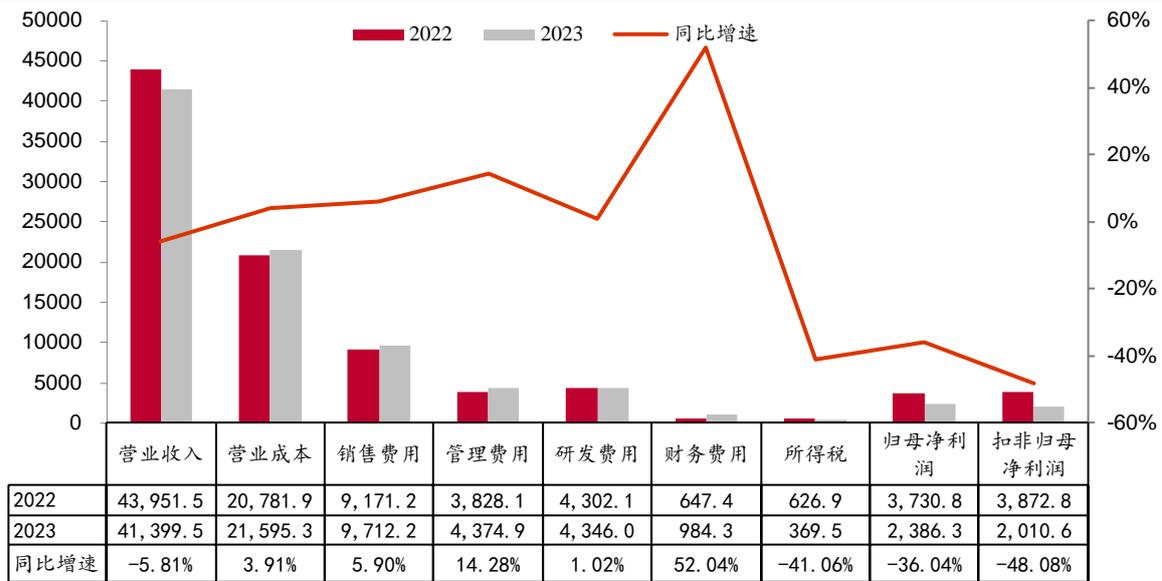
图表 1：复星医药主要财务指标（单位：百万元，%）.....	- 3 -
图表 2：复星医药分季度财务数据（单位：百万元，%）.....	- 3 -
图表 3：复星医药分季度收入情况（单位：百万元，%）.....	- 4 -
图表 4：复星医药分季度归母净利润情况（单位：百万元，%）.....	- 4 -
图表 5：复星医药分季度扣非归母净利润情况（单位：百万元，%）.....	- 4 -
图表 6：复星医药分板块收入构成（单位：%）.....	- 5 -
图表 7：复星医药分板块毛利构成（单位：%）.....	- 5 -
图表 8：复星医药盈利水平（单位：%）.....	- 5 -
图表 9：复星医药期间费率情况（单位：%）.....	- 5 -
图表 10：复星医药研发投入情况（单位：百万元，%）.....	- 6 -
图表 11：复星医药 2023 年重要研发进展.....	- 7 -
图表 12：复星医药医药工业收入&毛利率情况（单位：百万元，%）.....	- 8 -
图表 13：复星医药医药工业核心子公司一览（单位：百万元，%）.....	- 8 -
图表 14：复星医药诊断器械收入&毛利率情况（单位：百万元，%）.....	- 9 -
图表 15：复星医药医疗服务收入&毛利率情况（单位：百万元，%）.....	- 10 -
图表 16：复星医药财务模型预测.....	- 11 -

收入利润有波动，创新持续转型

抗疫产品下滑明显，收入利润有波动

- 2023 年实现营业总收入 414.00 亿元，同比下滑 5.81%，不含新冠相关产品，营业收入同比增长约 12.43%；归母净利润 23.86 亿元，同比下滑 36.04%；扣非归母净利润 20.10 亿元，同比下滑 48.08%。

图表 1：复星医药主要财务指标（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

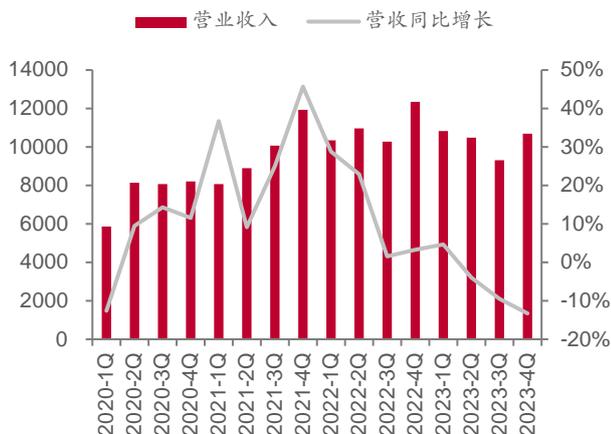
- 分季度看，2023Q4 实现收入 106.99 亿元 (-13.31%)，归母净利润 1.03 亿元 (-91.91%)，扣非归母净利润 5.37 亿元 (-47.05%)。

图表 2：复星医药分季度财务数据（单位：百万元，%）

指标	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q
营业收入	5880.51	8147.66	8,074.58	8,204.24	8,056.12	8,896.28	10,095.88	11,956.81	10,381.94	10,958.11	10,270.02	12,341.48	10,870.72	10,524.47	9,304.93	10,699.42
营收同比增长	-12.62%	9.47%	14.45%	11.51%	37.00%	9.19%	25.03%	45.74%	28.87%	23.18%	1.72%	3.22%	4.71%	-3.96%	-9.40%	-13.31%
营收环比增长	-20.07%	38.55%	-0.90%	1.61%	-1.81%	10.43%	13.48%	18.43%	-13.17%	5.55%	-6.28%	20.17%	-11.92%	-3.19%	-11.59%	14.99%
营业成本	2638.65	3577.22	3538.65	3676.66	3824.21	4286.66	5,271.21	6,846.19	5,861.10	5,714.56	5,332.26	6,261.77	5,294.79	5,403.73	5,081.00	5,815.79
毛利率	55.13%	56.10%	56.18%	55.19%	52.53%	51.82%	47.79%	42.74%	43.55%	47.85%	48.08%	49.26%	51.29%	48.66%	45.39%	45.64%
销售费用	1681.05	2250.02	2351.01	2181.86	2139.51	2217.47	2,455.70	2,286.22	2,066.84	2,099.56	2,316.39	2,688.39	2,515.25	2,556.05	2,155.39	2,485.55
管理费用	586.46	701.62	714.4	960.02	673.66	791.11	785.99	965.07	785.52	886.80	945.02	1,210.76	991.09	1,053.92	1,123.93	1,205.98
研发费用	492.63	711.79	673.28	917.79	640.84	921.05	851.90	1,420.70	805.34	1,012.99	1,030.21	1,453.55	968.87	1,165.41	1,020.82	1,190.95
财务费用	134.6	153.87	198.64	237.17	128.47	154.52	110.47	70.60	106.80	154.94	115.88	269.79	261.26	284.11	210.71	228.24
营业利润	789.58	1532.45	1067.94	1331.17	1159.46	2168.27	1,371.48	1,614.52	895.95	1,650.79	1,045.79	1,064.12	1,427.14	1,255.47	659.59	-34.69
利润总额	769.36	1532.33	1058.57	1317.58	1145.17	2159.05	1,361.98	1,387.63	887.65	1,484.76	1,030.43	1,171.54	1,384.76	1,270.71	636.99	-27.88
所得税	120.87	271.21	218.29	127.49	166.52	384.13	180.62	335.13	243.36	265.73	102.45	15.37	270.51	339.73	28.40	-269.14
归母净利润	577.2	1137.51	764.27	1183.83	847.19	1635.19	1,082.36	1,170.54	462.51	1,084.82	907.03	1,276.44	986.97	790.50	505.59	103.20
归母净利润同比	-18.97%	41.51%	39.57%	-5.89%	46.78%	43.75%	41.62%	-1.12%	-45.41%	-33.66%	-16.20%	9.05%	113.39%	-27.13%	-44.26%	-91.91%
净利率	9.82%	13.96%	9.47%	14.43%	10.52%	18.38%	10.72%	9.79%	4.45%	9.90%	8.83%	10.34%	9.08%	7.51%	5.43%	0.96%
扣非归母净利润	436.42	867.93	755.19	657.97	657.95	912.28	905.04	802.03	800.95	1060.89	997.23	1013.69	919.32	453.31	101.29	536.73
扣非归母净利润同比	-17.59%	36.03%	36.12%	28.62%	50.76%	5.11%	19.84%	21.89%	21.73%	16.29%	10.19%	26.39%	14.78%	-57.27%	-89.84%	-47.05%
扣非净利率	7.42%	10.65%	9.35%	8.02%	8.17%	10.25%	8.96%	6.71%	7.71%	9.68%	9.71%	8.21%	8.46%	4.31%	1.09%	5.02%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 复星医药分季度收入情况(单位:百万元,%)



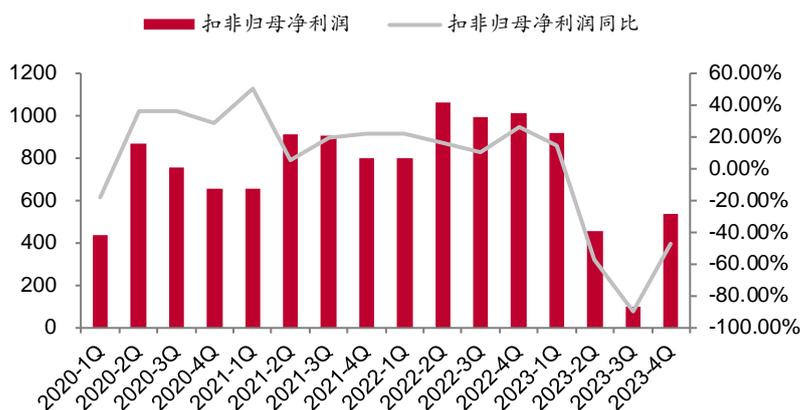
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 复星医药分季度归母净利润情况(单位:百万元,%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 复星医药分季度扣非归母净利润情况(单位:百万元,%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **医药工业 73%收入占比、81%毛利占比。**2023 年医药工业、器械诊断、医疗服务收入占比分别约为 73.00%、10.60%和 16.12%; 占毛利比重分别为 81.46%、11.05%和 7.28%。

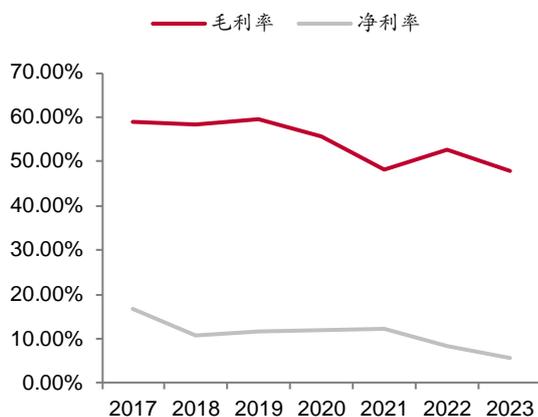
图表 6：复星医药分板块收入构成（单位：%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

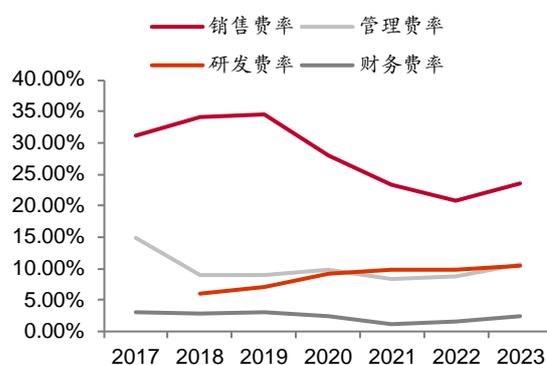
图表 7：复星医药分板块毛利构成（单位：%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **三费率均有增加，研发投入保持稳定。**2023 年销售费用 97.12 亿元 (+5.90%)，销售费率 23.46% (+2.59pp)。管理费用 43.75 亿元 (+14.28%)，管理费率 10.57% (+1.86pp)。研发费用 43.46 亿元 (+1.02%)，研发费率 10.50% (+0.71pp)，公司继续加大对创新药的研发投入，为下一阶段增长增添动力。财务费用 9.84 亿元 (+52.04%)，财务费率 2.38% (+0.90pp)。
- **2023 年研发投入 59.37 亿元 (+0.88%)，费用化 43.46 亿元 (+1.02%)，其中医药工业的研发投入 51.72 亿元 (+1.47%)，占医药工业收入的 17.11%。**目前公司拥有在研创新药、生物类似药超 70 项。

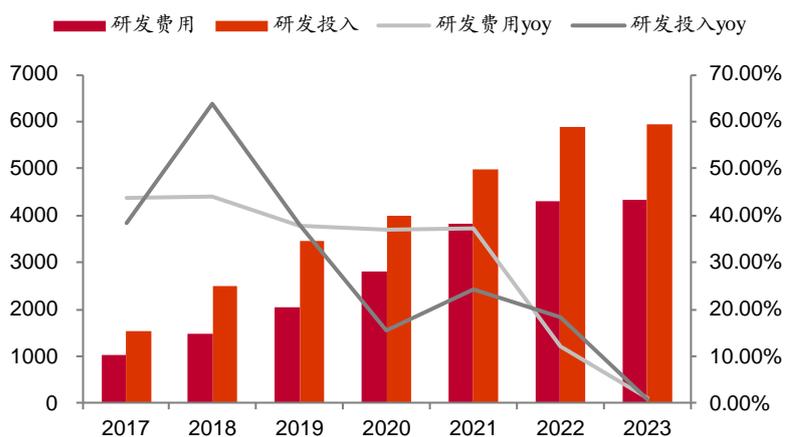
图表 8：复星医药盈利水平（单位：%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：复星医药期间费率情况（单位：%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：复星医药研发投入情况（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：复星医药 2023 年重要研发进展

2023 进展	药品名称/代号	靶点/机制	药品类型注	适应症	备注
2023 进展	斯鲁利单抗注射液（中国商品名：汉斯状、印度尼西亚商品名：Zerpidio）	PD-1	治疗用生物制品	治疗广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）（中国境内、印度尼西亚）	联合卡铂和依托泊苷
	奕凯达（阿基仑赛注射液）	CD19	治疗用生物制品	治疗一线免疫化疗无效或在一线免疫化疗后12个月内复发的成人B细胞淋巴瘤（r/r LBCL）	联合含氟尿嘧啶类和铂类药物
获批上市	信稳（盐酸凯普拉生片）	P-CAB	化学药品	十二指肠溃疡（DU）	-
	盐酸替纳帕诺片（Tenapanor）	NHE3	化学药品	反流性食管炎（RE）	-
	复必泰二价疫苗（mRNA新冠疫苗原始株/Omicron变异株BA.4-5二价疫苗）	S 蛋白	生物制品	便秘型肠易激综合症（中国香港）	-
	复必泰XBB1.5（Omicron变异株XBB1.5）	S 蛋白	生物制品	预防由新型冠状病毒（SARS-CoV-2）感染所致疾病（COVID-19）（中国香港、中国澳门）	-
	斯鲁利单抗注射液（中国商品名：汉斯状）	PD-1	治疗用生物制品	一线治疗表皮生长因子受体（EGFR）敏感性突变阴性和间变性淋巴瘤激酶（ALK）基因重排阴性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）	联合培美曲塞和卡铂
上市申请获受理	FCN-437c	CDK4/6	化学药品	一线治疗广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）（欧洲）	联合卡铂和依托泊苷
	DaxibotulinumtoxinA 型肉毒杆菌毒素（RT002）	/	治疗用生物制品	既往接受内分泌治疗后出现疾病进展的激素受体（HR）阳性、人表皮生长因子受体2（HER2）阴性的局部晚期或转移性乳腺癌	联合氟维司群
	盐酸替纳帕诺片（Tenapanor）	NHE3	化学药品	暂时性改善成人因皱眉肌/或降眉间肌活动引起的中度至重度皱眉纹	-
进入 III 期临床	注射用曲妥珠单抗（中国商品名：汉曲优）	HER2	生物制品	治疗成人颈部肌张力障碍	-
	FS-1502（注射用重组HER2人源化单克隆抗体单甲基奥瑞他汀F 偶联剂）	HER2	治疗用生物制品	控制正在接受血液透析治疗的慢性肾脏病（CKD）成人患者的高磷血症	-
	FCN-159	MEK1/2	化学药品	(1)辅助治疗HER2过表达乳腺癌；(2)治疗HER2过表达转移性乳腺癌；(3)治疗 HER2过表达转移性胃腺癌或胃食管交界腺癌（美国）	-
	ET-26（注射用甲氧氯普胺盐酸盐）	GABA 受体	化学药品	成人I型神经纤维瘤	-
	HLX26（重组抗LAG-3人源化单克隆抗体注射液）	LAG-3	治疗用生物制品	成人全身麻醉诱导	-
	FCN-338#	BCL-2	化学药品	转移性结直肠癌（mCRC）	联合斯鲁利单抗注射液和化疗
进入 II 期临床	FCN-159#	MEK1/2	化学药品	治疗髓系恶性血液疾病	联合阿扎胞苷或化疗
	HLX208（BRAF V600E抑制剂）	BRAF V600E	治疗用生物制品	儿童朗格汉斯细胞组织细胞增生症	-
	HLX15（重组抗CD38全人单克隆抗体注射液）	CD38	治疗用生物制品	非小细胞肺癌(NSCLC)	联合斯鲁利单抗注射液
	HLX13#（重组抗CTLA-4全人单克隆抗体注射液）	CTLA-4	治疗用生物制品	多发性骨髓瘤（MM）	-
	注射用SZEY-2108#	/	化学药品	黑色素瘤、肾细胞癌、结直肠癌、肝癌、非小细胞肺癌、恶性胸膜间皮瘤及食管鳞状细胞癌	-
进入 I 期临床	XH-S003#	/	化学药品	耐碳青霉烯类杆菌（CRE）感染	-
	HLX43#（靶向PD-L1抗体-新型DNA拓扑异构酶I抑制剂偶联药物）	PD-L1 ADC	治疗用生物制品	治疗IgA肾病等补体异常激活相关的肾小球疾病（澳大利亚）	-
	XS-03#	/	化学药品	晚期/转移性实体瘤	-
	OP0595#（注射用Nacubactam）	β-内酰胺酶抑制剂	化学药品	RAS突变晚期实体瘤	-
IND 获批	XH-S002#	/	化学药品	治疗方案有限的成人需氧革兰氏阴性菌感染	-
	HLX51（注射用重组抗OX40人源化单克隆抗体）	OX40	治疗用生物制品	缺血性卒中和短暂性脑缺血发作二级预防	-
	HLX26（重组抗LAG-3人源化单克隆抗体注射液）	LAG-3	治疗用生物制品	晚期/转移性实体瘤和淋巴瘤	-
	HLX13（重组抗CTLA-4全人单克隆抗体注射液）	CTLA-4	治疗用生物制品	一线治疗晚期非小细胞肺癌（NSCLC）	联合斯鲁利单抗注射液和化疗
	FCN-016	ROCK	化学药品	肝癌	-
	抗人T细胞免疫球蛋白蛋白（中国境内商标：复可舒、英文商品名：Grafalon）	/	治疗用生物制品	青光眼或高血压	-
	HLX42（靶向EGFR抗体-新型DNA拓扑异构酶I抑制剂偶联药物）	EGFR ADC	治疗用生物制品	预防造血干细胞移植术后的移植抗宿主病（GvHD）	-
	VT-101注射液	/	治疗用生物制品	晚期/转移性实体瘤（中国境内、美国）	-

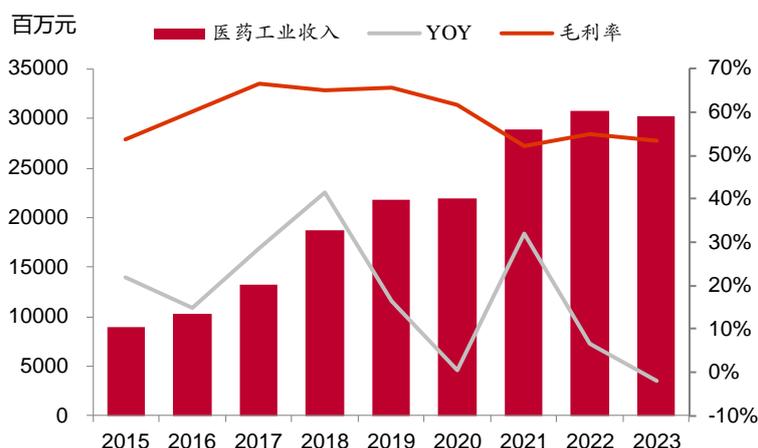
来源：公司公告，中泰证券研究所

制药转型成效进行时，研发投入保持稳健

医药工业收入 302.22 亿元 (-1.91%)，核心子公司稳健增长

- **2023 年医药工业实现营业收入 302.22 亿元 (-1.91%)**，其中不含新冠相关产品，医药工业营业收入同比增长 **13.50%**，主要系新品和次新品（不含新冠相关产品）收入保持快速增长。实现分部业绩 **21.34 亿元 (-43.77%)**，分部利润 **19.61 亿元 (-42.54%)**，毛利率 **53.38% (-1.70pp)**。
- **产品结构来看**，汉斯状（斯鲁利单抗注射液）、汉曲优（注射用曲妥珠单抗）、苏可欣（马来酸阿伐曲泊帕片）等新品和次新品收入保持快速增长。
- **核心子公司来看**，核心子公司重庆药友利润实现增长，江苏万邦利润增长较快，Gland 并购 Cenexi 的成本、摊销及 Cenexi 的运营亏损等影响，净利润同比减少。

图表 12：复星医药医药工业收入&毛利率情况（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：复星医药医药工业核心子公司一览（单位：百万元，%）

核心子公司	主要产品		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
重庆药友	阿托莫兰、优帝尔、炎琥宁等	收入	3,919.27	5,734.35	6,143.63	5,426.00	5,749.00	5,063.00	5,498.00
		YOY	25.36%	46.31%	7.14%	-11.68%	5.95%	-11.93%	8.59%
		净利润	464.10	705.06	806.21	809.00	809.00	805.00	813.00
		YOY	48.84%	51.92%	14.35%	0.35%	0.00%	-0.49%	0.99%
江苏万邦	优立通、万苏林、万苏平、西黄胶囊、EPO、肝素系列等	收入	3,190.88	4,006.62	5,400.70	6,875.00	7,040.00	7,986.00	8,117.00
		YOY	13.90%	25.56%	34.79%	27.30%	2.40%	13.44%	1.64%
		净利润	341.22	451.67	653.86	774.00	501.00	737.00	821.00
		YOY	8.28%	32.37%	44.76%	18.37%	-35.27%	47.11%	11.40%
Gland	万古霉素、依诺肝素钠、卡泊芬净等	收入	1492.00	1912.92	2506.80	3026.00	3658.00	3371.00	4207.00
		YOY	9.87%	26.62%	31.05%	20.71%	20.89%	-7.85%	24.80%
		净利润	413.70	283.25	512.97	719.00	879.00	689.00	395.00
		YOY	31.92%	39.92%	81.10%	40.16%	22.25%	-21.62%	-42.67%

来源：公司公告，中泰证券研究所

器械诊断收入 43.90 亿元 (-36.83%)，抗疫产品下滑明显

- 2023 年器械诊断实现营业收入 43.90 亿元 (-36.83%)，不含新冠相关产品，同口径增长 3.92%。实现分部业绩-1.26 亿元，同比减少 6.47 亿元，分部利润-0.33 亿元，同比减少 8.04 亿元，毛利率 49.87%(-11.59pp)。
- 1) 医疗美容: 复锐医疗科技(Sisram)实现营收 3.59 亿美元(+1.41%)、净利润 0.33 亿美元 (-17.50%)，净利润减少主要由于英国、迪拜、日本等区域市场处于分销转直销模式过渡期，销售费用和管理费用阶段性增加。2) 呼吸健康: Breas 深耕欧美，拓展中国。相关呼吸机在中国境内获批上市，数字化项目及相关产品国产化也在加快推进。3) 高值器械: 联营公司直观复星“达芬奇手术机器人”2023 年装机量为 55 台。4) 诊断业务: 新冠抗原、核酸检测试剂收入显著下降，收入及利润短期影响明显。随着新冠疫情不再构成“国际关注的突发公共卫生事件”，医学诊断业务重心向非抗疫产品调整。

图表 14: 复星医药诊断器械收入&毛利率情况 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

医疗服务收入 66.72 亿元 (+9.74%)，线下恢复、线上聚焦

- 医疗服务实现营业收入 66.72 亿元(+9.74%)，毛利率 21.60%(+2.93pp)。线下医院收入恢复以及线上业务进一步聚焦、优化支出，实现分部业绩-2.01 亿元，同比减少亏损 4.21 亿元，分部利润-4.40 亿元，同比减少亏损 3.52 亿元。

图表 15：复星医药医疗服务收入&毛利率情况（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

风险提示

- **外延并购不达预期。**公司近年来成功完成 Gland Pharma 等重大并购项目，但外部市场环境和政策变化大，未来可能的外延并购存在不达预期的风险。
- **新药研发失败的风险。**公司在研管线丰富，生物类似药、小分子创新药等多个平台推进。但药品研发是一个高风险行业，存在进度不及预期及研发失败的风险。
- **化学仿制药带量采购降幅和范围超预期的风险。**随着一致性评价和带量采购的逐步推进，预计未来更多的品种会进入带量采购目录。未来公司传统化学仿制药业务存在进入带量采购降价的风险。

图表 16：复星医药财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,694	17,924	21,523	25,213	营业收入	41,400	45,792	50,773	56,261
应收票据	24	110	50	64	营业成本	21,595	23,941	26,555	29,439
应收账款	7,644	7,647	8,692	9,829	税金及附加	271	321	355	394
预付账款	885	1,841	1,813	1,881	销售费用	9,712	11,448	12,693	14,065
存货	7,538	7,796	8,248	9,438	管理费用	4,375	3,984	4,316	4,782
合同资产	146	81	134	124	研发费用	4,346	4,579	4,570	5,064
其他流动资产	4,008	4,302	4,658	4,806	财务费用	984	-6	-6	-6
流动资产合计	33,793	39,620	44,984	51,231	信用减值损失	-132	-90	-96	-106
其他长期投资	85	94	105	116	资产减值损失	-220	-441	-311	-324
长期股权投资	23,919	23,919	23,919	23,919	公允价值变动收益	-427	-858	-1,261	-849
固定资产	15,129	16,877	19,023	21,481	投资收益	3,502	3,502	3,502	3,502
在建工程	4,925	5,193	5,719	5,993	其他收益	464	392	413	423
无形资产	13,482	14,713	15,942	16,889	营业利润	3,308	4,036	4,543	5,175
其他非流动资产	22,137	22,008	22,149	22,309	营业外收入	57	57	57	57
非流动资产合计	79,677	82,804	86,857	90,707	营业外支出	100	100	100	100
资产合计	113,470	122,424	131,841	141,938	利润总额	3,265	3,993	4,500	5,132
短期借款	14,728	17,525	20,322	23,119	所得税	370	583	644	692
应付票据	652	719	826	945	净利润	2,895	3,410	3,856	4,440
应付账款	5,507	5,575	6,276	7,054	少数股东损益	509	320	417	559
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,386	3,090	3,439	3,881
合同负债	1,200	1,469	1,550	1,761	NOPLAT	3,768	3,404	3,851	4,435
其他应付款	4,185	4,185	4,185	4,185	EPS (摊薄)	0.89	1.16	1.29	1.45
一年内到期的非流动负债	4,827	4,827	4,827	4,827					
其他流动负债	2,659	2,765	3,037	3,321	主要财务比率				
流动负债合计	33,758	37,065	41,023	45,212	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	13,505	15,409	17,314	19,218	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-5.8%	10.6%	10.9%	10.8%
其他非流动负债	9,591	9,344	9,429	9,468	EBIT增长率	-18.6%	-6.2%	12.7%	14.1%
非流动负债合计	23,096	24,753	26,743	28,686	归母公司净利润增	-36.0%	29.5%	11.3%	12.9%
负债合计	56,854	61,818	67,766	73,898	获利能力				
归属母公司所有者权益	45,685	49,033	51,637	54,488	毛利率	47.8%	47.7%	47.7%	47.7%
少数股东权益	10,931	11,573	12,438	13,552	净利率	7.0%	7.4%	7.6%	7.9%
所有者权益合计	56,616	60,606	64,075	68,040	ROE	4.2%	5.1%	5.4%	5.7%
负债和股东权益	113,470	122,424	131,841	141,938	ROIC	7.2%	5.9%	5.9%	6.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	50.1%	50.5%	51.4%	52.1%
					债务权益比	75.3%	77.7%	81.0%	83.2%
					流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1
					速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营活动现金流	2,608	2,762	4,289	4,130	应收账款周转天数	66	60	58	59
现金收益	6,732	6,680	7,434	8,380	应付账款周转天数	91	83	80	82
存货影响	-655	-259	-451	-1,190	存货周转天数	120	115	109	108
经营性应收影响	887	-604	-647	-894	每股指标 (元)				
经营性应付影响	-1,258	135	807	897	每股收益	0.89	1.16	1.29	1.45
其他影响	-3,097	-3,191	-2,853	-3,063	每股经营现金流	0.98	1.03	1.60	1.55
投资活动现金流	-3,819	-6,517	-7,326	-7,389	每股净资产	17.10	18.35	19.32	20.39
资本支出	-8,754	-6,523	-7,484	-7,625	估值比率				
股权投资	-775	0	0	0	P/E	26	20	18	16
其他长期资产变化	5,710	6	158	236	P/B	1	1	1	1
融资活动现金流	-1,336	7,985	6,636	6,949	EV/EBITDA	4	4	4	3
借款增加	3,557	4,701	4,701	4,701					
股利及利息支付	-2,660	-922	-1,155	-1,427					
股东融资	77	77	77	77					
其他影响	-2,310	4,129	3,013	3,598					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。