

增持（首次）

02268.HK 药明合联

ADC 赛道风头正盛，公司一站式服务高速发展

2024年4月26日

投资要点

- ADC 药物市场高速发展，其研发需求火热，有望为 ADC 相关 CXO 公司带来高速增长动力。近年来，ADC 药物在全球范围掀起研发热潮，并催生了许多大额的授权及合作项目。目前，全球范围内的 ADC 项目大多还处于早期，正处于高速发展阶段，由于 ADC 药物开发难度较高，目前根据弗若斯特沙利文的资料，截至 2022 年底，全球 ADC 发现、开发及制造外包率已达约 70%，超过整体生物制剂 34% 的外包率。在全球获批准的 15 款 ADC 药物中，有 13 款由外包服务提供商制造，其中大多数外包给多名外包服务提供商。
- 药明合联在 ADC 研究、开发和生产领域经验丰富，已建立先进和完善的业务能力。公司前身在药明生物 BCD 部门，自 2013 年便开始承接 ADC 项目，具备丰富的 ADC 药物开发经验。自公司采取“赋能、跟随并赢得分子战略”，在通过早期研发切入客户项目服务，陪伴客户项目成长的同时，也通过积极的参与竞争赢得 ADC 开发过程中的新项目和新客户。截至 2023 年 12 月 31 日，公司有 143 个进行中的综合项目，并在 2023 年内全球帮助客户提交 15 款 ADC 候选药物的 IND 申请。自成立以来及截至 2023 年 12 月 31 日，公司已执行 427 个发现项目。公司服务的客户数量也由 2022 年的 265 名增长到 2023 年的 345 名。截至 2023 年 6 月 30 日，公司累计为 304 名客户提供服务，包括 ADC 行业内的大多数相关公司。截至 2023 年 12 月 31 日，全球十大制药公司中有 6 家与公司合作开发 ADC 或 XDC。
- 盈利预测与估值：公司是全球稀缺的能够覆盖 ADC 全领域的研究、开发、生产服务提供商，基于全面的能力建设、邻近的产业布局，公司能建立良好的客户粘性，实现快速的业绩增长。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 31.3/45.6/62.3 亿元，归母净利润分别为 5.73/9.15/13.03 亿元，对应 2024 年 4 月 25 日收盘价分别为 32/20/14X PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

市场数据

日期	2024/04/25
收盘价(港元)	18.98
总股本(百万股)	1,197.6
流通股本(百万股)	1,197.6
净资产(亿元)	54.5
总资产(亿元)	67.4
每股净资产(元)	4.55

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

海外研究

分析师：

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC HK: BIS749

SAC: S0190510110012

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,124	3,130	4,564	6,234
同比增长	114.4%	47.4%	45.8%	36.6%
归母净利润(百万元)	284	573	915	1,303
同比增长	82.1%	102.1%	59.7%	42.4%
毛利率	26.3%	31.0%	32.0%	34.3%
归母净利率	13.35%	18.31%	20.05%	20.90%
每股收益(元)	0.26	0.53	0.85	1.21
市盈率	65.5	32.4	20.3	14.2

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理，注：EPS 均按照最新股本摊薄计算

风险提示：产能扩张风险；行业竞争加剧风险；相关政策变化风险；关联交易风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目录

1. 公司简介：进入 ADC 领域已久，管理层经验丰富	- 3 -
2. ADC 行业潜力巨大，全球争相布局挖掘相关机会	- 5 -
2.1 ADC 技术机制及发展进程	- 5 -
2.2 ADC 开发难度较大，拉动 CDMO 产业增长	- 5 -
3. 全球领先的一体化 ADC CRDMO 厂商	- 6 -
3.1 公司服务能力全面，市占率位居全球前列	- 6 -
3.2 公司“赋能、跟随并赢得分子战略”取得项目数和客户量双重快速增长 ..	- 8 -
3.3 立足中国服务全球，前后端项目同步发力	- 8 -
3.4 人员配备充分，积极布局全球产能	- 9 -
4. 财务分析	- 10 -
5. 盈利预测与投资建议	- 11 -
6. 风险提示	- 14 -

图表目录

表 1: 公司发展历程	- 3 -
表 2: 全球头部 ADC 外包服务参与者的能力比较	- 7 -
表 3: 公司现有产能情况	- 9 -
表 4: 公司收入拆分	- 12 -
表 5: 可比公司估值	- 13 -
图 1: 公司主要业务构成	- 4 -
图 2: 公司股权结构	- 4 -
图 3: 2018 年至 2030 年（估计）全球 ADC 外包服务市场规模	- 6 -
图 4: 公司按 2022 年收入计算市占率	- 7 -
图 5: 公司项目数量	- 8 -
图 6: 公司营业收入构成（按地区）	- 9 -
图 7: 公司营业收入构成（按项目阶段）	- 9 -
图 8: 2020-2023 年公司营业收入（亿元）及增速	- 10 -
图 9: 2020-2023 年公司归母净利润（亿元）及增速	- 10 -
图 10: 2020-2023 年公司毛利率和净利率变化	- 11 -
图 11: 2020-2023 年公司费用率变化	- 11 -

报告正文

1. 公司简介：进入 ADC 领域已久，管理层经验丰富

药明合联于 2020 年 12 月成立，是药明生物技术集团的控股公司，公司提供包括生物偶联药物、单克隆抗体中间体及与生物偶联药物相关的连接子及有效载荷的发现、工艺开发及 GMP 制造全面一体化的一站式 CRDMO 服务。公司历史可追溯至 2013 年，药明生物技术集团注意到 ADC 及 ADC 外包服务市场相关的机遇，并在其 BCD 业务部内部开展 ADC CRDMO 业务，以研究、开发及生产 ADC。2018 年，随着 ADC 药物市场的高速发展，药明生物技术集团在无锡建立了一个单独专用的 ADC 设施，来满足客户对 ADC 开发日益增长的需求，此后药明合联于 2020 年正式成立。

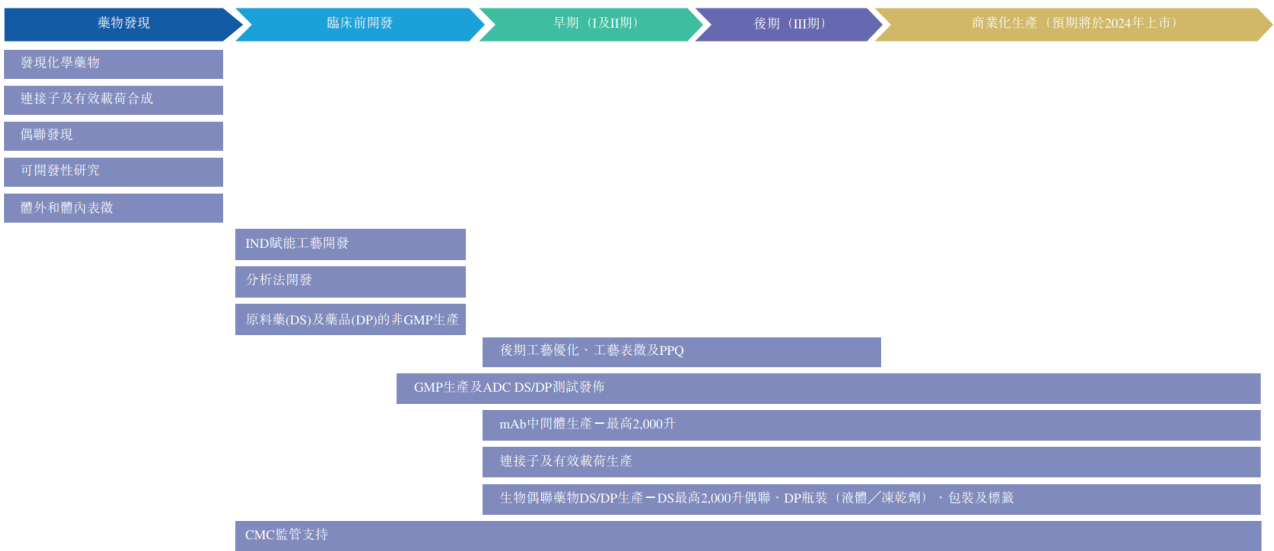
表 1：公司发展历程

年份	事件
2013 年	签订首份 ADC CMC 合约并在药明生物技术集团 BCD 业务部内部开展 ADC CRDMO 业务
2016 年	首次为客户完成国家药监局 IND 申请
2018 年	在中国无锡建立一个单独专用的 ADC 设施 DP3
2019 年 2 月	建立专有 WuXi DAR 4 技术平台，进一步丰富偶联技术组合
2019 年 4 月	与首名欧盟客户 NBE-Therapeutics（其后由 Boehringer Ingelheim 收购的瑞士生物技术公司）展开合作，开发及生产 NBE-Therapeutics 的首款 ADC 产品，展示了公司强大的研发能力和服务质量
2019 年 8 月	中国无锡的 ADC 设施 DP3 开始 GMP 生产
2020 年 2 月	从国家药监局取得药品生产许可证
2020 年 12 月	公司于开曼群岛注册成立
2021 年 4 月	合全药业成为公司 40% 股权的股东；荣获 IMAPAC 颁发的“大中华地区抗体及 ADC 制造工艺卓越奖”
2021 年 7 月	就转让 BCD 业务部及无锡药明合联生物技术，以及收购有效载荷及连接子业务订立协议，以增强我们的能力
2022 年 8 月	上海设施开始营运，在很大程度上提高了我们的药物发现及工艺开发容量
2022 年 10 月	于 2022 年 World ADC 奖中荣获「最佳合约生产提供商」亚军
2022 年 11 月	成立 XDC Singapore，是实施「全球双厂生产」策略的重要一步，并在新加坡建立生产基地

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

凭借在生物药和小分子药物方面的专业知识，公司提供跨学科综合服务，涵盖生物偶联药物、单克隆抗体中间体和生物偶联药物相关连接子及细胞毒性药物（又称荷载）的发现、工艺开发及 GMP 生产。公司拥有位置相近的先进实验室和生产基地来提供相关服务，因而能够大幅缩短开发时间及成本。

图 1: 公司主要业务构成

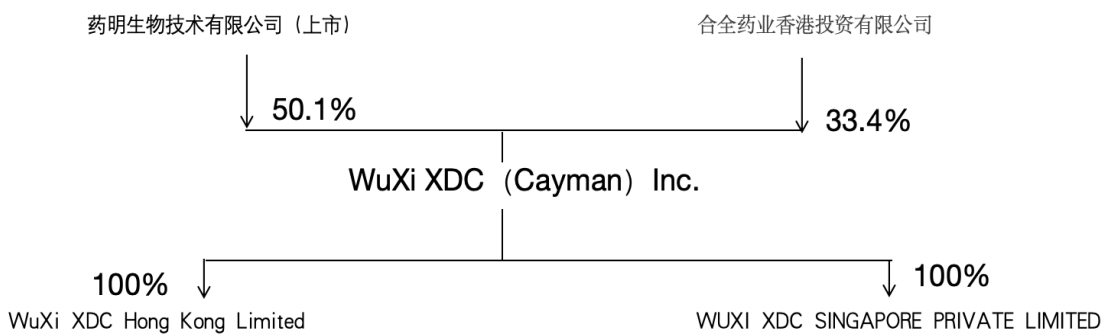


资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

缩写：PPQ = 工艺性能鉴定；DS = 原料药；DP = 药品；mAb = 单克隆抗体。

公司股权结构清晰，上市后药明生物持有公司 50.91% 股份，药明康德通过合全药业间接持有公司 33.94% 的股份。

图 2: 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司管理层均具备丰富的行业经验以及公司管理经验。李锦才博士为公司的执行董事及首席执行官，李博士具备丰富的 ADC 领域开发经验，创建并领导了药明

生物技术集团的细胞培养工艺开发和非 GMP 中试工厂生产小组，并继续负责生物制药一部 (MFG1)，上海 GMP 车间(MFG3)的运营和生物制药五部(MFG5)的建设启用。在其于 MFG1 任职期间，李博士带领公司成功通过了本公司的首次 FDA 及 EMA 许可前检查，以及取得了中国的首个 FDA 生物制剂 BLA 批准。

2. ADC 行业潜力巨大，全球争相布局挖掘相关机会

2.1 ADC 技术机制及发展进程

抗体偶联药物 (antibody drug conjugates, ADCs) 是一类将特异性单克隆抗体 (antibody) 与细胞毒性药物 (cytotoxic drug, 又称荷载 payload) 通过连接子 (linker) 偶联形成的新型抗肿瘤药物。ADC 类药物包含的三种组分为：

1. 高特异性和高亲和力的抗体 (细胞毒药物导向系统)；
2. 高稳定性的连接子 (抗体和药物之间的桥梁，控制药物在癌细胞内的释放)；
3. 高效的小分子细胞毒性药物 (摧毁癌细胞)。

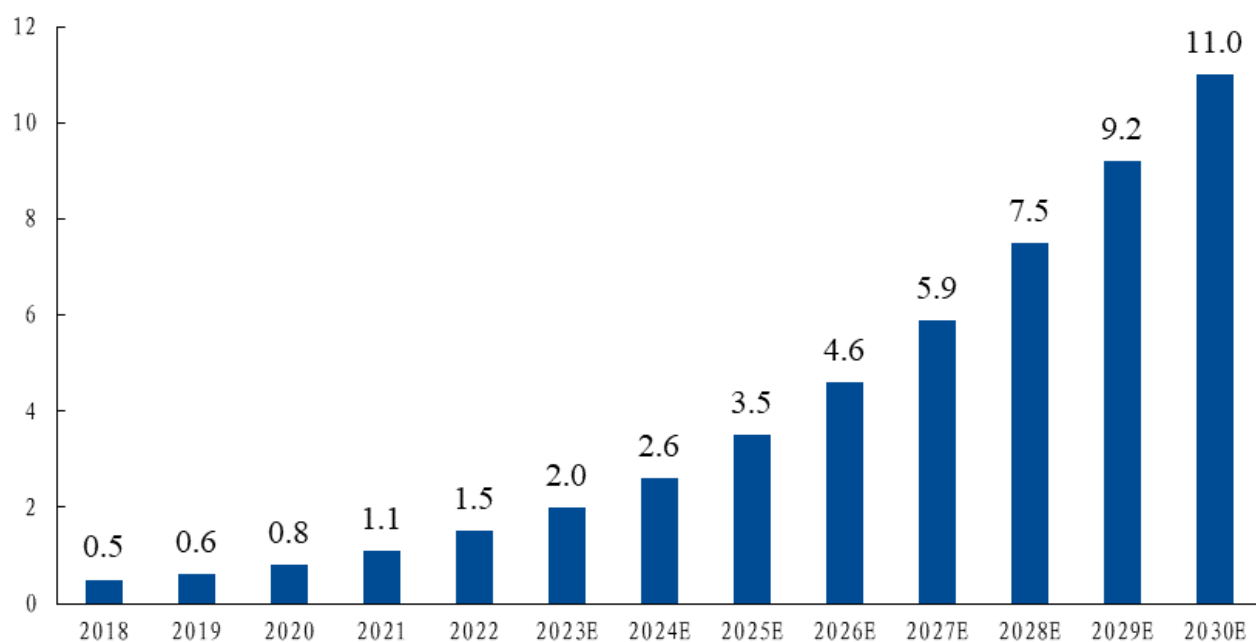
理想的 ADC 药物能够在血液循环中保持稳定，准确地达到治疗靶点，并最终在靶点表面或内部释放细胞毒性药物，起到杀伤癌细胞的作用。理论上来说，ADC 药物能够实现“比化疗更精准，比靶向更强力”，在疗效上实现进步的同时，降低毒副作用。

2.2 ADC 开发难度较大，拉动 CDMO 产业增长

ADC 的结构相对于大、小分子都更加复杂，其发现、开发及制造过程需要大分子及小分子化合物方面的跨形式专业知识，以及对复杂供应链管理的深入了解。对于开发公司来说，ADC 开发过程中的抗体、连接子及有效载荷、偶联工艺开发及制剂需要并行推进，并且彼此高度依赖。由于 ADC 是复杂的分子，需要洁净室生物及高容限细胞毒性设施才能安全处理，因此大多数公司可能会发现管理整个 ADC 开发过程的各个方面具有一定的困难，甚至在经济上不可行。因此，外包已成为 ADC 开发领域的首选业务策略。

根据弗若斯特沙利文的资料，截至 2022 年底，全球 ADC 发现、开发及制造外包率已达约 70%，超过整体生物制剂 34% 的外包率。在全球获批准的 15 款 ADC 药物中，有 13 款由外包服务提供商制造，其中大多数外包给多名外包服务提供商。2022 年，全球 ADC 外包服务市场价值达到 15 亿美元，2018 年至 2022 年的复合年增长率为 34.5%。这一增长超过同期整体生物制剂外包服务市场 21.8% 的复合年增长率。预计到 2030 年全球 ADC 外包服务市场将大幅扩张，达到 110 亿美元，2022 年至 2030 年的复合年增长率为 28.4%。

图 3: 2018 年至 2030 年 (估计) 全球 ADC 外包服务市场规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: 公司招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

3. 全球领先的一体化 ADC CRDMO 厂商

3.1 公司服务能力全面, 市占率位居全球前列

由于 ADC 的组分较多, 涉及大、小分子以及多种能力, 在 ADC 领域具备全流程服务覆盖的 CDMO 厂商竞争力将更加强劲。公司是唯一一家在 ADC 的整个发现、开发及制造过程中提供全方位专用能力的全球 CDMO 厂商。

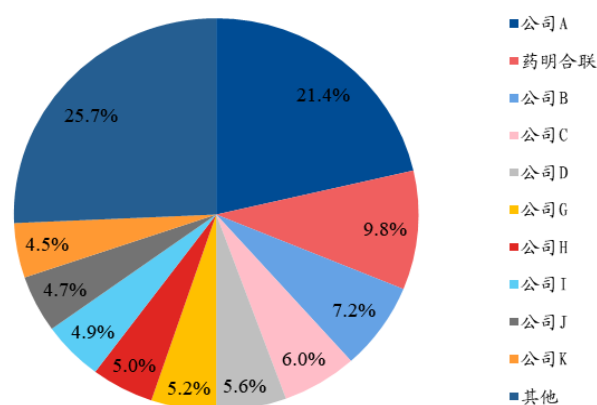
表 2: 全球头部 ADC 外包服务参与者的能力比较

公司	能力				ADC 专用工艺			位于 1 至 2 个小时车程内的全方位 ADC 生产设施
	单抗	有效载荷连接子	偶联	制剂配制与开发	研究	开发	生产	
药明合联	√	√	√	√	√	√	√	有
公司 A	√	√	√	√		√	√	无
公司 B	√	√	√			√	√	无
公司 D	√	√	√	√		√	√	无
公司 G	√	√	√	√		√	√	有
公司 H	√		√	√		√	√	无
公司 I		√	√	√	√	√	√	无
公司 J	√			√		√	√	无
公司 K				√		√	√	无

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

按 2022 年的收益计，药明合联是全球第二大 ADC 等生物偶联药物 CRDMO，市场占有率约 9.8%。而按截至 2022 年年底的项目总数计，药明合联是全球最大的生物偶联药物 CRDMO。

图 4: 公司按 2022 年收入计算市占率



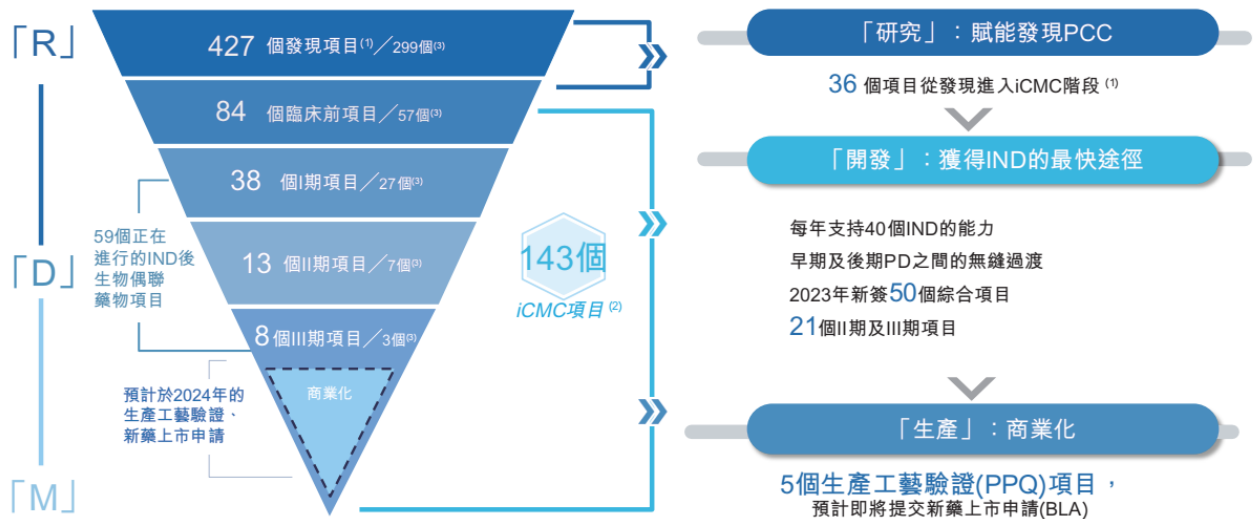
资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 公司“赋能、跟随并赢得分子战略”取得项目数和客户量双重快速增长

公司采取“赋能、跟随并赢得分子战略”，在通过早期研发切入客户项目服务，陪伴客户项目成长的同时，也通过积极的参与竞争赢得 ADC 开发过程中的新项目和新客户。截至 2023 年 12 月 31 日，公司有 143 个进行中的综合项目，并在 2023 年内全球帮助客户提交 15 款 ADC 候选药物的 IND 申请。自成立以来及截至 2023 年 12 月 31 日，公司已执行 427 个发现项目。公司服务的客户数量也由 2022 年的 265 名增长到 2023 年的 345 名。截至 2023 年 6 月 30 日，公司累计为 304 名客户提供服务，包括 ADC 行业内的大多数相关公司。截至 2023 年 12 月 31 日，全球十大制药公司中有 6 家与公司合作开发 ADC 或 XDC。

图 5：公司项目数量

透過「**赋能 — 跟随 — 赢得**」策略進行的項目數目



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1) 截至 2023 年 12 月 31 日累计数量；2) 截至 2023 年 12 月 31 日进行中的综合 CMC 项目；3) 小号数字指截至 2022 年 12 月 31 日的项目数量。

3.3 立足中国服务全球，前后端项目同步发力

按地区看公司收入，自 2021 年后公司收入来自海外地区占比不断提升，截至 2023，公司来自中国的收入约为 31%，来自海外地区的收入占比 69%，其中北美是海外最主要的收入来源地区，占公司 2023 总收入比重达到 40%。

从项目阶段看，公司 IND 前和 IND 后的项目收入均保持了强劲增长。2023 年公司 IND 前项目收入同比增速达到 143%，IND 后项目同比增速达 96%。

图 6: 公司营业收入构成 (按地区)

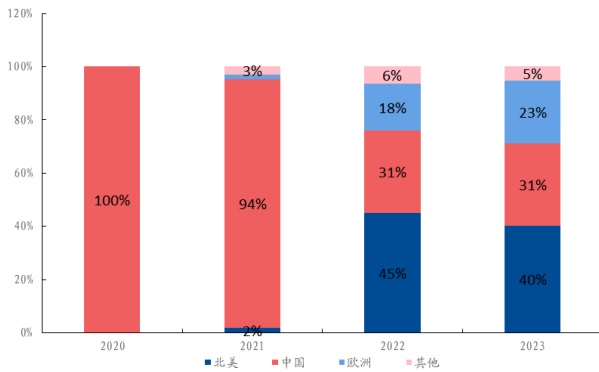
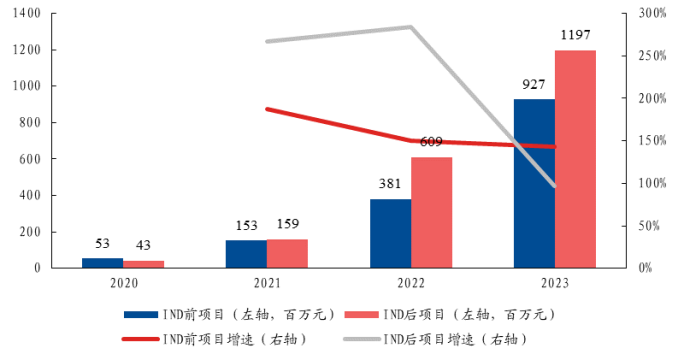


图 7: 公司营业收入构成 (按项目阶段)



数据来源: 公司招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理 数据来源: 公司招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理。

3.4 人员配备充分, 积极布局全球产能

截至上市前, 公司共有员工 1113 名。在人员构成方面, 公司目前拥有 510 名硕士及以上学历员工, 其中有 82 名博士或同等学历员工, 硕士和博士员工占比分别为 38.5% 和 7.4%。随着业务迅速发展, 公司也在积极地寻求产能扩张。公司目前主要在无锡、上海外高桥、常州布局有基地来支撑业务:

无锡基地: 原料药/药品的 GMP 生产, 配方及分析方法开发, QC 放行和稳定性测试。2020-2022 年无锡基地 ADC 原料药生产设施利用率分别为 51%、73% 和 85%, ADC 产药物品相关的设施利用率分别为 38%、57% 和 78%。自 2023 年 9 月及 12 月启用双功能产线以及千级连接子及有效载荷设施以来, 无锡基地已作为完全整合的“一体式”功能开始运营, 提供全方位服务。

上海外高桥基地: 生物偶联物药物的发现、研究和工艺开发, 分析方法及配方开发、中试放大。

常州基地: 连接子和毒素的发现、研究以及分析方法开发、中试规模合成、GMP 生产。

表 3: 公司现有产能情况

地点	产能	占地面积
无锡	XBCM1	5-500L 反应器 (偶联原液生产线)
	双功能 XmAb/XBCM2	每批 200-2000L 单抗中间体或每批 2000L 原液
	XDP1/ XDP2/ XDP3	年产分别为 300/500/700 万瓶偶联药品生产
	XPLM1	公斤级连接子及有效载荷生产线
上海外高桥	发现实验室	实验室
	工艺开发实验室	中试级别

常州

连接子和毒素

GMP 级别反应釜，产能最多 150L，公
斤级连接子和毒素生产

819

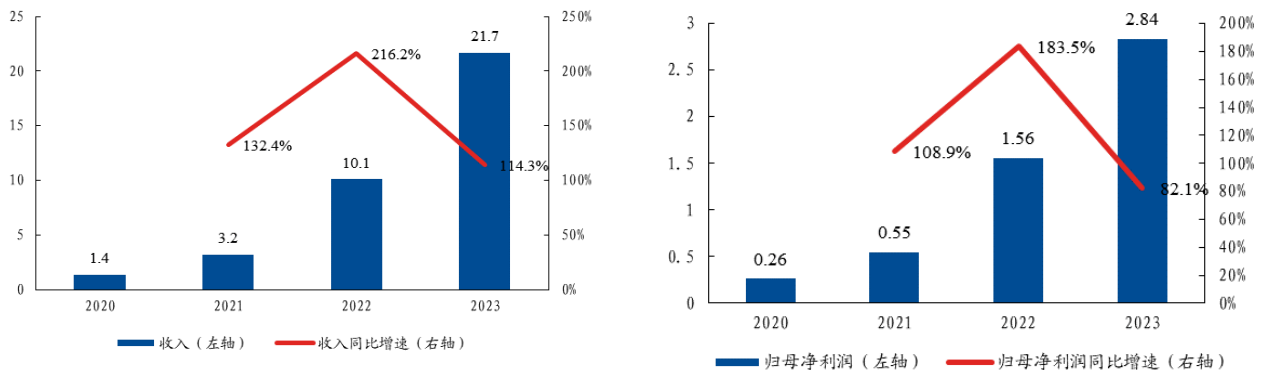
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司计划在未来进一步扩张基地产能，无锡基地的抗体中间体/ADC 原液双功能产线正在建设中，预计将于 2024 年第四季度投入运营；在新加坡基地规划了一条 ADC 抗体中间体和原液双功能生产线（XmAb/XBCM3），每批 200-2000L 抗体中间体，或每批最多 2000L 的 ADC 原液；一条原料药生产线（XBCM4），每批最多 500L 原料药。一条药品生产线（XDP4），年产能为 800 万瓶，预计 2026 年开始 GMP 合规运营。

4. 财务分析

公司近年来业绩实现快速增长，2020-2023 年，公司分别实现营业收入 1.4 亿元、3.2 亿元、10.1 亿元、21.7 亿元，2021-2023 年同比分别增长 132.4%、216.2%、114.3%。公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.26 亿元、0.55 亿元、1.56 亿元、2.84 亿元，2021-2023 年同比分别增长 108.9%、183.5%、82.1%。

图 8：2020-2023 年公司营业收入（亿元）及增速 图 9：2020-2023 年公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

2020-2023 年公司毛利率有所波动。2021 年公司业务规模增长，产能利用率和服务效率提升拉动了公司毛利率上升。2022 年及 2023 年，公司抗体中间体生产的外包成本上升，影响了公司毛利率。随公司营收规模上涨，公司的管理费用率有明显下降，公司研发费用率、销售费用率、财务费用率保持总体平稳。

图 10: 2020-2023 年公司毛利率和净利率变化

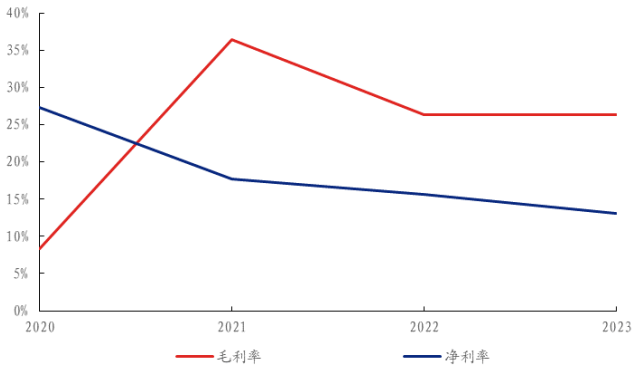
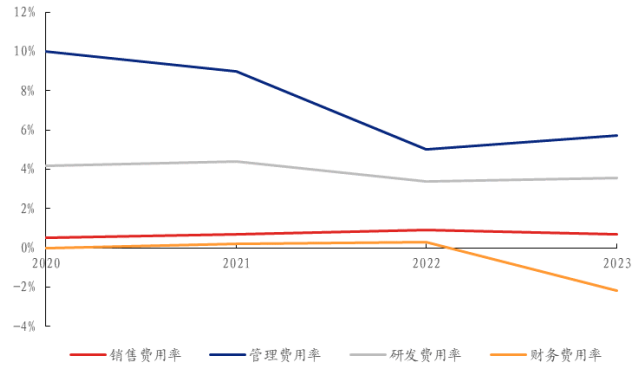


图 11: 2020-2023 年公司费用率变化



数据来源: WIND, 公司招股说明书, 兴业证券经济与金融研究 数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理。

5. 盈利预测与投资建议

IND 前服务: 公司 IND 前服务主要包括 1) 药物发现阶段和 2) 临床前开发阶段的生物偶联药物发现项目。随着公司管线中项目数量逐渐增长, 我们预计 2024-2026 年公司 IND 前服务的项目累计总数分别达到 692/897/1112 个, 同时, 随着临床前开发阶段项目数量的增长, 预计单个项目平均收入将明显上升, 预计 2024-2026 项目平均收入分别增长 10%/10%/10%。

IND 后服务: 公司 IND 后服务主要包括 1) 临床阶段项目和 2) 商业化阶段项目。目前公司 IND 后服务项目以临床阶段项目为主, 预计 2024-2026 年公司 IND 后服务的项目总数分别达到 77/102/132 个, 其中 2025 年开始产生商业化项目。随着管线的推进和商业化项目的出现, 我们预计公司单个项目平均收入也随之增长, 预计 2024-2026 年项目平均收入分别增长 12%/12%/5%。

表 4: 公司收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	990	2124	3130	4564	6234
增长率	218.33%	114.44%	47.39%	45.82%	36.57%
临床前服务					
收入 (百万元)	381	927	1381	1968	2706
增长率	149.9%	143.2%	49.0%	42.6%	37.5%
项目总数	356	511	692	897	1,121
项目平均收入 (百万元)	1.07	1.81	2.00	2.19	2.41
项目平均收入增长率	55%	69%	10%	10%	10%
临床后服务					
收入 (百万元)	609	1197	1750	2596	3527
增长率	284.1%	96.4%	46.2%	48.4%	35.9%
项目总数	37	59	77	102	132
项目平均收入 (百万元)	16.47	20.29	22.72	25.45	26.72
项目平均收入增长率	56%	23%	12%	12%	5%
项目数					
临床前服务					
药物发现阶段项目数	299	427	574	743	929
临床前开发阶段项目数	57	84	118	154	192
临床后服务					
临床阶段项目	15	37	59	77	100
商业化项目	0	0	0	2	4

数据来源: 公司招股说明书, 公司 2023 年年报, 兴业证券经济与金融研究院自行预测

公司是全球稀缺的能够覆盖 ADC 全领域的研究、开发、生产服务提供商, 基于全面的能力建设、邻近的产业布局, 公司能建立良好的客户粘性, 实现快速的业绩增长。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 31.3/45.6/62.3 亿元, 归母净利润分别为 5.73/9.15/13.03 亿元, 对应 2024 年 4 月 25 日收盘价分别为 32/20/14X PE。首次覆盖, 给予“增持”评级。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,124	3,130	4,564	6,234
同比增长	114.4%	47.4%	45.8%	36.6%
归母净利润(百万元)	284	573	915	1,303
同比增长	82.1%	102.1%	59.7%	42.4%
毛利率	26.3%	31.0%	32.0%	34.3%
归母净利率	13.35%	18.31%	20.05%	20.90%
每股收益(元)	0.26	0.53	0.85	1.21
市盈率	65.5	32.4	20.3	14.2

来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理，注：EPS 均按照最新股本摊薄计算

公司所在的 ADCCRDMO 服务业务与大分子、小分子的 CDMO 服务具备一定类似性，我们选取行业内代表公司药明康德、药明生物、康龙化成作为可比公司进行对比，公司 2023 年 PE 估值相对行业内代表公司偏高。我们认为公司目前体量较小，且由于向药明生物购买产能，导致毛利率和净利率较低，随着公司收入不断增长，自建产能逐步释放，未来有望实现快速增长，估值将逐渐回落至合理水平。

表 5: 可比公司估值

代码	公司名称	收盘价 (人民币 元)	EPS				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
603259.SH	药明康德	31.03	3.61	3.85	4.70	4.05	8.6	8.1	6.6	7.7
2269.HK	药明生物	11.71	0.77	0.91	1.05	1.25	15.2	12.9	11.1	9.4
300759.SZ	康龙化成	8.03	0.90	0.96	1.15	1.34	8.9	8.3	7.0	6.0
	平均		1.76	1.91	2.30	2.21	10.90	9.78	8.24	7.68
2268.HK	药明联合	17.22	0.26	0.53	0.85	1.21	66.2	32.4	20.3	14.2

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院自行预测，日期截至 2024 年 4 月 25 日。收盘价按照当日汇率换算为人民币。

6. 风险提示

产能扩张风险：公司基于下游客户需求，不断扩大产能，若下游行业发生变化或公司业务拓展不及预期，将面临产能过剩风险。

行业竞争加剧风险：ADC 行业发展迅速，提供相关产品和服务的公司数量有所增加，公司可能面临行业竞争加剧的风险。

相关政策变化风险：公司服务全球各地区客户，可能受到各地区政策对业务的影响。

关联交易风险：公司为药明生物子公司，且业务方面有部分阶段重合，存在与母公司的关联交易风险。

附表

损益表

单位: 百万元

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,124	3,130	4,564	6,234
营业成本	-1,564	-2,160	-3,104	-4,095
毛利润	560	970	1,461	2,138
销售费用	-15	-22	-34	-47
行政开支	-124	-135	-196	-268
研发开支	-77	-78	-114	-156
其他收入及收益	17	-5	48	-1,667
经营盈利	360	730	1,164	0
财务费用	-1	-4	-4	-4
税前盈利	360	727	1,161	1,653
所得税	-76	-154	-246	-350
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	284	573	915	1,303
折旧及摊销	54	84	112	0
EBITDA	414			
每股盈利(元)	0.26	0.53	0.85	1.21
成长性				
营业收入增长率	114.44%	47.39%	45.82%	36.57%
EBITDA 增长率	80.42%	96.58%	56.78%	40.73%
归母净利润增长	82.07%	102.12%	59.67%	42.40%
EPS 增长率	82.07%	102.12%	59.67%	42.40%

资产负债表

单位: 百万元

	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	4,048	4,298	4,865	5,693
应收账款	956	1,077	1,571	2,146
存货	47	105	113	174
其他流动资产	149	149	149	149
流动资产	5,200	5,630	6,698	8,162
固定资产	1,246	1,635	1,982	2,344
无形资产	53	53	52	52
其他非流动资产	236	236	236	236
非流动资产	1,535	1,924	2,270	2,632
总资产	6,735	7,553	8,969	10,794
短期借款	0	0	0	0
应付账款	915	1,166	1,675	2,211
其他短期负债	364	364	364	364
流动负债	1,279	1,530	2,039	2,575
长期借款	0	0	0	0
其他固定负债	2	2	2	2
非流动负债	2	2	2	2
总负债	1,281	1,532	2,041	2,577
股东权益	5,454	6,022	6,928	8,218
负债权益合计	6,735	7,553	8,969	10,794

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

财务分析

	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力				
毛利率	26.35%	31.00%	32.00%	34.30%
经营利润率	16.97%	23.33%	25.51%	26.58%
EBITDA/营业收入	19.50%	26.01%	27.96%	28.81%
归母净利率	13.35%	18.31%	20.05%	20.90%
营运表现				
SG&A/收入	6.55%	5.02%	5.05%	5.05%
研发开支/收入	3.62%	2.50%	2.50%	2.50%
所得税率	21.15%	21.15%	21.15%	21.15%
股息支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存货周转天数	12.63	12.63	12.63	12.63
应收账款周转天数	108.10	108.10	108.10	108.10
应付账款周转天数	126.72	126.72	126.72	126.72
财务状况				
资产负债率	19.02%	20.28%	22.76%	23.87%
负债权益比	23.49%	25.44%	29.47%	31.36%
流动比率	4.06	3.68	3.28	3.17
现金比率	3.16	2.81	2.39	2.21
利息保障倍数	485.65	207.00	300.03	388.11
净资产收益率	5.20%	9.52%	13.21%	15.86%
估值比率(倍)				
PE	65.5	32.4	20.3	14.2
PB	3.7	3.4	2.9	2.5

现金流量表

单位: 百万元

	2023E	2024E	2025E	2026E
净利润	284	573	915	1,303
折旧与摊销	54	84	112	139
营运资本变动	180	72	8	-101
其他调整项	0	0	0	0
经营活动现金流	518	728	1,034	1,342
资本开支	504	470	456	499
其他投资活动	-1,006	-941	-915	-1,000
投资活动现金流	-502	-472	-459	-501
已付股息	0	0	0	0
其他融资活动	3,697	-6	-9	-13
融资活动现金流	3,697	-6	-9	-13
外汇汇率变动影响	0	0	0	0
净现金流	3,713	251	567	828
期初持有现金	335	4,048	4,298	4,865
期末持有现金	4,048	4,298	4,865	5,693

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资

市太湖新城资产经营管理集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市

九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营

有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shanghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市国营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO., LTD、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际(开曼)投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、CIBC Hong Kong Limited、Citic Securities Limited、Citic International Development Limited、光大

大银行、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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

的资产管理部门、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。本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编: 200135
邮箱: research@xyzq.com.cn

北京

地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编: 100020
邮箱: research@xyzq.com.cn

深圳

地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn

香港 (兴证国际)

地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
传真: (852) 35095929
邮箱: ir@xyzq.com.hk
