

百洋医药 (301015.SZ)

创新型医药商业化平台，成熟运营经验持续复制

买入 (首次评级)

当前价格: 33.29 元

投资要点:

- 稀缺的创新型商业化平台，优质商业模式持续复制。

品牌运营经验成熟: 公司成立于 2005 年，深耕品牌运营业务十余载，搭建起成熟的商业化平台，合作大中型医院 1.4 万余家、药店 40 万余家，运营品类持续拓宽，合作药企包括安斯泰来、罗氏、阿斯利康、诺华等大厂。 **创新型商业化平台:** 上市公司背靠百洋医药集团，集团层面通过股权合作赋能创新药械研发，上市公司则负责商业化推广，链接研发设计与营销品牌两大高附加值业务，打造自研+BD 的一体化商业化平台。

- 政策趋严+新药密集上市，药品商业化市场规模可超千亿级。

不同生命周期药品均具备商业化需求: 非专利期原研药集采失标，探求零售渠道转型；创新药入院难度大，Biotech 商业化风险高；传统药企零售渠道资源有限； **合规性商业化需求加强:** 当前我国新药上市进入密集获批期，2021 年完成首款新药 IND 的创新药企数量达 129 个，催生广阔药品商业化需求；而医药监管政策趋严，行业洗牌出清，合规性商业化平台价值有望得到重塑。

- 成熟大单品+新引入潜力品种+后续潜在产品池，打造成成长三部曲。

成熟大单品: 以迪巧为例，在钙制品行业的持续扩容背景下，2022 年公司仍实现迪巧运营收入 16.3 亿，同比增长 18%，为公司持续带来稳定的业绩贡献。后续竞争对手朗迪召回+线上放量，增速依旧可期； **新引入潜力品种:** 干眼症 30 年市场规模超 67 亿美元，22 年公司运营海露销售收入已超 4 亿，同比增长超过 40%，仍处在快速放量期，持续为公司的业绩高速增长注入动力。 **后续潜在产品池:** 在创新药械密集获批的时期，集团内生+外延 BD 将持续为公司提供丰富的潜在商业化产品池，进一步打开公司的成长天花板。

- 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 86/98/112 亿元，同比增长 14%/14%/14%，归母净利润分别为 9.0/11.7/15.3 亿元，同比增长 37%/30%/30%。采用可比公司估值法，我们选取 6 家具有医药商业化业务的可比公司，计算得出 24 年调整后平均 PE 倍数为 11.3 倍。我们认为，随着公司持续拓展新品类，未来成长三部曲有望奠定业绩增长确定性。考虑到公司品牌流通业务有别于传统的医药流通商商业模式，赋能药企商业化可占据产业链更高的价值空间，具备相对更高的增长潜力。公司的毛利率、未来归母净利润 CAGR 显著高于同类医药流通上市公司。因此赋予公司一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

- 风险提示

新品类扩张不及预期；迪巧市场竞争格局恶化的风险；新产品市场拓展不及预期。

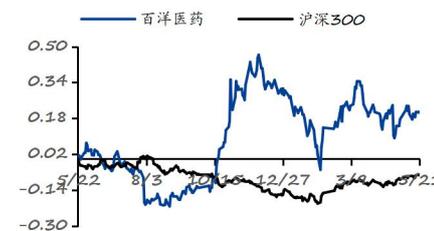
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,510	7,564	8,629	9,796	11,179
增长率	6%	1%	14%	14%	14%
净利润 (百万元)	502	656	900	1,173	1,527
增长率	19%	31%	37%	30%	30%
EPS (元/股)	0.96	1.25	1.71	2.23	2.91
市盈率 (P/E)	34.7	26.6	19.4	14.9	11.4
市净率 (P/B)	7.6	6.5	5.5	4.4	3.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	525.61/118.89
流通 A 股市值(百万元)	3,957.80
每股净资产(元)	5.20
资产负债率(%)	50.30
一年内最高/最低价(元)	43.50/21.40

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
分析师: 王艳(S0210524040001)
wy30524@hfzq.com.cn
联系人: 黄冠群(S0210124040019)
hgq30485@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 百洋医药：创新型医药商业化平台，优秀商业化案例持续复制	3
1.1 稀缺的 A 股商业化平台，优质商业模式持续复制	3
1.2 品类拓宽带动规模效应凸显，盈利能力持续优化	4
2 品牌运营行业：携手药企实现共赢，有望迎来价值重估新阶段	5
3 公司：背靠集团丰富产业资源，成长三部曲奠定高增长确定性	7
4 盈利预测与投资建议	9
4.1 盈利预测	9
4.2 投资建议	10
5 风险提示	11

图表目录

图表 1: 公司发展历程	3
图表 2: 股权结构图	4
图表 3: 公司营业收入变动情况	4
图表 4: 公司归母净利润变动情况	4
图表 5: 公司业务结构图	4
图表 6: 公司分业务毛利率图	4
图表 7: 公司毛利及毛利率变化情况	5
图表 8: 公司期间费用率变化情况	5
图表 9: 2020 年中国处方药市场药品销售结构	6
图表 10: 原研药与进口药的采购比例	6
图表 11: 2023 年创新药企业与商业化平台销售费用率情况对比	6
图表 12: 完成首款新药 IND 的创新药企数量	7
图表 13: 中国 CSO 市场规模	7
图表 14: 百洋医药品牌运营业务的商业模式	7
图表 15: 公司人均创收及销售费用率	8
图表 16: 公司人均创利	8
图表 17: 迪巧产品收入情况	8
图表 18: 22 年钙制剂实体药店端销售格局	8
图表 19: 公司业绩拆分预测表	10
图表 20: 可比公司毛利率情况	10
图表 21: 可比公司 24-26 年归母净利润 CAGR	10
图表 22: 可比公司估值表(市值统计时间截至 2024.05.21)	11
图表 23: 财务预测摘要	12



1 百洋医药：创新型医药商业化平台，优秀商业化案例持续复制

1.1 稀缺的 A 股商业化平台，优质商业模式持续复制

平台型医药品牌商业化公司，优秀商业模式持续复制。百洋医药成立于 2005 年，以迪巧、泌特两大健康产品的品牌运营及销售起家。公司深耕品牌运营业务十余载，搭建起成熟的商业化平台，运营品类包括 OTC、OTX（专利过期原研药）、特药创新药、器械四大板块。伴随着运营经验持续复制，公司已拥有强大的营销网络，合作大中型医院 1.4 万余家、药店 40 万余家，运营品类持续拓宽，合作药企包括安斯泰来、罗氏、阿斯利康、诺华等大药企。

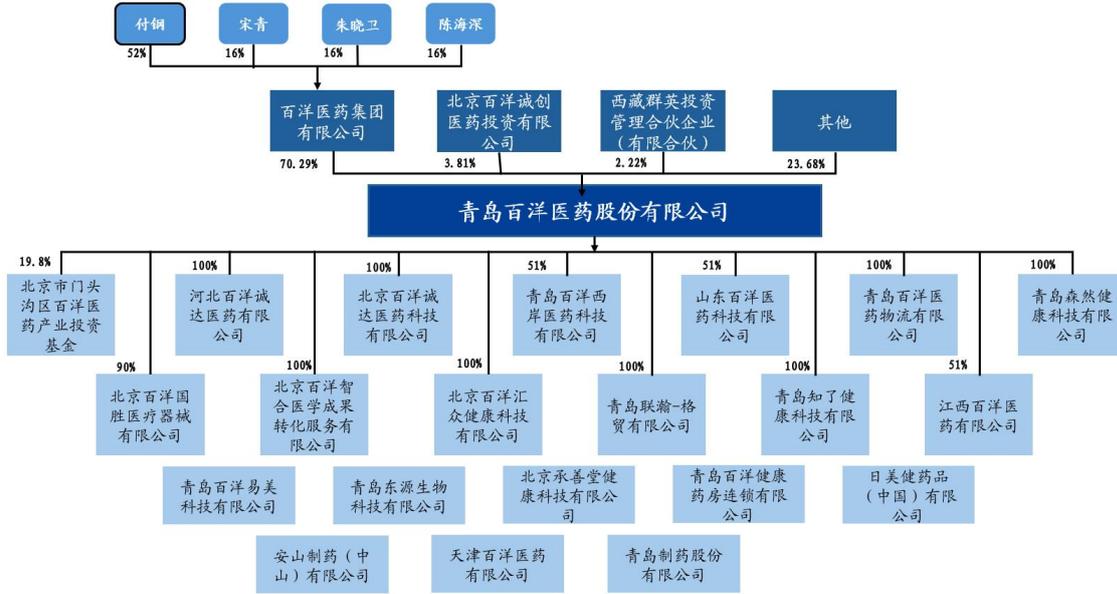
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

公司的股权结构清晰，实控人稳定。截至 2024 年 3 月 31 日，百洋集团为公司大股东，最终实际控制人付钢合计持有公司 36.6% 股权。公司的第二大股东为百洋诚持有公司 3.81% 股权，公司第三大股东西藏群英持有公司 2.22% 股权。

图表 2: 股权结构图



数据来源: iFind, 华福证券研究所

1.2 品类拓宽带动规模效应凸显, 盈利能力持续优化

持续聚焦品牌运营主业, 推动盈利能力优化。随着公司战略性剥离毛利率较低的批发配送业务, 持续聚焦品牌运营主业, 公司收入表现有所放缓, 23 年实现收入 75.6 亿元, 同比提升 0.72%; 但由于品牌运营毛利额贡献超 80%, 利润端表现依旧亮眼, 2023 年实现归母净利润 6.6 亿, 同比增长 31%。

图表 3: 公司营业收入变动情况



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 公司业务结构图

图表 4: 公司归母净利润变动情况

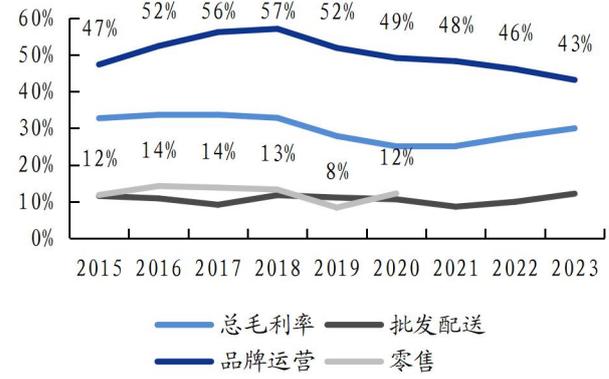


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 6: 公司分业务毛利率图



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

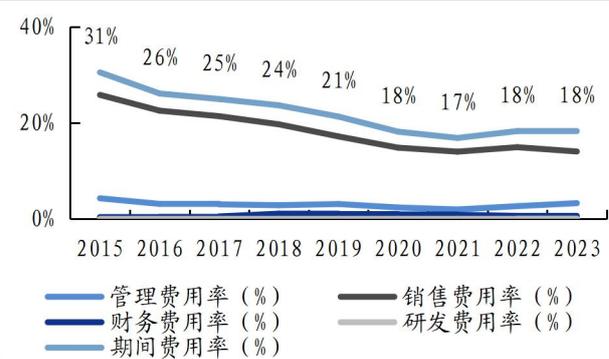
运营品类持续拓宽, 带动规模效应扩大。毛利端, 随着公司持续聚焦主业, 结构优化驱动盈利能力提升, 23年公司毛利率回升至30%水平; 费用端, 随着公司运营品类拓宽, 规模效应持续扩大, 23年公司期间费用率下降至18%的历史相对低位水平。

图表 7: 公司毛利及毛利率变化情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 8: 公司期间费用率变化情况

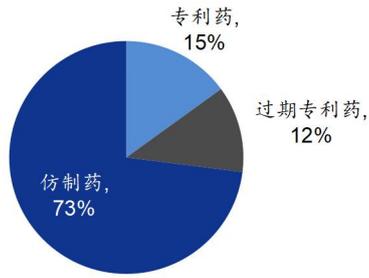


数据来源: Wind, 华福证券研究所; 注: 管理费用包含研发费用

2 品牌运营行业: 携手药企实现共赢, 有望迎来价值重估新阶段

集采+合规趋严背景下, 不同生命周期的多类药品均有第三方商业化需求, 药品商业化市场规模可超千亿级:

1) 非专利期进口原研药: 专利到期、集采失标后院内份额受损严重, 寻求院外市场突破。根据 EvaluatePharma 的数据, 2012 年以来, 由于专利到期, 仿制药导致原研药市场损失每年在 150 亿~360 亿美元之间, 2022-2025 年又将迎来新一轮的专利悬崖, 到期专利药预计市场规模约为 2240 亿美元。2020 年, 原研药占据我国药品市场 12% 份额, 叠加我国市场部分原研药在集采中因价格劣势、战略需求失标, 集采后院内市场份额受损严重。根据中国医疗保险研究会披露的数据, 集采实施一年后未中选原研药的采购量由 47 亿下降至 25 亿, 未中选原研药依旧面临降价压力。面对集采带来的市场份额、价格双杀, 原研药传统的院内推广模式难以维系, 原研药企寻求院外渠道转型, 但缺少院外销售的渠道、经验。


图表 9: 2020 年中国处方药市场药品销售结构


数据来源: 中国食品药品网, 火石创造, 华福证券研究所

图表 10: 原研药与进口药的采购比例

	集采前一年年采购量(亿)	集采后一年年采购量(亿)	集采前后年采购数量变化%
总计	161.93	199.15	22.98%
中选药品	43.87	160.2	265.19%
未中选原研药	46.81	25.27	-46.03%
未中选仿制药	71.25	13.69	-80.79%

数据来源: 中国医疗保险研究会, 医药经济报, 华福证券研究所

2) 创新药: Biotech 商业化经验不足, 自主商业化运营成本高、风险大。在市场竞争加剧、医保控费的大环境下, 创新药的院内销售难度大、商业价值兑现之路艰辛。而对于大部分 Biotech, 从头搭建院内销售团队往往成本高昂、风险大, 商业化外包已逐渐成为行业趋势。部分主流创新药企业的销售费用率可高达 60% 以上, 而以百洋医药、康哲药业等为代表的商业化平台公司依赖已有的成熟院内销售团队, 可以为创新药商业化提供合规、标准化、经济性的商业化推广渠道。

图表 11: 2023 年创新药企业与商业化平台销售费用率情况对比

公司	销售人数	营业收入(亿元)	销售费用(亿元)	销售费用率	人均年销售(万元)	人均年费用(万元)
百济神州	4158	174	107	61%	419	257
信达生物	约 3000 (23H1)	62	45	73%	207	151
复宏汉霖	约 1000 (2022)	54	21	40%	540	214
艾力斯	712	20	11	53%	280	148
百奥泰	77	7	2	29%	909	261
微芯生物	396	5	4	71%	130	93
泽璟制药	330	4	3	69%	117	81
荣昌生物	1185	11	11	101%	91	92
诺诚健华	306	7	6	76%	241	183
再鼎医药	968 (22H1)	19	20	106%	196	207
君实生物	952	15	14	91%	161	147
百洋医药	2100	75	13	17%	358	62
康哲药业	4400	80	32	40%	182	72
九州通	16057	1497	72	5%	932	45
上海医药	18476	2603	196	8%	1409	106

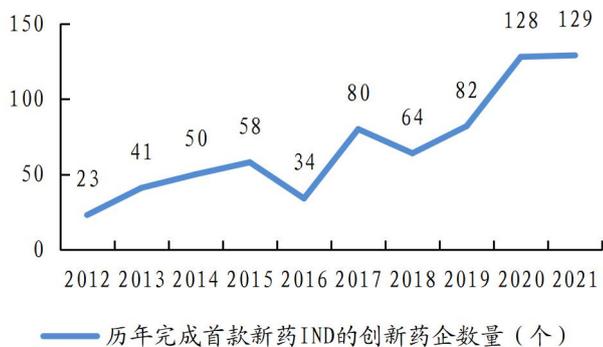
数据来源: Wind, 各公司公告, 复宏汉霖公司官网, 康哲药业官网, 再鼎医药公司微信公众号, 华福证券研究所

3) OTC: 线下来看, 零售渠道终端分布零散, 药企线下零售渠道商业化投入性价比低, 可借力第三方商业化平台的渠道资源完成零售渠道搭建; 线上来, 线上 OTC 药品销售更考验 to-C 端的营销推广能力, 借力具备线上营销推广能力的第三方平台也成为 OTC 药品开辟新增长曲线的又一途径。

当前我国创新药进入密集获批期, 将催生广阔商业化需求。一方面, 当前我国新药上市进入密集获批期, 2021 年完成首款新药 IND 的创新药企数量达 129 个, 催

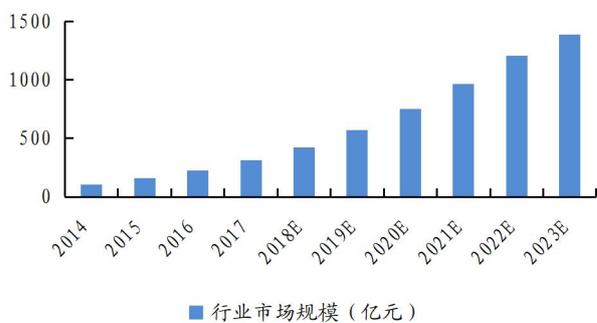
生产广阔药品商业化需求，推动整体行业市场规模超千亿级；另一方面，在政策驱动医药行业合规性增强的背景下，药企对商业化的合规性需求持续增强，具备成熟销售模式、标准化、创新性的平台型商业化公司有望通过丰富的案例积累持续强化竞争壁垒，迎来新的增长曲线。

图表 12: 完成首款新药 IND 的创新药企数量



数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所; 注: 数据不包含国外企业

图表 13: 中国 CSO 市场规模

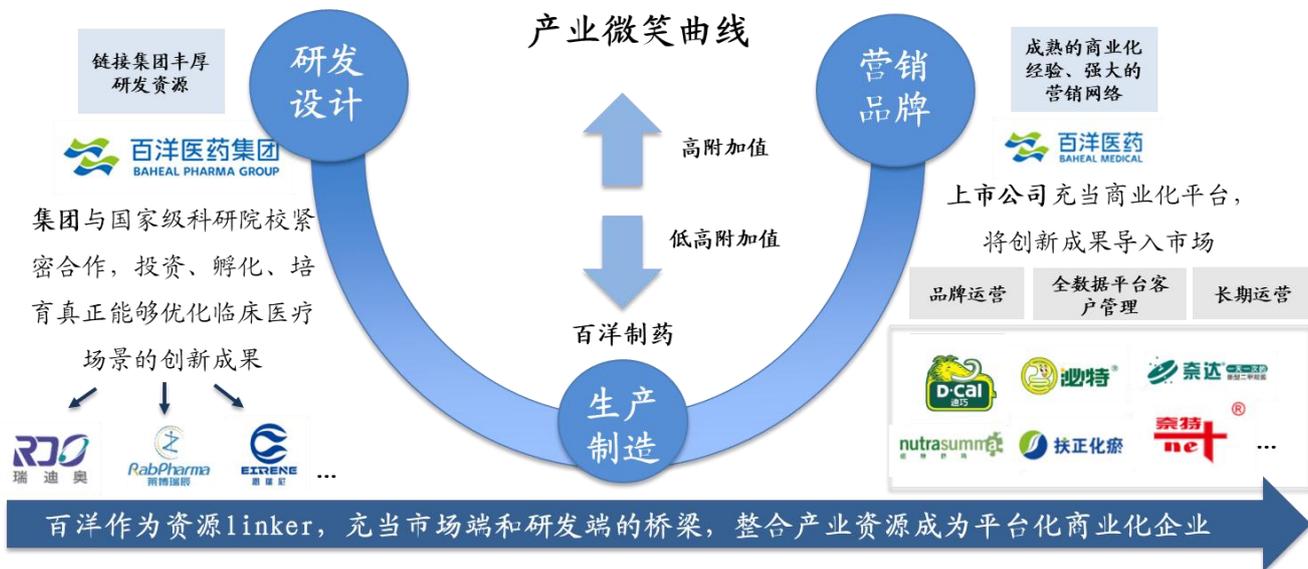


数据来源: 头豹研究院, 华福证券研究所

3 公司: 背靠集团丰富产业资源, 成长三部曲奠定高增长确定性

借力集团资源, 自研+BD 共促运营品类拓宽, 打造一体化商业平台。品牌运营为公司的基石业务, 为医药生产企业提供消费者教育、产品学术推广、营销策划、商务接洽、产品分销、流向跟踪、供应链管理等全方位服务。公司基于“品类洞察的品牌运营、全数据平台客户管理、支持长期运营的机制”三大核心能力, 全方位赋能运营产品。同时, 上市公司背靠百洋医药集团, 集团层面通过股权合作赋能创新药械研发, 上市公司则负责商业化推广, 链接研发设计与营销品牌两大高附加值业务, 打造自研+BD 的一体化商业化平台。

图表 14: 百洋医药品牌运营业务的商业模式



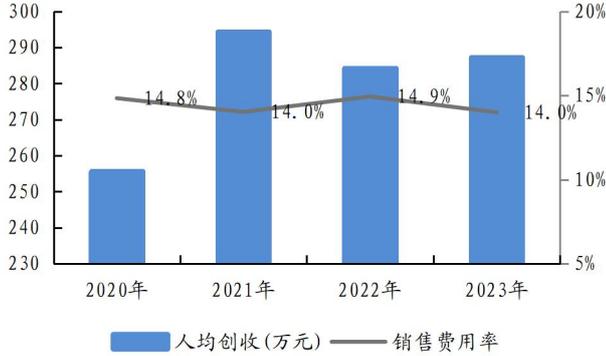
数据来源: 百洋医药公司官网, 动脉网, 兴远咨询, 财闻网, 中国山东网, 华福证券研究所

运营品类持续拓宽, 规模效应持续赋能业绩高增。公司深耕医药商业化十余载,



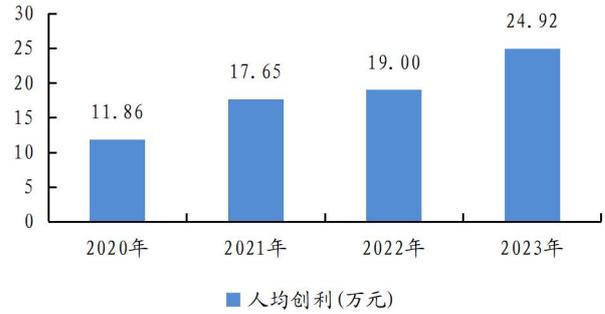
现已成功运营迪巧、泌特、哈乐、扶正化瘀等多种药品品类，成熟运营产品的案例与经验持续复制。伴随着公司运营品类的持续拓宽，公司的销售规模效应得到稳步提升。2019-2022年，公司的人均创收、人均创利持续增长、销售费用率则稳步下降。当前公司的创新商业模式已逐步成熟，随着后续运营品类的拓宽，规模效应加强有望持续带动公司盈利能力提升。

图表 15: 公司人均创收及销售费用率



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 16: 公司人均创利



数据来源: Wind, 华福证券研究所

已有成熟产品+新引入潜力品种+后续潜在产品池，打造公司成长三部曲。在公司平台化商业布局的背景下，迪巧、泌特等产品为公司提供稳定增长的现金流，作为公司的“基石”产品，奠定经营稳定性；而公司新引入的海露、同心医疗人工心脏等产品则拥有广阔市场空间，具有大销售峰值的潜力，奠定公司业绩成长性；与此同时，在创新药械密集获批的时期，集团内生+外延 BD 将持续为公司提供丰富的潜在商业化产品池，进一步打开公司的成长天花板。具体而言：

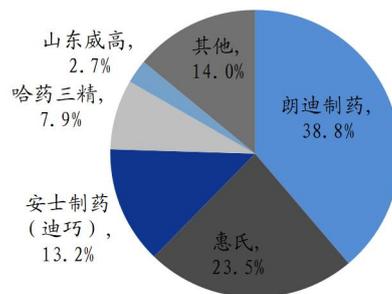
1) 已有成熟产品仍在稳健增长：迪巧为公司自 2005 年以来的老牌成熟大单品。在钙制品行业的持续扩容背景下，2022 年公司仍实现迪巧运营收入 16.3 亿，同比增长 18%，为公司持续带来稳定的业绩贡献。2023 年 7 月，公司在实体药店端最大的竞争对手朗迪制药 32 批次碳酸钙产品抽检不合格，药监局要求召回、停产停售，为公司迪巧产品进一步提供新的成长机遇。

图表 17: 迪巧产品收入情况



数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

图表 18: 22 年钙制剂实体药店端销售格局



数据来源: 碳酸钙研究院微信公众号, 华福证券研究所



2) 新引入潜力品种具备较大市场空间: 根据药通社、药渡平台数据,我国干眼症发病率高达 21%-30%,2030 年干眼症用药市场规模将达 67 亿美元。海露为用于治疗干眼症的玻璃酸钠滴眼液,公司于 2020 年与瑞霖医药达成海露®滴眼液中国零售市场战略合作,负责海露产品的零售端销售。2022 年,公司运营海露产品的销售收入已超 4 亿,同比增长超过 40%,仍处在快速放量期,持续为公司的业绩高速增长注入动力。

3) 后续潜在产品池丰富: 在集团持续推进股权合作、引入创新药械的同时,国内新药上市亦存在广阔的商业化需求,公司后续潜在 BD 品种丰富,成长天花板有望持续打开。

我们认为,公司成长三部曲将持续推动品牌运营业务高速增长,随着公司进一步聚焦主业、规模效应推动盈利能力优化,拥有较强业绩增长的确定性。而公司作为市场具备独特创新模式的平台型商业化公司,价值有望逐步得到市场认可,估值体系或将重塑。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们认为,公司基于已有成功商业化运营案例,集团自研+BD 持续外延拓展新品类,品牌运营主业有望持续高速增长,对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 品牌运营业务: 基于前文对迪巧、海露等公司大单品的分析,我们认为公司品牌运营业务基于成长三部曲,未来有望延续高速增长的态势。我们预计 2024-2026 年的品牌运营收入涨幅分别为 24%、21%、21%。考虑到品牌运营业务内部相对高毛利的器械品类占比有望提升,我们预计 2024-2026 年品牌运营业务的毛利率为 46%、46%、46%。

(2) 批发配送业务: 考虑到批发配送业务的毛利率较低,对应收账款的压力大。公司批发配送业务预计保持平稳。我们预计 2024-2026 年的批发配送业务收入的同比变动分别为 0%、0%、0%。考虑到公司正在陆续剥离批发配送业务,规模下降或导致毛利率降低,我们预计 2024-2026 年批发配送业务的毛利率为 7.5%、7.5%、7.5%。

(3) 零售业务: 公司零售业务主要为青岛地区的线下 DTP 药房,考虑到公司战略发展规划,我们预计未来的贡献趋于稳定。我们预计 2024-2026 年的零售业务收入的同比变动分别为 2%、2%、2%。考虑到零售业务的模式相对稳定,我们预计 2024-2026 年零售业务业务的毛利率为 7%、7%、7%。

综上,我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 14%/14%/14%。



图表 19: 公司业绩拆分预测表

(亿元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
批发配送	37.06	34.34	27.74	27.74	27.74	27.74
YoY	9.9%	-7.3%	-19.2%	0.0%	0.0%	0.0%
品牌运营(报表)	29.05	37.00	44.00	54.58	66.17	79.93
YoY	34.1%	27.4%	18.9%	24.0%	21.2%	20.8%
医药及健康产品零售	4.19	3.60	3.60	3.67	3.75	3.82
YoY	27.9%	-14.1%	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他业务	0.22	0.16	0.30	0.30	0.30	0.30
YoY	39.8%	-29.0%	91.8%	0.0%	0.0%	0.0%
总营业收入	70.52	75.10	75.64	86.29	97.96	111.79
YoY	19.9%	6.5%	0.7%	14.1%	13.5%	14.1%

数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

关键期间费用预测如下:

(1) **销售费用率**: 基于前文对公司人均创利、人均创收的分析, 我们认为公司在品类拓宽的基础上, 规模效应有望持续加强, 其中代表性的销售费用率将呈现逐步下降趋势。我们假设 2024-2026 年的销售费用率分别为 14%、13%、13%。

(2) **管理费用率**: 考虑到公司整体规模效应, 同时管理层保持相对稳定。我们假设 2024-2026 年的管理费用率分别为 3%、3%、3%。

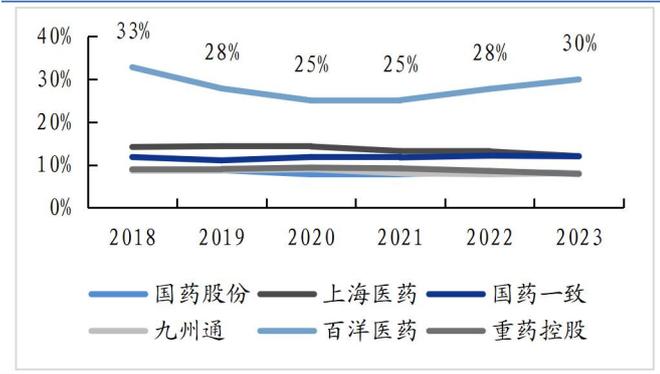
(3) **研发费用率**: 公司作为主要负责产品推广的商业化平台, 我们预计研发费用率将保持相对低位。我们假设 2024-2026 年的管理费用率分别为 0.1%、0.3%、0.3%。

4.2 投资建议

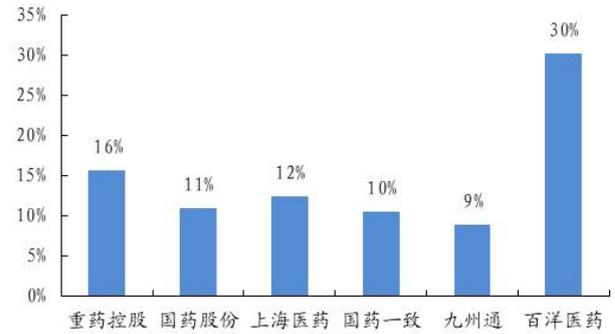
我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 86/98/112 亿元, 同比增长 14%/14%/14%, 归母净利润分别为 9.0/11.7/15.3 亿元, 同比增长 37%/30%/30%。采用可比公司估值法, 我们选取 6 家具有医药商业化业务的可比公司, 计算得出 24 年调整后平均 PE 倍数为 11.3 倍。我们认为, 随着公司持续拓展新品类, 未来成长三部曲有望奠定业绩增长确定性。考虑到公司品牌流通业务有别于传统的医药流通商商业模式, 赋能药企商业化可占据产业链更高的价值空间, 也具备相对更高的增长潜力。公司的毛利率、未来归母净利润 CAGR 显著高于同类医药流通上市公司。因此赋予公司一定估值溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 20: 可比公司毛利率情况

图表 21: 可比公司 24-26 年归母净利润 CAGR



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 华福证券研究所; 注: 国药股份、上海医药、国药一致、九州通数据来自 Wind 一致预期, 百洋医药来自华福研究所预测

图表 22: 可比公司估值表(市值统计时间截至 2024.05.21)

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
重药控股	104	6.0	9.8	11.4	13.1	10.6	9.1	7.9
康哲药业	174	7.1	23.9	27.4	-	7.3	6.4	-
国药股份	266	35.3	23.8	26.3	29.2	11.2	10.1	9.1
上海医药	677	18.3	52.1	58.5	65.8	13.0	11.6	10.3
国药一致	215	38.6	17.8	19.6	21.7	12.1	11.0	9.9
九州通	308	7.9	27.7	30.0	32.8	11.1	10.2	9.4
PE 均值						11.2	10.1	9.1
百洋医药	175	33.3	9.0	11.7	15.3	19.4	14.9	11.5

数据来源: Wind, 华福证券研究所

注: 可比公司数据取自 Wind 一致预测、调整后 PE 均值计算方法: 去掉最高、最低值后取平均

5 风险提示

1) 新品类扩张不及预期。公司以大单品迪巧的成功案例, 持续外延拓展新品类。若公司后续新 BD 品类的扩张不及预期, 或将对公司未来品牌运营业务收入增速造成不利影响。

2) 迪巧市场竞争格局恶化的风险。迪巧系列产品是公司运营的老牌大单品, 考虑到钙制剂市场规模大、竞争者数量多, 若后续朗迪召回后竞争格局恶化, 则可能对公司迪巧产品的收入产生不利影响。

3) 新产品市场拓展不及预期。公司将品牌运营商业模式持续复制到已拓展新品类, 推动药品入院、商业化进程, 若公司新产品商业化进展不及预期, 则可能拖累公司销售收入增长水平。



图表 23: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,180	1,294	1,769	2,631	营业收入	7,564	8,629	9,796	11,179
应收票据及账款	2,247	2,325	2,561	2,885	营业成本	5,297	5,876	6,500	7,260
预付账款	167	188	208	232	税金及附加	38	45	51	58
存货	685	680	761	834	销售费用	1,062	1,188	1,306	1,407
合同资产	0	0	0	0	管理费用	238	259	294	324
其他流动资产	175	217	243	273	研发费用	11	9	29	34
流动资产合计	4,454	4,704	5,542	6,855	财务费用	56	16	3	-8
长期股权投资	238	238	238	238	信用减值损失	-33	0	0	0
固定资产	213	204	196	188	资产减值损失	2	0	0	0
在建工程	83	83	83	83	公允价值变动收益	1	0	0	0
无形资产	105	124	151	178	投资收益	43	0	0	0
商誉	1	1	1	1	其他收益	21	0	0	0
其他非流动资产	205	212	220	227	营业利润	888	1,236	1,612	2,105
非流动资产合计	845	862	889	916	营业外收入	2	2	2	2
资产合计	5,299	5,566	6,431	7,771	营业外支出	17	16	17	18
短期借款	462	113	0	0	利润总额	874	1,221	1,597	2,088
应付票据及账款	909	938	1,089	1,258	所得税	234	336	439	574
预收款项	0	0	0	0	净利润	640	885	1,158	1,514
合同负债	92	155	176	201	少数股东损益	-16	-15	-15	-13
其他应付款	101	101	101	101	归属母公司净利润	656	900	1,173	1,527
其他流动负债	255	267	284	301	EPS (按最新股本摊薄)	1.25	1.71	2.23	2.91
流动负债合计	1,819	1,574	1,650	1,861					
长期借款	0	30	60	75					
应付债券	726	726	726	726					
其他非流动负债	111	111	111	111					
非流动负债合计	837	867	897	912					
负债合计	2,656	2,441	2,547	2,773					
归属母公司所有者权益	2,668	3,166	3,940	5,067					
少数股东权益	-26	-41	-56	-69					
所有者权益合计	2,642	3,125	3,883	4,998					
负债和股东权益	5,299	5,566	6,431	7,771					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	610	908	1,031	1,312
现金收益	731	943	1,204	1,553
存货影响	-34	5	-81	-74
经营性应收影响	-42	-99	-256	-348
经营性应付影响	-73	29	151	170
其他影响	28	31	13	11
投资活动现金流	-160	-58	-71	-74
资本支出	-120	-52	-63	-67
股权投资	-57	0	0	0
其他长期资产变化	17	-7	-8	-7
融资活动现金流	-254	-736	-486	-377
借款增加	15	-319	-83	15
股利及利息支付	-433	-420	-414	-415
股东融资	1	0	0	0
其他影响	163	3	11	23

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	0.7%	14.1%	13.5%	14.1%
EBIT 增长率	29.6%	33.1%	29.3%	30.1%
归母公司净利润增长率	30.7%	37.2%	30.2%	30.2%
获利能力				
毛利率	30.0%	31.9%	33.6%	35.1%
净利率	8.5%	10.3%	11.8%	13.5%
ROE	24.8%	28.8%	30.2%	30.6%
ROIC	26.8%	34.0%	37.0%	38.2%
偿债能力				
资产负债率	50.1%	43.9%	39.6%	35.7%
流动比率	2.4	3.0	3.4	3.7
速动比率	2.1	2.6	2.9	3.2
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.6	1.5	1.4
应收账款周转天数	98	92	90	88
存货周转天数	45	42	40	40
每股指标 (元)				
每股收益	1.25	1.71	2.23	2.91
每股经营现金流	1.16	1.73	1.96	2.50
每股净资产	5.08	6.02	7.50	9.64
估值比率				
P/E	27	19	15	11
P/B	7	6	4	3
EV/EBITDA	88	66	52	40

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn