

## 力生制药 (002393.SZ) 夯实科改示范企业地位，产品集群贡献稳定收入

2024年05月30日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

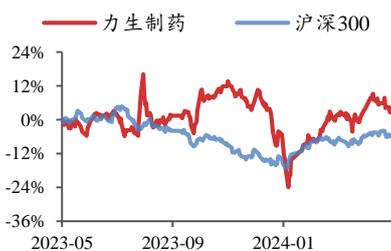
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/5/29
当前股价(元)	17.66
一年最高最低(元)	28.80/17.35
总市值(亿元)	45.55
流通市值(亿元)	45.11
总股本(亿股)	2.58
流通股本(亿股)	2.55
近3个月换手率(%)	52.86

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 立足天津，稳健布局原料制剂一体化产业基地

公司立足天津，稳健布局原料制剂一体化产业基地。公司产品涉及原料药、片剂、胶囊剂、颗粒剂、滴丸剂、口服液、注射剂和粉针剂等。2022年，力生制药抓住入选国务院国资委“科改示范企业”契机，完成资产出清、股权激励等，实现“瘦身健体”；公司实施内生外引并举的双轮驱动战略；公司持续深化营销改革，子公司预期实现扭亏。随着公司资产出清、股权激励等措施落地，营销改革持续实施，公司的盈利能力预计不断增强。我们看好公司的成长空间，预计公司2024-2026年归母净利润为1.78/2.01/2.16亿元，EPS为0.97/1.09/1.17元，当前股价对应PE为25.9/23.0/21.3倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 政策推动国企改革，公司多样化举措探索发展道路

“十二五”至“十四五”政策阶段，国家从公司形态到内部结构再到人员制度，由外而内，由浅入深逐渐推动落实国有企业改革。多个部门出台政策促进国企改革，利好国有企业稳步发展。截至2023年11月30日，知本咨询数据中心追踪共计614条国企改革相关政策。多项政策的实施表明，国家在支持国有企业构建新发展格局。2022年，公司抓住入选国务院国资委“科改示范企业”契机，采取调整股权、优化管理、资产结构及聚焦主业等多样化措施探索发展道路，取得了较好的经济效益和社会效益，高质量发展步伐更加坚定有力。

### ● 构建多元化产品集群，塑造品牌影响力

公司通过深化营销体系变革，加速市场开发和渠道拓展。力生制药2023年培育品种群和普药品种群销售收入均有较好增长，吲达帕胺片、叶酸片、碳酸氢钠片、氨酚咖匹林片四个产品市场占有率位居前列；力生制药入选“零售药店最受欢迎的品牌企业”，“寿比山”牌吲达帕胺片荣获“2023星辰会·零售药店最受欢迎明星单品”，2024年2月，力生制药“三鱼”牌商标成功入选中华老字号名单，成为天津市第三批中华老字号名单中唯一一家以图形商标入选的企业。

● **风险提示：**行业需求不及预期、产品推广不及预期、市场竞争加剧风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1147	1153	1222	1296	1377
YOY(%)	5.0	0.6	6.0	6.1	6.2
归母净利润(百万元)	94	362	178	201	216
YOY(%)	-23.3	286.5	-50.7	12.5	7.8
毛利率(%)	57.6	59.4	59.5	59.6	59.7
净利率(%)	8.2	31.4	14.6	15.5	15.7
ROE(%)	2.2	7.4	3.5	3.8	4.0
EPS(摊薄/元)	0.51	1.96	0.97	1.09	1.17
P/E(倍)	49.2	12.7	25.9	23.0	21.3
P/B(倍)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 力生制药：立足天津，稳健布局原料制剂一体化产业基地.....	3
1.1、 股权结构清晰，激励机制完善，技术转型加速.....	3
1.2、 公司营收稳健，利润增长较快，成长性较高.....	5
2、 国企改革政策频出，公司跻身进入科改示范企业.....	8
3、 多点突破，全面提升，公司多样化措施探索发展道路.....	11
3.1、 培育增量资产，加快投资并购步伐.....	11
3.2、 优化组织架构，提高管理能力.....	12
3.3、 优化资产结构，轻装上阵.....	13
3.4、 深化变革，构建多元化产品集群，塑造品牌影响力.....	13
4、 盈利预测与投资建议.....	17
4.1、 关键假设.....	17
4.2、 盈利预测与估值.....	18
5、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

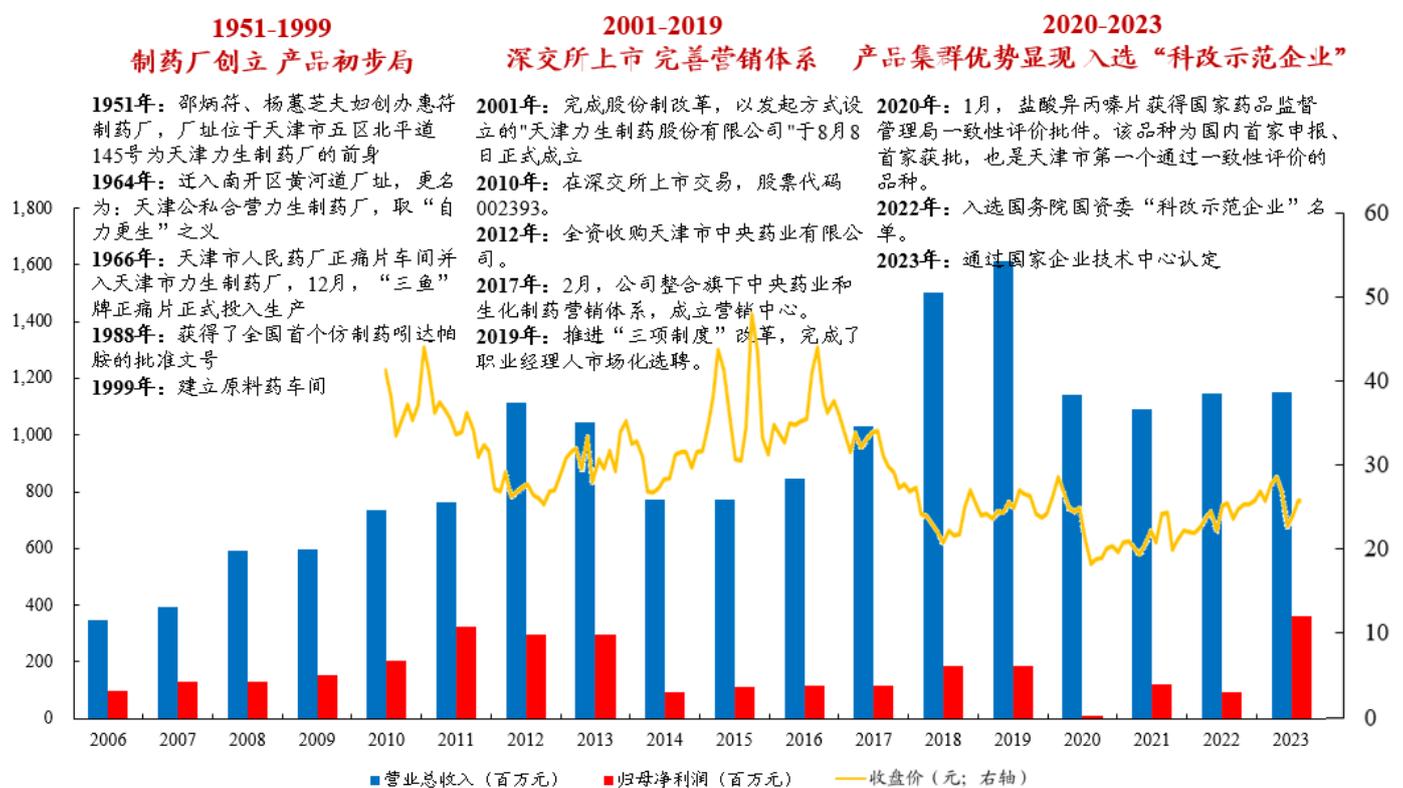
## 图表目录

图 1： 公司立足天津，稳健布局原料制剂一体化产业基地.....	3
图 2： 公司股权结构清晰，截至 2024 年 4 月控股股东持有公司超 50%的股权.....	4
图 3： 长期来看公司营收呈现稳健态势.....	5
图 4： 2023 年公司归母净利润达到 3.6 亿元.....	5
图 5： 片剂为公司主要产品剂型.....	6
图 6： 公司盈利能力稳中向好，毛利净利呈改善趋势.....	6
图 7： 公司各项费用率管控稳健.....	6
图 8： 国改后，公司 ROE、流动比率指标得到提升.....	7
图 9： 公司经营性现金流较为充裕.....	7
图 10： 力生制药以入选“科改示范企业”为契机，聚焦国企创新改革.....	11
图 11： 吡达帕胺片和那屈肝素钙注射液是公司占比较大的产品（百万元）.....	14
图 12： 部分产品增速较快，为公司贡献业绩增量.....	14
图 13： 中华老字号是国家优质资产，品牌塑造强大竞争优势.....	16
图 14： 公司“三鱼”牌商标成功入选中华老字号.....	17
表 1： 2022 年实施股权激励计划，彰显业绩信心.....	5
表 2： 成长能力指标表现亮眼，公司跻身进入化学制药行业较强成长股.....	7
表 3： 国家坚持推进国有企业改革.....	9
表 4： 国家出台多项政策促进国企改革，利好国有企业稳步发展.....	10
表 5： 持续优化资产结构，收购增添公司活力.....	11
表 6： 公司通过管理层的人员调整，为企业发展赋能注入全新血液.....	12
表 7： 处置非主业资产进行资产结构优化.....	13
表 8： 一致性评价项目和新品种逐步丰富，为公司贡献稳定收入.....	15
表 9： 公司部分产品纳入集采.....	16
表 10： 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健.....	17
表 11： 公司 2024 年 PE 估值接近于可比公司.....	19

## 1、力生制药：立足天津，稳健布局原料制剂一体化产业基地

**扎根天津，稳健布局。**力生制药创立于1951年，2001年完成股份制改制，2010年在深交所上市。历经七十余年，力生制药始终专注于医药健康产业，坚持以“倾力健康事业，共享绿色人生”为使命愿景，从事医药产品研发、生产和销售，公司及全资子公司拥有品种涉及15大类244个药品批准文号，产品涉及原料药、片剂、胶囊剂、颗粒剂、滴丸剂、口服液、注射剂和粉针剂等。2022年，力生制药上下紧扣国企改革三年行动方案，抓住入选国务院国资委“科改示范企业”契机，聚焦“党建质量工程、价值管理质量工程、风险管控质量工程”三大工程目标任务，取得了较好的经济效益和社会效益，高质量发展步伐更加坚定有力。

图1：公司立足天津，稳健布局原料制剂一体化产业基地



资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

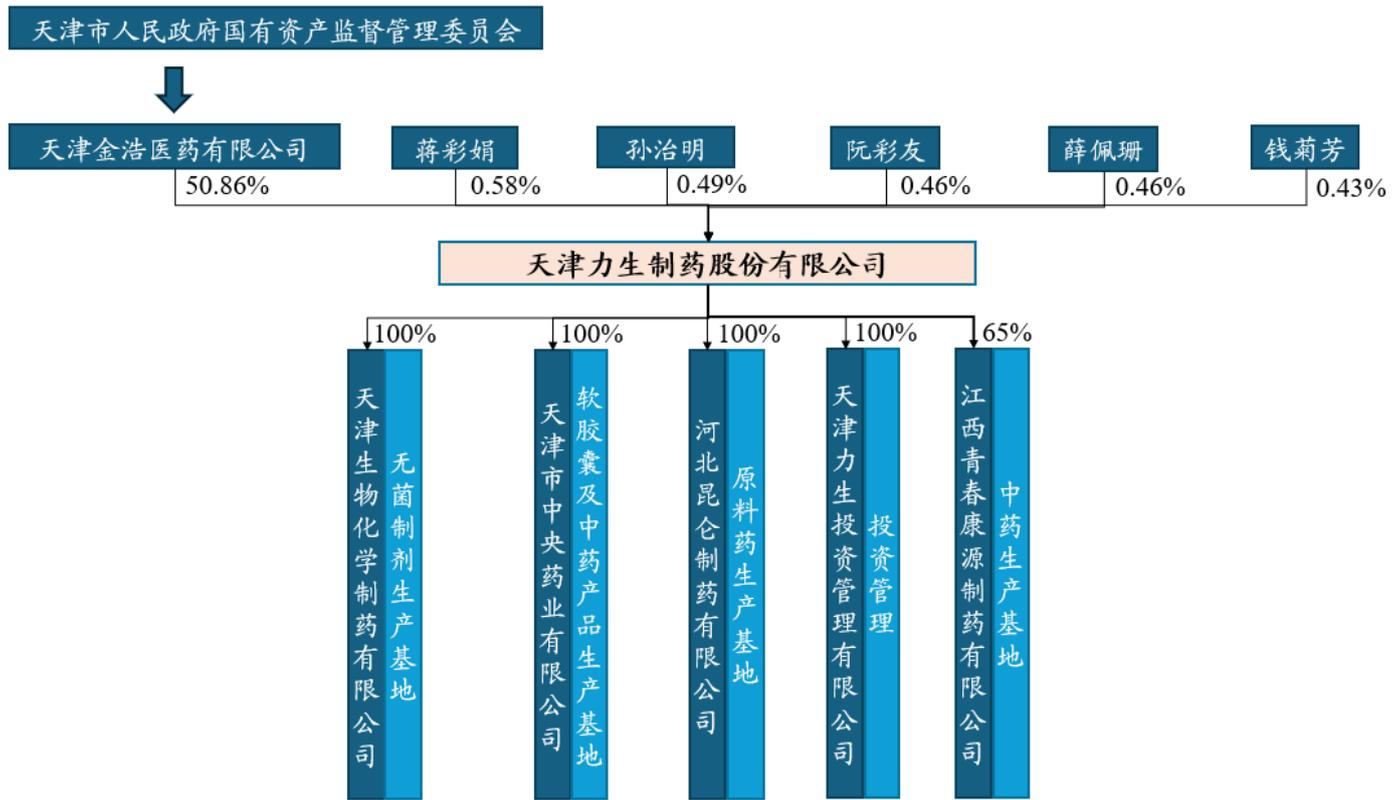
### 1.1、股权结构清晰，激励机制完善，技术转型加速

**公司股权结构清晰稳定。**公司实际控制人是天津市人民政府国有资产监督管理委员会，其100%控股天津泰达投资控股有限公司。公司控股股东为天津金浩医药有限公司，法定代表人为于克祥，截至2024年4月金浩医药有限公司合计持有公司50.86%的股权，股权相对集中。

**推进亏损企业治理，实现子公司扭亏目标。**公司围绕核心主业打造原料制剂一体化产业基地，形成了以力生制药为缓控释口服固体制剂生产基地、中央药业为软胶囊及中药产品生产基地、生化制药为无菌制剂生产基地、昆仑制药为原料药生产基地的差异化产业布局。其中，中央药业通过大力开发市场、提升运行效率实现扭

亏。以招商产品为核心，采取空白区域终端精细化代理商招商等方式提高销量。启动休眠品种二次开发，提升生产效率，2024 年中央药业计划营业利润实现扭亏；生化制药聚焦市场，通过加强学术推广等方式，抢占 6 个重点产品市场，提高产品市场占有率，2024 年生化制药努力保持盈利能力；昆仑制药继续推动原料药对外合作业务，寻求原料药合作项目，提高原料药产能利用率。2023 年 12 月公司收购江西青春康源制药有限公司 65%的股权，进一步丰富了其中药产品线。

图2：公司股权结构清晰，截至 2024 年 4 月控股股东持有公司超 50%的股权



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

**创新激励方式，构建中长期激励体系。**公司 2022 年实施股权激励计划，以定向发行股票的方式授予 81 人共计 182 万股，股票转让价格为 13.66 元。截至 2023 年年报，公司已经完成第二批限制性股票授予工作，向 17 名符合条件的核心骨干人员授予股票 28.4 万股。股权激励计划的设立有利于公司吸引和留住优秀管理人才和核心业务骨干，充分调动公司核心团队的积极性与创造性，提升团队凝聚力和企业核心竞争力，确保公司能够高效的实现发展战略和经营目标。同时，公司还制定《项目跟投管理办法》，生化制药《注射用盐酸罗沙替丁醋酸酯项目跟投实施方案》虚拟跟投项目成为天津国资系统第一个落地实施的跟投项目，跟投出资比例达项目研发总投资的 18%，实现了员工与企业利益共享、风险共担。

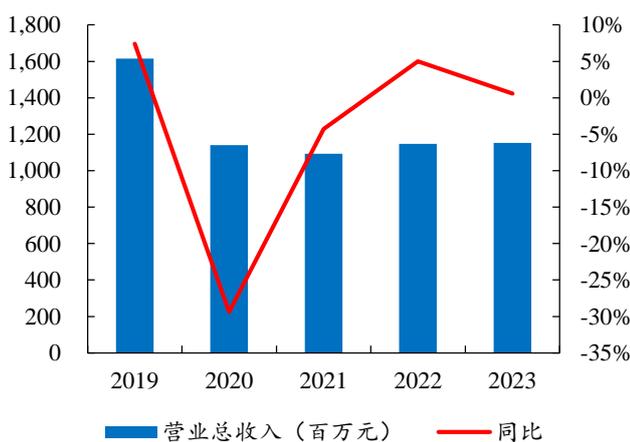
**表1：2022 年实施股权激励计划，彰显业绩信心**

最新公告日期	2022-12-10
方案进度	实施
激励标的物	股票
激励方式	上市公司定向发行股票
激励总数(万股/万份)	182
激励总数占当时总股本比例(%)	1
期权初始行权价格(股票转让价格)	13.66
有效期(年)	10
预案公告日	2022-10-29
股东大会公告日	2022-12-06
首次实施公告日	2022-12-10

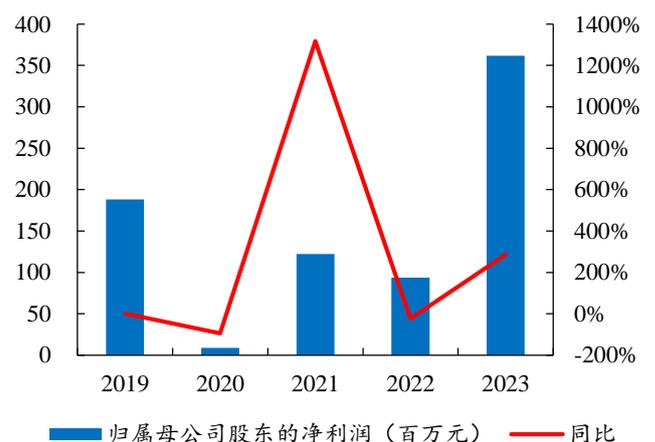
资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、公司营收稳健，利润增长较快，成长性较高

**营业收入稳健，利润增长较快。**拉长时间维度来看，2020 年由于疫情和“4+7”带量采购的影响，公司营收下滑至 11.4 亿元，后续保持稳健，2023 年公司营收为 11.5 亿元，同比增长 0.56%。公司归母净利润近五年变化幅度较大。由于疫情、带量采购以及当年相关资产计提减值的影响，2020 年公司归母净利润下滑至 862 万元。面对行业变革和疫情影响，2021 年和 2022 年公司积极采取有效措施，强化预算管理和成本控制，压缩各项可控费用支出，归母净利润有所恢复，但仍未达到疫情前水平。2023 年，公司处置土地产生收益 2.4 亿元，归母净利润达到 3.6 亿元，扣非归母净利润也达到了 1.5 亿元，同比增加 20.3%，说明公司积极推动营销变革，调整产品销售结构，带动公司综合毛利率水平提升，同时强化预算管理和成本控制。

**图3：长期来看公司营收呈现稳健态势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

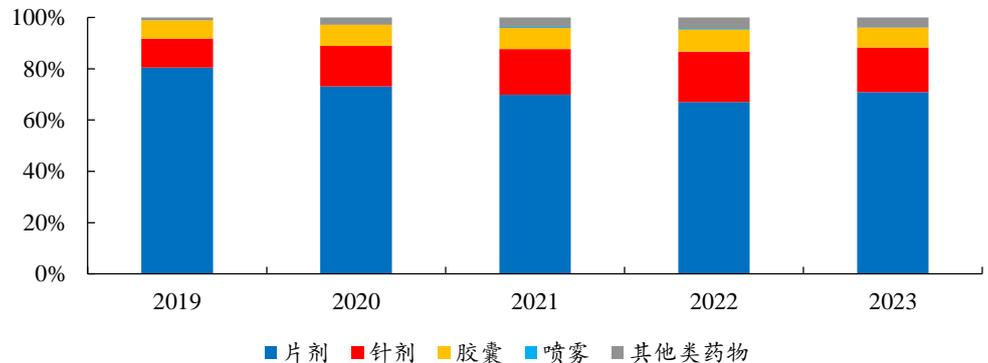
**图4：2023 年公司归母净利润达到 3.6 亿元**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司产品剂型结构稳定，片剂为公司主要产品剂型。**公司产品剂型涉及片剂、胶囊剂、颗粒剂、滴丸剂、溶液剂、注射剂、冻干粉针剂等，主要产品有寿比山®吲达帕胺片、三鱼®正痛片、希福尼®头孢地尼分散片、友好®麻仁软胶囊、津威®那屈肝素钙注射液、生化®氢化可的松琥珀酸钠冻干粉针和碳酸氢钠片、盖胃平片、维生

素片剂系列等产品。2023 年公司片剂产品实现收入 8.2 亿元，占比达到 70.9%，为公司主要产品剂型。

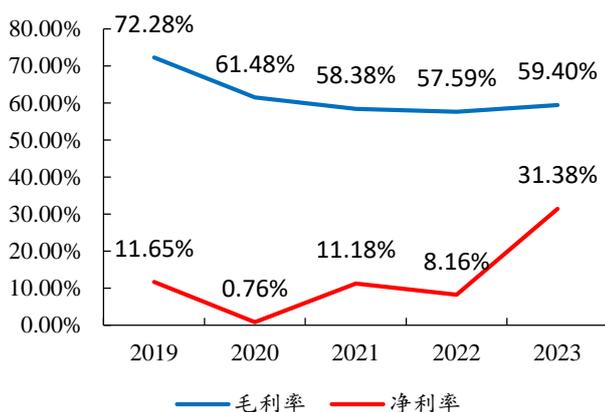
图5：片剂为公司主要产品剂型



数据来源：Wind、开源证券研究所

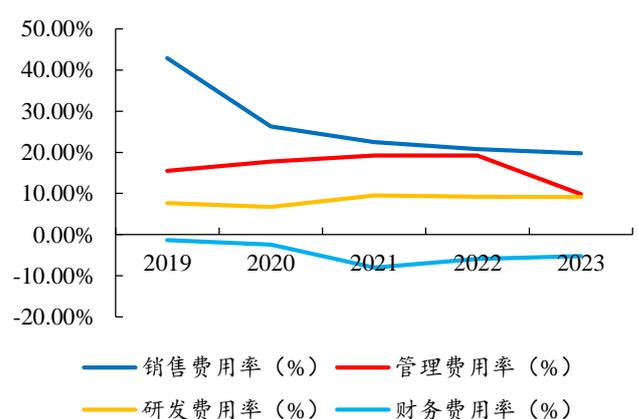
**盈利能力稳中向好，费用管控相对稳健。**从整体盈利能力来看，公司毛利率自 2019 年起开始下滑，从 2019 年的 72.28% 下降至 2022 年的 57.59%，2023 年公司积极推动营销变革，毛利率提升至 59.40%，同比增加 1.81pct。公司近五年净利率波动相对较大，除 2020 年受疫情和资产计提影响净利率下滑至 0.76% 外，2019-2022 年净利率维持在 8-12%。2023 年公司净利率提升至 31.38%，同比增加 23.22pct，主要与公司处置土地产生收益 2.4 亿元以及公司积极推动营销变革、强化预算管理和成本控制有关。**从费用端来看**，2023 年公司加强全面预算管理标准化、财务核算标准化建设，严格执行管理费预算管控，全年考核口径人工及管理费用同比降幅 3.7%。公司期间费用率从 2019 年的 57.11% 下降至 2021 年的 33.71%，2022 年增长至 34.17%，2023 年公司期间费用率达到 24.42%，同比减少 9.74pct。公司研发费用率稳中有升，2023 年研发费用率为 9.16%。

图6：公司盈利能力稳中向好，毛利净利呈改善趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司各项费用率管控稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

**国改后，公司 ROE 等指标得到落实和提升，经营性现金流充裕。**力生制药是目前天津国资委控股的唯一一家医药板块上市公司。2022 年，力生制药抓住入选国务院国资委“科改示范企业”契机，取得了较好的经济效益和社会效益。国改之后，公司资产收益率、流动比率相关指标得到进一步落实和提升。随着公司 2022 年最后一部分减值资产出清完毕，2023 年公司 ROE 提升至 7.38%，同比增加 5.23pct，流动比

率提升至 450.1%，同比增加 90.4pct。公司经营性现金流较为充裕，2023 年公司经营性现金流为 13.0 亿元，同比增加 1.8%。

图8：国改后，公司 ROE、流动比率指标得到提升

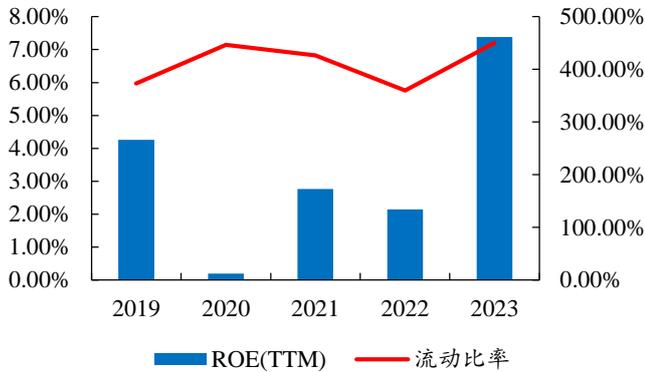


图9：公司经营性现金流较为充裕



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

成长能力指标表现亮眼，公司力争化学制药行业较强成长股。放眼化学制药行业，公司平均扣非归母净利润同比增长率较高，2023 年公司扣非归母增长率达到 20.26%，近五年平均值为 938.11%，在化学制药板块排名第 2，领先于大多制药企业；公司平均每股收益增长率也保持较高水平，2023 年达到 286.27%，近五年平均值为 281.85%，在化学制药板块排名第 5，位居前列。扣非归母净利润同比增长率和基本每股收益同比增长率均为评价企业重要的成长能力指标，力生制药平均值较高，表明公司具有较强的成长性。

表2：成长能力指标表现亮眼，公司跻身进入化学制药行业较强成长股

证券代码	证券简称	2019 年报 [单位] %	2020 年报 [单位] %	2021 年报 [单位] %	2022 年报 [单位] %	2023 年报 [单位] %	5 年内平均值 (%)
<b>归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(同比增长率)</b>							
002294.SZ	信立泰	-54.19	-99.40	7,237.88	94.77	-4.73	1,434.87
<b>002393.SZ</b>	<b>力生制药</b>	<b>9.93</b>	<b>-98.66</b>	<b>4,752.37</b>	<b>6.65</b>	<b>20.26</b>	<b>938.11</b>
301246.SZ	宏源药业	3,185.10	5.60	88.97	-16.25	-88.07	635.07
600521.SH	华海药业	292.81	81.38	-92.72	1,839.98	-25.96	419.10
688578.SH	艾力斯	-73.65	-78.33	82.64	227.94	663.70	164.46
300558.SZ	贝达药业	50.13	60.30	3.52	-91.25	768.85	158.31
688091.SH	上海谊众	-25.78	-9.02	41.01	679.65	56.70	148.51
830946.BJ	森萱医药	682.07	30.45	-6.05	8.42	-14.57	140.06
688553.SH	汇宇制药-W	688.45	78.19	26.22	-51.66	-66.69	134.90
000597.SZ	东北制药	185.80	-86.77	218.05	122.89	131.60	114.31
688247.SH	宣泰医药	143.95	483.28	-7.07	-15.17	-36.01	113.80
301277.SZ	新天地	519.72	17.62	-5.32	14.57	11.14	111.55
300573.SZ	兴齐眼药	208.51	156.70	117.09	12.55	15.59	102.09
002399.SZ	海普瑞	6.56	32.74	-84.78	730.34	-204.17	96.14
688690.SH	纳微科技	91.11	249.03	172.09	14.46	-83.97	88.54
<b>基本每股收益(同比增长率)</b>							
688247.SH	宣泰医药	110.00	2,900.00	10.00	-33.33	-40.91	589.15

证券代码	证券简称	2019 年报 [单位] %	2020 年报 [单位] %	2021 年报 [单位] %	2022 年报 [单位] %	2023 年报 [单位] %	5 年内平均值 (%)
301246.SZ	宏源药业	2,487.21	-17.95	91.78	-12.14	-81.78	493.42
300111.SZ	向日葵	90.00	150.00	0.00	-102.08	1,800.00	387.58
688578.SH	艾力斯		23.64	104.76	625.00	393.10	286.63
<b>002393.SZ</b>	<b>力生制药</b>	<b>1.98</b>	<b>-95.15</b>	<b>1,240.00</b>	<b>-23.88</b>	<b>286.27</b>	<b>281.85</b>
002900.SZ	哈三联	-12.31	-84.21	1,155.56	-91.15	140.00	221.58
000597.SZ	东北制药	-20.83	-92.31	600.00	257.14	0.00	148.80
301301.SZ	川宁生物	-76.62	382.46	-45.45	250.00	100.00	122.08
002294.SZ	信立泰	-51.08	-91.18	733.33	16.00	-10.34	119.35
600521.SH	华海药业	400.00	56.10	-46.88	138.24	-29.63	103.57
300573.SZ	兴齐眼药	164.71	142.22	119.27	0.84	12.21	87.85
688321.SH	微芯生物	-40.42	46.71	-29.06	-19.93	406.05	72.67
688690.SH	纳微科技	44.49	178.07	143.70	37.72	-75.20	65.76
600267.SH	海正药业	119.61	330.00	0.00	-2.33	-119.05	65.65
002102.SZ	能特科技	125.41	-81.77	-19.50	339.58	-41.82	64.38

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、国企改革政策频出，公司跻身进入科改示范企业

从政策端的国有大型企业改革层面上来看，政策“十二五”阶段鼓励国企上市、股改和公司制改革；“十三五”阶段补充完善现代企业制度与公司法人结构，建立职业经理人制度，剥离企业办的社会职能与历史遗留问题；至“十四五”阶段完善中国特色现代企业，促进加强党的领导和完善公司治理相统一，加强董事会建设，推进混改，完善市场化的薪酬分配与激励政策，健全研发考核机制。国家从公司形态到内部结构再到人员制度，由外而内，由浅入深逐渐推动落实国有企业改革。

**表3：国家坚持推进国有企业改革**

政策阶段	发布部门	文件	要点
“十二五”	中华人民共和国中央人民政府	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	具备条件的国有大型企业实现整体上市，不具备条件的国有大型企业加快股权多元化改革，必要的国有独资企业要坚持公司制改革并完善治理结构。
“十三五”	中华人民共和国中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	1.加快国有企业公司制股份制改革，完善现代企业制度、公司法人治理结构。2.建立国有企业职业经理人制度，完善差异化薪酬制度和激励。3.加快剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题。
“十四五”	中华人民共和国中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	推动国有企业完善中国特色现代企业：1.坚持党对国有企业的全面领导，促进加强党的领导和完善公司治理相统一，加快建立权责法定、权责透明、协调运转、有效制衡的公司治理机制。2.加强董事会建设，落实董事会职权，使董事会成为企业经营决策主体。按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，深化国有企业混合所有制改革，深度转换经营机制，对混合所有制企业探索实行有别于国有独资、全资公司的治理机制和监管制度。推行经理层成员任期制和契约化管理，完善市场化薪酬分配机制，灵活开展多种形式的中长期激励。3.完善国企市场化薪酬分配机制，普遍实行全员绩效管理。改革完善体现岗位绩效和分级分类管理的事业单位薪酬制度。规范劳务派遣用工行为，保障劳动者同工同酬。多渠道增加城乡居民财产性收入，提高农民土地增值收益分享比例，完善上市公司分红制度，创新更多适应家庭财富管理需求的金融产品。完善国有资本收益上缴公共财政制度，加大公共财政支出用于民生保障力度。4.健全鼓励国有企业研发的考核制度，设立独立核算、免于增值保值考核、容错纠错的研发准备金制度，确保中央国有工业企业研发支出年增长率明显超过全国平均水平。完善激励科技型中小企业创新的税收优惠政策。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、开源证券研究所

**多个部门出台政策促进国企改革，利好国有企业稳步发展。**截至 2023 年 11 月 30 日，知本咨询数据中心追踪共计 614 条国企改革相关政策。多项政策的实施表明，国家在支持国有企业构建新发展格局，优化国有经济布局的同时，以市场化方式推进国有企业整合重组；积极推动世界一流企业建设；推动中国特色国有企业现代公司治理机制长效运行以及完善国有企业科技创新机制。力生制药上下紧扣了 2018-2020 年的国企改革三年行动方案，2022 年，公司抓住入选国务院国资委“科改示范企业”契机，聚焦“党建质量工程、价值管理质量工程、风险管控质量工程”三大工程目标任务，取得了较好的经济效益和社会效益，高质量发展步伐更加坚定有力。

**表4：国家出台多项政策促进国企改革，利好国有企业稳步发展**

文件名称	发布时间/批次	主要内容
《关于深化国有企业改革的指导意见》（总纲）	2015年22号文	《意见》坚决拥护党的领导，围绕深化国资国企改革、激活国企活力、完善国有资产监管体制展开，主要聚焦以下四个层面：（1）发展混合所有制：国资直接混改；投资入股非国有；员工持股。（2）完善现代化企业制度：健全法人治理；薪酬制度改革；用人制度改革；职业经理人制度。（3）完善国资管理制度：国资监管机构职能转变；国资授权经营体制；组建国有资本投资公司；组建国有资本运营公司。（4）分类改革、分类监管：商业类；公益类
《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	2018年23号文	改组组建国有资本投资、运营公司，是以管资本为主改革国有资本授权经营体制的重要举措。该《意见》明确了国有资本投资、运营公司改革试点的主要内容
《国有企业参股管理暂行办法》	2023年41号文	对国有企业参股投资的聚焦主责主业、细化过程管理、注重资本回报及加强风险管控等方面涉及的重点事项提出了系统明确的要求。
《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》	2023年国办函	1、全部采取特许经营模式。政府和社会资本合作应全部采取特许经营模式实施，根据项目实际情况，合理采用建设—运营—移交（BOT）、转让—运营—移交（TOT）、改建—运营—移交（ROT）、建设—拥有一运营—移交（BOOT）、设计—建设—融资—运营—移交（DBFOT）等具体实施方式，并在合同中明确约定建设和运营期间的资产权属，清晰界定各方权责关系。 2、优先选择民营企业参与。
《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》	2023年47号文	明确12个重点省份（即债务高风险地区）：天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏。除供水、供暖、供电等基本民生工程外，省部级或市一级2024年不得出现政府投资新开工项目。推迟或停止目前使用投资不到一半的项目建设。
《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》	2023年35号文	提出了一系列化债要求，目的在于防范和化解融资平台等地方债务风险，包括融资政策、债券融资、非标融资、债务管控等。
《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》	2024年14号文	核心内容为“扩容化债”，即在之前12个重点省份（东三省、天津、内蒙古、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）的基础上，允许剩余19个省份的部分地区适用35号文来化债。换言之，剩余19个省份可以自主选择上报辖区内债务负担较重的区域，参照适用35号文来化债。
《关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》	2024年国务院	该《意见》提出，要进一步完善国有资本经营预算制度，健全收支管理，提升资金效能，支持国有资本和国有企业做强做优做大。
《国企改革深化提升行动三年方案（2023-2025）》	2023年6月	国企改革事关国计民生，事关振兴发展大局。实施国有企业改革深化提升行动，是以习近平同志为核心的党中央站在党和国家工作大局的战略高度。2023年6月，中办国办联合印发了《国企改革深化提升行动三年方案（2023-2025）》

资料来源：国务院国有资产监督管理委员会、开源证券研究所

**2022年公司跻身进入“科改示范企业”。**“科改示范行动”是继国企改革“双百行动”“区域性综改试验”后的又一国企改革专项工程，按照高质量发展要求，进一步推动深化市场化改革，重点在完善公司治理、市场化选人用人、强化激励约束等方面探索创新、取得突破，旨在打造一批国有科技型企业改革样板和自主创新尖兵。2022年，按照天津市国资委统筹安排，天津力生制药股份有限公司积极申报并成功

入选国务院国资委国企改革“科改示范企业”名单，成为天津入选的两家企业之一。目前，力生制药以入选“科改示范企业”为契机，聚焦国企改革创新，着眼全局统筹谋划，以提升发展质量和经济效益、确保国有资产保值增值为目标，以党建质量工程、价值管理质量工程、风险管控质量工程“三大工程”为主线，动真碰硬抓好改革，用足用好“科改示范企业”政策，全方位推动业务转型升级，实现企业高质量发展。

**图10：力生制药以入选“科改示范企业”为契机，聚焦国企改革创新**



资料来源：公司公众号

### 3、多点突破，全面提升，公司多样化措施探索发展道路

#### 3.1、培育增量资产，加快投资并购步伐

**扩大资产规模，优化自身资产结构。**为优化产业布局和拓宽公司主营业务，公司将与主业相关的资产收购，更有效发掘与公司战略发展相匹配的优质项目，使得公司的整体资产运作水平提升。通过整合双方产品及资源优势，可进一步丰富公司的产品线、扩展产业链布局，实现良好的协同效应。2023年12月，为推动上市公司高质量发展，公司以自有资金通过现金方式，以人民币1.37亿元收购江西青春康源制药有限公司65%的股权。通过收购青春康源65%股权，力生制药进一步丰富了其中药产品线，同时还将通过B2B业务平台拓展其在电商领域的竞争力，与青春康源实现员工有收入、股东有收益、政府有税收、消费者有好产品的多赢局面。

**表5：持续优化资产结构，收购增添公司活力**

交易名称	转让方	受让方	交易类型	交易时间	交易金额
关于收购江西青春康源制药有限公司65%股权的公告	江西青春康源制药有限公司	天津力生制药股份有限公司	转让/收购	2023-12-14	交易总额：136.991855百万元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**培育增量资产，拓宽资本运作。**2023年，公司以产业基金为平台投资孵化优质创新项目，参投元希海河（天津）生物医药产业基金；与博正资本、河东区政府共同发起设立医药产业基金。完成投资项目库搭建，收集标的项目超100项，与23个意向项目进行深入交流与实地考察。对5个项目开展实质性推动工作，完成江西青春康源制药有限公司控股权收购的股东大会审议程序。

**瞄准战略目标，加快投资并购步伐。**2024年公司将继续发挥上市公司平台优势资源，开展医药行业资本运作情况分析，定期形成行业研究分析报告。完善投资体

系，加强投资专业团队建设。建立健全投资项目全生命周期管理体系，强化项目管理与执行能力，做好投前、投中、投后管理。搭建外部专家智库，为项目决策提供专业意见，提高公司投资决策质量。加大收并购力度，做大上市公司市场份额。拓宽在原料药、化学药、中药、生物药等领域的项目获取渠道，到2024年末实现在库项目超200个。通过产业基金并购孵化，提升产业整合能力和综合竞争力。参与博生基金投资管理，推进项目寻找及投资决策。

### 3.2、优化组织架构，提高管理能力

**持续优化股权结构，混改强化治理结构。**2019年10月，公司接到间接控股股东医药集团通知，医药集团拟将其持有的津联集团100%股权无偿划转至渤海国资；同时，将津联集团通过其全资子公司金鼎控股持有的隆腾有限公司33%股权划转至医药集团境外全资子公司天津医药集团国际控股有限公司。**完善管控模式，提升管理效能。**2023年，力生制药“三定”方案落地实施，部门设置由20个调减至17个。公司成立力生研究院，制定《力生科学家评聘实施方案》，建立“技术人员-力生科学家-首席科学家”技术职业通道，营销区域负责人实行末位淘汰。

**创新激励方式，构建中长期激励体系。**2023年公司完成第二批限制性股票授予工作，向17名符合条件的核心骨干人员授予股票28.4万股。制定《项目跟投管理办法》，生化制药《注射用盐酸罗沙替丁醋酸酯项目跟投实施方案》虚拟跟投项目成为天津国资系统第一个落地实施的跟投项目，跟投出资比例达项目研发总投资的18%。**公司持续探索机制体制改革，形成“多维一体”的激励矩阵。**全方位拓展多业务领域项目实施跟投，筛选力生制药合同生产（CMO/CDMO）服务项目开展跟投；积极探索项目分红激励方式；完善退出机制，画好激活组织的“活力曲线”；与南开大学商学院合作开展“人员流动机制”整合实践项目；深化“三项制度”改革，实现德才兼备者“上”，不胜任者“汰”的流动机制。**公司通过管理层人员调整和机制体制改革，激发公司活力。**2022年来，公司引进人员的业务方向从药物专业细分领域到经济会计学或其他相关业务，方向多元丰富。通过调整、更替管理层面的经营人员，有助于提高管理团队的管理水平和能力，提高公司管理水平与竞争力，实现高绩效。

**表6：公司通过管理层的人员调整，为企业发展赋能注入全新血液**

人员名称	变动时间	职位	履历
王琮	2023年4月	第七届监事会职工代表监事	本科学历，副高级工程师，九三学社社员，历任天津力生制药股份有限公司六车间工艺员。现任天津力生制药股份有限公司五六车间工艺员。
张平	2022年11月	董事、董事长	华东理工大学化学制药专业工学学士，天津财经大学企业管理硕士，南开大学企业管理博士，正高级工程师。曾援藏任昌都县委常委、副县长；挂职任天津市宁河区副区长。历任天津药物研究院技术研究员；天津中新药业集团股份有限公司总经理助理、副总经理、总工程师、董事；天津中新药业中新制药厂厂长；天津市医药集团有限公司中药现代化工作部部长、科技质量部部长、总经理助理、总工程师、副总经理、董事。现任天津力生制药股份有限公司党委书记、董事、董事长。天津田边制药有限公司董事、董事长。
刘浩	2022年7月	董事	硕士学位，高级工程师。历任天津天药业股份有限公司车间副主任，天津药业集团有限公司经济运行部副部长，天津市医药集团有限公司经济协调部副部长、部长，天津金耀集团有限公司总经理助理、天津药业集团副总经理。现任天药业集团副总经理。
于克祥	2022年2月	董事	大学学历，经济学硕士，经济师。历任北方国际信托投资公司证券投资部经

人员名称	变动时间	职位	履历
			理，天津国能投资有限公司投资部主管，渤海财产保险股份有限公司资金运用部处长、资金运用部高级经理等职务。现任天津泰达实业集团有限公司、香港津联集团有限公司、天津发展控股有限公司总经理助理、资本事业部总裁，天津泰达实业集团有限公司总法律顾问（兼），津联（天津）资产管理有限公司董事长、总经理，天津发展资产管理有限公司董事长、总经理，天津渤海信息产业结构调整股权投资基金有限公司总经理，天津渤海医药产业结构调整股权投资基金有限公司总经理，天津渤海发展股权投资基金有限公司经理，天津渤海津睿产业结构调整股权投资基金有限公司经理。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、优化资产结构，轻装上阵

**资产出清、亏损治理，公司处置非主业资产进行资产结构优化。**公司近年通过股权转让交易的方式聚焦主业，处置与主业无关资产从而优化资产结构，优化产业布局，将部分子公司或控股公司股份进行转让，降低控股比例或不控股，从而获取更多资金与资源聚焦公司核心主业，发展核心业务，持续提升公司价值，同时降低公司的资金压力、融资成本。

**表7：处置非主业资产进行资产结构优化**

交易名称	交易标的	转让方	交易类型	交易时间	交易金额	交易原因
关于放弃优先受让参股公司天津田边制药有限公司 75.35%股权的公告	天津田边制药有限公司	天津力生制药股份有限公司	放弃受让	2023 年 12 月	交易总额： 3.677 亿元	基于公司战略发展总体规划，综合考量天津田边的生产经营现状及其现有产品品种所面临的激烈市场竞争，公司放弃本次股权转让的优先购买权。
关于公开挂牌转让天津医药集团财务有限公司 15%股权暨关联交易的公告	天津医药集团财务有限公司	天津力生制药股份有限公司	公开挂牌转让	2023 年 10 月	交易总额： 8782.386 万元	公司转让持有的财务公司 15%股权是为提升上市公司运营效率，有效盘活公司存量资产，出清非战略协同参股股权。
关于转让天津新内田制药有限公司 30%股权的公告	天津新内田制药有限公司	天津力生制药股份有限公司	转让	2019 年 6 月	力生制药出资 225 万美元，占注册资本的 30%	公司的参股公司天津新内田制药有限公司主营业务为中药初加工，其发展与本公司的总体发展战略与产业布局不相契合。且近两年，天津新内田经营业绩亏损情况未得到根本扭转。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

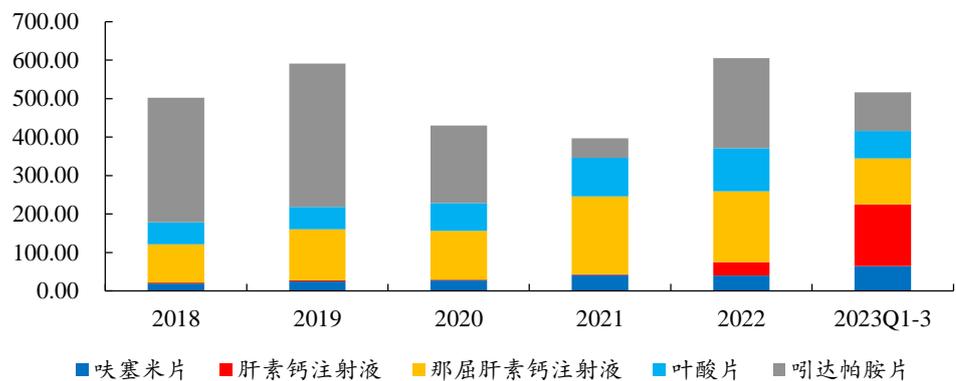
### 3.4、深化变革，构建多元化产品集群，塑造品牌影响力

**深化营销体系变革，加速市场开发和渠道拓展。**中央药业的营销团队以“自营+代理”模式，深耕细作区域市场，收回头孢地尼总代理权，企业自主营销。生化制药营销团队积极开拓市场，实现盈利扭转了多年亏损的局面。力生制药 2023 年培育品种群和普药品种群销售收入均有较好增长，吡达帕胺片、叶酸片、碳酸氢钠片、氨酚咖匹林片四个产品市场占有率位居前列；推动传统制造产业升级，生产制造迈向规模化；持续开展工艺攻关和技术改造，对“三鱼”包装线进行技术改造和设备升级，解决了包装瓶颈问题，提升了片剂包装工序的生产效率；积极开展产能营销，承接

CMO、CDMO 项目，引进委托生产品种 4 个，至此共有 12 个项目落户力生，2023 年药品受托生产达 15 亿片。

**构建多元化产品集群，贡献公司稳定收入。**公司品种种类丰富，涵盖疾病领域广。根据 PDB 数据库，吲达帕胺片和那屈肝素钙注射液是近五年公司占比较大的产品。其中，吲达帕胺片 2022 年销售额达到 2.3 亿元，同比增加 360.7%，2023Q1-3 销售额为 1.0 亿元；那屈肝素钙注射液 2022 年销售额达到 1.8 亿元，同比下滑 8.9%，2023 年销售额达到 1.2 亿元。此外，肝素钙注射液的销售额也大幅度提升，由 2022 年的 0.4 亿元提升至 2023Q1-3 的 1.6 亿元。公司布局各个疾病领域药品构建丰富的产品集群，为公司贡献稳定收入。

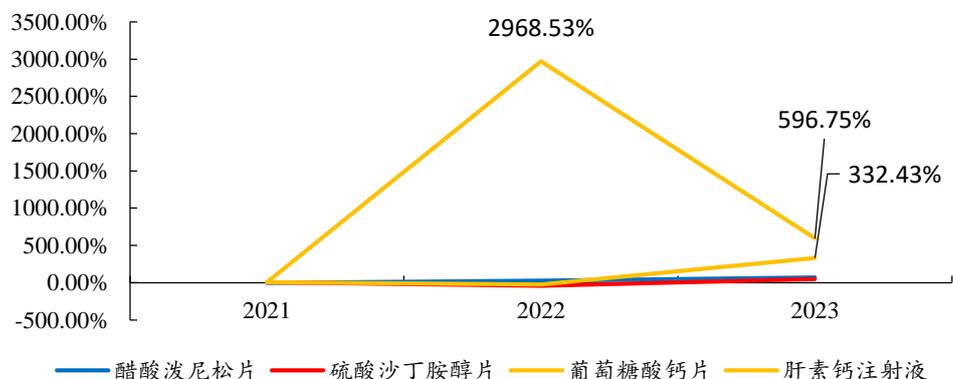
**图11：吲达帕胺片和那屈肝素钙注射液是公司占比较大的产品（百万元）**



数据来源：PDB、开源证券研究所

**部分产品增速较快，为公司贡献业绩增量。**公司产品集群中，醋酸泼尼松片、硫酸沙丁胺醇片、葡萄糖酸钙片以及肝素钙注射液等产品增速较快。其中，最快的是肝素钙注射液，2022 年同比收入增速达到 2968.5%，2023 年为 596.8%，对应销售额为 4.3 亿元。葡萄糖酸钙片 2023 年收入同比增速也达到 332.4%，对应当年销售额为 1324.6 万元。产品加快的收入增速有望为公司贡献业绩增量。

**图12：部分产品增速较快，为公司贡献业绩增量**



数据来源：PDB、开源证券研究所

**一致性评价项目和新品种逐步丰富，为公司贡献稳定收入。**2023 年，公司以市场和临床需求为导向，加快仿制药研发和质量提升研究。不断加速研发成果转化效率，重点开展激光打孔膜控释技术、骨架缓释技术复方制剂研发。“绿色寿比山” 显

沙坦氨氯地平片正式上市销售，丰富了高血压用药管线。阿替洛尔片、盐酸普萘洛尔片两个产品通过仿制药一致性评价。此外，公司持续在科研方面保持9%以上的高强度投入，聚焦老慢病治疗领域，新立项研发项目8个，培育构建高端仿制药产品群。截至2023年年报，公司吲达帕胺片、叶酸片、碳酸氢钠片、氨酚咖匹林片项目数量共有54个品规，逐步形成了产品系列和后备产品梯队。

**表8：一致性评价项目和新品种逐步丰富，为公司贡献稳定收入**

一致性评价项目		
类型	申报项目	获批时间
一致性评价项目 (包括18个项目21个品规)	吲达帕胺片	2020.9.17
	呋塞米片	2020.11.9
	盐酸异丙嗪片	2020.1.7
	碳酸氢钠片	2020.4.24
	盐酸苯海索片	2020.10.19
	异烟肼片	2020.9.25
	盐酸普萘洛尔片	2023.11.1
	复方磺胺甲噁唑片	2022.3.30
	盐酸多奈哌齐片	2022.4.20
	甲硝唑片	2022.11.18
	叶酸片	2022.9.5
	氢氯噻嗪片	2022.9.5
	硫酸沙丁胺醇片	2024.1.23
	注射用氯化可的松琥珀酸钠	2024.3.28
	盐酸维拉帕米片	2020.03.18
	盐酸环丙沙星片	2021.01.05
	头孢地尼分散片	2021.10.27
	阿替洛尔片	2023.04.18
新品种获批		
类型	申报项目	获批时间
新品种项目 (3个品种6个品规)	缬沙坦氨氯地平片	2022.11.15
	利伐沙班片	2024.2.6
	那屈肝素钙注射液	2016.5.3

资料来源：公司公告、开源证券研究所

目前，公司共计3个产品纳入集采，且均纳入《2018年版基药目录》。复方磺胺甲噁唑片于2023年4月纳入第八批集采，主要治疗细菌感染等，2023Q1-3公司销售259万元；公司盐酸异丙嗪片于2021年6月中标第五批集采目录，主要适应症为血管性水肿等，2023Q1-3公司销售额406万元；碳酸氢钠片于2020年8月纳入第三批集采，主要治疗酸血症、胃酸过多等，公司2023Q1-3销售0.46亿元。纳入国家集采的产品为公司贡献稳定的收入，是公司稳定发展的保障之一。

**表9：公司部分产品纳入集采**

产品名称	集采轮次	中标时间	是否基药	2022 销售额 (百万元)	2023Q1-3 销售 额 (百万元)	适应症
复方磺胺甲噁片	第八批	2023.04	是	2.61	2.59	泌尿系统感染,腹泻,卡氏肺孢子菌肺炎,慢性支气管炎急性发作,胃肠道感染,志贺氏杆菌感染,小儿急性中耳炎,卡氏肺孢子菌感染
盐酸异丙嗪片	第五批	2021.06	是	5.12	4.06	血管性水肿,过敏性结膜炎,鼻炎,过敏性鼻炎,手术后恶心呕吐,晕动病,放射病性恶心呕吐,皮肤划痕症,荨麻疹,过敏性皮炎,过敏反应,晕车,术后疼痛, 辅助,药物性恶心呕吐
碳酸氢钠片	第三批	2020.08	是	52.15	46.11	酸血症,胃酸过多,碱化尿液

资料来源：PDB、上海阳光医药采购网、开源证券研究所

**入选“中华老字号”，品牌塑造强大竞争力。**中华老字号是国家优质资产，品牌塑造强大竞争优势。国资背景中药企业拥有的“中华老字号”称号是极为优质的资产，具备着雄厚的技术、资源和品牌积累，有着悠久的历史 and 传统，并拥有丰富的中药研发经验和技能，扎实的业务基础，多年积累的行业经验和优秀品质赢得了众多消费者的信任和口碑，拥有中华老字号的国资背景的中药企业充分具备快速发展的潜力。我国现有的中华老字号国资背景的中药企业包括同仁堂、片仔癀、白云山（拥有多个中华老字号品牌：潘高寿、白云山、陈李济、敬修堂、中一、何济公、奇星、明兴、禾穗牌）、佛慈制药、达仁堂、云南白药、昆药集团（拥有昆中药、云昆牌）、太极集团、东阿阿胶、广誉远、马应龙，其中同仁堂和广誉远为百年老字号。

**图13：中华老字号是国家优质资产，品牌塑造强大竞争优势**


资料来源：各公司官网

**多维度深挖品牌内涵，激发老字号新活力。**力生制药入选“零售药店最受欢迎的品牌企业”，“寿比山”牌吲达帕胺片荣获“2023 星辰会·零售药店最受欢迎明星单品”，中央药业麻仁软胶囊入选区级非物质文化遗产代表性项目。挖掘品牌厚重的历史文化价值，力生制药积极申报津门老字号和中华老字号，2024 年 2 月，中华人民共和国商务部等五部委公布了第三批中华老字号名单，力生制药“三鱼”牌商标成功入选，成为天津市第三批中华老字号名单中唯一一家以图形商标入选的企业。“三鱼”品牌创建于 1930 年，已有九十四年历史。力生制药始终坚持守正创新，深耕老慢病领域，发扬壮大“三鱼”品牌影响力，从 10 个产品逐步扩大到 70 个产品上应用。特别是“三鱼”牌氨酚咖匹林片，被老百姓称为“良心药、放心药”。今日“力生”以“三鱼”为企业标识，承载着传承创新企业精神，强化品牌价值，生产出更多让老百

姓用得起的药品，满足中国百姓的用药需求。

**图14：公司“三鱼”牌商标成功入选中华老字号**



资料来源：中国药店公众号

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

公司立足天津，稳健布局原料制剂一体化产业基地。公司及全资子公司拥有品种涉及 15 大类 244 个药品批准文号，产品涉及原料药、片剂、胶囊剂、颗粒剂、滴丸剂、口服液、注射剂和粉针剂等。2022 年，力生制药抓住入选国务院国资委“科改示范企业”契机，完成资产出清、股权激励等，实现“瘦身健体”；公司实施内生外引并举的双轮驱动战略；公司持续深化营销改革，子公司预期实现扭亏。我们假设：

(1) 片剂业务：公司药品剂型以片剂为主，是公司业务的基本盘，预计维持稳定增长。我们预计 2024-2026 年公司片剂业务收入增速分别为 6.50%/6.60%/6.70%，毛利率分别为 65.70%/65.70%/65.70%。

(2) 针剂业务：公司针剂主要以注射剂和冻干粉针剂为主，两种剂型需求稳定，未来有望稳定增长。我们预计 2024-2026 年公司针剂业务收入增速分别为 7.00%/7.00%/7.00%，毛利率分别为 43.50%/43.50%/43.50%。

(3) 胶囊业务：产品友好®麻仁软胶囊作为胶囊剂是公司的主要产品之一，销售情况持续稳定，我们预计 2024-2026 年公司胶囊剂收入增速分别为 2.00%/2.00%/2.00%，毛利率分别为 57.00%/57.00%/57.00%。

**表10：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健**

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

力生制药[002393.SZ](单位：百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1153.03	1222.03	1296.37	1376.53
同比(%)	0.56%	5.98%	6.08%	6.18%
毛利	684.90	727.35	772.69	821.62
同比(%)	3.72%	6.20%	6.23%	6.33%
毛利率(%)	59.40%	59.52%	59.60%	59.69%
按业务拆分				
1 片剂				
收入	817.69	870.84	928.32	990.51
同比(%)	6.31%	6.50%	6.60%	6.70%
毛利	536.98	572.142	609.903	650.767
毛利率(%)	65.67%	65.70%	65.70%	65.70%
业务收入比例(%)	70.92%	71.26%	71.61%	71.96%
2 针剂				
收入	200.89	214.95	230.00	246.10
同比(%)	-10.64%	7.00%	7.00%	7.00%
毛利	86.74	93.50	100.05	107.05
毛利率(%)	43.18%	43.50%	43.50%	43.50%
业务收入比例(%)	17.42%	17.59%	17.74%	17.88%
3 胶囊				
收入	89.36	91.15	92.97	94.83
同比(%)	-9.18%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利	51.42	51.95	52.99	54.05
毛利率(%)	57.54%	57.00%	57.00%	57.00%
业务收入比例(%)	7.75%	7.46%	7.17%	6.89%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测与估值

公司立足天津，稳健布局原料制剂一体化产业基地。公司及全资子公司拥有品种涉及 15 大类 244 个药品批准文号，产品涉及原料药、片剂、胶囊剂、颗粒剂、滴丸剂、口服液、注射剂和粉针剂等。2022 年，力生制药抓住入选国务院国资委“科改示范企业”契机，完成资产出清、股权激励等，实现“瘦身健体”；公司实施内生外引并举的双轮驱动战略；公司持续深化营销改革，子公司预期实现扭亏。基于公司行业属性，我们选取业务相近的达仁堂、京新药业和一品红作为可比公司，可比公司 2024 年 PE 平均值为 23.7，力生制药 2024 年估值 (25.9) 接近于可比公司 PE。随着公司资产出清、股权激励等措施落地，营销改革持续实施，公司的盈利能力预计不断增强，有望带来公司整体估值的提升。我们看好公司的成长空间，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.78/2.01/2.16 亿元，EPS 为 0.97/1.09/1.17 元，当前股价对应 PE 为 25.9/23.0/21.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表11：公司 2024 年 PE 估值接近于可比公司**

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002020.SZ	京新药业	11.15	-6.55	6.32	12.57	16.61	14.9	14.0	12.5	10.7
300723.SZ	一品红	21.34	-36.49	54.63	25.19	6.62	73.38	33.9	27.1	25.4
600329.SH	达仁堂	35.44	14.50	20.42	20.55	19.81	26.3	23.0	19.1	15.9
可比公司平均							38.2	23.7	19.5	17.3
002393.SZ	力生制药	17.66	286.54	-50.74	12.51	7.80	12.7	25.9	23.0	21.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024.05.29，京新药业、力生制药为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

## 5、风险提示

- (1) **行业需求不及预期。**医药产业链的需求依赖从研发到生产各环节的投入，药品存在研发失败、进度不及预期、上市后放量不及预期、价格下降等诸多风险，任何一个环节的失败或进度落后均对产业链相关环节的需求产生波动，可能存在需求不及预期的情况。
- (2) **产品推广不及预期。**若公司获批上市的产品未能在医生、患者、医院或医疗卫生领域相关的各方取得认可，将给公司商业化过程造成不利影响。
- (3) **市场竞争加剧风险。**我国生物医药产业链经过多年的发展，国内企业的竞争力逐步增强，同时同业间的竞争也逐渐加大。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2625	2819	3133	3199	3484
现金	1793	1989	2108	2321	2406
应收票据及应收账款	223	118	244	140	267
其他应收款	11	4	12	5	13
预付账款	28	13	31	15	34
存货	199	176	220	200	245
其他流动资产	371	518	518	518	518
<b>非流动资产</b>	2666	2962	2975	2992	3011
长期投资	73	78	95	112	129
固定资产	1012	965	973	984	997
无形资产	135	125	111	98	85
其他非流动资产	1446	1794	1796	1797	1799
<b>资产总计</b>	5291	5781	6108	6191	6494
<b>流动负债</b>	730	626	775	690	813
短期借款	39	29	61	29	29
应付票据及应付账款	146	90	160	105	176
其他流动负债	544	507	555	557	609
<b>非流动负债</b>	212	251	251	251	251
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	212	251	251	251	251
<b>负债合计</b>	942	877	1026	941	1064
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	184	184	184	184	184
资本公积	1712	1721	1721	1721	1721
留存收益	1551	1857	1895	2004	2121
<b>归属母公司股东权益</b>	4349	4903	5082	5250	5430
<b>负债和股东权益</b>	5291	5781	6108	6191	6494

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	331	200	88	281	125
净利润	94	362	178	201	216
折旧摊销	65	66	56	60	63
财务费用	-67	-60	-50	-54	-58
投资损失	-24	-16	-19	-19	-19
营运资金变动	153	-2	-78	94	-77
其他经营现金流	110	-151	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-156	19	-50	-57	-62
资本支出	41	62	52	60	65
长期投资	-250	-80	-17	-17	-17
其他投资现金流	135	161	19	20	20
<b>筹资活动现金流</b>	-34	-49	49	21	22
短期借款	11	-11	32	-32	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	0	0	0	0
资本公积增加	20	10	0	0	0
其他筹资现金流	-66	-48	17	54	22
<b>现金净增加额</b>	142	171	87	245	85

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1147	1153	1222	1296	1377
营业成本	486	468	495	524	555
营业税金及附加	24	23	25	27	28
营业费用	336	319	243	257	271
管理费用	114	114	183	192	201
研发费用	106	106	134	139	146
财务费用	-67	-60	-50	-54	-58
资产减值损失	-20	-29	0	0	0
其他收益	4	8	6	5	6
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	24	16	19	19	19
资产处置收益	-35	239	0	0	0
<b>营业利润</b>	118	420	216	237	259
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	118	420	216	238	259
所得税	25	58	38	37	43
<b>净利润</b>	94	362	178	201	216
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	94	362	178	201	216
EBITDA	140	438	223	244	264
EPS(元)	0.51	1.96	0.97	1.09	1.17

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.0	0.6	6.0	6.1	6.2
营业利润(%)	-13.8	255.6	-48.6	10.1	8.9
归属于母公司净利润(%)	-23.3	286.5	-50.7	12.5	7.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	57.6	59.4	59.5	59.6	59.7
净利率(%)	8.2	31.4	14.6	15.5	15.7
ROE(%)	2.2	7.4	3.5	3.8	4.0
ROIC(%)	1.3	6.4	2.6	2.9	3.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.8	15.2	16.8	15.2	16.4
净负债比率(%)	-39.3	-39.1	-39.5	-42.9	-43.0
流动比率	3.6	4.5	4.0	4.6	4.3
速动比率	3.3	4.1	3.6	4.2	3.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	8.8	14.2	14.2	14.2	14.2
应付账款周转率	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.51	1.96	0.97	1.09	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	1.09	0.48	1.52	0.68
每股净资产(最新摊薄)	23.61	26.61	27.58	28.49	29.47
<b>估值比率</b>					
P/E	49.2	12.7	25.9	23.0	21.3
P/B	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	19.3	5.8	11.0	9.0	8.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

20 / 22

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn