

# 无锡药明康德 (603259 CH)

## 《生物安全法案》靴子基本落地，业务有望保持稳健

美国众议院在当地时间9月9号投票通过了《生物安全法案》（以下简称“法案”，法案编号H.R.8333），该法案旨在限制美国政府机构以及接受美国政府补贴或者贷款的实体从相关中国公司（包括药明康德）采购商品或者服务的能力。该法案仍需美国参议院通过并经美国总统签署才能最终成为法律。目前来看，即使法案通过，可能仅影响极少部分政府资助的项目，公司的美国业务有望维持基本稳健。基于公司快速增长的在手订单，我们认为公司盈利有望复苏。我们的分析表明目前股价可能已反映美国业务极度悲观预期（见图3），看好估值反弹。

■ **美国众议院投票通过《生物安全法案》，靴子基本落地。**美国众议院版本的《生物安全法案》自今年1月份提出后，经历过两次修订。今年5月份的第一次修订版本中增加了允许现有合同执行至2032年的“祖父条款”。此次获得众议院通过的法案在文本内容上与5月份的修订版几乎没有变化。该法案仍需等待美国参议院通过并经美国总统签署才能最终成为法律。值得注意的是，该法案在今年6月份没有进入众议院的《2025财年国防授权法案》（草案）修订案中。同时，美国参议院也提出了类似的草案（法案编号S.3558），该草案内容与众议院的版本基本一致，并已在今年3月获得参议院国土安全委员会投票通过，但仍未推进至参议院全体投票。参议院的《2025财年国防授权法案》（草案）修订案中包含S.3558草案，“夹带”立法最终是否成功仍需观察。两院的草案内容基本一致，假设最终获得通过，我们认为Medicare、Medicaid相关的药品大概率不受约束，仅影响小部分受政府资助的项目，对于公司收入影响可能较小。

■ **客户需求有望逐步改善。**药明康德看到了积极的客户需求改善信号。截至6月，公司在手订单金额达到431亿元，剔除新冠商业化项目后同比增长33.2%，同时1H24的新签订单增长约25%。强劲的订单需求表明全球客户对于公司高质量服务的持续信任。多肽业务（TIDES）继续成为推动公司业绩增长的重要引擎，1H24 TIDES收入同比强劲增长57.2%，在手订单同比大幅增长147%。公司在今年1月将多肽产能从1万L提升至3.2万L，将有效支持多肽业务的快速发展。此外，我们预计美国降息将带动全球生物医药投融资复苏，以及公司的订单增长。

■ **维持买入评级。**上调药明康德目标价至61.89元（WACC：9.42%，永续增长率：2.0%），以反映法案的不确定性降低以及在手订单增长带来的业绩复苏。我们预计公司在2024E/25E/26E收入同比增长-4.4%/+10.9%/+13.2%，经调整Non-IFRS净利润同比增长-8.4%/+11.5%/+14.4%。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	39,355	40,341	38,558	42,745	48,404
同比增长(%)	71.8	2.5	(4.4)	10.9	13.2
调整后净利润(百万人民币)	9,399	10,854	9,947	11,089	12,691
同比增长(%)	83.2	15.5	(8.4)	11.5	14.4
调整后每股收益(人民币)	3.21	3.70	3.42	3.81	4.36
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	3.32	3.64	4.01
调整后市盈率(倍)	12.0	10.4	11.3	10.1	8.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

## 买入(维持)

目标价	61.89 人民币
(此目前目标价)	54.27 人民币
潜在升幅	60.6%
当前股价	38.54 人民币

### 中国医药

#### 武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

#### 黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

### 公司数据

市值(百万人民币)	112,225.7
3月平均流通量(百万人民币)	1,683.7
52周内股价高/低(百万人民币)	90.88/36.87
总股本(百万)	2911.9

资料来源：FactSet

### 股东结构

香港投资者	16.8%
李革及其一致行动人	14.0%

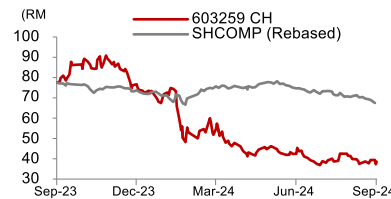
资料来源：公司财报

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-7.1%	-2.3%
3-月	-9.2%	1.0%
6-月	-29.6%	-20.7%

资料来源：FactSet

### 股价表现



资料来源：FactSet

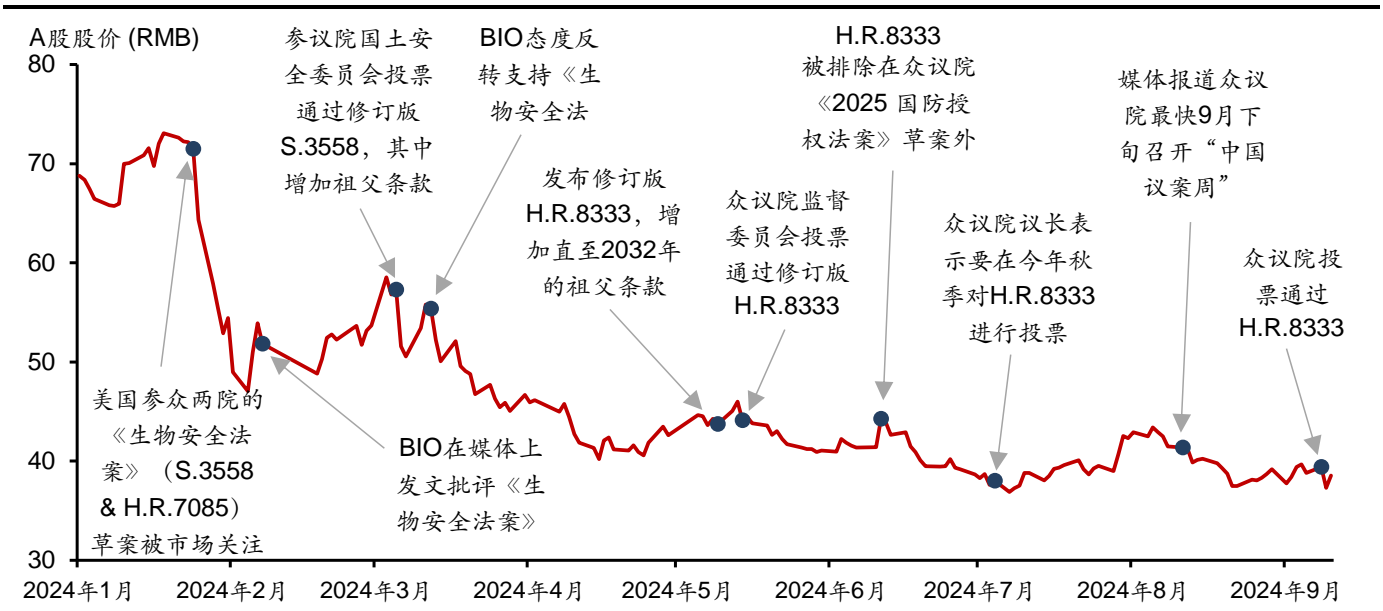
美国众议院在当地时间 9 月 9 号投票通过了《生物安全法案》（以下简称“法案”，法案编号 H.R.8333），该法案旨在限制美国政府机构以及接受美国政府补贴或者贷款的实体从相关中国公司（包括药明康德）采购商品或者服务的能力。

美国众议院版本的《生物安全法案》自今年 1 月份提出后，经历过两次修订。今年 5 月份的第一次修订版本中增加了允许现有合同执行至 2032 年的“祖父条款”，明确定义了法案限制的合同为 Federal Acquisition Regulation (FAR) 相关合同，同时规定了在法案立法成功后相关受限制机构仍可申请最多 545 天的豁免期（豁免期一般不超过 365 天，但可申请延长最多 180 天），在豁免期内可继续与法案中涉及的中国公司签订合同，并且这些合同也同样适用于“祖父条款”。此次获得众议院通过的法案在文本内容上与 5 月份的修订版几乎没有变化。该法案仍需等待美国参议院通过并经美国总统签署才能最终成为法律。值得注意的是，该法案在今年 6 月份没有进入众议院的《2025 财年国防授权法案》（草案）修订案中。

同时，美国参议院也提出了类似的草案（法案编号 S.3558），该草案内容与众议院的版本基本一致，并已在今年 3 月获得参议院国土安全委员会投票通过，但仍未推进至参议院全体投票。参议院的《2025 财年国防授权法案》（草案）修订案中包含 S.3558 草案，“夹带”立法最终是否成功仍需观察。

两院的草案内容基本一致，其中最关注的是法案影响范围如何确定。目前看，两院的草案都只提到政府行政机构以及接受政府资助实体的相关合同将受到影响。基于目前的草案内容，假设法案最终获得通过，我们认为 Medicare、Medicaid 相关的药品大概率不受约束，仅影响小部分受政府资助的项目，对于公司收入影响可能较小。

图 1: 《生物安全法案》重要时间线



资料来源：美国政府网站，招银国际环球市场

我们统计了海外化药 CDMO 公司的业务规模以及产能分布情况。我们预计药明康德 2024 年的收入规模为 385.6 亿人民币，约 54.2 亿美元。公司业务主要集中在化药 CRDMO 服务，我们估计药明康德是全球第一大化药 CRDMO 供应商。海外化药 CDMO 的龙头企业主要是

Lonza、Patheon (Thermo Fisher)、Catalent 等。海外其他的中小规模化药 CDMO 产能主要分布在欧洲，也有一些在印度、美国、新加坡等地。从收入规模来看，药明康德的收入体量远超海外其他竞争对手，药明康德的化药 CRMO 业务以 API 为主，制剂占比不大，同时药明康德也在瑞士有生产设施。相比较而言，Lonza 的化药相关收入约为 10.6 亿美元，Catalent 为 24.3 亿美元（其中大部分为化药制剂，小部分为 API），Patheon 的收入以化药 DP 为主。

总的来说，海外化药 CDMO 产能规模较小，大部分产能位于成本较高的欧洲地区，并且印度等潜在替代区域的基建条件不成熟。我们认为，在中期维度（10 年左右），美国药企仍将在较大程度依赖中国化药 CDMO 企业的产能供给。

图 2: 部分海外化药 C(D)MO 公司产能分布情况

公司	总部	上市/非上市	业务	产能地点	收入 (mn)	货币	财报年份
Lonza	瑞士	上市	主要为生物药，化药占比小	主要在欧洲，美国 3 处设施，中国 2 处设施，新加坡 1 处设施；API 主要在欧洲	901 (化药收入)	瑞士法郎	2023
Patheon (Thermo Fisher)	荷兰/美国	上市	生物药+化药	主要在欧美，API 主要在欧洲	6,303	美元	2022
Catalent	美国	上市（诺和诺德宣布并购）	生物药+化药（化药占 53.5%）	欧洲、北美、南美均有多处设施，日本和中国各有 1 处设施	2,431 (化药收入)	美元	2023
Recipharm	瑞典	曾经上市，已被私有化（21 亿美金）	生物药+化药	绝大多数在欧洲，美国 1 处设施，以色列 1 处设施，印度 1 处设施	1,321	欧元	2023
Vetter	德国	非上市	主要为生物药，小部分为化药	绝大多数在欧洲，美国有 1 处设施	>1,000	欧元	2023
Coden Pharma	奥地利	非上市	化药和多肽	绝大多数在欧洲，其他区域只有美国 1 处设施	>870	欧元	2022
Aenova	德国	非上市	化药	绝大多数在欧洲，其他区域只有美国有 1 处设施	856.4	欧元	2023
Cambrex (Permira)	美国	非上市，被 PE 收购（24 亿美金）	化药	欧美均有多处设施	515	美元	2018
Dr. Reddy's	印度	上市	仿制药、API（API 收入占比 10.7%）	绝大部分在印度，少数在美国，中国 1 处设施	358 (API 收入)	美元	2023
Evotec	德国	上市	主要为化药，也有生物药	绝大多数在欧洲，美国 2 处设施	514.5 (外包收入)	欧元	2023
PCI Pharma Services	英国	非上市	化药 CDMO、临床 CRO、包装、物流等	主要在欧美，澳大利亚 1 处设施	260	美元	2023
Jubilant Life Sciences	印度	上市	仿制药、CDMO	全部在印度	10,930 (CRDMO 收入)	卢比	2023
Quotient Sciences	英国	上市	化药+多肽	大部分在英国，小部分在美国	>100	英镑	
Fareva	法国	非上市	化药 CDMO、化妆品、工业品	绝大多数在欧洲，其他区域美国有 3 处设施，南美有 3 处设施	1,700	欧元	2023
SAFC (Millipore Sigma)	美国	上市	生物药+化药	主要在欧美，中国有 1 处设施，新加坡有 1 处设施			
Piramal Pharma Soluation	印度	非上市	生物药+化药	绝大多数在印度，少数在欧美			
Alcami	美国	曾经上市，现已被私有化	化药	全在美国			

资料来源：公司网站，招银国际环球市场

注：收入如未加特殊注明，均指公司总收入。

生物安全法案的立法仍具有不确定性。参照目前的草案内容，我们认为法案大概率只影响政府项目以及政府资助的项目。在最悲观的情境下，假设药明康德的美国收入将在未来10年内逐步归零，中国、欧洲及其他地区收入维持约10%左右的低速增长，DCF估值的目标价为38.26元/股。因此，我们认为，公司目前股价已经基本上反映了最悲观的预期。

图3: 地缘政治影响下的最悲观情景分析 (即假设美国收入在10年内归零)

人民币百万元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
<b>收入和净利润分析</b>											
分区域收入											
美国	23,519	19,991	16,393	12,950	9,842	7,185	4,886	3,078	1,785	946	0
中国	7,740	8,282	8,944	9,749	10,724	11,690	12,625	13,509	14,319	15,035	15,636
欧洲	4,698	5,168	5,788	6,598	7,654	8,955	10,387	11,946	13,618	15,388	17,235
其他	2,601	3,017	3,470	3,956	4,470	5,007	5,557	6,113	6,663	7,196	7,700
<b>合计</b>	<b>38,558</b>	<b>36,458</b>	<b>34,595</b>	<b>33,254</b>	<b>32,690</b>	<b>32,836</b>	<b>33,455</b>	<b>34,645</b>	<b>36,385</b>	<b>38,566</b>	<b>40,571</b>
<b>合计(非美国)</b>	<b>15,039</b>	<b>16,467</b>	<b>18,202</b>	<b>20,303</b>	<b>22,848</b>	<b>25,651</b>	<b>28,570</b>	<b>31,567</b>	<b>34,600</b>	<b>37,619</b>	<b>40,571</b>
分区域收入增速											
美国	-10.0%	-15.0%	-18.0%	-21.0%	-24.0%	-27.0%	-32.0%	-37.0%	-42.0%	-47.0%	-100.0%
中国	5.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%
欧洲	0.0%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%	17.0%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%
其他	21.6%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%
<b>合计</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-5.4%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.2%</b>
<b>合计(非美国)</b>	<b>5.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.3%</b>	<b>11.4%</b>	<b>10.5%</b>	<b>9.6%</b>	<b>8.7%</b>	<b>7.8%</b>
毛利率											
中国	35.0%	35.5%	36.0%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
海外	41.0%	40.0%	39.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>合计</b>	<b>39.8%</b>	<b>39.0%</b>	<b>38.2%</b>	<b>37.6%</b>	<b>37.5%</b>	<b>37.5%</b>	<b>37.4%</b>	<b>37.4%</b>	<b>37.4%</b>	<b>37.4%</b>	<b>37.4%</b>
<b>毛利润</b>	<b>15,344</b>	<b>14,211</b>	<b>13,224</b>	<b>12,490</b>	<b>12,261</b>	<b>12,302</b>	<b>12,524</b>	<b>12,962</b>	<b>13,612</b>	<b>14,429</b>	<b>15,183</b>
税金及附加											
销售费用	0.85%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用	2.07%	2.27%	2.47%	2.37%	2.27%	2.17%	2.07%	2.07%	2.07%	2.07%	2.07%
研发费用	7.03%	7.23%	7.43%	7.23%	7.03%	6.83%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%
财务费用	3.69%	3.89%	4.09%	3.99%	3.89%	3.79%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%
运营费用合计	-1.97%	-1.00%	-0.80%	-0.80%	-0.80%	-0.80%	-0.80%	-0.80%	-0.80%	-0.80%	-0.80%
<b>运营利润</b>	<b>10,843</b>	<b>9,509</b>	<b>8,486</b>	<b>8,069</b>	<b>8,046</b>	<b>8,199</b>	<b>8,477</b>	<b>8,772</b>	<b>9,211</b>	<b>9,765</b>	<b>10,275</b>
所得税率											
少数股东权益占比	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>归母净利润</b>	<b>9,108</b>	<b>7,988</b>	<b>7,128</b>	<b>6,778</b>	<b>6,759</b>	<b>6,887</b>	<b>7,121</b>	<b>7,368</b>	<b>7,737</b>	<b>8,202</b>	<b>8,631</b>
<b>DCF分析</b>											
EBIT	10,843	9,509	8,486	8,069	8,046	8,199	8,477	8,772	9,211	9,765	10,275
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
税后EBIT	9,216	8,083	7,213	6,859	6,839	6,969	7,205	7,456	7,829	8,300	8,734
+ 折旧&摊销	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
- 营运资本变化	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
- Capex	-5,000	-3,000	-2,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
<b>FCFF</b>	<b>6,216</b>	<b>7,083</b>	<b>7,213</b>	<b>7,859</b>	<b>7,839</b>	<b>7,969</b>	<b>8,205</b>	<b>8,456</b>	<b>8,829</b>	<b>9,300</b>	<b>9,734</b>
<b>终值</b>											<b>133,809</b>
永续增长率											
		2.0%									
加权平均资本成本											
<b>WACC</b>		9.4%									
股本成本											
		12.0%									
债务成本											
		4.0%									

市场风险系数 $\beta$	90.0%
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	10.0%
目标负债率	30.0%
有效公司税率	15.0%
终值现值	49,707
总现值	101,741
净负债	-9,669
股权价值	111,411
股份数 (百万股)	2,912
<b>DCF 每股价值</b> (人民币)	<b>38.26</b>

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 4: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	38,558	42,745	48,404	38,558	42,745	47,353	0.00%	0.00%	2.22%
毛利	15,268	17,241	19,710	15,268	17,241	19,265	0.00%	0.00%	2.31%
运营利润	10,006	11,664	13,394	10,006	11,664	13,087	0.00%	0.00%	2.35%
经调整净利润	9,947	11,089	12,691	9,953	11,110	12,450	-0.06%	-0.19%	1.93%
经调整每股收益 (元)	3.42	3.81	4.36	3.42	3.82	4.28	-0.06%	-0.19%	1.93%
毛利率	39.60%	40.33%	40.72%	39.60%	40.33%	40.68%	0.00ppt	0.00ppt	+0.03ppt
运营利润率	25.95%	27.29%	27.67%	25.95%	27.29%	27.64%	0.00ppt	0.00ppt	+0.03ppt
经调整净利润率	25.80%	25.94%	26.22%	25.81%	25.99%	26.29%	-0.02ppt	-0.05ppt	-0.07ppt

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 5: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	38,558	42,745	48,404	39,294	42,474	46,727	-1.87%	0.64%	3.59%
毛利	15,268	17,241	19,710	15,841	17,229	19,100	-3.61%	0.07%	3.19%
运营利润	10,006	11,664	13,394	11,288	12,377	13,804	-11.36%	-5.76%	-2.97%
经调整净利润	9,947	11,089	12,691	9,640	10,626	11,702	3.19%	4.36%	8.45%
经调整每股收益 (元)	3.42	3.81	4.36	3.32	3.64	4.01	2.95%	4.70%	8.60%
毛利率	39.60%	40.33%	40.72%	40.31%	40.56%	40.88%	-0.71ppt	-0.23ppt	-0.16ppt
运营利润率	25.95%	27.29%	27.67%	28.73%	29.14%	29.54%	-2.78ppt	-1.85ppt	-1.87ppt
经调整净利润率	25.80%	25.94%	26.22%	24.53%	25.02%	25.04%	+1.26ppt	+0.92ppt	+1.17ppt

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 6: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	10,135	12,164	14,094	15,645	17,131	18,587	19,981	21,280	22,450	23,460
税率	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%
息税前利润*(1-税率)	8,592	10,312	11,949	13,263	14,523	15,757	16,939	18,040	19,032	19,889
+折旧与摊销	2,257	2,554	2,824	3,134	3,432	3,724	4,003	4,263	4,498	4,700
-营运资金变化	142	-244	-1,046	-1,162	-1,272	-1,380	-1,484	-1,580	-1,667	-1,742
-资本支出	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000
<b>自由现金流</b>	<b>5,992</b>	<b>7,622</b>	<b>8,726</b>	<b>10,236</b>	<b>11,683</b>	<b>13,101</b>	<b>14,459</b>	<b>15,724</b>	<b>16,863</b>	<b>17,847</b>
<b>终值</b>										<b>245,340</b>

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	9.42%
股本成本	12.00%
债务成本	4.00%
市场风险系数 $\beta$	0.90
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	10.00%
目标负债率	30.00%
有效公司税率	15.00%

终值现值	99,725
总现值	170,557
净负债	-9,669
股权价值	180,226
股份数 (百万股)	2,912
<b>DCF 每股价值 (人民币)</b>	<b>61.89</b>

资料来源：招银国际环球市场预测

图 7: DCF 模型敏感性分析

		WACC				
		8.42%	8.92%	9.42%	9.92%	10.42%
永续增长率	3.00%	80.86	73.67	67.61	62.45	58.00
	2.50%	76.25	69.93	64.55	59.90	55.86
	2.00%	72.35	66.74	<b>61.89</b>	57.68	53.98
	1.50%	69.02	63.97	59.57	55.71	52.30
	1.00%	66.14	61.55	57.53	53.97	50.81

资料来源：招银国际环球市场预测

## 财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	22,902	39,355	40,341	38,558	42,745	48,404
销售成本	(14,592)	(24,677)	(23,729)	(23,290)	(25,504)	(28,694)
<b>毛利润</b>	<b>8,310</b>	<b>14,678</b>	<b>16,612</b>	<b>15,268</b>	<b>17,241</b>	<b>19,710</b>
运营费用	(3,898)	(5,372)	(5,318)	(5,262)	(5,577)	(6,315)
销售费用	(699)	(732)	(701)	(800)	(801)	(907)
行政费用	(2,203)	(2,826)	(2,879)	(2,711)	(2,920)	(3,307)
研发费用	(942)	(1,614)	(1,441)	(1,423)	(1,535)	(1,738)
其他	(54)	(200)	(297)	(328)	(321)	(364)
<b>运营利润</b>	<b>4,412</b>	<b>9,306</b>	<b>11,294</b>	<b>10,006</b>	<b>11,664</b>	<b>13,394</b>
以公允价值计量的盈亏	(93)	770	(38)	(199)	100	200
投资盈亏	1,356	188	234	45	100	200
<b>净利息收入(支出)</b>	<b>(84)</b>	<b>248</b>	<b>338</b>	<b>761</b>	<b>456</b>	<b>522</b>
其他收入/支出	425	106	4	283	300	300
<b>税前利润</b>	<b>6,016</b>	<b>10,618</b>	<b>11,832</b>	<b>10,895</b>	<b>12,620</b>	<b>14,617</b>
所得税	(880)	(1,716)	(2,132)	(1,529)	(1,893)	(2,192)
<b>税后利润</b>	<b>5,136</b>	<b>8,903</b>	<b>9,700</b>	<b>9,367</b>	<b>10,727</b>	<b>12,424</b>
非控股权益	(39)	(89)	(94)	(90)	(103)	(119)
<b>净利润</b>	<b>5,097</b>	<b>8,814</b>	<b>9,607</b>	<b>9,277</b>	<b>10,625</b>	<b>12,305</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>5,131</b>	<b>9,399</b>	<b>10,854</b>	<b>9,947</b>	<b>11,089</b>	<b>12,691</b>
总股息	1,529	2,644	2,882	2,783	3,187	3,692
<b>资产负债表</b>						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
<b>流动资产</b>	<b>21,986</b>	<b>23,997</b>	<b>30,422</b>	<b>32,223</b>	<b>37,805</b>	<b>44,850</b>
现金与现金等价物	8,239	7,986	13,764	15,722	20,600	25,939
应收账款	4,668	6,047	7,922	7,395	7,612	8,620
存货	5,905	5,669	4,736	5,106	5,592	6,291
预付款项	303	291	244	244	244	244
以公允价值计入损益的资产	527	2	11	11	11	11
其他流动资产	2,344	4,003	3,746	3,746	3,746	3,746
<b>非流动资产</b>	<b>33,142</b>	<b>40,693</b>	<b>43,247</b>	<b>45,615</b>	<b>48,032</b>	<b>50,380</b>
物业及厂房及设备 (净额)	8,554	14,171	17,190	20,311	23,139	25,697
递延税项	390	492	367	367	367	367
合资及联营公司投资	678	1,203	2,216	2,216	2,216	2,216
无形资产	1,600	1,785	1,864	1,706	1,548	1,390
商誉	1,926	1,822	1,821	1,821	1,821	1,821
以公允价值计入损益的资产	8,714	8,954	8,626	8,483	8,683	9,083
其他非流动资产	11,280	12,265	11,164	10,712	10,259	9,807
<b>总资产</b>	<b>55,127</b>	<b>64,690</b>	<b>73,669</b>	<b>77,839</b>	<b>85,837</b>	<b>95,230</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,985</b>	<b>14,499</b>	<b>14,756</b>	<b>15,342</b>	<b>15,800</b>	<b>16,461</b>
短期债务	2,261	3,874	3,667	4,267	4,267	4,267
应付账款	1,931	1,659	1,645	1,631	2,089	2,750
应付税款	536	882	1,374	1,374	1,374	1,374
其他流动负债	8,256	8,084	8,070	8,070	8,070	8,070
<b>非流动负债</b>	<b>3,385</b>	<b>3,264</b>	<b>3,396</b>	<b>3,396</b>	<b>3,396</b>	<b>3,396</b>
长期债务	0	279	687	687	687	687
应付公司债	607	502	0	0	0	0
融资租赁承担	1,019	984	1,099	1,099	1,099	1,099
其他非流动负债	1,759	1,499	1,610	1,610	1,610	1,610
<b>总负债</b>	<b>16,370</b>	<b>17,764</b>	<b>18,152</b>	<b>18,737</b>	<b>19,196</b>	<b>19,857</b>
股本	2,956	2,961	2,969	2,969	2,969	2,969
资本盈余	25,732	26,512	28,401	34,895	42,332	50,946
其他储备	9,804	17,118	23,753	20,753	20,753	20,753
<b>股东权益总额</b>	<b>38,492</b>	<b>46,590</b>	<b>55,122</b>	<b>58,616</b>	<b>66,054</b>	<b>74,667</b>
少数股东权益	266	337	395	485	588	707
<b>总负债和股东权益</b>	<b>55,127</b>	<b>64,690</b>	<b>73,669</b>	<b>77,839</b>	<b>85,837</b>	<b>95,230</b>

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>年结 12 月 31 日 (百万人民币)</b>						
<b>经营现金流</b>						
税前利润	6,016	10,618	11,832	10,895	12,620	14,617
折旧摊销	1,363	1,718	2,288	2,261	2,559	2,828
税款	(880)	(1,716)	(2,132)	(1,529)	(1,893)	(2,192)
营运资金变化	(1,151)	(298)	(105)	142	(244)	(1,046)
其他	(759)	294	1,504	(390)	(432)	(698)
<b>净经营现金流</b>	<b>4,589</b>	<b>10,616</b>	<b>13,387</b>	<b>11,380</b>	<b>12,609</b>	<b>13,507</b>
<b>投资现金流</b>						
资本开支	(6,936)	(9,966)	(5,517)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
收购与投资	(858)	(161)	(22)	0	0	0
处理短期投资所得现金	2,766	82	(2,321)	0	0	0
其他	189	355	299	0	0	0
<b>净投资现金流</b>	<b>(4,839)</b>	<b>(9,690)</b>	<b>(7,561)</b>	<b>(5,000)</b>	<b>(5,000)</b>	<b>(5,000)</b>
<b>融资现金流</b>						
已支付股息	(916)	(1,598)	(2,756)	(2,023)	(2,731)	(3,169)
净借贷	1,071	1,668	178	600	0	0
发行股票所得现金	104	150	247	0	0	0
其他	(1,983)	(1,497)	(1,610)	(3,000)	0	0
<b>净融资现金流</b>	<b>(1,724)</b>	<b>(1,278)</b>	<b>(3,941)</b>	<b>(4,423)</b>	<b>(2,731)</b>	<b>(3,169)</b>
<b>净现金流变动</b>						
年初现金	10,228	8,175	7,984	13,764	15,722	20,600
汇率变动	(79)	161	132	0	0	0
<b>年末现金</b>	<b>8,175</b>	<b>7,984</b>	<b>10,001</b>	<b>15,722</b>	<b>20,600</b>	<b>25,939</b>
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>年结 12 月 31 日</b>						
销售收入	38.5%	71.8%	2.5%	(4.4%)	10.9%	13.2%
毛利润	32.3%	76.6%	13.2%	(8.1%)	12.9%	14.3%
经营利润	41.1%	110.9%	21.4%	(11.4%)	16.6%	14.8%
净利润	72.2%	72.9%	9.0%	(3.4%)	14.5%	15.8%
调整后净利润	41.1%	83.2%	15.5%	(8.4%)	11.5%	14.4%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>年结 12 月 31 日</b>						
毛利率	36.3%	37.3%	41.2%	39.6%	40.3%	40.7%
营业利润率	19.3%	23.6%	28.0%	26.0%	27.3%	27.7%
调整后净利润率	22.4%	23.9%	26.9%	25.8%	25.9%	26.2%
股本回报率	14.4%	20.7%	18.9%	16.3%	17.0%	17.5%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>年结 12 月 31 日</b>						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率 (倍)	1.7	1.7	2.1	2.1	2.4	2.7
应收账款周转天数	66.4	49.7	63.2	70.0	65.0	65.0
存货周转天数	107.4	85.6	80.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	107.8	75.5	75.6	75.6	75.6	75.6
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>年结 12 月 31 日</b>						
市盈率 (调整后)	21.9	12.0	10.4	11.3	10.1	8.8
市帐率	2.9	2.4	2.0	1.9	1.7	1.5
市现率	24.5	10.6	8.4	9.9	8.9	8.3
股息 (%)	1.4	2.3	2.5	2.5	2.8	3.3

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。



## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。