



# 华东医药 (000963.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 乌司奴单抗注射液获批，创新研发稳步兑现

### 事件简评

2024年11月5日，公司发布公告，公司全资子公司杭州中美华东制药有限公司收到国家药品监督管理局(NMPA)核准签发的《药品注册证书》，由中美华东申报的乌司奴单抗注射液(赛乐信®)的上市许可申请获得批准，用于治疗成年中重度斑块状银屑病。

### 经营分析

乌司奴单抗原研药年销售超百亿美元，公司类似药国内首家获批。根据公司公告，赛乐信®是原研产品 Stelara® (喜达诺®, 乌司奴单抗注射液)的生物类似药，作用机理为阻断 IL-12 和 IL-23 共有的 p40 亚基与靶细胞表面的 IL-12Rβ1 受体蛋白的结合，从而抑制 IL-12 和 IL-23 介导的信号传导和细胞因子级联反应。Stelara®由美国强生公司研发，于 2009 年获得美国食品药品监督管理局(FDA)批准上市，并由美国强生公司子公司杨森销售，商品名为 Stelara®，2023 年全球销售额为 108.58 亿美元。该产品于 2017 年获得原中国国家食品药品监督管理总局批准，目前在国内外获批的适应症有成人斑块状银屑病、儿童斑块状银屑病及克罗恩病。喜达诺®于 2021 年通过谈判首次被纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2021 年版)》(简称“国家医保目录 2021 年版”)，并续约纳入国家医保目录 2022 年版、2023 年版。赛乐信®是国内首个获批的乌司奴单抗注射液生物类似药。

研发进度持续推进，有望贡献业绩增量。公司创新研发重点布局内分泌、自身免疫及肿瘤三大领域，目前创新产品管线已超 70 项。其中肿瘤领域公司建立了涵盖靶向小分子化药、ADC、抗体、PROTAC 等超过 30 项肿瘤创新药产品管线，全球首创 ADC 新药索米妥昔单抗注射液针对铂耐药卵巢癌的中国上市许可申请目前处于综合审评阶段。内分泌领域，公司口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002 已完成用于超重或肥胖人群的体重管理适应症 II 期临床入组，司美格鲁肽注射液糖尿病适应症已完成 III 期临床研究入组。自免领域，注射用利纳西普用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征(CAPS)和复发性心包炎(RP)适应症的中国上市申请均在审评过程中。

### 盈利预测、估值与评级

我们维持 2024-2026 年盈利预期，预计公司分别实现归母净利润 33.6 亿元(+18%)、39.4 亿元(+17%)、45.7 亿元(+16%)。2024-2026 年公司对应 EPS 分别为 1.92、2.25、2.61 元，对应当前 PE 分别为 18、15、13 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

产品研发进度不及预期；产品市场竞争加剧导致净利率下滑风险；市场推广不及预期风险等。

### 医药组

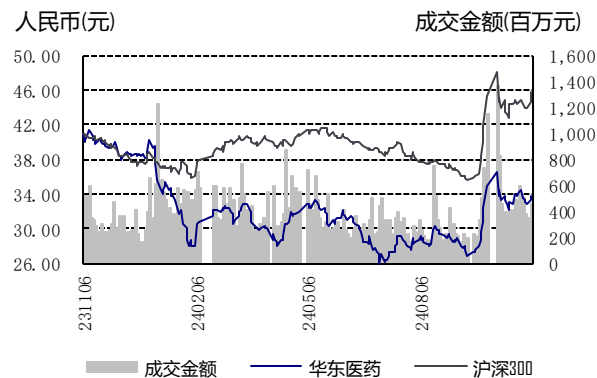
分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.66 元

### 相关报告：

- 《华东医药公司点评：整体业绩保持稳健增长，创新管线布局持续丰富》，2024.10.25
- 《华东医药公司点评：各板块持续稳健增长，创新管线布局持续丰富》，2024.8.16
- 《华东医药公司点评：一季度实现良好开局，研发进度加速推进》，2024.4.26



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37,715	40,624	44,629	48,973	53,529
营业收入增长率	9.12%	7.71%	9.86%	9.73%	9.30%
归母净利润(百万元)	2,499	2,839	3,364	3,939	4,572
归母净利润增长率	8.58%	13.59%	18.48%	17.11%	16.07%
摊薄每股收益(元)	1.425	1.618	1.917	2.245	2.606
每股经营性现金流净额	1.36	2.24	2.23	2.53	2.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.45%	13.49%	14.38%	14.97%	15.31%
P/E	21.09	18.57	17.56	14.99	12.92
P/B	2.84	2.50	2.52	2.24	1.98

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

我国银屑病患者人数超 700 万，生物制剂疗效显著.....	3
我国银屑病患者人数在 700 万例以上，斑块型银屑病占多数.....	3
生物制剂疗效显著，国内外多种药物已获批上市.....	4
乌司奴单抗原研药年销售额突破百亿美元，公司赛乐信®为国内首个获批类似药.....	5
风险提示.....	6

## 图表目录

图表 1： 银屑病分型及定义.....	3
图表 2： 银屑病诊疗路径.....	4
图表 3： 部分已获批上市用于治疗银屑病的生物制剂及有效性数据.....	5
图表 4： 乌司奴单抗原研药物 2023 年销售额超 100 亿美元.....	6



## 我国银屑病患者人数超 700 万，生物制剂疗效显著

### 我国银屑病患者人数在 700 万例以上，斑块型银屑病占多数

根据中国银屑病诊疗指南（2023 版），银屑病是一种遗传与环境共同作用诱发的免疫介导的慢性、复发性、炎症性、系统性疾病。临床表现为鳞屑性红斑或斑块，局限或广泛分布。银屑病可合并系统疾病，严重影响患者的生活质量。

据流行病学统计，1984 年中国银屑病患病率为 0.123%，2008 年调查 6 个城市患病率为 0.47%，2017 年西南 4 省市患病率为 0.5%。患病率总体呈逐渐上升趋势，且存在地区差异，北方高于南方，估算我国银屑病患者人数在 700 万例以上。

图表1：银屑病分型及定义

银屑病分型	分型定义
寻常型银屑病	<ul style="list-style-type: none"> <li>发病前 2~3 周常有溶血性链球菌引起的急性扁桃体炎、上呼吸道感染病史，多发生于青少年。皮疹初发呈向心性分布，多位于躯干和四肢近端，皮损表现为直径 1~10mm 境界清楚的红色丘疹、斑丘疹，色泽潮红，覆以少许鳞屑，散在分布</li> <li>可能是银屑病首发表现，也可能是斑块状银屑病的急性加重表现。点滴状银屑病多有自限性，部分患者可发展为斑块状银屑病</li> </ul>
寻常型银屑病	<ul style="list-style-type: none"> <li>约占所有银屑病病例的 80%~90%</li> <li>皮疹好发于头皮、背部和四肢伸侧，表现为界限清楚的暗红色斑块或浸润性红斑，上附白色、银白色鳞屑，直径一至数厘米不等</li> <li>皮损数量不一，可少量散在分布，也可多发、泛发，甚至覆盖全身。小斑块可融合成大斑块。病程进展期患者常在外伤、摩擦、注射或针刺正常皮肤后发生皮疹，即同形反应</li> </ul>
脓疱型银屑病	<ul style="list-style-type: none"> <li>GPP                             <ul style="list-style-type: none"> <li>临床少见。根据其发病速度、发病时间和皮损形态的不同，可分为 5 种临床类型，包括急性 GPP、妊娠期 GPP、婴幼儿脓疱型银屑病、环状脓疱型银屑病以及 GPP 的局限型</li> </ul> </li> <li>掌跖脓疱病和连续性肢端皮炎掌跖脓疱病是局限性脓疱型银屑病的两种类型</li> <li>掌跖脓疱病是发生于掌跖部的慢性、炎症性、复发性疾病，以红斑基础上周期性发生簇集性无菌性小脓疱并逐渐干涸、脱屑为特征</li> <li>连续性肢端皮炎好发于指、趾部，常有外伤等诱因，以指趾末端开始的无菌性红斑、脓疱为特征。脓疱常初发于手指、足趾末端指节伸侧面，逐渐蔓延至手足近端，可累及一个或多个指趾，甚至泛发全身</li> </ul>
红皮病型银屑病	<ul style="list-style-type: none"> <li>一种少见的重症银屑病，多见于中老年人，多由银屑病在急性期受某些因素刺激或治疗不当诱发，少数由银屑病急性加重演变而来</li> <li>一般有寻常型或其他类型银屑病病史或家族史。临床表现为全身弥漫性红斑、浸润肿胀并伴有大量糠状鳞屑，皮损面积大于 90% 体表面积，可伴有瘙痒</li> </ul>
PsA（银屑病关节炎）	<ul style="list-style-type: none"> <li>多数病例关节症状继发于皮损后，也有少数病例关节症状先于皮损或与皮损同时发生</li> <li>常累及手足小关节，也可累及四肢大关节，少数可累及骶髋关节及脊柱。可出现滑膜炎和邻近软组织炎症、附着点炎、指趾炎、新骨形成及严重骨溶解等。受累关节可表现为肿胀、疼痛、晨僵及关节活动受限等，严重者可出现关节畸形。病程迁延，易复发，晚期可出现关节强直，导致残疾</li> </ul>
其他类型银屑病	<ul style="list-style-type: none"> <li>甲银屑病：可以发生在所有银屑病亚型中，高达 90% 的 PsA 有甲改变，尤其是远端指（趾）关节受累者甲病变发生率高</li> <li>反向银屑病：又称间擦银屑病，是一种发生于特殊部位的银屑病，低龄儿童、掌跖银屑病患者多见。皮损累及腋窝、乳房下褶、腹股沟、臀间沟、生殖器、会阴部、肘窝、脐窝、腘窝等皮肤皱褶区域，可仅限于皱褶部，也可同时累及伸侧</li> </ul>

来源：中国银屑病诊疗指南（2023 版），国金证券研究所

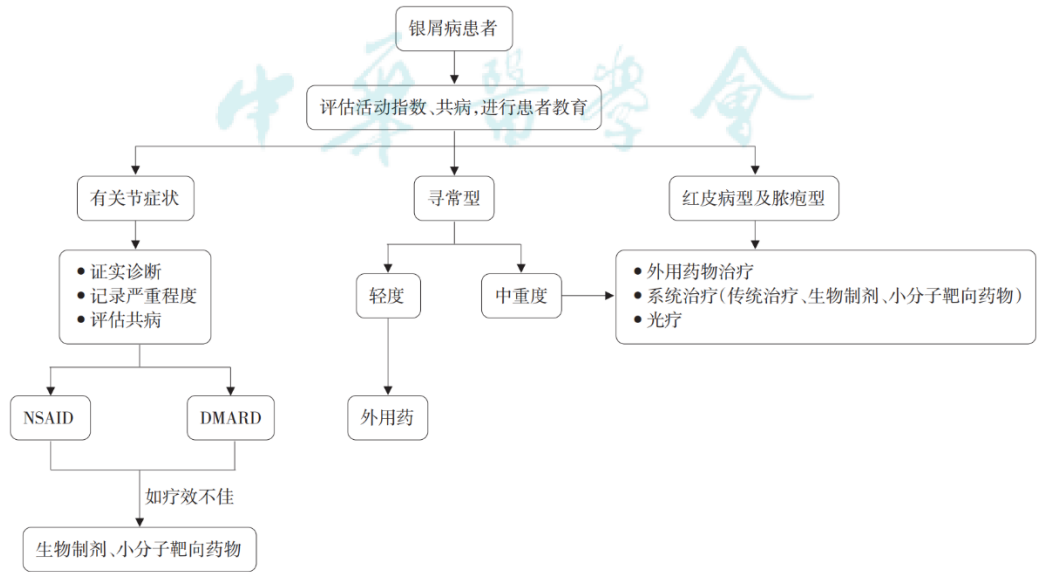
银屑病分型包括寻常型银屑病、脓疱型银屑病、红皮病型银屑病、PsA 以及其他特殊类型银屑病。寻常型银屑病根据皮损特点又可分为点滴状银屑病和斑块状银屑病。其中斑块状银屑病约占所有银屑病病例的 80%~90%。皮疹好发于头皮、背部和四肢伸侧，表现为界限清楚的暗红色斑块或浸润性红斑，上附白色、银白色鳞屑，直径一至数厘米不等。

除皮肤症状外，银屑病患者常合并其他系统性疾病，如心血管疾病、代谢性疾病、肝肾疾病、自身免疫性疾病、心理疾病等。目前把这些与银屑病显著相关的疾病称为银屑病共病。共同的遗传背景、重叠的慢性炎症过程及异常的免疫调节机制可能是银屑病并发多种共病的基础。银屑病各种共病患病率分别为：焦虑 30.2%（21.7%~38.8%），抑郁 21.7%（15.1%~28.3%），高血压 21.2%（19.2%~23.3%），肥胖 11.9%（7.2%~16.8%），心血管疾病 10.2%（7.7%~12.8%），糖尿病 8.5%（7.4%~9.6%），血脂异常 7.4%（6.5%~8.4%），炎症性肠病（inflammatory bowel disease, IBD）0.8%（0.1%~1.4%）等。



生物制剂疗效显著，国内外多种药物已获批上市

图表2: 银屑病诊疗路径



来源：中国银屑病诊疗指南（2023 版），国金证券研究所

银屑病治疗方案选择旨在有效控制疾病，降低药物不良反应，提高依从性，需考虑病情对患者影响，并结合病情、年龄、性别、体重、合并症、生育计划以及患者对用药途径和频率的偏好、依从性等因素。在此原则下，各种治疗方法的序贯、交替及联合治疗形成银屑病治疗的有效方案。

银屑病治疗手段包括外用药物治疗、系统治疗及光疗等。外用药物适用于绝大多数患者，并且是首选治疗。轻中度患者大多数可单独外用药物治疗。中、重度银屑病，除外用药物外可联合系统药物和物理疗法。

根据中国银屑病诊疗指南（2023 版），已有大量基础和临床研究证明：早期启用生物制剂可以带来的不仅是近期疗效，而且还有远期获益。从此，“疾病修饰”的概念就应运而生。早期启用生物制剂不仅可以促进银屑病皮损临床组织学上的逆转，改善炎症性共病的症状和体征，还可以降低患者停药后复发的风险，有利于银屑病的全面管理。



图表3: 部分已获批上市用于治疗银屑病的生物制剂及有效性数据

药物类型	药物名	有效性数据
TNF-α 抑制剂	依那西普 (etanercept)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内研究显示依那西普生物类似物治疗斑块状银屑病 12 周时 PASI75 可达到41%~76%</li> <li>国外研究显示每周1次和每周2次50 mg依那西普改善关节炎效果类似, 但较高剂量对改善皮损更有效</li> </ul>
	英夫利西单抗 (infliximab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>我国III期临床研究显示, 中重度斑块状银屑病患者治疗 10 周后达 PASI90 的比例为 57.1%, PASI75 的比例为81%; 美国和欧洲对斑块状银屑病的疗效临床研究与中国数据基本一致</li> <li>一项治疗PsA的研究显示, 用药6个月时美国风湿病学会标准 (ACR) 20/50/70分别为54%、41%、27%</li> </ul>
	阿达木单抗 (adalimumab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内III期临床研究显示, 中重度斑块状银屑病患者治疗12周时77.8%可达到PASI75</li> <li>国外III期临床研究显示, 中重度斑块状银屑病患者治疗 16 周时 71%可达到 PASI75</li> <li>国外针对儿童 (4~&lt;18岁) 中重度斑块状银屑病的III期临床研究显示, 58%的患儿治疗16周时可达到 PASI75</li> <li>国内外针对重症或难治性银屑病的研究均显示阿达木单抗效果良好, 其中用于PsA治疗24周时ACR20/50/70可达到57%、39%及23%</li> </ul>
IL-12/23抑制剂	培塞利珠单抗 (certolizumabpegol)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国外研究数据显示, 培塞利珠单抗对斑块状银屑病皮损和PsA关节症状均有显著和持续改善</li> <li>其独特的化学结构以及良好的疗效和安全性, 可作为妊娠或哺乳期女性等特殊人群的治疗选择</li> </ul>
	乌司奴单抗 (ustekinumab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>我国III期临床研究显示, PASI75和PASI90在治疗12周时分别为82.5%和66.9%, 28周时分别为91.5%和80.4%; 国外临床研究显示持续治疗5年, PASI75和PASI90的比例分别为63.4%和57.6%</li> <li>乌司奴单抗治疗 PsA 的国外研究显示效果良好, 每次45mg用药24周时ACR20/50/70分别为42%、25%和12%。</li> <li>乌司奴单抗在儿童银屑病中也显示出良好的疗效, 12~17岁以及6~11岁接受推荐剂量乌司奴单抗治疗的青少年及儿童患者, 12周时达到PASI75/90的比例分别80.6%/61.1%和84.1%/63.6%</li> </ul>
IL-17抑制剂	司库奇尤单抗 (secukinumab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国III期临床研究显示, 接受司库奇尤单抗每次 300 mg 或 150 mg 治疗的成人斑块状银屑病患者, 12周时均显示出良好疗效, 52 周时两组 PASI75 应答率分别为 95.4%和85%, PASI90分别为82.1%和66.7%, PASI100分别为42.1%和31.5%</li> <li>国内真实世界研究显示司库奇尤单抗每次300 mg治疗12周, 达PASI75、PASI90、PASI100 应答率分别为93.2%、81.4%和 76.3%, 24周PASI75、PASI90、PASI100应答率分别为91.5%、86.4%和 79.9%; 研究还提示既往未接受生物制剂的患者疗效更佳</li> <li>国外针对 PsA的研究显示, 司库奇尤单抗每次300 mg治疗24周时达 ACR20/50/70患者的比例分别为54%、35%、20%</li> </ul>
	依奇珠单抗 (ixekizumab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国III期临床研究显示, 成人斑块状银屑病应用依奇珠单抗治疗1周, 28.4%的患者可达到PASI50; 治疗2周, 21%的患者可达到 PASI75; 12周时 PASI90和PASI100的应答率分别为82.4%和33%</li> <li>国际III期临床研究显示, 成人斑块状银屑病应用依奇珠单抗治疗52周, PASI75、PASI90、PASI100的应答率分别为96%、84%、64%; 依奇珠单抗治疗5年, PASI90和PASI100的应答率分别为90.2%和66.5%</li> <li>国外研究显示依奇珠单抗治疗PsA效果良好, 用药24周时ACR20/50/70分别为58%、40%、23%</li> </ul>
L-23 (p19亚单位) 抑制剂	布罗利尤单抗 (brodalumab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国外III期临床研究显示, 布罗利尤单抗 (每次 210 mg) 治疗 12 周时, PASI75/90/100 应答率分别为 86%、70%及 44%, 52周时分别为80%、75%和56%</li> </ul>
	古塞奇尤单抗 (guselkumab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>一项针对成人斑块状银屑病的国外研究显示, 第12周时显示出良好疗效, 48周时PASI90、PASI100 的应答率分别为 84%、58%; 另一项国外研究显示第156周及252周时, PASI90应答率分别为82.8%、84.1%</li> <li>中国成人斑块状银屑病真实世界数据显示, 16周时PASI75和PASI90应答率分别达到95.5%、88.6%, 且安全性良好</li> <li>另一项最新发布的中国人群真实世界数据显示, 28 周时 PASI75、PASI90、PASI100应答率分别达到100%、100%、94.9%</li> <li>古塞奇尤单抗治疗PsA国外研究显示, 100 mg用药24周时ACR20/50/70应答的比例分别为64%、31%和19%</li> </ul>
IL-36受体抑制剂	替拉珠单抗 (tildrakizumab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>12 周时达PASI75 的比例分别为 61%及66%, PASI90比例分别为39%及37%, 优于依那西普及安慰剂</li> </ul>
	佩索利单抗 (spesolimab)	<ul style="list-style-type: none"> <li>佩索利单抗全球第一项国际多中心 (包括中国) 双盲随机对照研究Effisayil-1显示, 患者接受佩索利单抗单次治疗, 即可在1周内快速清除脓疱、改善红斑和脱屑, 第12周时, GPP 医师总体评估 (GPPGA) 0/1分的患者比例为43%, 脓疱单项评分为0分的患者比例为54%</li> <li>亚洲人群数据显示治疗 1 周后 GPPGA 0/1 分的患者比例为 50.0%, 脓疱单项评分0分的患者比例为62.5%, 总体安全性良好</li> </ul>

来源: 中国银屑病诊疗指南 (2023 版), 国金证券研究所

国内外已获批用于治疗银屑病的生物制剂包括 TNF-α 抑制剂、IL-12/23 抑制剂、IL-23 抑制剂、IL-17A 抑制剂、IL-17RA 抑制剂、IL-17A/F 双靶点抑制剂、IL-36R 抑制剂等多种。

### 乌司奴单抗原研药年销售额突破百亿美元, 公司赛乐信®为国内首个获批类似药

乌司奴单抗 (ustekinumab, 原研药商品名: Stelara®) 为靶向 IL-12 和 IL-23 共同亚单位 p40 的人源性单克隆抗体。根据公司公告, Stelara®由美国强生公司研发, 于 2009 年获得美国食品药品监督管理局 (FDA) 批准上市, 并由美国强生公司子公司杨森销售, 商品名为 Stelara®, 截至目前在美国获批的适应症有中重度斑块状银屑病、活动性银屑病关节炎、中重度活动性克罗恩病和中重度活动性溃疡性结肠炎。该产品于 2017 年获得原中国国家食品药品监督管理总局批准, 商品名为喜达诺®, 目前在国内获批的适应症有成人斑块状银屑病、儿童斑块状银屑病及克罗恩病。喜达诺®于 2021 年通过谈判首次被纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录 (2021 年版)》, 并续约纳入国家医保目录



2022 年版、2023 年版。

图表4：乌司奴单抗原研药物 2023 年销售额超 100 亿美元

(Dollars in Millions)	2023	2022	Total Change	Operations Change	Currency Change
<b>Total Immunology</b>	<b>\$18,052</b>	<b>\$16,935</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>(0.5)%</b>
REMICADE	1,839	2,343	(21.5)	(20.7)	(0.8)
SIMPONI/SIMPONI ARIA	2,197	2,184	0.6	2.4	(1.8)
<b>STELARA</b>	<b>10,858</b>	<b>9,723</b>	<b>11.7</b>	<b>11.9</b>	<b>(0.2)</b>
TREMFYA	3,147	2,668	17.9	18.3	(0.4)
Other Immunology	11	17	(33.8)	(33.8)	—
<b>Total Infectious Diseases</b>	<b>4,418</b>	<b>5,449</b>	<b>(18.9)</b>	<b>(19.8)</b>	<b>0.9</b>

来源：强生官网，国金证券研究所

根据强生公司 2023 年报，2023 年 Stelara® 在全球的销售额为 108.58 亿美元(约 767.29 亿元人民币)。根据米内网公立医院终端（城市公 3 立医院、县级公立医院）、公立基层医疗终端（城市社区、乡镇卫生院）及零售药店终端（城市实体药店）数据库，2023 年喜达诺®的销售为 13.22 亿元人民币。

根据公司公告，HDM3001 (QX001S) 由中美华东与荃信生物共同推进 III 期临床试验研发。该产品于 2018 年获得临床批件，于 2020 年完成 I 期临床试验，于 2023 年 6 月完成 III 期临床研究工作，并由中美华东作为药品注册申请人向 NMPA 递交上市申请，于 2023 年 8 月获得受理，并于近日获批。赛乐信®已完成的“一项在成年中重度斑块状银屑病患者中比较 QX001S 注射液和乌司奴单抗注射液（喜达诺®）的有效性和安全性的多中心、随机、双盲、平行对照 III 期临床研究”是国内首个针对乌司奴单抗注射液生物类似药的大规模临床研究，为中国人使用乌司奴单抗进一步提供了丰富的临床证据及经验。

公司在自免领域已形成差异化产品布局，公司将积极发挥在该领域积累的商业化优势，加快赛乐信®获批上市后的市场推广工作。

## 风险提示

产品研发进度不及预期；产品市场竞争加剧导致净利率下滑风险；市场推广不及预期风险等。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	34,563	37,715	40,624	44,629	48,973	53,529
增长率		9.1%	7.7%	9.9%	9.7%	9.3%
主营业务成本	-23,957	-25,682	-27,462	-29,901	-32,714	-35,597
%销售收入	69.3%	68.1%	67.6%	67.0%	66.8%	66.5%
毛利	10,606	12,032	13,162	14,728	16,259	17,932
%销售收入	30.7%	31.9%	32.4%	33.0%	33.2%	33.5%
营业税金及附加	-177	-208	-233	-259	-284	-310
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-5,424	-6,335	-6,645	-7,275	-7,738	-8,243
%销售收入	15.7%	16.8%	16.4%	16.3%	15.8%	15.4%
管理费用	-1,167	-1,249	-1,420	-1,607	-1,788	-1,981
%销售收入	3.4%	3.3%	3.5%	3.6%	3.7%	3.7%
研发费用	-980	-1,016	-1,271	-1,428	-1,616	-1,820
%销售收入	2.8%	2.7%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	2,858	3,224	3,593	4,159	4,834	5,578
%销售收入	8.3%	8.5%	8.8%	9.3%	9.9%	10.4%
财务费用	-22	-78	-51	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-59	-73	-32	0	0	0
公允价值变动收益	0	28	-14	0	0	0
投资收益	-96	-142	-220	-80	-70	-60
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	2,856	3,061	3,453	4,189	4,874	5,628
营业利润率	8.3%	8.1%	8.5%	9.4%	10.0%	10.5%
营业外收支	-28	-30	13	10	40	70
税前利润	2,828	3,031	3,466	4,199	4,914	5,698
利润率	8.2%	8.0%	8.5%	9.4%	10.0%	10.6%
所得税	-489	-498	-620	-756	-884	-1,026
所得税率	17.3%	16.4%	17.9%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	2,339	2,533	2,846	3,444	4,029	4,672
少数股东损益	37	33	8	80	90	100
归属于母公司的净利润	2,302	2,499	2,839	3,364	3,939	4,572
净利率	6.7%	6.6%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,339	2,533	2,846	3,444	4,029	4,672
少数股东损益	37	33	8	80	90	100
非现金支出	656	785	852	649	709	768
非经营收益	162	194	258	98	20	-20
营运资金变动	13	-1,129	-27	-281	-322	-267
经营活动现金净流	3,170	2,382	3,929	3,909	4,437	5,153
资本开支	-740	-1,178	-1,596	-1,386	-1,160	-1,230
投资	-946	-1,261	-382	-120	0	0
其他	-301	3	227	-80	-70	-60
投资活动现金净流	-1,987	-2,436	-1,751	-1,586	-1,230	-1,290
股权募资	5	175	36	0	0	0
债权募资	-186	399	-692	-1,101	0	0
其他	-586	-673	-737	-1,018	-1,018	-1,018
筹资活动现金净流	-767	-100	-1,393	-2,118	-1,018	-1,018
现金净流量	423	-163	791	205	2,189	2,845

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,032	3,996	4,663	4,846	7,005	9,815
应收款项	7,163	8,493	9,188	9,186	9,897	10,564
存货	3,975	4,495	4,290	4,751	5,198	5,656
其他流动资产	316	583	356	415	449	484
流动资产	15,487	17,568	18,497	19,198	22,549	26,519
%总资产	57.4%	56.3%	55.2%	54.7%	57.8%	60.9%
长期投资	1,257	2,034	2,114	2,234	2,234	2,234
固定资产	4,659	4,855	5,053	5,232	5,364	5,447
%总资产	17.3%	15.6%	15.1%	14.9%	13.8%	12.5%
无形资产	4,385	5,379	5,945	6,693	7,074	7,445
非流动资产	11,510	13,624	15,013	15,902	16,453	17,045
%总资产	42.6%	43.7%	44.8%	45.3%	42.2%	39.1%
资产总计	26,996	31,192	33,509	35,101	39,002	43,564
短期借款	1,482	1,095	1,182	359	359	359
应付款项	6,455	8,193	8,621	8,725	9,447	10,177
其他流动负债	1,329	865	1,000	1,127	1,270	1,428
流动负债	9,266	10,153	10,803	10,211	11,077	11,964
长期贷款	139	1,051	521	521	521	521
其他长期负债	650	811	604	361	385	404
负债	10,055	12,016	11,927	11,092	11,982	12,889
普通股股东权益	16,579	18,578	21,048	23,394	26,315	29,870
其中：股本	1,750	1,754	1,754	1,754	1,754	1,754
未分配利润	11,626	13,488	15,694	18,040	20,962	24,516
少数股东权益	362	599	535	615	705	805
负债股东权益合计	26,996	31,192	33,509	35,101	39,002	43,564

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.315	1.425	1.618	1.917	2.245	2.606
每股净资产	9.475	10.592	11.997	13.335	15.000	17.026
每股经营现金净流	1.811	1.358	2.240	2.228	2.529	2.937
每股股利	0.290	1.160	1.450	0.580	0.580	0.580
回报率						
净资产收益率	13.88%	13.45%	13.49%	14.38%	14.97%	15.31%
总资产收益率	8.53%	8.01%	8.47%	9.58%	10.10%	10.50%
投入资本收益率	12.61%	12.52%	12.57%	13.60%	14.11%	14.41%
增长率						
主营业务收入增长率	2.61%	9.12%	7.71%	9.86%	9.73%	9.30%
EBIT增长率	-6.33%	12.81%	11.44%	15.76%	16.21%	15.39%
净利润增长率	-18.38%	8.58%	13.59%	18.48%	17.11%	16.07%
总资产增长率	11.55%	15.54%	7.43%	4.75%	11.12%	11.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.4	66.0	65.8	63.0	62.0	61.0
存货周转天数	61.3	60.2	58.4	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	59.4	62.0	61.5	60.0	59.0	58.0
固定资产周转天数	32.5	38.5	37.2	32.9	28.7	24.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.23%	-9.80%	-13.80%	-16.59%	-22.73%	-29.18%
EBIT利息保障倍数	129.5	41.2	70.2	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
资产负债率	37.25%	38.52%	35.59%	31.60%	30.72%	29.59%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	20	26	52	87
增持	1	2	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.09	1.07	1.07	1.00

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。





**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究