

赛默飞世尔科技 (TMO US)

全球生命科学巨头将持续受益于行业改善趋势；首予买入

Thermo Fisher 凭借其广泛的产品和服务组合，已成为全球生命科学服务领域的领导者。基于其规模经济、强大的行业整合能力和一体化平台的服务能力，尤其是在客户库存情况和 biotech 融资预期回暖背景下，我们对公司作为全球生命科学行业领导者的长期前景充满信心。我们首次覆盖 Thermo Fisher，给予买入评级，目标价为 670 美元。

■ **公司拥有行业内的最大的业务规模和服务范围。** Thermo Fisher 以医药客户为核心服务对象，已将其业务从生命科学上游推广至下游的 CXO 领域。作为行业中唯一的一体化服务平台，Thermo Fisher 提供的产品和服务涵盖了从发现到临床试验再到商业化生产的药物研发所有阶段，使其能够在内部各业务部门之间实现交叉销售，从而达到跨部门的协同效应。Thermo Fisher 的 bioproduction（生物生产）服务为其 CDMO 业务在赢得客户订单方面提供了竞争优势，而 CDMO 业务也可帮助其临床 CRO 业务解决日益严峻的客户临床试验药物供应难题。

■ **丰富的财务资源助力公司成为高效的行业整合者。** Thermo Fisher 是全球生命科学行业中的积极整合者，公司将并购作为其核心战略，并为此投入了大量资源。管理层预计未来 60%-75% 的资本配置将用于收并购。尽管过去公司完成多个收并购，Thermo Fisher 仍能持续产生稳健自由现金流，为未来的进一步扩张提供了坚实的财务基础。

■ **多个增长驱动因素预示着良好的行业长期增长前景。** 全球生命科学市场的增长前景受到多种因素的影响，包括全球对药品的需求、药物生产成本、药物研发支出、制药公司和 CXO 公司的资本开支，以及医药行业融资趋势，这些因素均指向良好的长期行业增长前景。我们认为，鉴于美联储进入降息通道，biotech 融资将有望恢复，这将推动客户需求的复苏。

■ **下游客户去库存问题有望在 2024 年内完成。** 全球制药行业在 COVID-19 疫情暴发后遇到了高库存水平的挑战。受 COVID-19 疫情影响，药物研发公司在 2021 年积累了大量原材料，2022 至 2023 年期间，库存保持相对稳定，但仍处于历史高位。然而，多家全球头部生命科学公司管理层表示，下游客户的库存正回归正常水平。因此我们预计，下游客户可能在 2024 年内前完成去库存，并恢复正常下单节奏。

■ **首次覆盖给予买入评级，目标价 670 美元。** 我们预计 Thermo Fisher 在 2024E/ 25E/ 26E 收入同比增长 +0.4%/ +5.6%/ +8.3%，Non-GAAP 净利润同比增长 -1.0%/ +5.7%/ +10.4%。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY22A | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(百万美元) | 44,915 | 42,857 | 43,033 | 45,457 | 49,234 |
| 同比增长 (%) | 14.5 | (4.6) | 0.4 | 5.6 | 8.3 |
| 调整后净利润(百万美元) | 9,159 | 8,364 | 8,278 | 8,752 | 9,662 |
| 同比增长 (%) | (8.2) | (8.7) | (1.0) | 5.7 | 10.4 |
| 调整后每股收益(美元) | 23.36 | 21.67 | 21.61 | 23.21 | 26.03 |
| 市场平均预估每股收益(美元) | na | na | 21.69 | 23.49 | 26.21 |
| 调整后市盈率(倍) | 21.9 | 23.6 | 23.6 | 21.9 | 19.6 |
| 市净率(倍) | 4.5 | 4.2 | 4.0 | 3.7 | 3.4 |

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(首次覆盖)

目标价 **670.00 美元**
潜在升幅 **31.6%**
当前股价 **509.12 美元**

海外医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|------------------|---------------|
| 市值(百万美元) | 194,993.0 |
| 3 月平均流通量(百万美元) | 395.6 |
| 52 周内股价高/低(百万美元) | 624.21/482.39 |
| 总股本(百万) | 383.0 |

资料来源：FactSet

股东结构

| | |
|-----------|------|
| Vanguard | 8.6% |
| BlackRock | 7.6% |

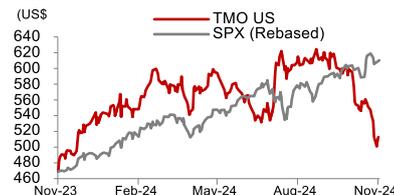
资料来源：彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -13.9% | -14.8% |
| 3-月 | -16.0% | -20.2% |
| 6-月 | -13.1% | -21.8% |

资料来源：FactSet

股份表现

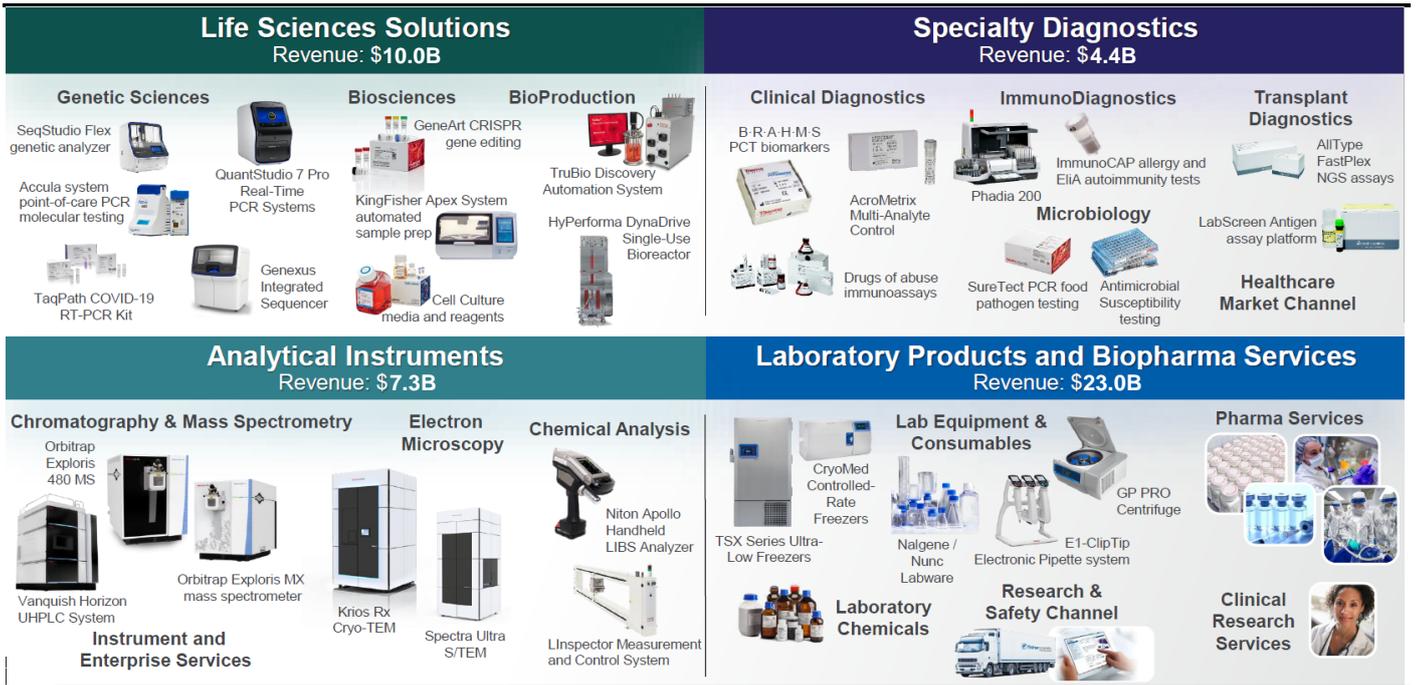


资料来源：FactSet

相关报告：

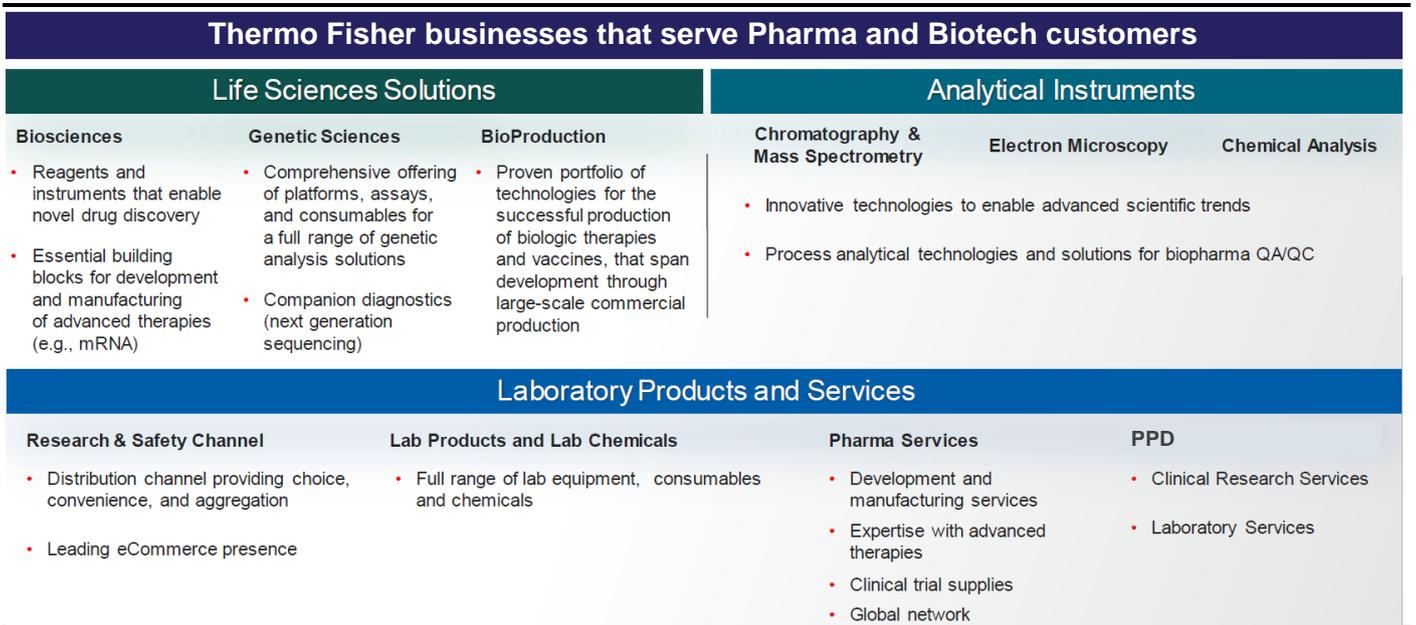
[Thermo Fisher \(TMO US\) - A global leader in life sciences with favourable industry trends; initiate at BUY - 21 Nov 2024](#)

图 1: Thermo Fisher 的业务板块



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场
注: 板块收入指剔除内部抵消前的 2023 年收入。

图 2: Thermo Fisher 为药企和 biotech 客户提供全面的产品和服务



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

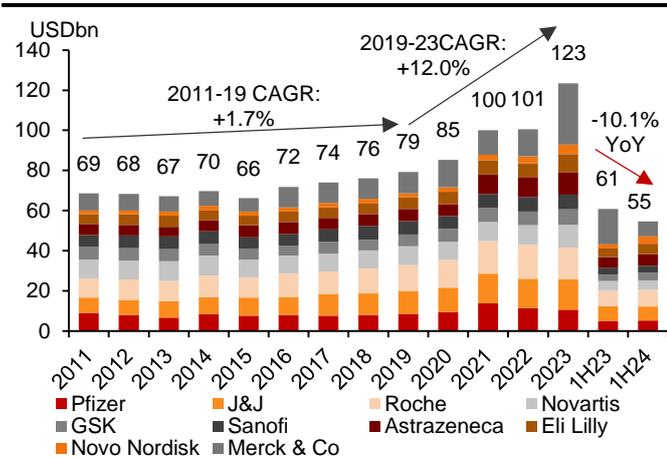
图 3: Thermo Fisher 的收并购事件

| | Life Sciences Solutions | Specialty Diagnostics | Laboratory Products and Biopharma Services | Analytical Instruments |
|------|--|--|---|--|
| 2005 | | | Kendro Laboratory Products US\$837mn | |
| 2006 |  US\$10.3bn | | | |
| 2009 | | | |  US\$482mn |
| 2011 | |  US\$3.5bn | |  US\$2.0bn |
| 2012 | |  US\$898mn |  US\$176mn | |
| 2014 |  US\$15.3bn | | | |
| 2015 |  US\$289mn | |  US\$393mn | |
| 2016 |  US\$1.3bn | | |  US\$4.1bn |
| 2017 |  US\$221mn | |  US\$7.4bn | |
| 2018 | Advanced Bioprocessing US\$477mn | | | |
| 2019 | | |  US\$1.7bn | |
| 2021 | | (Clinical CRO)  US\$17.4bn |  US\$1.9bn |  US\$830mn |
| 2023 | |  US\$2.8bn |  US\$913mn | |
| 2024 |  US\$3.1bn | | | |

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

注: 图中数字指 Thermo Fisher 年报中披露的购买价格。标红的内容指被收购公司的业务重心。

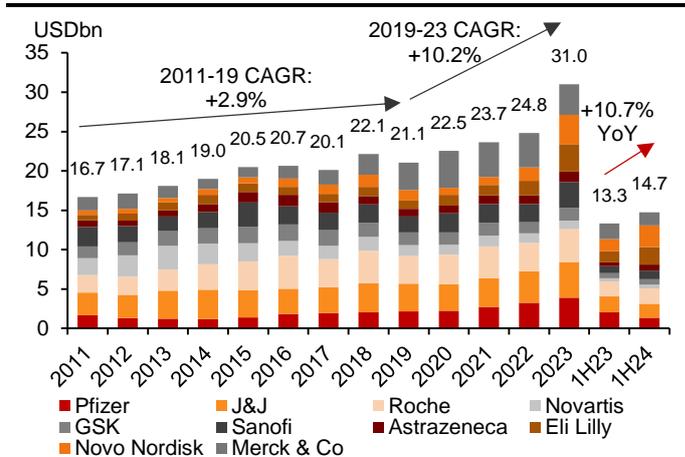
图 4: 全球主要药企的 R&D 费用



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

注: 图中所列 10 家药企公司中的 7 家的 R&D 费用在 1H24 同比增长。

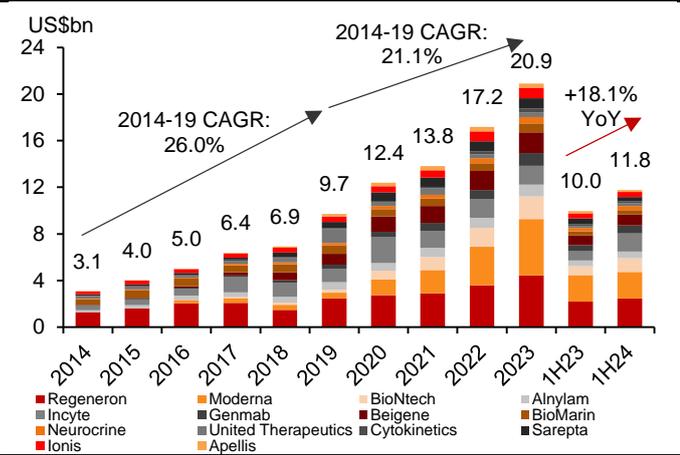
图 5: Capex 全球主要药企的 Capex 费用



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

注: 图中所列 10 家药企公司中的 7 家的 Capex 费用在 1H24 同比增长。

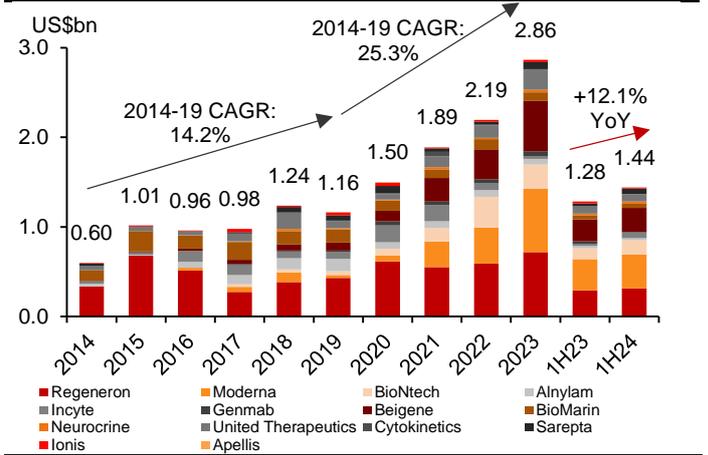
图 6: 全球头部 biotech 公司的 R&D 费用



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

注: 图中所列 14 家 biotech 公司中的 11 家的 R&D 费用在 1H24 同比增长。

图 7: 全球头部 biotech 公司的 Capex 费用



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

注: 图中所列 14 家 biotech 公司中的 9 家的 Capex 费用在 1H24 同比增长。

图 8: DCF 估值分析

| DCF 估值 (十亿美元) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|----------------------|---------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 息税前利润 | 6.9 | 7.6 | 8.9 | 9.9 | 11.0 | 12.1 | 13.3 | 14.6 | 15.9 | 17.3 |
| 税率 | 10.2% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 息税前利润*(1-税率) | 6.2 | 6.8 | 8.0 | 8.9 | 9.9 | 10.9 | 12.0 | 13.2 | 14.3 | 15.6 |
| +折旧与摊销 | 3.4 | 3.2 | 3.0 | 3.3 | 3.6 | 4.0 | 4.3 | 4.6 | 5.0 | 5.3 |
| - 营运资金变化 | (0.1) | (0.6) | (0.9) | (1.0) | (1.1) | (1.2) | (1.3) | (1.4) | (1.5) | (1.6) |
| - 资本支出 | (5.4) | (3.4) | (3.4) | (3.4) | (3.4) | (3.4) | (3.4) | (3.4) | (3.4) | (3.4) |
| 自由现金流 | 4.1 | 6.1 | 6.7 | 7.9 | 9.1 | 10.3 | 11.7 | 13.0 | 14.5 | 15.9 |
| 终值 | | | | | | | | | | 394.7 |
| 永续增长率 | 2.00% | | | | | | | | | |
| 加权平均资本成本 WACC | 6.12% | | | | | | | | | |
| 股本成本 | 8.40% | | | | | | | | | |
| 债务成本 | 3.00% | | | | | | | | | |
| 市场风险系数 β | 0.80 | | | | | | | | | |
| 无风险利率 | 4.00% | | | | | | | | | |
| 市场风险溢价 | 5.50% | | | | | | | | | |
| 目标负债率 | 40.00% | | | | | | | | | |
| 有效公司税率 | 10.00% | | | | | | | | | |
| 终值现值 | 217.9 | | | | | | | | | |
| 总现值 | 286.1 | | | | | | | | | |
| 净负债 | 29.5 | | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.0 | | | | | | | | | |
| 股权价值 | 256.6 | | | | | | | | | |
| 股份数 (百万股) | 383 | | | | | | | | | |
| DCF 每股价值 (美元) | 670.00 | | | | | | | | | |

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 9: DCF 模型敏感性分析

| 股价 (US\$) | | WACC | | | | |
|--------------|------|----------|----------|---------------|--------|--------|
| | | 5.12% | 5.62% | 6.12% | 6.62% | 7.12% |
| 永续增长率 | 3.0% | 1,339.11 | 1,053.41 | 859.71 | 719.88 | 614.28 |
| | 2.5% | 1,100.05 | 897.77 | 751.75 | 641.51 | 555.41 |
| | 2.0% | 937.62 | 785.12 | 670.00 | 580.10 | 508.03 |
| | 1.5% | 820.06 | 699.81 | 605.94 | 530.69 | 469.09 |
| | 1.0% | 731.03 | 632.97 | 554.39 | 490.07 | 436.51 |

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 10: 招银国际与市场预测

| 百万美元 | 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 | 43,033 | 45,457 | 49,234 | 42,782 | 45,082 | 48,291 | 0.59% | 0.83% | 1.95% |
| 毛利 | 17,423 | 18,768 | 20,743 | 17,935 | 18,973 | 20,434 | -2.85% | -1.08% | 1.51% |
| 运营利润 | 6,901 | 7,653 | 8,934 | 9,673 | 10,419 | 11,409 | -28.66% | -26.55% | -21.69% |
| Non-GAAP 净利润 | 8,278 | 8,752 | 9,662 | 8,317 | 8,908 | 9,829 | -0.47% | -1.75% | -1.70% |
| Non-GAAP 每股收 (美元) | 21.61 | 23.21 | 26.03 | 21.69 | 23.49 | 26.21 | -0.36% | -1.21% | -0.68% |
| 毛利率 | 40.49% | 41.29% | 42.13% | 41.92% | 42.09% | 42.31% | -1.43ppt | -0.80ppt | -0.18ppt |
| 运营利润率 | 16.04% | 16.84% | 18.15% | 22.61% | 23.11% | 23.63% | -6.57ppt | -6.28ppt | -5.48ppt |
| Non-GAAP 净利润率 | 19.24% | 19.25% | 19.62% | 19.44% | 19.76% | 20.35% | -0.20ppt | -0.51ppt | -0.73ppt |

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 11: 全球估值比较

| 公司 | 股票代码 | 评级 | 市值 十亿美元 | 收入 CAGR 23-26E | 净利润 CAGR 23-26E | P/E (x) | | | PEG (x) | PB (x) | ROE | 股息率 |
|---------------|-----------|-----|------------|----------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|--------------|-------------|
| | | | | | | 24E | 25E | 26E | 24E | 24E | 24E | 24E |
| 海外 | | | | | | | | | | | | |
| Thermo Fisher | TMO US | 买入 | 194.7 | 4.7% | 4.9% | 23.6 | 21.9 | 19.6 | 4.8 | 4.0 | 16.8% | 0.3% |
| Danaher | DHR US | 未评级 | 166.7 | 4.2% | 6.8% | 30.8 | 27.5 | 24.5 | 4.5 | 3.2 | 9.9% | 0.5% |
| Samsung Bio | 207940 KS | 未评级 | 47.9 | 17.2% | 20.4% | 64.8 | 53.9 | 44.9 | 3.2 | 6.1 | 10.0% | 0.0% |
| Lonza | LONN SW | 未评级 | 42.6 | 9.2% | 15.1% | 37.9 | 31.6 | 26.4 | 2.5 | 4.0 | 9.6% | 0.9% |
| IQVIA | IQV US | 未评级 | 34.7 | 4.5% | 8.3% | 17.2 | 15.9 | 14.1 | 2.1 | 5.1 | 28.0% | 0.0% |
| LabCorp | LH US | 未评级 | 19.8 | 5.8% | 6.9% | 16.3 | 14.8 | 13.5 | 2.4 | 2.4 | 15.3% | 1.2% |
| ICON | ICLR US | 未评级 | 16.1 | 3.7% | 9.0% | 14.0 | 13.0 | 11.6 | 1.5 | 1.6 | 10.4% | 0.0% |
| Sartorius | SRT GR | 未评级 | 15.1 | 5.7% | 9.0% | 42.9 | 34.5 | 26.7 | 4.8 | 3.2 | 11.1% | 0.4% |
| Catalent | CTLT US | 未评级 | 10.7 | 5.3% | 20.8% | nm | 52.5 | 33.5 | na | 2.8 | 0.6% | 0.0% |
| Medpace | MEDP US | 未评级 | 9.8 | 9.9% | 16.3% | 26.4 | 25.1 | 22.1 | 1.6 | 10.0 | 49.7% | 0.0% |
| Charles River | CRL US | 未评级 | 9.5 | 1.8% | 1.3% | 18.3 | 18.0 | 16.1 | 13.9 | 2.4 | 13.3% | 0.0% |
| Bachem | BANB SW | 未评级 | 5.7 | 19.9% | 19.4% | 42.6 | 34.8 | 26.4 | 2.2 | 3.6 | 8.8% | 1.3% |
| 海外平均 | | | | 7.7% | 11.5% | 30.4 | 28.6 | 23.3 | 3.9 | 4.0 | 15.3% | 0.4% |
| 国内 | | | | | | | | | | | | |
| 药明康德 | 603259 CH | 买入 | 20.7 | 6.9% | 7.5% | 14.6 | 13.0 | 11.3 | 1.9 | 2.6 | 16.9% | 1.9% |
| 药明生物 | 2269 HK | 买入 | 8.2 | 9.7% | 6.3% | 13.2 | 11.8 | 10.5 | 2.1 | 1.3 | 11.3% | 0.0% |
| 泰格医药 | 300347 CH | 买入 | 7.2 | 6.5% | 5.7% | 44.4 | 40.2 | 32.3 | 7.8 | 2.6 | 5.8% | 0.7% |
| 康龙化成 | 300759 CH | 未评级 | 6.4 | 10.1% | 11.1% | 27.4 | 26.5 | 22.6 | 2.5 | 3.6 | 13.4% | 0.8% |
| 昭衍新药 | 6127 HK | 买入 | 1.8 | 3.5% | -9.9% | 80.8 | 31.2 | 19.8 | na | 0.9 | 1.0% | 0.4% |
| 凯莱英 | 002821 CH | 未评级 | 4.4 | -0.9% | -11.2% | 31.9 | 25.7 | 20.5 | na | 1.8 | 5.7% | 0.9% |
| 国内平均 | | | | 6.0% | 1.6% | 35.4 | 24.7 | 19.5 | 3.6 | 2.1 | 9.0% | 0.8% |

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: Thermo Fisher、药明康德、药明生物、泰格医药和昭衍新药的数据基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司数据基于彭博一致预测(截至2024年11月20日)。

风险提示

- 1) 全球 biotech 融资和 biotech 客户需求复苏趋势的不确定性。
- 2) 具有挑战的宏观和地缘政治环境对于全球中大型制药公司需求复苏带来的不确定性。
- 3) Thermo Fisher 收购的公司整合效果可能不及预期。
- 4) Thermo Fisher 可能无法提供创新型产品以满足客户的研发要求。

财务分析

| 损益表 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 年结 12 月 31 日 (百万美元) | | | | | | |
| 销售收入 | 39,211 | 44,915 | 42,857 | 43,033 | 45,457 | 49,234 |
| 销售成本 | (19,573) | (25,944) | (25,757) | (25,610) | (26,688) | (28,491) |
| 毛利润 | 19,638 | 18,971 | 17,100 | 17,423 | 18,768 | 20,743 |
| 运营费用 | (9,610) | (10,578) | (10,241) | (10,522) | (11,116) | (11,809) |
| 销售 | (8,007) | (8,993) | (8,445) | (8,891) | (9,256) | (9,877) |
| 研发费用 | (1,406) | (1,471) | (1,337) | (1,425) | (1,460) | (1,532) |
| 其他 | (197) | (114) | (459) | (206) | (400) | (400) |
| 运营利润 | 10,028 | 8,393 | 6,859 | 6,901 | 7,653 | 8,934 |
| 利息收入 | 43 | 272 | 879 | 995 | 673 | 585 |
| 利息支出 | (536) | (726) | (1,375) | (1,383) | (1,282) | (1,206) |
| 其他收入/支出 | (694) | (104) | (65) | 30 | (60) | (60) |
| 税前利润 | 8,841 | 7,835 | 6,298 | 6,543 | 6,984 | 8,252 |
| 所得税 | (1,109) | (703) | (284) | (664) | (698) | (825) |
| 其他 | (4) | (172) | (59) | (122) | (100) | (100) |
| 税后利润 | 7,728 | 6,960 | 5,955 | 5,757 | 6,185 | 7,327 |
| 非控股权益 | (3) | (10) | 40 | (20) | (21) | (25) |
| 净利润 | 7,725 | 6,950 | 5,995 | 5,737 | 6,164 | 7,302 |
| 调整后净利润 | 9,978 | 9,159 | 8,364 | 8,278 | 8,752 | 9,662 |
| 总股息 | 410 | 470 | 463 | 600 | 645 | 764 |

| 资产负债表 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 年结 12 月 31 日 (百万美元) | | | | | | |
| 流动资产 | 20,113 | 25,229 | 24,589 | 26,513 | 30,330 | 35,107 |
| 现金与现金等价物 | 4,477 | 8,524 | 8,077 | 7,654 | 10,779 | 14,451 |
| 应收账款 | 7,977 | 8,115 | 8,221 | 8,253 | 8,718 | 9,442 |
| 存货 | 5,051 | 5,634 | 5,088 | 5,403 | 5,630 | 6,011 |
| 预付款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 1,640 | 1,644 | 1,760 | 3,760 | 3,760 | 3,760 |
| Contract assets | 968 | 1,312 | 1,443 | 1,443 | 1,443 | 1,443 |
| 非流动资产 | 75,010 | 71,925 | 74,137 | 76,161 | 76,354 | 76,733 |
| 物业及厂房及设备 (净额) | 8,333 | 9,280 | 9,448 | 9,882 | 10,274 | 10,629 |
| 无形资产 | 20,113 | 17,442 | 16,670 | 15,460 | 13,861 | 12,485 |
| 商誉 | 41,924 | 41,196 | 44,020 | 46,820 | 48,220 | 49,620 |
| 其他非流动资产 | 4,640 | 4,007 | 3,999 | 3,999 | 3,999 | 3,999 |
| 总资产 | 95,123 | 97,154 | 98,726 | 102,674 | 106,684 | 111,839 |
| 流动负债 | 13,436 | 17,010 | 14,012 | 15,297 | 15,830 | 16,453 |
| 短期债务 | 2,537 | 5,579 | 3,609 | 4,609 | 5,009 | 5,409 |
| 应付账款 | 2,867 | 3,381 | 2,872 | 3,157 | 3,290 | 3,513 |
| 其他流动负债 | 5,377 | 5,449 | 4,842 | 4,842 | 4,842 | 4,842 |
| Contract liabilities | 2,655 | 2,601 | 2,689 | 2,689 | 2,689 | 2,689 |
| 非流动负债 | 40,832 | 36,112 | 37,990 | 38,190 | 38,790 | 39,390 |
| 长期债务 | 32,333 | 28,909 | 31,308 | 32,508 | 33,308 | 34,108 |
| 其他非流动负债 | 8,499 | 7,203 | 6,682 | 5,682 | 5,482 | 5,282 |
| 总负债 | 54,268 | 53,122 | 52,002 | 53,487 | 54,620 | 55,843 |
| 股本 | 439 | 441 | 442 | 442 | 442 | 442 |
| 资本盈余 | 16,174 | 16,743 | 17,286 | 17,286 | 17,286 | 17,286 |
| 留存收益 | 35,431 | 41,910 | 47,364 | 52,806 | 58,662 | 65,570 |
| 其他储备 | (11,251) | (15,116) | (18,357) | (21,357) | (24,357) | (27,357) |
| 股东权益总额 | 40,793 | 43,978 | 46,735 | 49,177 | 52,033 | 55,941 |
| 少数股东权益 | 62 | 54 | (11) | 9 | 30 | 56 |
| 总负债和股东权益 | 95,123 | 97,154 | 98,726 | 102,674 | 106,684 | 111,839 |

| 现金流量表 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 年结 12月31日 (百万美元) | | | | | | |
| 经营现金流 | | | | | | |
| 税前利润 | 8,841 | 7,835 | 6,298 | 6,543 | 6,984 | 8,252 |
| 折旧摊销 | 2,592 | 3,381 | 3,406 | 3,376 | 3,207 | 3,021 |
| 税款 | (1,109) | (703) | (284) | (664) | (698) | (825) |
| 营运资金变化 | (1,548) | (1,049) | (537) | (61) | (560) | (883) |
| 其他 | 536 | (310) | (477) | (816) | 36 | 70 |
| 净经营现金流 | 9,312 | 9,154 | 8,406 | 8,377 | 8,969 | 9,636 |
| 投资现金流 | | | | | | |
| 资本开支 | (2,523) | (2,243) | (1,479) | (1,400) | (1,400) | (1,400) |
| 收购与投资 | (19,395) | (39) | (3,660) | (4,000) | (2,000) | (2,000) |
| 其他 | (14) | 123 | (3) | (2,000) | 0 | 0 |
| 净投资现金流 | (21,932) | (2,159) | (5,142) | (7,400) | (3,400) | (3,400) |
| 融资现金流 | | | | | | |
| 已支付股息 | (395) | (455) | (523) | (600) | (645) | (764) |
| 净借贷 | 8,911 | 654 | (155) | 2,200 | 1,200 | 1,200 |
| 发行股票所得现金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股票回购 | (2,000) | (3,000) | (3,000) | (3,000) | (3,000) | (3,000) |
| 其他 | 65 | (9) | 56 | 0 | 0 | 0 |
| 净融资现金流 | 6,581 | (2,810) | (3,622) | (1,400) | (2,445) | (2,564) |
| 净现金流变动 | | | | | | |
| 年初现金 | 10,336 | 4,491 | 8,537 | 8,077 | 7,654 | 10,779 |
| 汇率变动 | 194 | (139) | (82) | 0 | 0 | 0 |
| 年末现金 | 4,491 | 8,537 | 8,097 | 7,654 | 10,779 | 14,451 |
| 增长率 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 年结 12月31日 | | | | | | |
| 销售收入 | 21.7% | 14.5% | (4.6%) | 0.4% | 5.6% | 8.3% |
| 毛利润 | 22.7% | (3.4%) | (9.9%) | 1.9% | 7.7% | 10.5% |
| 经营利润 | 28.7% | (16.3%) | (18.3%) | 0.6% | 10.9% | 16.7% |
| 净利润 | 21.2% | (10.0%) | (13.7%) | (4.3%) | 7.4% | 18.5% |
| 调整后净利润 | 27.8% | (8.2%) | (8.7%) | (1.0%) | 5.7% | 10.4% |
| 盈利能力比率 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 年结 12月31日 | | | | | | |
| 毛利率 | 50.1% | 42.2% | 39.9% | 40.5% | 41.3% | 42.1% |
| 营业利润率 | 25.6% | 18.7% | 16.0% | 16.0% | 16.8% | 18.1% |
| 调整后净利润率 | 25.4% | 20.4% | 19.5% | 19.2% | 19.3% | 19.6% |
| 股本回报率 | 20.5% | 16.4% | 13.2% | 12.0% | 12.2% | 13.5% |
| 资产负债比率 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 年结 12月31日 | | | | | | |
| 净负债/股东权益比率 (倍) | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 流动比率 (倍) | 1.5 | 1.5 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 2.1 |
| 应收账款周转天数 | 63.8 | 65.4 | 69.6 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 存货周转天数 | 84.7 | 75.2 | 76.0 | 77.0 | 77.0 | 77.0 |
| 应付账款周转天数 | 47.0 | 44.0 | 44.3 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| 估值指标 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 年结 12月31日 | | | | | | |
| 市盈率 (调整后) | 20.3 | 21.9 | 23.6 | 23.6 | 21.9 | 19.6 |
| 市帐率 | 4.9 | 4.5 | 4.2 | 4.0 | 3.7 | 3.4 |
| 市现率 | 21.5 | 21.8 | 23.4 | 23.3 | 21.4 | 19.6 |
| 股息 (%) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |

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 个月的潜在变幅在-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。