

2025年01月03日

泰恩康 (301263.SZ)

投资评级：买入（首次）

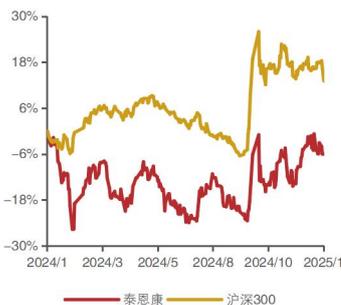
——创新药研发持续推进，特色管线不断丰富，有望迎来拐点

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
李强
SAC: S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年01月02日

收盘价(元)	14.97
一年内最高/最低(元)	17.00/11.65
总市值(百万元)	6,369.70
流通市值(百万元)	3,936.73
总股本(百万股)	425.50
资产负债率(%)	20.18
每股净资产(元/股)	4.17

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **特色产品线不断丰富，创新药大品种研发顺利推进，经营有望迎来拐点。**公司以代理起家，后逐渐加大研发和自产，目前已经形成相对完善的产品布局。2021-2024上半年期间，受疫情扰动、和胃整肠丸产能供应限制、市场竞争以及研发投入加大等影响，公司收入和利润增速放缓，**展望未来：**1) 随着和胃整肠丸国产化顺利推进，一方面产能问题将得到解决、且有望提高毛利率，同时转为自有产品后战略定位将得到提升，未来有望加速推向全国市场；2) 白癜风创新药二期临床顺利推进中；3) 其他特色品种：复方硫酸钠片已报产，非那雄胺他达拉非胶囊已报产，米诺地尔搽剂已报产，毛果芸香碱临床三期入组完成等，随着产品管线不断丰富，公司未来成长确定性增强，经营有望迎来反转。
- **和胃整肠丸国产化持续推进，未来市场潜力值得期待，公司目标3-5年销售超10亿元。**和胃整肠丸为公司深耕20多年独家OTC产品，在广东、广西、福建等地享有较高知名度，2023年公司肠胃领域销售2.0亿元，同比增长29.2%。2023年，公司与泰国李万山达成协议，获得和胃整肠丸全套生产技术，使其成为自有产品。中国胃肠道领域市场空间较大，我们认为随着未来和胃整肠丸国产化落地之后，一方面产能问题将得到充分解决，更为重要的是我们预计公司未来将全力将其推向全国市场，市场潜力值得期待，公司目标未来3至5年内争取将其打造为超10亿元肠胃领域知名产品。2024上半年，和胃整肠丸毛利率为81.1%，我们判断国产化之后毛利率还有较大提升空间。
- **1类白癜风创新药临床疗效趋势较好，市场潜力较大。**创新药方面，用于治疗白癜风适应症的1类创新药CKBA软膏II期临床方案完成全部受试者入组，根据公司公告，目前II期临床整体安全性良好，盲态数据下已体现出较好疗效趋势，展现了该产品后续开发较大潜力。白癜风属于自身免疫性疾病，据公司公告，全球白癜风患病率约0.50%-2.00%，中国白癜风患病率约为0.18%-0.90%。目前治疗白癜风的现有外用药物疗法糖皮质激素(TCS)及钙调神经磷酸酶抑制剂(TCI)均为标签外用药，且有长期用药的不良反和疗效有限的临床痛点，临床需求迫切及市场规模大。白癜风难治、易复发，国内外目前除了芦可替尼乳膏在美国FDA获批外，还未有相关产品上市。
- **特色产品不断丰富，打开成长空间。**其他特色产品方面：1) 复方硫酸钠片已报产，其目标替代胃肠镜前需要服用的复方聚乙二醇电解质(清肠胃)，其有口服液体量大、口味较差等临床痛点，米内网数据，2023年复方聚乙二醇电解质在中国公立医疗机构终端销售额超过13亿元；2) 毛果芸香碱临床三期入组完成，目前进度处于国内第一梯队，适应症为老花眼。此外，公司还有非那雄胺他达拉非胶囊、米诺地尔搽剂已报产等，随着公司产品管线不断丰富，未来成长确定性增强。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.45/1.94/2.43亿元，同比增速分别为-9.4%/33.4%/25.7%，当前股价对应的PE分别为44/33/26倍。我们选取奥赛康、海思科和一品红作为可比公司估值，考虑到公司创新药研发持续推进，特色产品线不断丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**研发进度低于预期的风险；市场竞争加剧的风险；和胃整肠丸国产化进度低于预期的风险

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	783	761	770	908	1,087
同比增长率(%)	19.86%	-2.90%	1.15%	18.06%	19.60%
归母净利润(百万元)	175	160	145	194	243
同比增长率(%)	45.43%	-8.26%	-9.36%	33.42%	25.68%
每股收益(元/股)	0.41	0.38	0.34	0.46	0.57
ROE(%)	9.42%	8.95%	7.99%	10.45%	12.81%
市盈率(P/E)	36.48	39.76	43.86	32.88	26.16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 1.45/1.94/2.43 亿元，同比增速分别为-9.4%/33.4%/25.7%，当前股价对应的 PE 分别为 44/33/26 倍。我们选取奥赛康、海思科和一品红作为可比公司估值，考虑到公司创新药研发顺利推进，特色产品线不断丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 和胃整肠丸：考虑到国产化推进中，未来产能问题将得到解决，我们假设 2024–2026 年增速分别为 28%/45%/30%；
- 2) 眼科用药：我们假设 2024–2026 年增速分别为-10%/0%/0%；
- 3) 中成药及外用药：我们假设 2024–2026 年增速分别为-10%/0%/0%；
- 4) 其他：考虑到复方硫酸钠片已报产，非那雄胺他达拉非胶囊已报产，米诺地尔搽剂已报产，且基数较小，我们假设 2024–2026 年增速分别为 0%/50%/100%。

投资逻辑要点

公司以代理起家，后逐渐加大研发和自产，目前已经形成相对完善的产品布局。2021–2024 上半年期间，受疫情扰动、和胃整肠丸产能供应限制、市场竞争以及研发投入加大等影响，公司收入和利润增速放缓，展望未来：1) 和胃整肠丸国产化顺利推进，一方面产能问题将得到解决、且有望提高毛利率，同时转为自有产品后战略定位将得到显著提升，未来有望加速推向全国市场；2) 白癜风创新药临床进度按预期推进中；3) 其他特色品种：复方硫酸钠片已报产，非那雄胺他达拉非胶囊已报产，米诺地尔搽剂已报产，毛果芸香碱临床三期入组完成等。随着产品管线不断丰富，未来成长确定性增强。

核心风险提示

研发进度低于预期的风险；市场竞争加剧的风险；和胃整肠丸国产化进度低于预期的风险

内容目录

1. 代理起家，逐渐向自主创新转型发展.....	5
1.1. 两性健康和品牌 OTC 持续发力，带动公司稳健成长.....	5
1.2. 自主产品及和胃整肠丸毛利率较高.....	6
1.3. 和胃整肠丸：代理转自主，目标 10 亿峰值.....	7
1.4. CKBA 软膏：一类创新药，市场潜力较大.....	8
1.5. 毛果芸香碱：国内研发第一梯队，老龄化背景下未来市场潜力较大.....	9
1.6. 复方硫酸钠：报产已获受理，有望解决当前临床痛点.....	9
2. 盈利预测与评级.....	10
3. 风险提示.....	11

图表目录

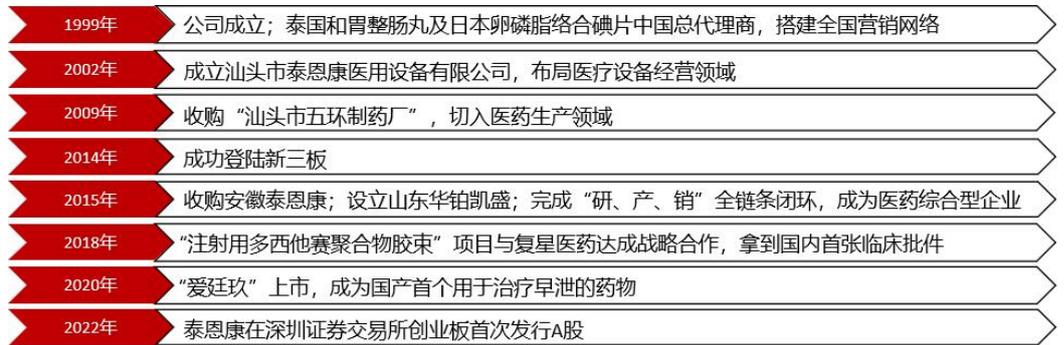
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构 (截止 2024Q3)	5
图表 3: 2014-2024Q1-3 营收情况 (亿元)	6
图表 4: 2014-2024Q1-3 归母净利润情况 (亿元)	6
图表 5: 2019-2024H1 公司业务拆分情况 (亿元)	6
图表 6: 2019-2024H1 各业务毛利率情况	6
图表 7: 公司销售/管理/研发费用率和归母净利率情况	7
图表 8: 2014-2024H1 公司肠胃用药收入情况 (亿元)	7
图表 9: 2014-2024H1 公司肠胃用药毛利率情况	7
图表 10: 和胃整肠丸费用投入情况	8
图表 11: 国内部分在研毛果芸香碱临床进度情况	9
图表 12: 公司收入拆分预测	10
图表 13: 可比公司估值	10

1. 代理起家，逐渐向自主创新转型发展

1.1. 两性健康和品牌 OTC 持续发力，带动公司稳健成长

广东泰恩康医药股份有限公司，成立于 1999 年，初期公司主要业务为代理运营和胃整肠丸和沃丽汀，因此建立起了较强的营销网络优势。2015 年公司通过收购安徽泰恩康、设立山东华铂凯盛，拓展药品生产和研发能力，以不断提高自身的核心竞争力，核心产品有和胃整肠丸、“爱廷玖”盐酸达泊西汀片、“沃丽汀”卵磷脂络合碘片等，重点聚焦肠胃用药、两性健康和眼科等优势板块。

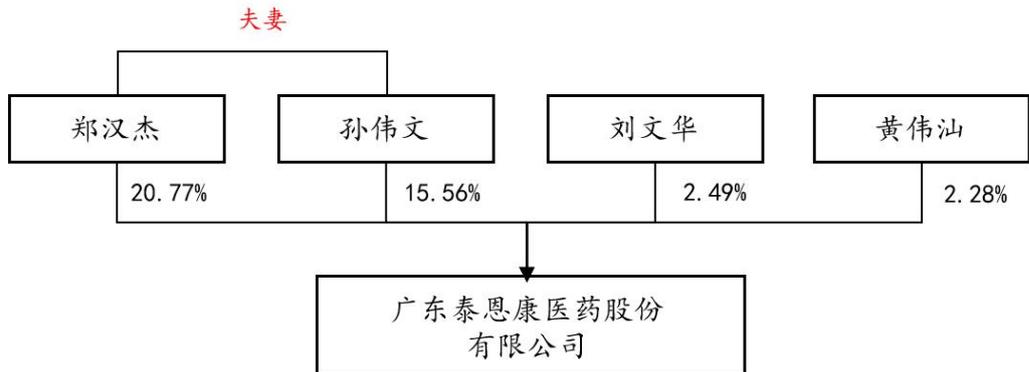
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司股权结构相对集中，董事长、总经理郑汉杰、副董事长孙伟文是公司的实际控制人，二人为夫妻关系，截止 24Q3 两人合计持有公司 36.33%的股份。

图表 2：公司股权结构（截止 2024Q3）

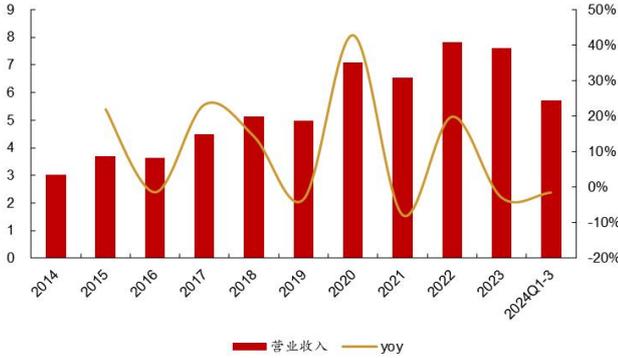


资料来源：wind，华源证券研究所

收入端方面，2023 年，公司收入为 7.61 亿元，同比下滑 2.9%，主要系两性健康和眼科用药业务有所下滑，但胃肠用药领域在 2023 年增长达到 29.2%。利润端方面，2023 年归母净利润达到 1.60 亿元，同比下滑 8.3%。

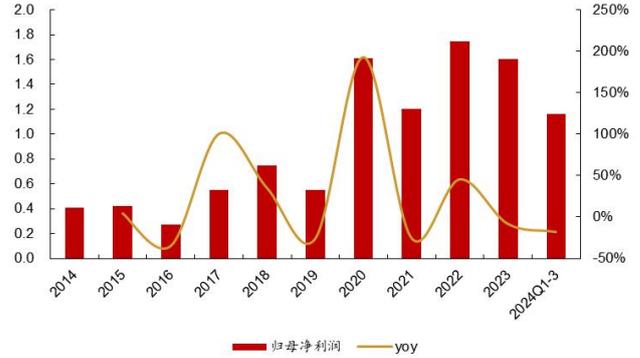
2024 年前三季度，公司收入为 5.72 亿元，同比下滑 1.5%，主要系受泰国厂家生产排期、法定节假日较多及泰国厂家药品生产质量管理检查等因素影响，核心产品和胃整肠丸销售受到一定影响，2024 上半年和胃整肠丸销售同比下滑 3.4%；净利润方面，2024 前三季度，公司归母净利润为 1.2 亿元，同比下滑 18.0%。

图表 3：2014-2024Q1-3 营收情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：2014-2024Q1-3 归母净利润情况（亿元）



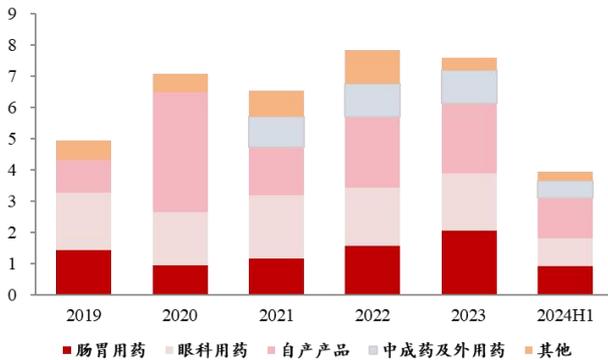
资料来源：wind，华源证券研究所

1.2. 自主产品及和胃整肠丸毛利率较高

从公司收入业务拆分来看，2024 上半年，自产产品占比最高，收入占比达到 32.9%，公司自产产品收入主要由两性健康用品达泊西汀（商品名爱廷玖）和他达拉非（商品名爱廷威）贡献；肠胃用药（主要是和胃整肠丸）24H1 收入占比达到 23.6%。

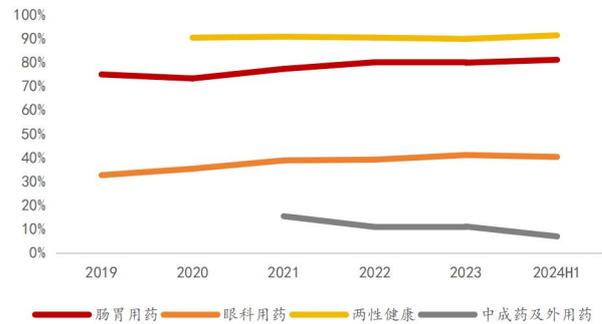
毛利方面，两性健康和肠胃用药是公司主要的毛利贡献业务，2024 上半年，两性健康和肠胃用药两块业务的毛利率分别为 91.4%和 81.1%。

图表 5：2019-2024H1 公司业务拆分情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：2019-2024H1 各业务毛利率情况

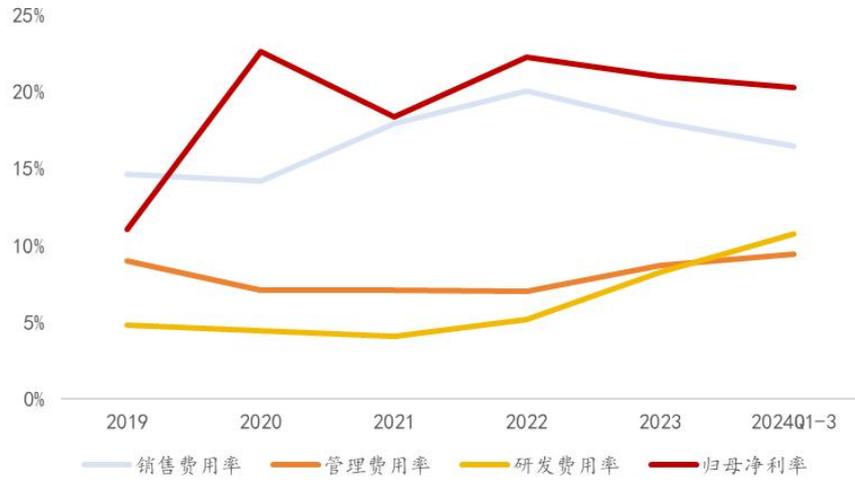


资料来源：wind，华源证券研究所

费用率方面，公司销售费用率整体呈现下降趋势，2024 年前三季度，公司销售费用率为 16.5%，2022 年公司销售费用率为 20.1%；研发费用率近几年有所提升，2024 年前三季度，

公司研发费用率为 10.8%；净利率方面，近几年公司净利率保持相对稳定，2024 前三季度，公司归母净利率达到 20.3%。

图表 7：公司销售/管理/研发费用率和归母净利率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

1.3. 和胃整肠丸：代理转自主，目标 10 亿峰值

和胃整肠丸主要用于温中和胃，理气止痛，适用于邪滞中焦所致的恶心、呕吐、纳差、胃痛、腹痛、胃胀、腹胀、泄泻等症状，为独家 OTC 产品，原研厂商为泰国李万山药厂。公司自 1999 年开始代理运营和胃整肠丸，为该产品在中国的唯一总代理。

2023 年 7 月，公司与泰国李万山药厂签署《技术转让合作备忘录》，公司拟使用自有资金受让取得泰国李万山拥有的“和胃整肠丸”全套生产技术，本次技术转让费用总额为 1.95 亿元。同时，双方约定销售分成费为自公司取得“和胃整肠丸”药品注册批件当年起每年度 2500 万元。

图表 8：2014-2024H1 公司肠胃用药收入情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：2014-2024H1 公司肠胃用药毛利率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

公司目前和胃整肠丸的销售还是以广东和广西等沿海地区为主，在西南和北方区域还有很多待挖掘的空间，我们认为随着和胃整肠丸转变为自有产品之后，公司对该产品的战略定位将会得到明显提升，随着公司未来在全国更多地区的推广力度加大，和胃整肠丸未来还有较大市场空间，**根据公司最新公告，公司目标未来 3 至 5 年内争取将其打造为超 10 亿元的肠胃领域知名产品。**

图表 10：和胃整肠丸费用投入情况

年份	宣传方案	执行情况	影响分项	影响金额（万元）
2018 年	高铁广告	2018 年在广州高铁站设置广告	广告费	23.85
2019 年	高铁广告	2019 年上半年在广州高铁站设置广告	广告费	55.71
2019 年	电视广告	2019 年 1-2 月，8-11 月在广东经济、广东影视和广东公共频道播放和胃整肠丸广告	广告费	638.68
2019 年	电梯广告	2019 年在广州、深圳和东莞住宅小区投放电梯广告	广告费	309.76
2020 年	电视广告	2020 年 5-7 月在广东南方都市、广东影视频道播放和胃整肠丸广告	广告费	183.55
2021 年 1-6 月	电视广告	2021 年 1-4 月在广东、广西、福建等地方卫视频道播放和胃整肠丸广告	广告费	413.29
2021 年 1-6 月	电梯广告	2021 年 1-4 月在广州、深圳和东莞住宅小区投放电梯广告	广告费	191.85

资料来源：公司招股书，华源证券研究所

公司将作为泰国李万山钓鱼牌“肚痛健胃整肠丸”（和胃整肠丸在东南亚地区的药品名称）产品在全球区域（除中国大陆地区外）总代理，钓鱼牌“肚痛健胃整肠丸”在东南亚市场已有 60 多年的临床应用，拥有一定的知名度，具备良好的销售基础。

同时，公司将与泰国李万山进行战略合作，借助泰国李万山在东南亚市场的本地化经验及资源，发挥公司在医药研发及生产方面的优势，将公司重点药品如“爱廷玫”盐酸达泊西汀片、“爱廷威”他达拉非片、CKBA 软膏等在东南亚市场进行研发生产落地，并依托“肚痛健胃整肠丸”建立东南亚市场本地化销售团队和销售网络进行商业化推广。

1.4. CKBA 软膏：一类创新药，市场潜力较大

创新药方面，CKBA 为上海交通大学王宏林团队基于乳香中天然产物乙酰基-11-酮-β-乳香酸（AKBA）的结构改造，设计并筛选出具有靶点新颖、作用机制明确、有效性好、安全性高的 first-in-class（FIC）药物分子，该化合物及其相关适应症已申请中国和 PCT 专利，CKBA 分子靶点明确，可有效抑制自身反应性 CD8+ TRM 细胞产生 IFN-γ 杀伤黑素细胞，从而达到治疗白癜风的临床效果。

2024 年 10 月 31 日，公司公告其用于治疗白癜风适应症的 1 类创新药物 CKBA 软膏已按照 II 期临床方案完成全部受试者的入组。2023 年 11 月，CKBA 软膏的 II 期临床试验首例患者入组。截至 2024 年 10 月 31 日，CKBA 软膏 II 期临床已完成全部 200 例受试者入组，整体安全性良好，盲态数据下已体现出较好疗效趋势，展现了该产品后续开发的较大潜力。

白癜风是一种原发性的、局限性或泛发性的皮肤黏膜色素脱失症，是临床常见的一种皮肤病，属于自身免疫性疾病。据公司公告，全球白癜风患病率约 0.50%-2.00%，我国白癜风患病率约为 0.18%-0.90%。目前治疗白癜风的现有外用药物疗法糖皮质激素（TCS）及钙调神经磷酸酶抑制剂（TCI）均为标签外用药，且有长期用药的不良反应和疗效有限的临床痛点，

临床需求迫切及市场规模大。白癜风难治、易复发，国内外目前除了芦可替尼乳膏被 FDA 获批外，还未有相关产品上市。

1.5. 毛果芸香碱：国内研发第一梯队，老龄化背景下未来市场潜力较大

2024 年 12 月 2 日，公司公告其全资子公司山东华铂凯盛生物组织开展的用于治疗成人老视的盐酸毛果芸香碱滴眼液 III 期临床试验完成全部受试者入组，盐酸毛果芸香碱是 M-胆碱受体激动剂，可激活平滑肌（例如虹膜括约肌和睫状肌）的毒蕈碱受体，通过虹膜括约肌的收缩，使瞳孔收缩，以增加焦深，改善近中视力，同时保持瞳孔对光的反应，另外其还可收缩睫状肌，增强适应力，从而达到治疗成人老视的效果。

根据《2023 中国老花眼人群洞察报告》，我国 35 岁以上的人口中，有老花眼问题人群占比 56.9%，达 3.9 亿人，老花眼已成为人类眼睛健康的集中性问题。截至 2024 年 12 月 2 日，国内尚无同类产品获批上市。

图表 11：国内部分在研毛果芸香碱临床进度情况

登记号	试验分期	试验状态	申办方	首次公示日期
CTR20244733	Phase III	进行中(尚未招募)	北京福元医药股份有限公司	2024-12-12
CTR20242485	Phase III	进行中(尚未招募)	合肥华威药业有限公司; 南京恒道医药科技股份有限公司; 扬州中宝药业股份有限公司	2024-08-05
CTR20242701	Phase III	进行中(尚未招募)	江西科伦药业有限公司; 南京正科医药股份有限公司	2024-07-22
CTR20241981	Phase III	进行中(尚未招募)	津药永光(河北)制药有限公司; 山东华铂凯盛生物科技有限公司	2024-05-30
CTR20241911	Phase III	进行中(尚未招募)	石药集团欧意药业有限公司	2024-05-27
CTR20221337	Phase III	进行中(招募中)	极目生物有限公司; Alcami Carolinas Corporation	2022-05-31

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

1.6. 复方硫酸钠：报产已获受理，有望解决当前临床痛点

2024 年 11 月，公司公告其全资子公司华铂凯盛的复方硫酸钠片收到药监局的药品注册受理通知书。复方硫酸钠片最早由美国 FDA 于 2020 年 11 月批准的一种新型口服固体片剂肠道清洁剂，作用机制是硫酸钠和硫酸镁的渗透作用产生导泻作用，用于成人结肠镜检查前的肠道准备工作。国内目前常见的肠道准备药物为复方聚乙二醇电解质，因口服液体量大、口味较差，患者易出现胃肠道不良反应。根据米内网数据，2023 年复方聚乙二醇电解质在中国公立医疗机构终端销售额超过 13 亿元，国内尚未有其他企业取得复方硫酸钠片的药品注册证书，华铂凯盛为首个申报该药品注册上市企业。

2. 盈利预测与评级

核心假设：

- 1) 和胃整肠丸：考虑到国产化推进中，未来产能问题将得到解决，我们假设 2024–2026 年增速分别为 28%/45%/30%；
- 2) 眼科用药：我们假设 2024–2026 年增速分别为–10%/0%/0%；
- 3) 中成药及外用药：我们假设 2024–2026 年增速分别为–10%/0%/0%；
- 4) 其他：考虑到复方硫酸钠片已报产，非那雄胺他达拉非胶囊已报产，米诺地尔搽剂已报产，且基数较小，我们假设 2024–2026 年增速分别为 0%/50%/100%。

图表 12：公司收入拆分预测

(亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	6.54	7.83	7.61	7.70	9.09	10.87
yoy	–7.8%	19.9%	–2.9%	1.1%	18.1%	19.6%
两性健康	1.54	2.29	2.25	2.06	2.06	2.06
yoy	170.2%	48.7%	–1.7%	–8.7%	0.0%	0.0%
肠胃用药（即和胃整肠丸）	1.16	1.58	2.04	2.61	3.79	4.92
yoy	22.1%	36.2%	29.1%	28.0%	45.0%	30.0%
眼科用药	2.03	1.85	1.84	1.66	1.66	1.66
yoy	19.4%	–8.9%	–0.5%	–10.0%	0.0%	0.0%
中成药及外用药	0.99	1.04	1.05	0.95	0.95	0.95
yoy		5.1%	1.0%	–10.0%	0.0%	0.0%
其他	0.83	1.07	0.43	0.43	0.65	1.29
yoy	–78.6%	29.0%	–59.7%	0.0%	50.0%	100.0%

资料来源：wind，华源证券研究所

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 1.45/1.94/2.43 亿元，同比增速分别为 –9.4%/33.4%/25.7%，当前股价对应的 PE 分别为 44/33/26 倍。我们选取奥赛康、海思科和一品红作为可比公司估值，考虑到公司创新药研发顺利推进，特色产品线不断丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 13：可比公司估值

代码	公司简称	市值（亿元）				归母净利润（亿元）			PE		
		2025/1/2	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002755.SZ	奥赛康	119.0	1.25	1.84	2.84	95.1	64.7	41.9			
002653.SZ	海思科	364.0	4.53	6.16	8.51	80.3	59.1	42.8			
300723.SZ	一品红	75.5		2.43	3.52		31.1	21.4			
	平均值					87.7	51.6	35.4			
301263.SZ	泰恩康	63.7	1.5	1.9	2.4	43.9	32.9	26.2			

资料来源：wind，华源证券研究所。注：海思科、奥赛康和一品红盈利预测来自 wind 一致预期

3. 风险提示

研发进度低于预期的风险，创新药研发具有不确定性，存在研发低于预期的风险；

市场竞争加剧的风险，部分产品竞品相对较多，未来或存在竞争加剧的风险；

和胃整肠丸国产化进度低于预期的风险，考虑到国家药监局审评进度或存在不确定性，因此国产化进度存在一定不确定性。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	456	376	315	258
应收票据及账款	353	367	433	518
预付账款	18	14	16	19
其他应收款	4	3	4	5
存货	87	76	88	101
其他流动资产	270	262	264	266
流动资产总计	1,187	1,098	1,120	1,168
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	237	281	342	418
在建工程	247	251	222	165
无形资产	158	170	190	207
长期待摊费用	2	1	1	1
其他非流动资产	398	391	374	356
非流动资产合计	1,042	1,095	1,128	1,147
资产总计	2,229	2,193	2,248	2,315
短期借款	54	54	54	54
应付票据及账款	121	71	82	95
其他流动负债	78	66	77	89
流动负债合计	253	191	213	237
长期借款	109	109	109	109
其他非流动负债	37	37	37	37
非流动负债合计	147	147	147	147
负债合计	400	338	359	384
股本	425	425	425	425
资本公积	901	901	901	901
留存收益	464	491	528	574
归属母公司权益	1,790	1,818	1,854	1,901
少数股东权益	39	37	34	31
股东权益合计	1,829	1,855	1,889	1,932
负债和股东权益合计	2,229	2,193	2,248	2,315

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	154	131	179	228
折旧与摊销	40	48	57	67
财务费用	-6	6	6	7
投资损失	-8	-6	-6	-6
营运资金变动	-103	-52	-62	-80
其他经营现金流	17	14	14	14
经营性现金净流量	94	142	190	230
投资性现金净流量	-391	-97	-87	-82
筹资性现金净流量	-54	-124	-163	-204
现金流量净额	-351	-80	-61	-57

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	761	770	908	1,087
营业成本	300	296	342	394
税金及附加	10	9	10	12
销售费用	137	135	150	179
管理费用	66	77	86	103
研发费用	63	81	91	109
财务费用	-6	6	6	7
资产减值损失	-10	-6	-5	-5
信用减值损失	-4	-4	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	8	6	6	6
公允价值变动损益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	6	9	9	9
营业利润	191	171	228	287
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	192	171	228	286
所得税	39	28	37	47
净利润	154	143	191	240
少数股东损益	-7	-2	-3	-4
归属母公司股东净利润	160	145	194	243
EPS(元)	0.38	0.34	0.46	0.57

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-2.90%	1.15%	18.06%	19.60%
营业利润增长率	-8.74%	-10.26%	33.33%	25.62%
归母净利润增长率	-8.26%	-9.36%	33.42%	25.68%
经营现金流增长率	-37.11%	51.44%	33.98%	21.09%
盈利能力				
毛利率	60.60%	61.58%	62.35%	63.78%
净利率	20.18%	18.60%	21.02%	22.09%
ROE	8.95%	7.99%	10.45%	12.81%
ROA	7.19%	6.62%	8.62%	10.52%
估值倍数				
P/E	39.76	43.86	32.88	26.16
P/S	8.37	8.28	7.01	5.86
P/B	3.56	3.50	3.43	3.35
股息率	1.99%	1.85%	2.46%	3.10%
EV/EBITDA	29	27	21	17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。