

投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

02月26日收盘价(元)	60.00
52周股价波动(元)	41.01-71.20
总股本/流通A股(百万股)	586/586
总市值/流通市值(百万元)	35176/35176

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	27.2	9.2	24.7
相对涨幅(%)	23.6	5.3	27.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (8610)58067941

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 贺文斌

Tel: (010)68067998

Email: hwb10850@haitong.com

证书: S0850519030001

分析师: 孟陆

Tel: 010-58067975

Email: ml13172@haitong.com

证书: S0850522070002

IVD 全面布局, 多点发力、强势崛起

投资要点:

- 安图生物创立于1998年, 专注于体外诊断试剂和仪器的研发、制造、整合及服务, IVD全面布局, 多点发力。**公司于2016年成为国内首家在上交所主板上市的体外诊断研发与制造型企业。公司产品涵盖免疫、微生物、生化、分子、凝血等检测领域, 能够为医学实验室提供全面产品解决方案和整体服务, 目前是国内综合实力较强的生产厂商之一。
- 公司近年高速增长, 强势崛起。**公司营收从2017年14.00亿元增加到2022年44.42亿元, 5年CAGR为25.98%, 归母净利润从2017年4.47亿元增加到2022年11.67亿元, 5年CAGR为21.16%。2023年前三季度, 公司归母净利润为9.01亿元, 超越2022年同期数据。
- 根据沙利文报告预计, 2025年中国IVD市场规模约为2198亿元, 2020-2025年均复合增长率达15.38%, 且比整体医疗器械市场的增速更快, 预计体外诊断占中国总医疗器械市场的份额将从2020年的14.7%增长到2025年的17.9%。
- 2023年12月安徽省医保局牵头开展二十五省(区、兵团)体外诊断试剂省际联盟集采, 本次集采主要聚焦分子诊断和免疫诊断领域, 共130余家企业代表参与价格申报。本次集采, 企业报价平均降幅为53.9%, 采购量和金额最大的传染病八项(化学发光法)最高降幅65.2%, 最低降幅50.01%, 平均降幅54.14%。雅培、罗氏等进口企业以及迈瑞、安图、新产业等国内龙头企业均以高于50%的降幅全部拟中选。在二十五省集采传染病八项的分组里, 安图生物以7812万人份的中标数成为中标占比最高的国产诊断试剂厂家, 也赢得本次集采单项最多中标数。
- 盈利预测。**我们预计公司23-25年EPS分别为2.05、2.66、3.20元, 归母净利润增速分别为3.1%、29.5%、20.4%, 参考可比公司估值, 考虑公司所处IVD行业的高景气度和领先地位, 我们给予公司2023年25-32倍PE, 对应合理价值区间51.30-65.67元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**估值波动风险, 集采降价不及预期, 海外发展不及预期等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3766	4442	4608	5652	6661
(+/-)YoY(%)	26.5%	17.9%	3.7%	22.7%	17.8%
净利润(百万元)	974	1167	1203	1557	1875
(+/-)YoY(%)	30.2%	19.9%	3.1%	29.5%	20.4%
全面摊薄EPS(元)	1.66	1.99	2.05	2.66	3.20
毛利率(%)	59.5%	59.8%	56.1%	56.9%	57.4%
净资产收益率(%)	13.4%	15.0%	13.1%	14.2%	14.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国产 IVD 全面布局领跑者：多点发力，强势崛起	5
1.1 上市 8 年发展迅速，公司产品涵盖体外检测多领域	5
1.2 重视产品研发，公司掌握多领域产品制造技术	6
1.3 公司产品管线丰富，是内资 IVD 产品布局比较全面的先行者之一	6
2. IVD 行业增速较快，我们认为集采对生产厂家影响有限	6
2.1 2020-2025E 年中国 IVD 行业 CAGR 将达 24.32%，市场增长潜力大	7
2.2 化学发光市场发展迅速，增速维持较高水平	7
2.3 二十五省联盟集采，体外检测国产龙头企业迎来机遇	7
3. IVD 多领域广覆盖，公司产品销量稳步增长	8
3.1 化学发光中流砥柱，国内稳居第一梯队	8
3.1.1 起步历史久远，核心收入长期稳定	8
3.1.2 化学发光产线覆盖病种数量比肩罗氏	9
3.2 分子诊断高速增长，微生物领域布局初成	10
3.2.1 分子诊断起步良好，公司营收另一重要驱动	10
3.2.2 生化领域产品齐全，微生物和流水线业务布局初成	10
3.3 海外市场进军较晚，营销网络布局初见	10
4. 盈利预测与投资建议	11
5. 风险提示	12
财务报表分析和预测	13

图目录

图 1	不断拓展 IVD 研发制造技术，上市 8 年成为国内 IVD 布局较为全面的公司5
图 2	公司营收与归母净利润稳定增长，2017-2022 年归母净利润 CAGR 达 21.16% 5
图 3	2018-2023 年 Q3 公司研发费用持续增长，研发费用率超 11%.....6
图 4	2025 年中国 IVD 市场规模将达 2198 亿元，占总医疗器械市场比重增至 17.9% 7
图 5	2020 中国 IVD 细分市场7
图 6	2022 全球 IVD 细分市场7
图 7	2023 二十五省集采传染病八项中标情况（A 组）8
图 8	公司试剂及仪器销量稳健，分子诊断产品增速超 200%8
图 9	公司化学发光发展历史悠久，近年持续推出高速机型9
图 10	公司 2022 年免疫诊断收入占比最高，达 61.70%9
图 11	公司各产品毛利率近两年趋稳，免疫诊断达 78%.....9
图 12	截至 2023 年 6 月，公司拥有试剂数比肩罗氏.....10
图 13	公司海外业务快速增长，2020-2022 年两年 CAGR 达 52.43% 11

表目录

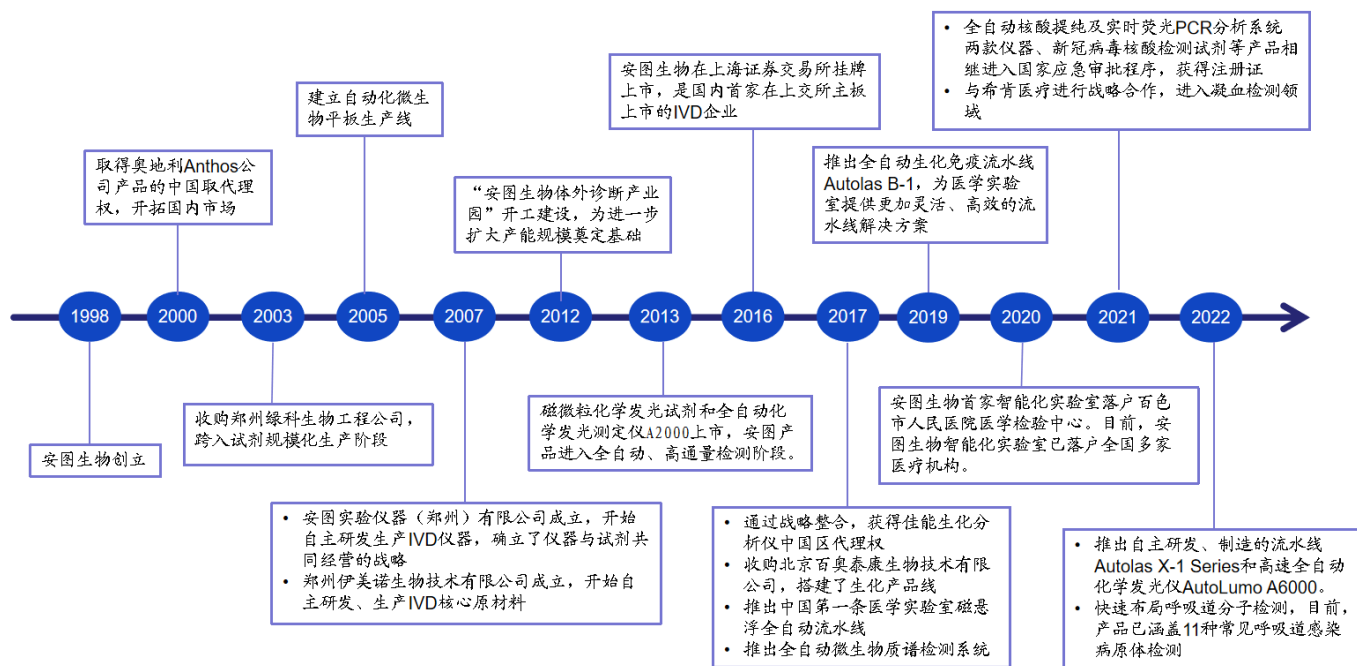
表 1	安图生物主要检测产品	6
表 2	业务拆分表	11
表 3	可比公司估值表	12

1. 国产 IVD 全面布局领跑者：多点发力，强势崛起

1.1 上市 8 年发展迅速，公司产品涵盖体外检测多领域

安图生物自 1998 年创立以来，专注于体外诊断试剂和仪器的研发、制造、整合及服务，并于 2016 年成为国内首家在上交所主板上市的体外诊断研发与制造型企业。公司产品涵盖免疫、微生物、生化、分子、凝血等检测领域，能够为医学实验室提供全面产品解决方案和整体服务，目前是国内综合实力较强的生产厂商之一。

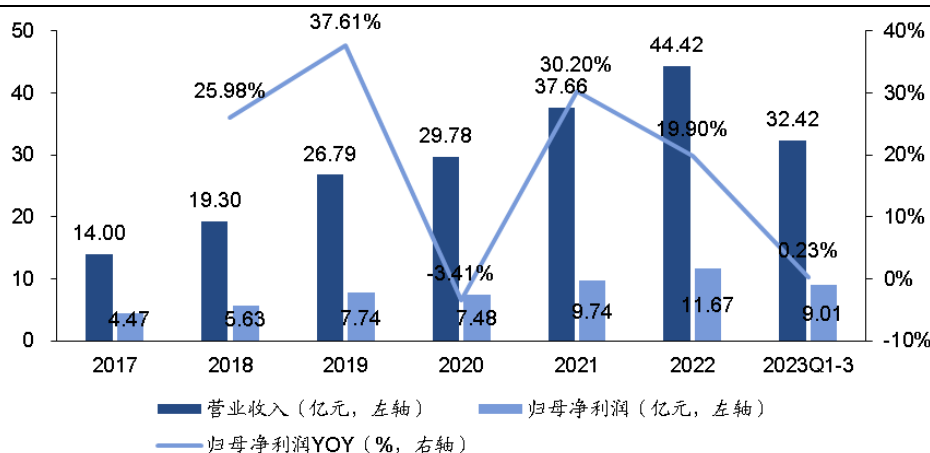
图1 不断拓展 IVD 研发制造技术，上市 8 年成为国内 IVD 布局较为全面的公司



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司近年高速增长，营收从 2017 年 14.00 亿元增加到 2022 年 44.42 亿元，5 年 CAGR 为 25.98%，归母净利润从 2017 年 4.47 亿元增加到 2022 年 11.67 亿元，5 年 CAGR 为 21.16%。2023 年前三季度，公司归母净利润为 9.01 亿元，超越 2022 年同期数据。

图2 公司营收与归母净利润稳定增长，2017-2022 年归母净利润 CAGR 达 21.16%

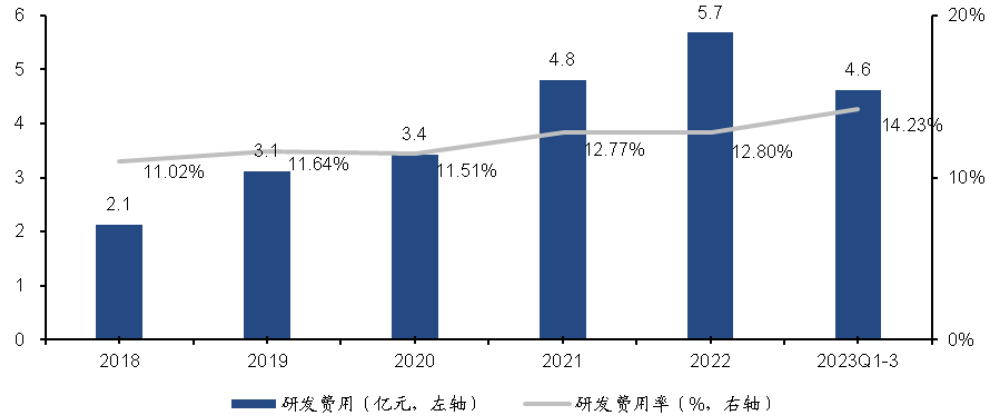


资料来源：wind，海通证券研究所

1.2 重视产品研发，公司掌握多领域产品制造技术

公司重视研发，2018-2023 年 Q3 研发费用率均高于 11%。公司近年在自动化检测设备、呼吸道病原体核酸检测方案、核心原材料研发、飞行时间质谱系统等方向均取得突破。截至 2022 年 12 月，公司共有研发人员 1721 人，占比 31.26%，研发人员中硕士及以上学历占比 45.32%。公司已建立以郑州为中心，北京、上海、苏州、深圳、北美为分支机构的研发体系，充分利用当地的人才和技术优势，组建高素质研发团队，进军体外诊断领域前沿技术和产品的研发。

图3 2018-2023 年 Q3 公司研发费用持续增长，研发费用率超 11%



资料来源: wind, 海通证券研究所

1.3 公司产品管线丰富，是内资 IVD 产品布局比较全面的先行者之一

安图生物专注于体外诊断试剂与仪器的研发、制造、整合及服务，能够为医学实验室提供包括临床免疫检测、微生物检测、分子诊断、生化检验等方向的全面产品方案和配套服务。公司丰富的产品管线涵盖了传染病到非传染病应用领域的诸多方向，已形成传染病、非传染病应用领域均衡发展的局面。

公司不仅产品应用领域覆盖范围广，同时可以面向不同需求、不同经济能力的客户提供从定性到半定量、定量等不同检测需求的体外诊断产品，不同医疗卫生机构可根据自身情况有针对性地选取不同产品方案。

表 1 安图生物主要检测产品

产品分类	子领域分类	应用领域细分
体外诊断试剂	免疫诊断试剂	酶联免疫诊断试剂、微孔板化学发光诊断试剂、磁微粒化学发光法检测试剂等
	微生物诊断试剂	培养类检测试剂、药敏类检测试剂、鉴定类检测试剂、快速检测类试剂等
	分子诊断试剂	实时荧光 PCR 检测试剂
	生化诊断试剂	酶类试剂、底物类试剂、离子类试剂和特种蛋白试剂等
体外诊断仪器	免疫诊断仪器	化学发光免疫分析仪、酶标仪、全自动化学发光免疫分析仪、全自动酶标分析仪等
	微生物诊断仪器	联检分析仪、全自动微生物质谱检测系统、全自动微生物鉴定药敏分析仪、全自动生殖道分泌物分析仪、微生物培养检测仪等
	分子诊断仪器	全自动核酸提纯及实时荧光 PCR 分析系统
	辅助检查设备	洗板机、全自动加样系统、全自动样品处理系统、微生物样本前处理系统等

资料来源: 安图生物 2022 年年报, 海通证券研究所

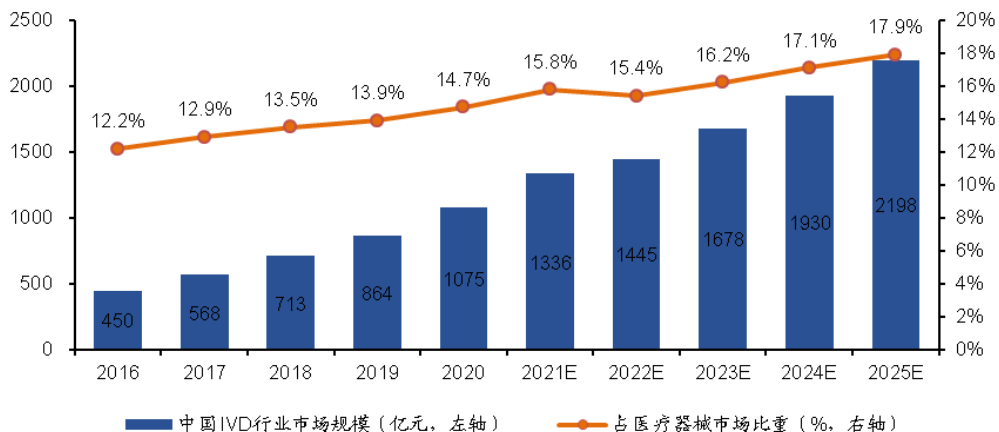
安图生物具有丰富的产品线, 应用领域覆盖临床检测诸多方向, 截至 2022 年 12 月, 已获得 651 项产品注册 (备案证书), 并取得了 444 项产品的欧盟 CE 认证, 丰富的产品应用方向可以满足终端用户的多种检测需求。试剂品种涉及传染病、肿瘤、生殖内分泌、甲状腺功能、糖尿病等多个检测方向。相关配套仪器涵盖了全自动化学发光免疫分析仪、全自动核酸提纯及实时荧光 PCR 分析系统、全自动微生物质谱检测系统等产品。

2. IVD 行业增速较快，我们认为集采对生产厂家影响有限

2.1 2020-2025E 年中国 IVD 行业 CAGR 将达 24.32%，市场增长潜力大

根据沙利文报告预计，2025 年中国 IVD 市场规模约为 2198 亿元，2020-2025 年均复合增长率达 15.38%，且比整体医疗器械市场的增速更快，预计体外诊断占中国总医疗器械市场的份额将从 2020 年的 14.7% 增长到 2025 年的 17.9%。

图4 2025 年中国 IVD 市场规模将达 2198 亿元，占总医疗器械市场比重增至 17.9%



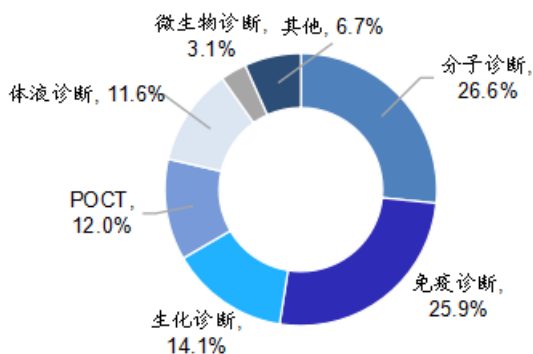
资料来源：沙利文咨询《全球与中国生物试剂市场独立研究报告》，海通证券研究所

2.2 化学发光市场发展迅速，增速维持较高水平

与国际市场有所不同，中国体外诊断行业占比最高的三个子领域分别是分子诊断、免疫诊断与生化诊断，其中免疫诊断以 278 亿元的市场规模占据 2020 中国 IVD 总市场 25.9% 的份额。

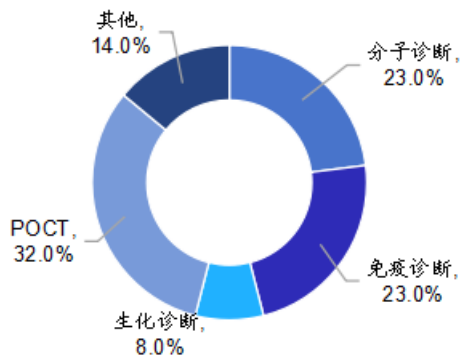
免疫诊断是以免疫学为原理基础进行定性或者定量的诊断，主要包括化学发光、酶联免疫、胶体金、荧光免疫等，目前免疫诊断已成为市场份额第一的细分领域，迈克生物 2022 年年报中预测未来几年国内免疫诊断市场将维持 15%-20% 的复合增长率。我们认为，随着技术进步、产品更新迭代和分级诊疗的推进，免疫诊断市场有望实现快速增长。

图5 2020 中国 IVD 细分市场



资料来源：沙利文咨询《全球与中国生物试剂市场独立研究报告》，海通证券研究所

图6 2022 全球 IVD 细分市场



资料来源：迈克生物 2022 年报援引 Kalorama Information，海通证券研究所

2.3 二十五省联盟集采，体外检测国产龙头企业迎来机遇

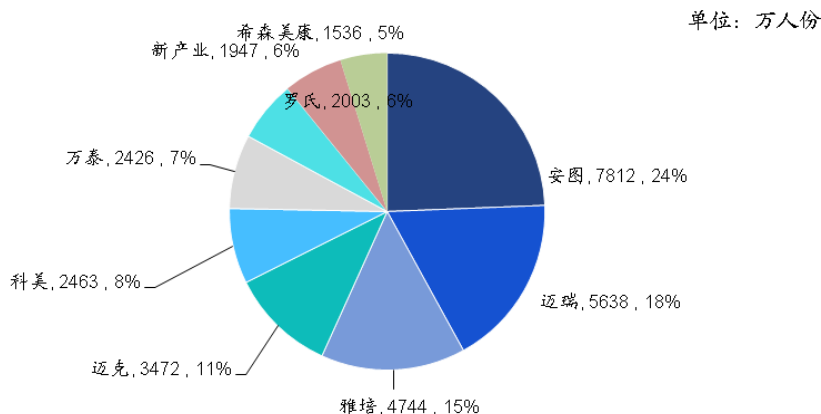
2023 年 12 月安徽省医保局牵头开展二十五省（区、兵团）体外诊断试剂省际联盟集采，本次集采主要聚焦分子诊断和免疫诊断领域，共 130 余家企业代表参与价格申报。本次集采，企业报价平均降幅为 53.9%，采购量和金额最大的传染病八项（化学发光法）最高降幅 65.2%，最低降幅 50.01%，平均降幅 54.14%。雅培、罗氏等进口企业以及迈

瑞、安图、新产业等国内龙头企业均以高于 50% 的降幅全部拟中选。

本次集采，实行统一的最高有效申报价，国产产品与进口产品同台竞价，通过国产产品促进进口企业降价，有利于国产企业快速扩大市场份额，同时加速实现国产产品替代。支持国内统一大市场建立。本次 25 省联盟集采，总计金额过百亿，总需求量超过 7 亿人份，通过集采，企业将按统一的中选价供应 25 省，推动统一大市场形成，有利于国产 IVD 龙头企业进一步提高行业首位度。

在二十五省集采传染病八项的分组 A 组里，安图生物以 7812 万人份的中标数成为中标占比最高的国产诊断试剂厂家，也赢得本次集采单项最多中标数。

图7 2023 二十五省集采传染病八项中标情况 (A 组)

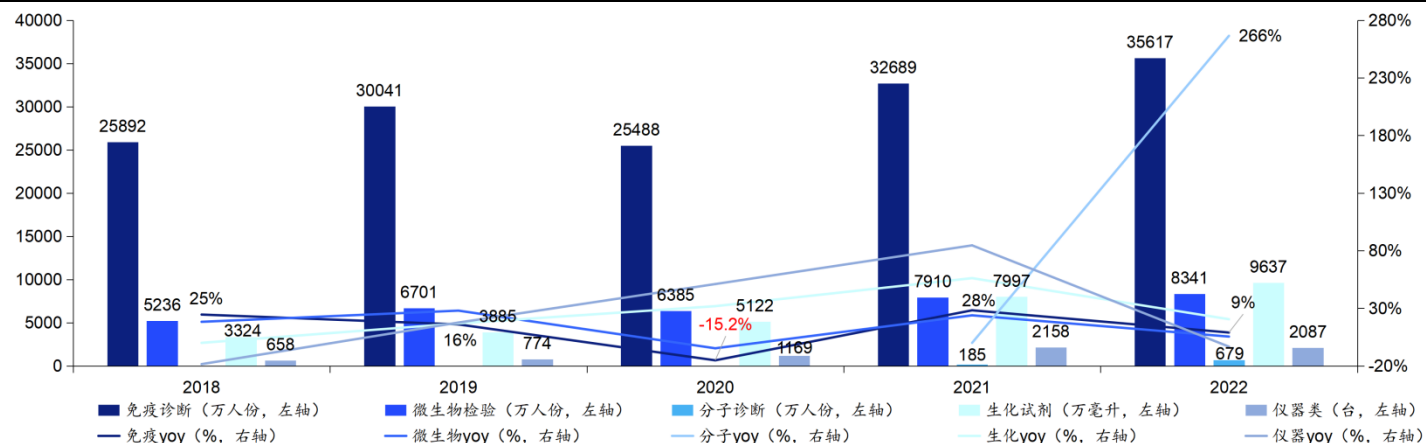


资料来源：安徽省医保局，海通证券研究所

3. IVD 多领域广覆盖，公司产品销量稳步增长

公司产品近年销量稳健增长，2022 年分子诊断产品增速超 200%。公司各类产品产销量稳步提升，具有一定的竞争优势。免疫诊断试剂为公司核心收入来源，2021 年后，公司分子诊断业务迅速扩张，增速达 266.4%。化学发光与分子诊断业务成为公司业绩增长的两大推力。

图8 公司试剂及仪器销量稳健，分子诊断产品增速超 200%



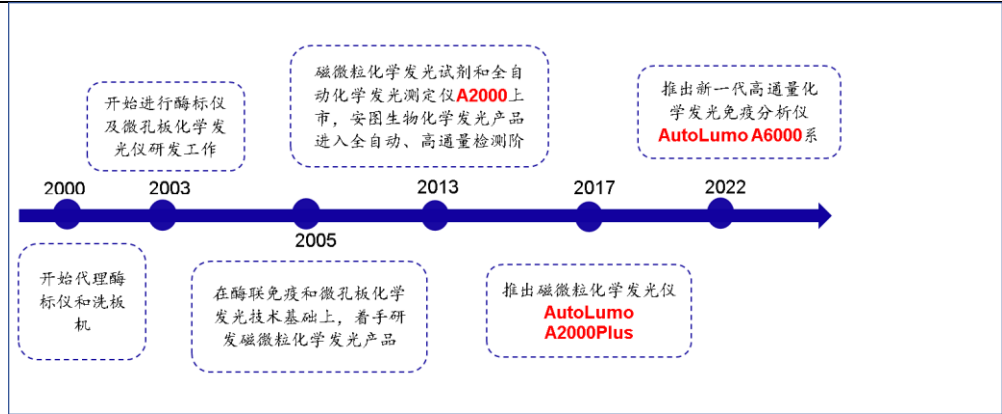
资料来源：公司年报 (2018-2022 年)，海通证券研究所

3.1 化学发光中流砥柱，国内稳居第一梯队

3.1.1 起步历史久远，核心收入长期稳定

公司化学发光起步历史久远，技术扎实。公司以代理起家，实现自产自研转型，经过二十余年发展成为国内本土化学发光领军企业之一。公司扎实投入技术升级，囊括从酶联免疫、板式化学发光，至今专注于磁微粒化学发光免疫检测技术。2013-2022年中低高速全自动学发光分析仪、全自动生免流水线相继上市，并陆续推出了基于单个检测管理下达 100-600 测试/小时的系列全自动磁微粒化学发光仪器。公司现已获得 153 项磁微粒化学发光诊断产品的注册（备案）证书，为临床提供了随机、快速的自动化免疫检测产品。

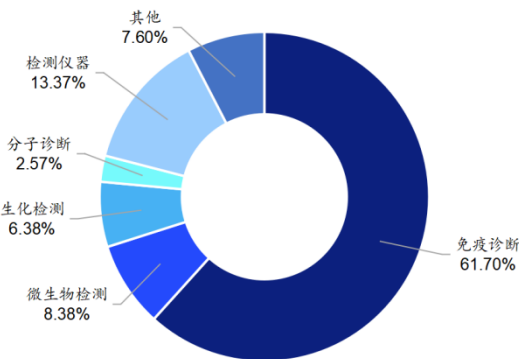
图9 公司化学发光发展历史悠久，近年持续推出高速机型



资料来源：公司官网，小桔灯网，体外诊断网微信公众号，海通证券研究所

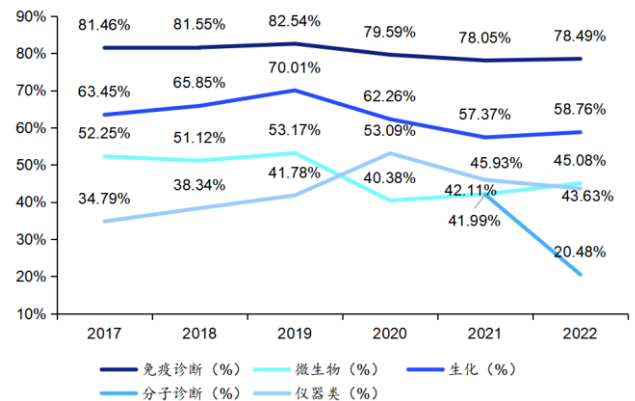
公司免疫诊断产品收入占比超 60%，占据主导地位。2022 年公司免疫诊断、微生物检测、生化检测、分子诊断、检测仪器收入占比分别为 61.70%、8.38%、6.38%、2.57%、13.37%。2017-2022 年免疫诊断毛利维持在 80%左右，盈利能力积极向好，拉动公司业绩稳定增长。

图10 公司 2022 年免疫诊断收入占比最高，达 61.70%



资料来源：公司年报（2022 年），海通证券研究所

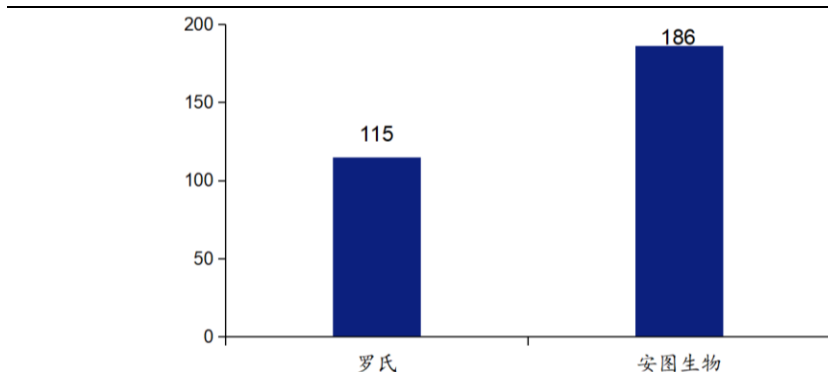
图11 公司各产品毛利率近两年趋稳，免疫诊断达 78%



资料来源：公司年报（2017-2022 年），海通证券研究所

3.1.2 化学发光产线覆盖病种数量比肩罗氏

公司化学发光产线布局全面，覆盖病种数量比肩罗氏。公司注重仪器与试剂的双线布局，加速流水线研发建设，形成产品覆盖了从传染病到非传染病的诸多方向，是我国业内提供免疫检测产品较多的企业之一。截至 2023 年 6 月，公司的免疫检测产品拥有 265 项注册（备案）证书，取得 186 项产品的欧盟 CE 认证（比肩罗氏 115 项），试剂品种涉及传染病、肿瘤、生殖内分泌等多个检测方向，仪器涵盖了化学发光免疫分析仪、酶标仪、洗板机、全自动化学发光免疫分析仪等产品。

图12 截至 2023 年 6 月，公司拥有试剂数比肩罗氏欧盟 CE 认证数量 (项)


资料来源：安图生物官网，罗氏官网，海通证券研究所

3.2 分子诊断高速增长，微生物领域布局初成

3.2.1 分子诊断起步良好，公司营收另一重要驱动

安图生物分子诊断项目为客户提供一站式的核酸检测解决方案，开发产品菜单涵盖 8 大系列 60 余个项目和随机全自动化核酸 (RT-PCR) 检测系统。截至 2023 年 6 月底，公司分子检测产品已获 18 项注册 (备案) 证书，并取得了 46 项产品的欧盟 CE 认证，主要为感染性病原体类检测产品。经过多年的研究开发，公司推出系列全自动核酸提纯及实时荧光 PCR 分析系统，配套新型冠状病毒 (2019-nCoV)、甲型流感病毒、乙型流感病毒、合胞病毒、副流感病毒、肺炎支原体、肺炎衣原体、腺病毒、偏肺病毒检测项目，形成全自动呼吸道核酸检测解决方案，实现全自动提取+体系构建+扩增，适合于发热门诊、急诊、海关、口岸等应用场景。

3.2.2 生化领域产品齐全，微生物和流水线业务布局初成

公司积极拓展生化检测领域布局，丰富 IVD 产品类型。截至 2023 年 6 月底，公司的生化检测产品拥有 189 项注册/备案证书，其中 118 项产品通过欧盟 CE 认证。产品涵盖肝脏疾病、肾脏疾病、心血管病、糖代谢疾病、免疫性疾病、胰腺类疾病、胃筛查、凝血与纤溶障碍、微量元素及离子、肿瘤等 12 大类别的生化检测。公司丰富的检测产品能够满足终端用户的多方面临床生化检测需求，联合公司整合的高品质生化分析仪、实验流水线，可为用户提供生化检测的综合解决方案。

公司在微生物领域技术积累深厚，产品线丰富。截至 2023 年 6 月底，公司的微生物检测产品拥有 137 项注册证书，并取得了 72 项产品的欧盟 CE 认证，试剂品种涉及泌尿生殖道疾病、呼吸系统疾病以及细菌分离培养、鉴定和药敏分析等多个检测方向，仪器涵盖了全自动微生物质谱检测系统、全自动微生物鉴定药敏分析仪、联检分析仪、全自动生殖道分泌物分析仪、微生物培养监测仪等产品。公司是国内在微生物检测领域产品品种较多、成长较快的企业之一。其中培养基平板系列产品在我国市场份额较高，微生物培养监测仪及配套培养瓶的上市更加奠定公司在国内细菌培养领域的市场地位；公司较早提出由医学微生物向临床微生物转变的观点，并以此确定了微生物快速检测的发展方向，开发了独具特色的干化学酶法系列检测产品。

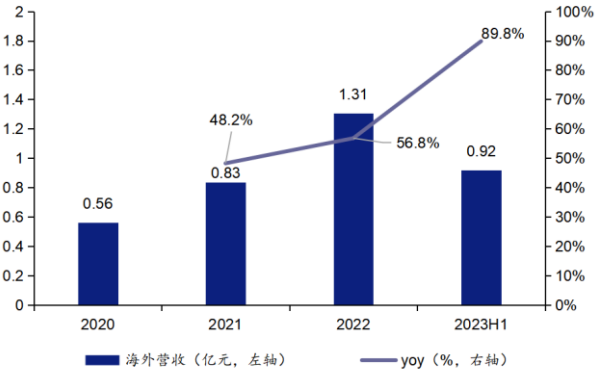
公司流水线业务国内领先，科研优势明显。公司于 2017 年引入第一条国产医学实验室自动化流水线 Autolas A-1 系列，填补了国产品牌自动化流水线的空白。2022 年，公司推出了全新自主研发生产自动化流水线 Autolas X-1 系列。该产品实现了流水线线体的完全国产化，提升了线体多项关键性能指标，同时能更好地控制成本，更符合国内医学实验室的使用需求，是安图生物在医学实验室流水线领域从本土品牌到本土研发制造的一次重大突破和跨越。截至 2023 年 H1，Autolas X-1 系列流水线累计装机量 19 套，Autolas A-1 系列流水线累计装机量 114 套，用户已覆盖全国大部分省份。

3.3 海外市场进军较晚，营销网络布局初见

规模基数低，海外营收有望持续高涨。安图生物的产品已进入中东、亚洲、欧洲、

美洲、非洲等多个地区。公司对国际贸易与合作中心架构重组，形成“大区管战、客服管建、市场主导、合规先行、综合管理”的运作模式。公司境外销售模式是主要依托当地经销商进行，在不同国家优先选择主渠道经销商，通过对其进行专业的培训和提供技术支持，不断培育和壮大经销商队伍来扩展市场。公司与国外经销商合作主要采用独家代理经销模式，并对经销商年度任务完成情况进行考核，有权甄选或变更经销商。

图13 公司海外业务快速增长，2020-2022年两年 CAGR 达 52.43%



资料来源: wind, 海通证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 2.05、2.66、3.20 元，归母净利润增速分别为 3.1%、29.5%、20.4%，参考可比公司估值，考虑公司所处 IVD 行业的高景气度和领先地位，我们给予公司 2023 年 25-32 倍 PE，对应合理价值区间 51.30-65.67 元，给予“优于大市”评级。主要假设及观点如下：

观点 1 公司的主要成长驱动力为试剂类产品持续放量。我们认为，随着公司 2022 年高基数出清，2023 年增速因高基数有所放缓后，公司试剂类产品板块 2024-2025 年将保持持续性平稳增长，预计近 20%。

观点 2 公司的仪器类产品和试剂类产品保持相对对应增长。我们认为，公司仪器类产品 2022 年因特殊一过性影响相关收入较大，2023 年增速因高基数有所放缓后，公司仪器类产品板块 2024-2025 年将保持持续性平稳增长，预计在 20% 左右。

观点 3 公司其他主营业务和其他业务将保持略低于公司试剂类和仪器类业务增长，预计 2023-2025 年约为 15% 左右。

综合以上观点，我们分项具体假设如下表所示：

表 2 业务拆分表

业务 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
试剂类产品	3530.32	3809.3	4704.7	5541.9
仪器类产品	719.87	560.2	673.2	803.2
其他主营业务	115.7	133.0	153.0	175.9
其他	91.79	105.6	121.4	139.6
合计	4441.6	4608.2	5652.3	6660.7
YoY (%)	17.9%	3.7%	22.7%	17.8%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	证券简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)				PE (倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600276	恒瑞医药	41.87	0.61	0.73	0.88	1.06	69	58	48	40
300015	爱尔眼科	14.12	0.27	0.37	0.48	0.61	53	39	30	23
300760	迈瑞医疗	297.38	7.92	9.58	11.54	13.88	37	30	25	21
平均值							53	42	34	28

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2024 年 2 月 26 日价格, 可比公司每股收入为 Wind 一致预期

5. 风险提示

估值波动风险, 集采降价不及预期, 海外发展不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	4442	4608	5652	6661
每股收益	1.99	2.05	2.66	3.20	营业成本	1784	2023	2439	2840
每股净资产	13.27	15.63	18.67	22.33	毛利率%	59.8%	56.1%	56.9%	57.4%
每股经营现金流	2.66	0.55	3.05	3.67	营业税金及附加	46	54	66	78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	718	645	735	866
P/E	30.13	29.24	22.59	18.76	营业费用率%	16.2%	14.0%	13.0%	13.0%
P/B	4.52	3.84	3.21	2.69	管理费用	164	157	170	200
P/S	7.92	7.63	6.22	5.28	管理费用率%	3.7%	3.4%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	21.70	24.53	17.76	14.05	EBIT	1161	1094	1480	1778
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-2	2	9	6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%
毛利率	59.8%	56.1%	56.9%	57.4%	资产减值损失	-36	-1	-2	-3
净利润率	26.3%	26.1%	27.6%	28.1%	投资收益	119	166	170	200
净资产收益率	15.0%	13.1%	14.2%	14.3%	营业利润	1296	1321	1729	2081
资产回报率	11.1%	10.1%	10.9%	11.1%	营业外收支	-3	0	0	0
投资回报率	13.3%	10.6%	11.8%	11.9%	利润总额	1294	1321	1729	2081
盈利增长 (%)					EBITDA	1625	1414	1900	2298
营业收入增长率	17.9%	3.7%	22.7%	17.8%	所得税	105	106	156	187
EBIT 增长率	22.4%	-5.8%	35.3%	20.2%	有效所得税率%	8.1%	8.0%	9.0%	9.0%
净利润增长率	19.9%	3.1%	29.5%	20.4%	少数股东损益	21	12	16	19
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1167	1203	1557	1875
资产负债率	24.4%	22.3%	22.2%	21.1%					
流动比率	2.89	3.04	3.03	3.26	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.50	2.64	2.64	2.86	货币资金	1138	730	1770	3206
现金比率	0.53	0.32	0.64	1.01	应收账款及应收票据	1074	1288	1580	1861
经营效率指标					存货	752	831	969	1128
应收帐款周转天数	86.49	100.00	100.00	100.00	其它流动资产	3289	4054	4079	4103
存货周转天数	153.95	150.00	145.00	145.00	流动资产合计	6254	6903	8398	10299
总资产周转率	0.42	0.38	0.40	0.40	长期股权投资	11	8	8	8
固定资产周转率	2.23	2.03	2.18	2.33	固定资产	1987	2265	2592	2859
					在建工程	1272	1772	2272	2672
					无形资产	203	181	161	141
					非流动资产合计	4219	5068	5876	6523
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	10472	11971	14273	16822
净利润	1167	1203	1557	1875	短期借款	100	200	300	300
少数股东损益	21	12	16	19	应付票据及应付账款	1010	942	1136	1323
非现金支出	522	321	422	523	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-136	-160	-155	-182	其它流动负债	1056	1131	1339	1540
营运资金变动	-17	-1052	-54	-81	流动负债合计	2167	2273	2775	3162
经营活动现金流	1558	325	1786	2154	长期借款	0	0	0	0
资产	-938	-898	-1000	-900	其它长期负债	393	393	393	393
投资	-7	-100	0	0	非流动负债合计	393	393	393	393
其他	-34	172	170	200	负债总计	2560	2666	3168	3556
投资活动现金流	-979	-826	-830	-700	实收资本	586	586	586	586
债权募资	100	100	100	0	归属于母公司所有者权益	7783	9163	10948	13090
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	130	142	157	176
其他	-318	-6	-15	-18	负债和所有者权益合计	10472	11971	14273	16822
融资活动现金流	-218	94	85	-18					
现金净流量	369	-408	1041	1436					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
 贺文斌 医药行业
 孟陆 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力, 华润三九, 人福医药, 凯莱英, 纳微科技, 药康生物, 方盛制药, 片仔癀, 华兰生物, 同仁堂, 太极集团, 微芯生物, 万泰生物, 康泰生物, 康龙化成, 迈瑞医疗, 贝达药业, 百普赛斯, 海泰新光, 诺唯赞, 惠泰医疗, 诺禾致源, 普瑞眼科, 以岭药业, 博腾股份, 鱼跃医疗, 科伦药业, 泰格医药, 东阿阿胶, 博济医药

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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客户。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

荀玉根 所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com余文心 副所长
(8610)58067941 ywx9461@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com涂力磊 所长助理
021-23185710 tll5535@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
联系人
卓泚萱(021)23183938 zyx15314@haitong.com
马毓婕 myj15669@haitong.com
付欣郁 02123183940 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
联系人
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com
赵佳俊(021)23183327 zjj15910@haitong.com

固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
联系人
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲(021)23187260 cf15315@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com
联系人
何韫露 hy115943@haitong.com
苏细健 sxj16001@haitong.com
朱媛 zy16004@haitong.com

石油化工行业

朱冠军(021)23185963 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(8610)58067941 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23180000 zzm12569@haitong.com
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com
江珮(021)23185638 js15833@haitong.com
陈铭 cm15886@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
联系人
石佳艺 sjy15440@haitong.com
潘若婵 prc15750@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
联系人
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbzq14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网传媒行业

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com
 梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

房地产

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 涂力磊 021-23185710 till5535@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

电子行业

张晓飞 zxf15282@haitong.com
 李轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
 文灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com
 联系人
 酆奕滢 lyy15347@haitong.com
 张幸(021)23183951 zx15429@haitong.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 王涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
 联系人
 朱彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

电力设备与新能源行业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
 房青(021)23185603 fangq@haitong.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com
 胡惠民 hhm15487@haitong.com
 联系人
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com
 吴志鹏(021)23215736 wzp15273@haitong.com
 罗青(021)23185966 lq15535@haitong.com
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
 陶裕斌(021)23187263 tyb15991@haitong.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
 孙维蓉(021)23185389 swr12178@haitong.com
 李智(021)23185842 lz11785@haitong.com
 李博(021)23185642 lb14830@haitong.com

计算机行业

杨林(021)23183969 yl11036@haitong.com
 杨蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
 联系人
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com
 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com
 朱瑶(021)23187261 zy15988@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com
 联系人
 夏凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
 徐卓 xz14706@haitong.com

非银行金融行业

何婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
 孙婷(010)50949926 st9998@haitong.com
 曹锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
 联系人
 肖尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@haitong.com
 陈宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
 罗月江(010)58067993 lyj12399@haitong.com
 联系人
 吕春雨 lcy15841@haitong.com
 杜清丽 18019031023

纺织服装行业

梁希(021)23185621 lx11040@haitong.com
 盛开(021)23154510 sk11787@haitong.com

建筑材料行业

冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com
 申浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

机械行业

毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
 联系人
 丁嘉一(021)23187266 djy15819@haitong.com
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com
 联系人
 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
 郭好格(010)58067828 ghg14711@haitong.com

农林牧渔行业

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 巩健(021)23185702 gj15051@haitong.com
 冯鹤 fh15342@haitong.com
 联系人
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

食品饮料行业

颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
 联系人
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
 苗欣 mx15565@haitong.com

军工行业

张恒暄(021)23183943 zhx10170@haitong.com
 联系人
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
 胡舜杰(021)23155686 hsj14606@haitong.com
 李雨泉(021)23185843 lyq15646@haitong.com

银行业

林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
 联系人
 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com
 联系人
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
 李阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
 刘璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
 联系人
 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gq13820@haitong.com
 高翩然 gpr14257@haitong.com
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
 联系人
 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡钦清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
王玮宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金焯(010)58067851 gjy12727@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
王勇 wy15756@haitong.com
董晋 dj15843@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com