

毕得医药(688073)

报告日期: 2023年05月08日

## 论存货周转率优化背后的密码

### ——毕得医药更新报告

#### 投资要点

##### □ 解码毕得存货周转率优化: 聚焦扩品效率、人效、客户拓展

我们认为支撑毕得医药业绩持续高增的是其持续优化的存货周转效率, 而存货周转效率优化背后反映的是其管理能力与客户丰富度优势。2021年公司开启国际多中心大规模提前备货, 在2021年存货大幅度增长的背景下, 2021年公司存货周转率为0.88 (YOY-0.14), 2022年则回升至0.93 (+0.05), 扩品激进而周转率稳定, 且持续优化。2023Q1公司存货持续扩增至5.75亿元(单季度环比增长约10%), 海外区域中心拓展仍在有序推进, 我们判断持续优化的周转效率或持续凸显。本篇报告将从“扩品效率、人效、客户拓展”等3个方面解码公司存货周转率持续优化背后的体现的能力与优势。

##### □ 扩品效率: 高存货质量、成熟外协模式

公司品种数量持续高增, 存货质量同步优化。产品型分子砌块的竞争力来源于SKU种类的数量, 也来源于扩品的效率。2022年公司总SKU数量达到95000种 (YOY+17%), 其中分子砌块约8.6万种、科学试剂约0.9万种, 2019-2022年SKU复合增速达到25%; 2022年公司资产减值损失占存货比例为1.4% (YOY-0.5pct), 扩品效率优化。

外协合作模式成熟, 对上游议价能力强。我们认为, 分子砌块公司的高效备货不仅依赖于自身研发团队的在选品方面的技术能力, 也依赖与产品结构下对应的上游供应商外协合作成熟度以及议价权。通过产品销售总量级以及应付账款周转率的比较, 我们认为公司具备较强外协合作成熟度以及对上游供应商的议价能力。

##### □ 人效: 高人均创收、费用率持续优化

公司人效提升快, 轻资产运营模式匹配度高。公司以销售人员为主(2022年占比41%)。横向比较来看, 除去自建产能拓展CDMO业务对于人效的阶段性影响(2020年的药石科技、2021年的皓元医药), 公司2018年至2022年的人效持续提升, 在可比公司中较为突出, 我们认为这主要和公司轻资产运营模式的特性有关。

高效管理带来费用率快速优化, 趋势仍将持续。复盘2018-2022年毕得医药在费用端的表现, 我们发现其在销售费用率和管理费用率的优化上实现了远高于可比公司的速度, 反映公司高效管人效率。比较公司销售费用、管理费用率及其中工资薪酬占比的变化情况, 我们认为公司未来的费用率摊薄趋势将随着客户资源优势及近年新增固定支出摊薄而持续。

##### □ 客户丰富度: 存量渗透和增量拓展共振

国内存量与海外增量的渗透拓展支撑业绩高增。毕得医药具有国内分子砌块供应商前列的客户丰富度, 2022年合作客户数量已达到8500家。基于较高的基数, 2019年至今公司新客户拓展增速略有放缓, 而客单价保持逐步提升。复盘2019-2021年公司客户结构变化, 国内前五大客户中本土CXO收入贡献比例有所下降, 海外前五大客户总收入占比持续下降。我们判断公司海外新客户拓展已进入“品牌力、产品竞争力、国际区域中心本地化策略”提升共同驱动的良好循环, 公司在药企终端和科研机构客户方面的拓展将加速, 其中国内存量渗透及海外增量拓展为主动能。

公司运用开发且高效的信用政策促进客户拓展并增加粘性。我们比较了2018-2022年数据发现, 公司的应收账款周转率低于可比公司水平, 并维持相对稳定; 同时, 公司信用风险控制能力持续提升, 在应收体量快速上升的同时信用资产减值损失占应收账款比例持续下降。我们认为这反映了公司信用政策相对可比公司更为开放且高效, 这或有利于促进客户拓展并提升粘性, 与公司促进规模快速扩张的战略目标相匹配。

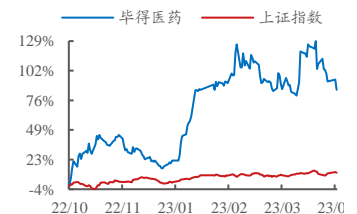
#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建  
执业证书号: S1230520080006  
02180105933  
sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥125.00
总市值(百万元)	8,114.55
总股本(百万股)	64.92

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《延续高运营效率, 切入血清新领域》2023.04.20
- 《规模效率凸显的分子砌块领先者》2023.03.08

**□ 盈利预测与估值**

我们认为，公司是具备国际竞争力的产品型分子砌块公司，存货周转效率提升叠加产品结构改善有望驱动公司业绩持续高增长。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 11.55、15.55、20.90 亿元，同比增长 38.53%、34.66%、34.35%；实现归母净利润 1.97、2.67、3.63 亿元，同比增长 35.14%、35.29%、35.92%，对应 EPS 为 3.04、4.11、5.59 元，2023 年 5 月 5 日收盘价对应 2023 年 PE 为 41 倍。基于毕得医药的行业领先地位以及其在全球市场、生命科学领域拓展的弹性，给予一定估值溢价，维持“增持”评级。

**□ 风险提示**

汇率波动风险；市场竞争格局加剧风险；研发进展不及预期风险；全球新药研发景气度波动风险

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	834	1155	1555	2090
(+/-) (%)	37.55%	38.53%	34.66%	34.35%
归母净利润	146	197	267	363
(+/-) (%)	49.60%	35.14%	35.29%	35.92%
每股收益(元)	2.25	3.04	4.11	5.59
P/E	56	41	30	22

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 毕得医药：论存货周转率优化背后的密码 .....</b>	<b>5</b>
1.1 扩品效率在提升：高存货质量、成熟外协模式.....	5
1.2 人效在提升：高人均创收、费用率持续优化.....	7
1.3 客户丰富度优势凸显：存量渗透和增量拓展共振.....	8
<b>2 盈利预测与估值 .....</b>	<b>10</b>
<b>3 风险提示 .....</b>	<b>10</b>

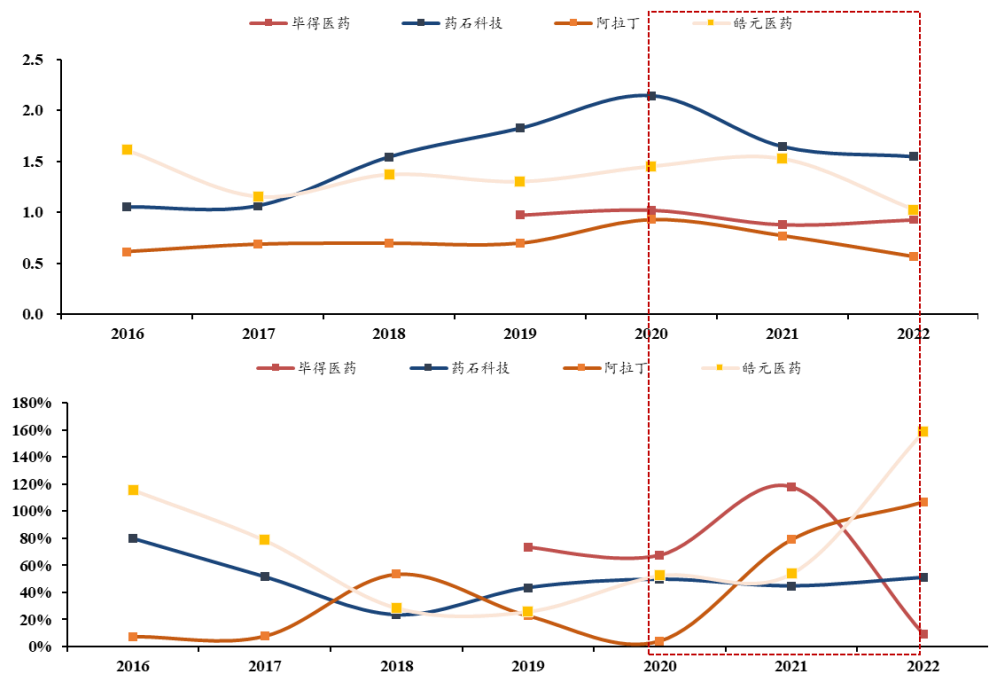
## 图表目录

图 1: 毕得医药与可比公司存货周转率(上图)与存货绝对值增速(下图)变化对比 .....	5
图 2: 2019-2022 年毕得医药与皓元医药现货品种数量 .....	6
图 3: 毕得医药与可比公司资产减值损失占存货比例(%) .....	6
图 4: 2019-2021 年毕得医药营业成本结构 .....	7
图 5: 2018-2022 年产品型化学试剂公司前五大供应商采购占比 .....	7
图 6: 2017-2021 年毕得医药与药石科技产品销售量(吨) .....	7
图 7: 2018-2022 年毕得医药与可比公司应付账款周转率对比 .....	7
图 8: 2017-2021 年毕得医药及可比公司人均创收变化(万元) .....	7
图 9: 2021-2022 年毕得人员结构变化 .....	7
图 10: 2018-2022 年毕得医药与可比公司管理费用率 .....	8
图 11: 2018-2022 年毕得医药与可比公司销售费用率 .....	8
图 12: 2018-2022 年可比公司销售费用中工资薪酬占比 .....	8
图 13: 2018-2022 年可比公司管理费用中工资薪酬占比 .....	8
图 14: 2018-2022 年毕得医药海外收入占比变化 .....	9
图 15: 2018-2022 年毕得医药客户数及客单价变化 .....	9
图 16: 2018-2022 年公司应收账款周转率 .....	10
图 17: 2018-2022 年公司信用资产减值损失占应收账款比例 .....	10
表 1: 2019-2021 年毕得医药前五大供应商 .....	6
表 2: 2019-2021 年公司国内与海外前五大客户结构 .....	9
表 3: 可比公司与估值(截至 2023 年 5 月 5 日) .....	10
表附录: 三大报表预测值 .....	11

## 1 毕得医药：论存货周转率优化背后的密码

我们认为支撑毕得医药业绩持续高增的是其持续优化的存货周转效率，而存货周转效率优化背后反映的是其管理能力与客户丰富度优势。正如我们在毕得医药首次覆盖报告《【浙商医药】毕得医药：规模效率凸显的分子砌块领先者》中提出的观点，在类似轻资产产品型业态分析中（毕得医药、阿拉丁、药石科技、皓元医药等实验室产品），我们持续强调存货周转率的变化反映了公司的管理能力，也反映了规模效应下公司的客户、产品丰富度优势。2021 年公司开启国际多中心大规模提前备货，2021-2022 年存货分别为 4.77 亿元（YOY+117.76%）、5.22 亿元（YOY+9.51%）；在 2021 年存货大幅度增长的背景下，2021 年公司存货周转率为 0.88（YOY -0.14），2022 年则回升至 0.93（+0.05），扩品激进而周转率稳定，且持续优化。2023Q1 公司存货持续扩增至 5.75 亿元（单季度环比增长约 10%），海外区域中心拓展仍在有序推进，我们判断持续优化的周转效率或持续凸显。本篇报告将从“扩品效率、人效、客户拓展”等 3 个方面解码公司存货周转率持续优化背后的体现的能力与优势。

图1：毕得医药与可比公司存货周转率（上图）与存货绝对值增速（下图）变化对比

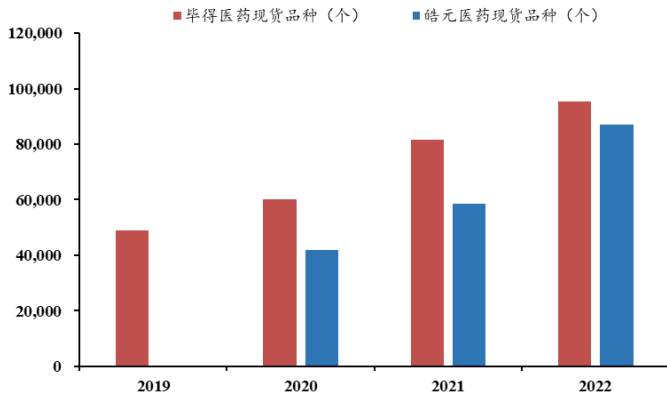


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.1 扩品效率在提升：高存货质量、成熟外协模式

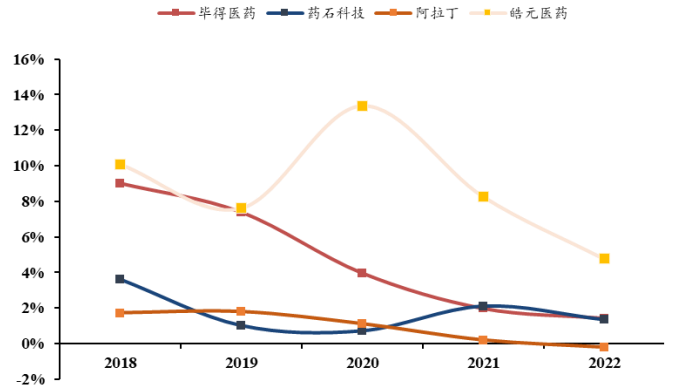
公司品种数量持续高增，存货质量同步优化。产品型分子砌块的竞争力来源于 SKU 种类的数量，也来源于扩品的效率。2022 年公司总 SKU 数量达到 95000 种（YOY+17%），其中分子砌块约 8.6 万种、科学试剂约 0.9 万种。2019-2022 年，公司 SKU 复合增速为 25%。在 SKU 高增的背后，我们关注到 2022 年公司资产减值损失占存货比例为 1.4%（YOY-0.5pct），我们预计这和公司存货结构改善以及扩新品种热销品占比较高有关，体现公司高速扩品的同时效率仍在持续优化。

图2: 2019-2022年毕得医药与皓元医药现货品种数量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 毕得医药与可比公司资产减值损失占存货比例 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

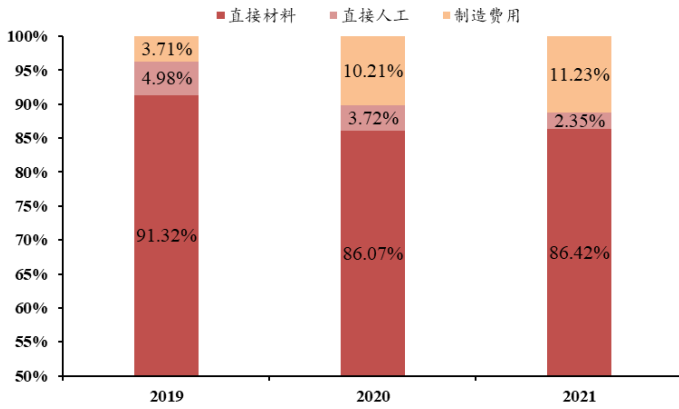
**外协合作模式成熟, 对上游议价能力强。**营业成本结构拆分来看, 分子砌块行业成本构成中直接材料占比接近 90%。上游供应商主要为精细化工品企业, 分布极其分散 (毕得医药前五大供应商采购金额占比合计不高于 10%)。我们对比了毕得医药 2019-2021、皓元医药 2018-2020、药石科技 2014-2017 年各年度前五大的供应商名单, 各家供应商重合度相对较低 (共 32 家供应商, 仅安徽勇晟、大连联化、陕西瑞科存在重叠)。在轻资产模式下, 外协采购方相当于公司“化学合成实验室的延伸”, 但繁杂的上游供给公司带来管理上的压力。我们认为, 分子砌块公司的高效备货不仅依赖于自身研发团队的在选品方面的技术能力, 也依赖与产品结构下对应的上游供应商外协合作成熟度以及议价权。我们发现, 毕得医药虽然以公斤级以下砌块的小批量产品销售为主, 但在产品的销售总量级上与以砌块量级放大为主的药石科技类同, 反映公司具备较强外协合作成熟度。同时, 毕得医药应付账款周转率显著低于可比公司水平, 体现其对上游供应商具备较强的议价能力。

表1: 2019-2021年毕得医药前五大供应商

供应商名称	2021年		2020年		2019年			
	销售金额 (万元)	收入占比	销售金额 (万元)	收入占比	销售金额 (万元)	收入占比		
药石科技	1507	2.85%	药石科技	734	3.02%	药石科技	452	3.07%
武汉东康源	830	1.57%	陕西瑞科	502	2.07%	苏州沃尔森	411	2.79%
安徽勇晟	821	1.55%	潍坊前进精细化工品	416	1.72%	陕西瑞科	355	2.41%
武汉泰宇凯尚	764	1.44%	天津津御达	387	1.60%	常州精细化工	294	2.00%
大连联化化学	638	1.21%	武汉东康源	374	1.54%	天津津御达	234	1.59%
合计	4562	8.62%		2413	9.95%		1745	11.85%

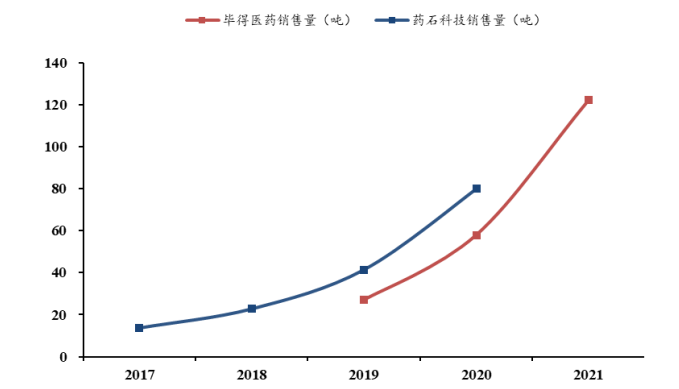
资料来源: 毕得医药招股书, 浙商证券研究所

图4: 2019-2021年毕得医药营业成本结构



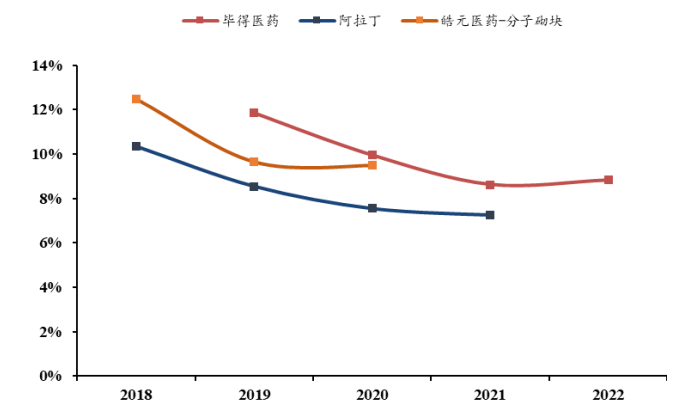
资料来源: 毕得医药招股书, 浙商证券研究所

图6: 2017-2021年毕得医药与药石科技产品销售量(吨)



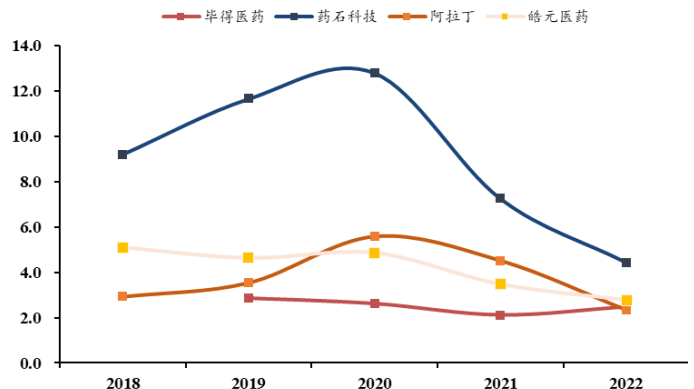
资料来源: 毕得医药招股书, 药石科技招股书, 浙商证券研究所

图5: 2018-2022年产品型化学试剂公司前五大供应商采购占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 2018-2022年毕得医药与可比公司应付账款周转率对比

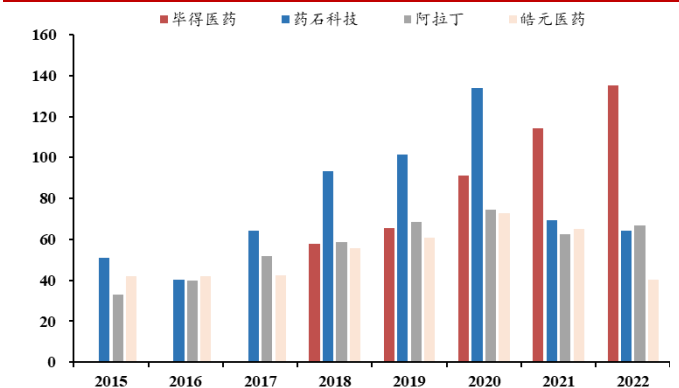


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 1.2 人效在提升: 高人均创收、费用率持续优化

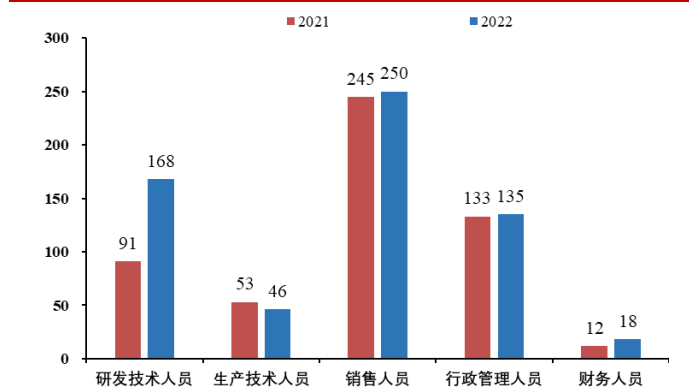
公司人效提升快, 轻资产运营模式匹配度高。从人员结构上看, 公司在直销为主的模式下(2022年直销占比超95%), 销售人员占比超40%(2022年为41%), 远超可比公司水平, 这与公司超8500家的客户丰富度相匹配的。公司人效方面, 人均创收水平逐年高速增长, 2022年达到135万元(YOY +18.44%), 相较2018年时人均创收58万的水平已增长133%, 超过可比公司水平。横向比较来看, 除去自建产能拓展CDMO业务对于人效的影响(2020年的药石科技、2021年的皓元医药), 公司2018年至2022年的人效变化与药石科技2016年至2020年的人效变化基本保持一致, 在可比公司中较为突出。我们认为公司人效水平较高主要和公司轻资产运营模式的特性有关。

图8: 2017-2021年毕得医药及可比公司人均创收变化(万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

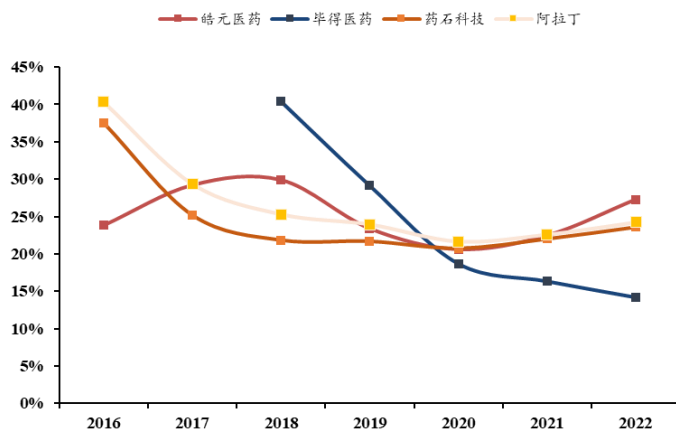
图9: 2021-2022年毕得人员结构变化



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

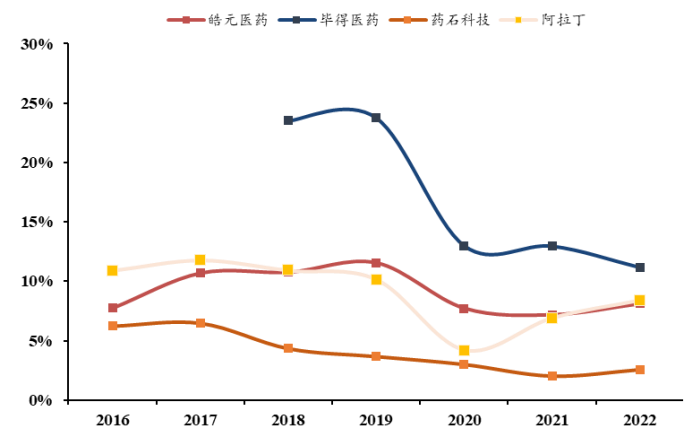
**高效管理带来费用率快速优化，趋势仍将持续。**复盘 2018-2022 年毕得医药在费用端的表现，我们发现其在销售费用率和管理费用率的优化上实现了远高于可比公司的速度。具体来看，销售费用中主体部分的职工薪酬占比（55%左右）基本稳定，因此销售费用率的摊薄主要和销售人员的高效有关。另一方面，2022 年公司销售人员总数基本持平（2022 年销售人员为 250 人，同比新增 5 人），反映其销售团队构建基本完备，我们判断未来销售费用率的摊薄会随着公司积累的客户资源与渠道优势逐步放大。另一方面，公司管理费用率明显低于可比公司，且优化趋势明显。同时我们发现公司管理费用中工资薪酬（包含股份支付）占比在持续降低，近年实验室及区域中心的建设新增了部分固定支出。公司高效管理能力凸显，且随着固定支出部分摊薄，未来仍有费用率优化空间。

图10：2018-2022 年毕得医药与可比公司管理费用率



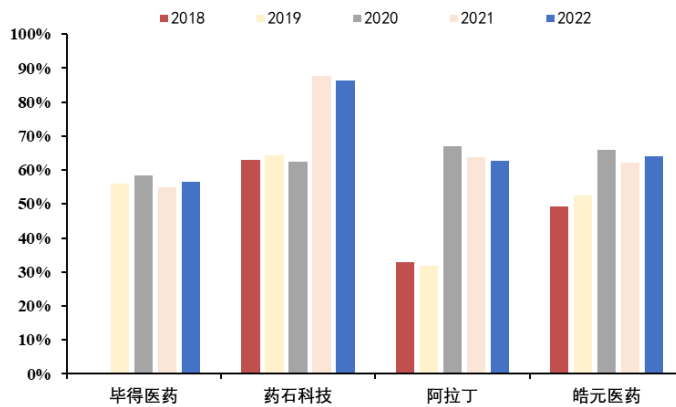
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：2018-2022 年毕得医药与可比公司销售费用率



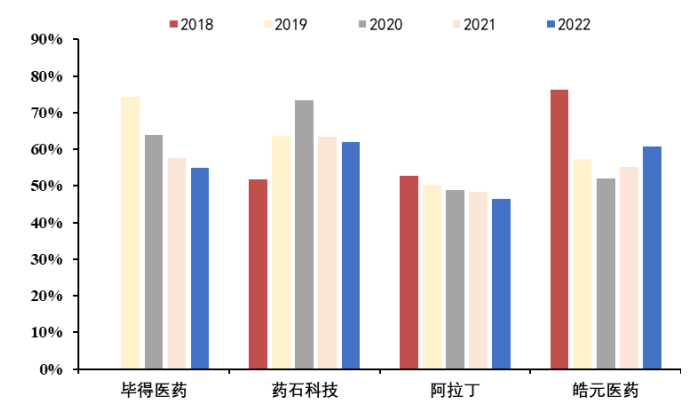
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：2018-2022 年可比公司销售费用中工资薪酬占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2018-2022 年可比公司管理费用中工资薪酬占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.3 客户丰富度优势凸显：存量渗透和增量拓展共振

**国内存量与海外增量的渗透拓展支撑业绩高增。**毕得医药具有国内分子砌块供应商前列的客户丰富度，2022 年合作客户数量已达到 8500 家。基于较高的基数，2019 年至今公司新客户拓展增速略有放缓，而客单价保持逐步提升。从国内外前五大客户收入占比变化来看，本土头部 CXO 收入贡献比例有所下降，我们判断公司在国内药企终端和科研机构客户方面的合作或逐步加深。海外方面，2022 年公司海外收入占比达到 48.64%（YOY+2.54pct），动能较国内更为强劲。2019-2021 年公司海外前五大客户以医药综合服务商（渠道商）为主，但其前五大客户总收入占比变化降低趋势明显，我们判断公司海外新客户拓展已进入“品牌力、产品竞争力、国际区域中心本地化拓展”提升共同驱动的良好性循环，我们预计海外终端药企及科研客户的拓展是未来增量主体。

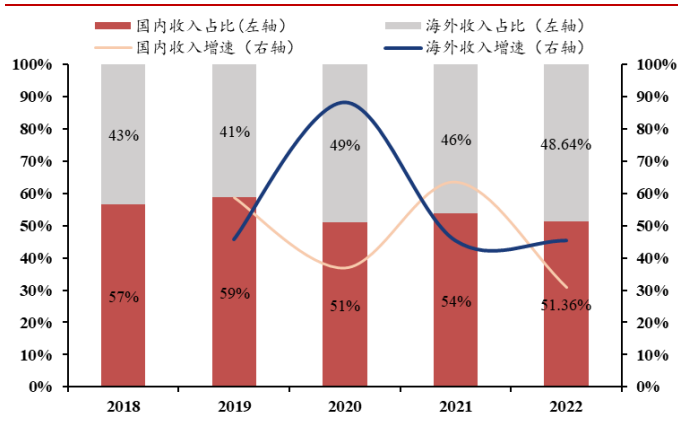


表2: 2019-2021年公司国内与海外前五大客户结构

2021年			2020年			2019年		
客户名称	销售金额 (万元)	收入占比	客户名称	销售金额 (万元)	收入占比	客户名称	销售金额 (万元)	收入占比
<b>国内</b>								
药明康德	6300	10.39%	药明康德	4419	11.29%	药明康德	2849	11.46%
康龙化成	1534	2.56%	康龙化成	1172	2.99%	康龙化成	843	3.39%
中国科学院及其下属机构	1183	1.95%	中国科学院及其下属机构	813	2.08%	中国科学院及其下属机构	787	3.16%
美迪西	993	1.64%	美迪西	715	1.83%	北京伊诺凯	532	2.14%
百济神州	636	1.05%	百济神州	475	1.21%	美迪西	329	1.32%
<b>合计</b>	<b>10666</b>	<b>17.59%</b>		<b>7595</b>	<b>19.40%</b>		<b>5339</b>	<b>21.48%</b>
<b>海外</b>								
Fluorochem	1898	3.13%	Fluorochem	2621	6.69%	Fluorochem	2258	9.08%
Sigma-Aldrich	1614	2.66%	Sigma-Aldrich	1437	3.67%	AstaTech	644	2.59%
Aragen Life Scienses	1340	2.21%	Aragen Life Scienses	892	2.28%	abcr GmbH	489	1.97%
eMolecules	707	1.17%	Satorius Stedim Chromatography Resins S.A.S.	639	1.63%	Sigma-Aldrich	480	1.93%
Namiki Shoji	692	1.14%	Namiki Shoji	607	1.55%	Ark Pharm	448	1.80%
<b>合计</b>	<b>6251</b>	<b>10.31%</b>		<b>6196</b>	<b>15.83%</b>		<b>4318</b>	<b>17.37%</b>

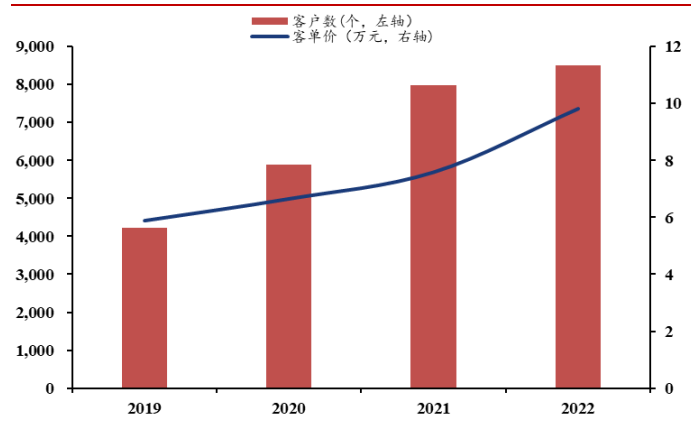
资料来源: 毕得医药招股书, 浙商证券研究所

图14: 2018-2022年毕得医药海外收入占比变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

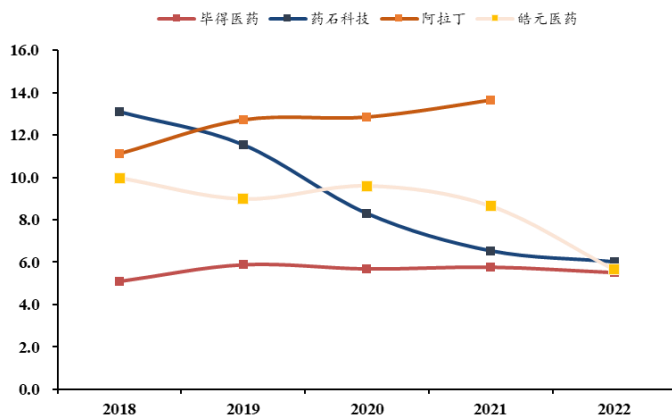
图15: 2018-2022年毕得医药客户数及客单价变化



资料来源: 毕得医药招股书, 公司年报, 浙商证券研究所

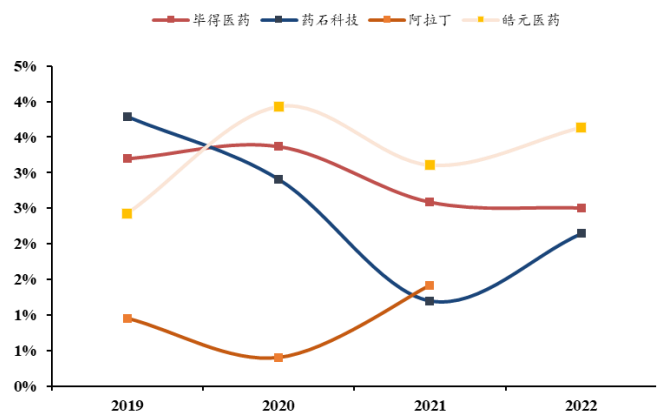
**公司运用开发且高效的信用政策促进客户拓展并增加粘性。**我们比较了2018-2022年数据发现, 公司的应收账款周转率低于可比公司水平, 并维持相对稳定; 同时, 公司信用风险控制能力持续提升, 在应收体量快速上升的同时信用资产减值损失占应收账款比例持续下降。我们认为这反映了公司信用政策相对可比公司更为开放且高效, 这或有利于促进客户拓展并提升粘性, 与公司促进规模快速扩张的战略目标相匹配。

图16: 2018-2022年公司应收账款周转率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2018-2022年公司信用资产减值损失占应收账款比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2 盈利预测与估值

我们认为,公司是具备国际竞争力的产品型分子砌块公司,存货周转效率提升叠加产品结构改善有望驱动公司业绩持续高增长。我们预计公司2023-2025年实现营业收入11.55、15.55、20.90亿元,同比增长38.53%、34.66%、34.35%;实现归母净利润1.97、2.67、3.63亿元,同比增长35.14%、35.29%、35.92%,对应EPS为3.04、4.11、5.59元,2023年5月5日收盘价对应2023年PE为41倍。基于毕得医药的行业领先地位以及其在全球市场、生命科学领域拓展的弹性,给予一定估值溢价,维持“增持”评级。

表3: 可比公司与估值(截至2023年5月5日)

公司名称	股票代码	收盘价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
皓元医药	688131.SH	113.20	2.91	4.28	6.15	39	26	18
阿拉丁	688179.SH	33.06	0.94	1.25	1.67	35	26	20
泰坦科技	688133.SH	126.20	2.65	3.74	5.33	48	34	24
药康生物	688046.SH	21.89	0.54	0.73	0.93	40	30	24
南模生物	688265.SH	42.43	0.17	0.32	0.51	255	132	83
药石科技	300725.SZ	53.28	2.02	2.71	3.64	26	20	15
平均			1.54	2.17	3.04	74	45	45
毕得医药	688073.SH	125.00	3.04	4.11	5.59	41	30	22

资料来源: Wind, 浙商证券研究所(毕得医药EPS为浙商医药预测值,其他公司数据为wind一致预期)

## 3 风险提示

**汇率波动风险:** 公司海外收入占比较高,汇率波动对公司业绩波动存在一定影响;

**市场竞争格局加剧风险:** 公司部分产品竞争壁垒较低,市场竞争格局加剧或对公司盈利能力产生较大影响;

**新药研发需求前瞻误判风险:** 公司基于自身对全球新药研发产业趋势理解可能存在误判,导致存货周转率大幅降低;

**全球新药研发景气度波动风险:** 公司处于全球新药研发产业链上游,下游景气度波动对公司产品销售影响较大。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2245	3796	4134	4598
现金	1506	2829	2908	3000
交易性金融资产	4	0	0	0
应收账款	177	227	286	370
其它应收款	17	28	35	47
预付账款	7	9	11	16
存货	522	692	882	1153
其他	12	12	12	12
<b>非流动资产</b>	115	125	140	157
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	39	51	66	79
无形资产	0	0	0	0
在建工程	5	5	6	7
其他	70	68	68	70
<b>资产总计</b>	2359	3921	4274	4754
<b>流动负债</b>	249	306	392	509
短期借款	10	10	10	10
应付款项	167	230	307	411
预收账款	0	0	0	0
其他	72	67	76	89
<b>非流动负债</b>	34	32	32	33
长期借款	0	0	0	0
其他	34	32	32	33
<b>负债合计</b>	283	339	425	542
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2076	3582	3849	4212
<b>负债和股东权益</b>	2359	3921	4274	4754

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	834	1155	1555	2090
营业成本	464	637	850	1139
营业税金及附加	4	6	7	10
营业费用	93	121	163	215
管理费用	72	99	129	171
研发费用	46	69	101	125
财务费用	(18)	(18)	(25)	(23)
资产减值损失	12	17	23	31
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	11	6	4	2
<b>营业利润</b>	172	229	310	422
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	172	229	310	422
所得税	26	32	43	59
<b>净利润</b>	146	197	267	363
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	146	197	267	363
EBITDA	164	243	326	439
EPS (最新摊薄)	2.25	3.04	4.11	5.59

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	37.55%	38.53%	34.66%	34.35%
营业利润	49.80%	33.54%	35.30%	35.92%
归属母公司净利润	49.60%	35.14%	35.29%	35.92%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.38%	44.84%	45.37%	45.48%
净利率	17.51%	17.08%	17.16%	17.36%
ROE	10.79%	6.97%	7.18%	9.00%
ROIC	6.01%	5.46%	6.87%	8.54%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	12.00%	8.64%	9.94%	11.41%
净负债比率	3.39%	2.84%	2.26%	1.77%
流动比率	9.01	12.39	10.54	9.02
速动比率	6.92	10.13	8.29	6.76
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.37	0.38	0.46
应收账款周转率	5.53	5.48	5.45	5.44
应付账款周转率	2.48	3.21	3.17	3.17
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.25	3.04	4.11	5.59
每股经营现金	0.46	0.28	1.31	1.56
每股净资产	31.98	55.19	59.30	64.88
<b>估值比率</b>				
P/E	55.59	41.14	30.40	22.37
P/B	3.91	2.27	2.11	1.93
EV/EBITDA	23.55	21.92	16.11	11.74

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	30	18	85	101
净利润	146	197	267	363
折旧摊销	14	13	15	17
财务费用	(18)	(18)	(25)	(23)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(76)	(22)	(6)	(14)
其它	(37)	(152)	(166)	(242)
<b>投资活动现金流</b>	(43)	(21)	(31)	(31)
资本支出	(13)	(17)	(22)	(23)
长期投资	0	0	0	0
其他	(30)	(4)	(8)	(8)
<b>筹资活动现金流</b>	1310	1326	25	23
短期借款	10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1301	1326	25	23
<b>现金净增加额</b>	1298	1323	79	93

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>