

## 爱建证券有限责任公司 研究所

分析师：侯佳林

执业编号：S0820511030002

TEL: 021-32229888-25508

E-mail: houjialin@ajzq.com

联系人：李东升

执业编号：S0820116070030

TEL: 021-32229888-33352



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	-4.67%	10.17%	25.27%
相对表现	-4.67	6.42%	18.54%

**评级：推荐（维持）**

### 基础数据

收盘价(2017-04-19)	21.44
目标价(未来个月)	-
52 周内高	26.10
52 周内低	18.00
总市值(百万元)	13522.57
流通市值(百万元)	11554.79
总股本(百万股)	630.72
已流通(百万股)	538.94
限售股(百万股)	91.78
每股净资产(元)	3.46

数据来源：WIND，爱建证券研究所

## 医药生物行业

证券研究报告 公司跟踪报告

发布日期 2017 年 4 月 20 日 星期四

## 业绩符合预期，产品处于稳定增长阶段

**事件：**公司公布 2017 年一季度报告，报告期内实现营业收入 8.38 亿元，同比增长 10.46%，归属于上市公司股东的净利润 0.85 亿元，同比增长 21.42%，扣非后净利润 0.85 亿元，同比增长 20.98%。

### 核心观点

- 主力产品维持稳定增长，新产品逐渐放量。**一季度公司主营业务收入 8.38 亿元，同比增长 10.46%，预计公司主力产品咪达唑仑收入约 1 亿元，同比增长 10%左右，依托咪酯收入约 0.9 亿元，同比增长 25%左右，利培酮维持个位数增长。新产品逐渐放量，其中右美托咪定预计实现收入约 0.45 亿元，在较低基数下实现高速增长（50%左右），瑞芬太尼、丙泊酚、度洛西汀以及阿立哌唑呈现高速增长态势。我们预计，随着各省招标的持续推进，公司老产品在新一轮招标中可能存在一定降价压力，但在手术量提升以及科室拓展营销策略下，有望维持原增速，实现平稳增长。新产品将在较低基数下持续放量，保持高速增长。
- 费用控制整体良好，研发投入持续增加。**一季度公司销售费用 2.57 亿元，同比增长 28.80%，同比提高 6.13 个百分点，预计与新产品的招标、推广有关。管理费用 0.61 亿元，同比增长 60.27%，同比提高 52.74 个百分点，原因在于公司研发投入大幅增加，预计与公司右美托咪定、度洛西汀等产品一致性评价推进以及重点在研项目推进有关。目前公司在研约 50 项产品，包括盐酸氟曲马唑原料及软膏报生产在审，其余在研项目进展顺利。公司逐渐增加对国外先进制剂技术的引进，符合精神、神经系统药物发展趋势（长效、缓释制剂），有望进一步加强公司整体研发实力。
- 受益于新版医保目录出台，相关产品有望贡献较大业绩弹性。**新版医保目录中新增右美托咪定、齐拉西酮注射液、利鲁唑片、氯氮平口腔崩解片及盐酸硫必利片，阿立哌唑由乙类提升为甲类，同时去除使用限制。右美托咪定市场增长迅速，同时竞争格局较好，随着公司在新产品学术推广方面的加强，该产品有望达到 3-5 亿元体量。阿立哌唑是优质的精神疾病用药，市场空间广阔，此次由乙类提升为甲类，将进一步推动该产品的快速放量。
- 投资建议：**预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.64、0.81、1.04 元，同比分别增长 29.45%、26.65%、29.26%，当前股价所对应的估值为 35X、27X、21X。公司是国内精麻药物龙头，成长空间广阔。其老产品稳定增长，新产品受益于医保目录调整，有望快速放量。此外，公司在研产品丰富，同时国际化战略持续推进，未来有望进一步丰富已有的中枢神经系统药物产品集群。我们看好公司的长期发展，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

1、 招标进展慢于预期；2、 新产品上市进度慢于预期；3、 招标降价严于预期；

表1 公司主要财务指标

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3018	3366	3769	4218
同比增长	9.1%	11.5%	11.9%	11.9%
净利润	310	401	508	656
同比增长	19.9%	29.5%	26.7%	29.3%
毛利率	46.1%	47.1%	48.6%	50.7%
净资产收益率	14.8%	16.2%	17.2%	18.4%
每股净收益	0.49	0.64	0.81	1.04

数据来源：Wind，爱建证券研究所预测

附：公司财务报表预测(单位：百万元)

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	656.69	655.63	620.75	573.40	1094.31		经营性现金净流量	204.77	277.75	561.96	268.34	839.79
应收和预付款项	677.58	839.60	764.19	1028.94	973.33		投资性现金净流量	-216.44	-238.46	-318.21	-300.00	-300.00
存货	270.89	296.70	243.39	344.31	286.23		筹资性现金净流量	361.93	-15.16	-278.62	-15.69	-18.88
其他流动资产	0.66	121.19	121.19	121.19	121.19		现金流量净额	350.32	24.30	-34.88	-47.35	520.91
无形资产和开发支出	81.80	78.06	78.06	78.06	78.06							
其他非流动资产	57.74	99.21	98.18	97.16	97.16							
<b>资产总计</b>	<b>2450.94</b>	<b>2854.88</b>	<b>2958.14</b>	<b>3493.26</b>	<b>4088.31</b>		<b>财务分析及估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
短期借款	238.00	263.00	0.00	0.00	0.00		<b>收益率</b>					
应付和预收款项	385.39	467.73	466.46	536.11	529.49		毛利率	41.88%	46.09%	47.06%	48.55%	50.68%
长期借款	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23		三费/销售收入	29.75%	32.78%	32.64%	32.50%	32.41%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		EBIT/销售收入	11.29%	11.80%	12.67%	14.22%	16.40%
<b>负债合计</b>	<b>623.62</b>	<b>730.96</b>	<b>466.69</b>	<b>536.34</b>	<b>529.72</b>		EBITDA/销售收	13.09%	13.52%	13.65%	15.94%	18.62%
股本	485.17	630.72	630.72	630.72	630.72		销售净利率	9.23%	10.00%	11.60%	13.12%	15.16%
资本公积	534.73	389.51	389.51	389.51	389.51		<b>资产获利率</b>					
留存收益	794.73	1075.36	1453.32	1932.00	2550.75		ROE	14.24%	14.78%	16.21%	17.20%	18.38%
归属母公司股东权益	1814.63	2095.59	2473.55	2952.23	3570.98		ROA	12.75%	12.48%	14.42%	15.35%	16.92%
少数股东权益	12.69	28.33	17.90	4.69	-12.38		ROIC	22.99%	19.85%	22.13%	25.70%	26.00%
股东权益合计	1827.32	2123.92	2491.45	2956.92	3558.59		<b>增长率</b>					
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2450.94</b>	<b>2854.88</b>	<b>2958.14</b>	<b>3493.26</b>	<b>4088.31</b>		销售收入增长率	10.60%	9.08%	11.54%	11.97%	11.90%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		EBIT 增长率	14.12%	13.98%	19.76%	25.69%	29.00%
利润表	2766.57	3017.79	3366.17	3769.22	4217.84		EBITDA 增长率	14.02%	12.66%	12.62%	30.78%	30.70%
<b>营业收入</b>	<b>1607.82</b>	<b>1626.86</b>	<b>1781.99</b>	<b>1939.08</b>	<b>2080.41</b>		净利润增长率	15.38%	18.18%	29.45%	26.65%	29.26%
减: 营业成本	25.32	34.07	33.08	37.04	41.44		总资产增长率	33.36%	16.48%	3.62%	18.09%	17.03%
营业税金及附加	660.33	815.56	909.71	1018.64	1139.88		股东权益增长率	73.93%	15.48%	18.04%	19.35%	20.96%
营业费用	150.55	175.36	195.60	219.02	245.09		经营营运资本增长率	31.30%	38.64%	-15.12%	43.11%	-10.30%
管理费用	12.04	-1.72	-6.64	-12.61	-17.84		<b>资本结构</b>					
财务费用	16.60	24.14	18.52	18.52	18.52		资产负债率	25.44%	25.60%	15.78%	15.35%	12.96%
资产减值损失	0.00	0.74	0.00	0.00	0.00		投资资本/总资	58.61%	60.76%	63.47%	68.54%	60.65%
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		带息债务/总负	38.20%	36.01%	0.05%	0.04%	0.04%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		流动比率	2.58	2.62	3.75	3.86	4.67
其他经营损益	293.89	344.26	433.91	549.54	710.34		速动比率	2.14	2.05	2.97	2.99	3.90
营业利润	7.08	14.24	0.00	0.00	0.00		股利支付率	9.13%	0.00%	5.73%	5.73%	5.73%
加: 其他非经营损益	300.97	358.49	433.91	549.54	710.34		收益留存率	90.87%	100.00%	94.27%	94.27%	94.27%
<b>利润总额</b>	<b>45.69</b>	<b>56.81</b>	<b>43.39</b>	<b>54.95</b>	<b>71.03</b>		<b>资产管理效率</b>					
减: 所得税	255.28	301.69	390.52	494.59	639.31		总资产周转率	1.13	1.06	1.14	1.08	1.03
<b>净利润</b>	<b>-3.07</b>	<b>-8.06</b>	<b>-10.43</b>	<b>-13.21</b>	<b>-17.07</b>		固定资产周转率	10.89	7.33	4.95	4.12	3.82
减: 少数股东损益	258.35	309.74	400.95	507.80	656.38		应收账款周转率	4.52	4.16	4.72	4.20	4.66
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2766.57</b>	<b>3017.79</b>	<b>3366.17</b>	<b>3769.22</b>	<b>4217.84</b>		存货周转率	5.94	5.48	7.32	5.63	7.27

数据来源：wind，爱建证券研究所预测

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com