

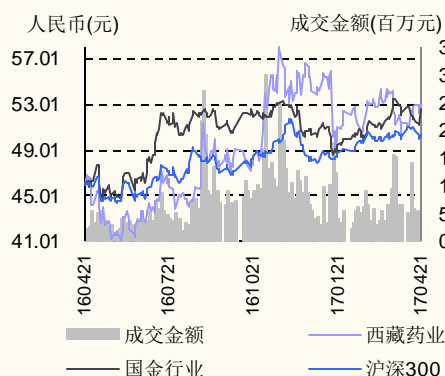
市场价格 (人民币): 52.40 元

目标价格 (人民币): 59.32 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	114.11
总市值(百万元)	7,628.86
年内股价最高最低(元)	58.01/41.01
沪深 300 指数	3466.79
上证指数	3173.15



新股东新气象，新模式新可能

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.629	1.362	1.483	1.846	2.252
每股净资产(元)	3.36	4.54	12.15	13.69	15.60
每股经营性现金流(元)	0.92	1.72	-5.64	2.06	2.43
市盈率(倍)	69.56	39.75	35.33	28.39	23.27
行业优化市盈率(倍)	29.58	29.58	29.58	29.58	29.58
净利润增长率(%)	336.78%	116.39%	37.92%	24.45%	22.04%
净资产收益率(%)	18.72%	30.02%	12.21%	13.48%	14.44%
总股本(百万股)	145.59	145.59	184.40	184.40	184.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 长期合作的企业成为大股东，利益一致，促进经营规范和业绩常态化：康哲入主前，公司经营思路缺乏连贯性，房地产企业新凤凰城成为第一大股东，拟转型房地产业务，后未能成行；2014 年康哲陆续举牌、受让、增发等方式成为实际控制人，预计平均成本 31.3 元/股，全面接手运营；由于贡献利润的主力品种销售均掌握在康哲手中，因此业务透明，业绩回归应有水平。
- 主力品种新活素在临床渗透率、适应症拓展和覆盖区域上仍有很大潜力：新活素在心衰治疗中找到独特的定位：缓解急性症状，保护脏器供血；循证医学肯定了新活素在急性心衰中的作用，也逐步拓展到急性冠状动脉综合征 (ACS) 领域；新活素临床渗透率仅约 13%，国家医保谈判有望助力；新活素区域覆盖上还有极大潜力，联合依姆多和波依定推广，协同效应更强；16 年销量增速仅 15% 系康哲端清库存，17 年公司口径销量增速至少与终端增速匹配。
- “依姆多”模式具有代表意义，国内改善空间大，品种有协同：有别于波依定的 20 年独家销售权，依姆多收购更为彻底，未来提升盈利方式更多，如生产转换有望提升毛利率 10%；依姆多已接近低价药标准，国内市场份额与原研地位不符，存在很大提升空间；新活素、依姆多与波依定共享渠道、相辅相成。
- 诺迪康和自营品种短期贡献不大，经营现金流充足和依姆多的经验为继续外延提供基础。

盈利预测

- 基于新活素的稳定增长和依姆多的潜力，我们预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 273/340/415 百万人民币，对应增速 37.9%/24.5%/22.0%。

投资建议

- 我们认为核心品种新活素、依姆多贡献公司主要利润，新活素的终端持续增长、依姆多国内的增长和毛利的提升有望推动未来三年净利润复合增速近 27.9%。考虑到“依姆多”模式的复制性，给予 17 年 40x 估值，目标价 59.32 元/股，给予“增持”评级。

风险

- 新活素降价超预期；依姆多生产转化进度低预期；其他业务拖累。

孙炜 联系人
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

九年合作，康哲终成大股东，促进经营规范和业绩常态化.....	4
康哲入主前，公司经营策略缺乏连贯性.....	4
2014年康哲介入，举牌、受让、增发成为实际控制人，全面接手运营.....	5
股东利益一致，业务透明，业绩回归常态.....	5
新活素在临床渗透率、适应症拓展和覆盖区域上仍有很大潜力.....	6
新活素在心衰治疗中找到独特的定位：缓解急性症状，保护脏器供血.....	6
循证医学肯定了新活素在急性心衰中的作用，也逐步拓展到急性冠状动脉综合征（ACS）领域.....	7
新活素临床渗透率仅约13%，国家医保谈判有望助力.....	8
新活素区域覆盖上还有极大潜力，联合依姆多和波依定协同效应更强.....	9
16年销量增速15%系康哲端清库存，17年公司口径销量增速至少与终端匹配.....	10
“依姆多”模式具有代表意义，国内改善空间大，品种有协同.....	10
有别于波依定的20年独家销售权，依姆多收购更为彻底，未来提升盈利方式更多.....	10
依姆多已接近低价药标准，国内市场份额与原研地位不符，存在很大提升空间.....	10
新活素、依姆多与波依定共享渠道、相辅相成.....	11
诺迪康和自营品种短期贡献不大，经营现金流充足和依姆多的经验为继续外延提供基础.....	12
诺迪康胶囊还处于导入期，对利润贡献不大，承诺目标完成压力较大.....	12
经营现金流充足，存在类似“依姆多”模式的复制潜力.....	12
盈利预测与投资建议.....	12
风险提示.....	12

图表目录

图表 1：公司自有产品收入（百万人民币）和占比.....	4
图表 2：西藏药业股价图与康哲入主重要节点.....	5
图表 3：RAAS拮抗剂及作用位点.....	6
图表 4：心力衰竭患者住院期间静脉用药和出院带药情况（N=8,516）.....	7
图表 5：主要心衰住院静脉用药市场份额.....	7
图表 6：康哲新活素发货量（推算值，万支）.....	8
图表 7：金医药“5D3S”药品评估模型：重组人脑利钠肽（西藏药业）.....	9
图表 8：康哲最大品种黛力新销售收入分布（2015）.....	9
图表 9：新活素销售收入分布（2015）.....	9
图表 10：新活素康哲发货量（推算）与西藏销售量（披露）对比.....	10
图表 11：国金医药“5D3S”药品评估模型：单硝酸异山梨酯（西藏药业）..	11

图表 12: 单硝酸异山梨酯各企业市场份额 (销量) 与日服用金额 (元) 11

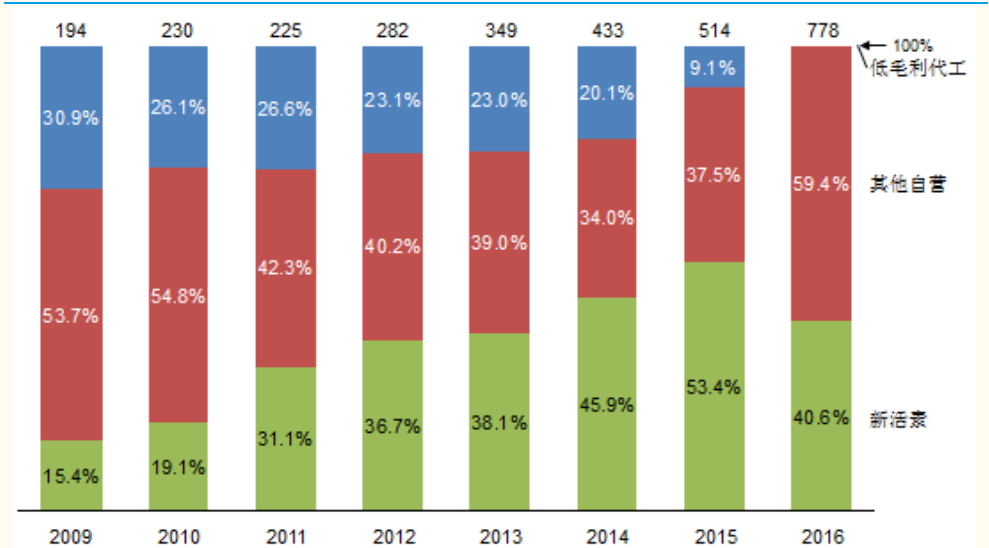
图表 13: 中国西药口服固体比例在提升, 有原研和国产仿制药的品种 2015 年
金额占比超过 75% 12

九年合作，康哲终成大股东，促进经营规范和业绩常态化

康哲入主前，公司经营策略缺乏连贯性

- 经历营销策略调整风波和益佰股权合作告吹后，房地产企业新凤凰城成为第一大股东。
 - 2005 年提出推行“预算制+大区模式”，同时 2006 年贵州益佰实际已接受公司经营，推动自有产品收入大幅 2006 年增长 76.3%，达到 20,256 万。
 - 2006 年大股东与贵州益佰的股权转让协议出现争议，2007 年经营策略又从 OTC 转回处方药，导致 OTC 板块收入从 2006 年的 7,225 万回落到 2007 年的 578 万。
 - 2005 年，新活素取得一类新药证书，主体成都诺迪康生物制药转固，折旧增加，子公司当年亏损 706.27 万；2006 年成都诺迪康生物制药、西藏诺迪康医药与广东康虹医药解除 2004 年 9 月签订的新活素 10 年总经销授权协议，赔偿人民币 1300 万元。
 - 2007 年新凤凰和一致行动人受让 3496 万股，成为第一大股东，拟将房地产资产注入，未能成行。
- 新活素在康哲 2008 年接手后收入贡献越来越大，经营业绩却因经营理念分歧而没有起色。
 - 2008 年，以康哲药业承诺为新活素开展 IV 期临床试验并完成符合国家食品药品监督管理局要求的 2000 例合格病例为前提条件，授予康哲药业“新活素”在全国地区的独家代理权以及以商标和专名向地区内客户总经销产品的权利，合同 2013 年 12 月 31 日到期。
 - 2009 年康哲就接近完成 3 万支的目标，2016 年销量推算近 38.4 万支，复合增速 44.9%；新活素对西藏药业的收入贡献逐步提升，而公司净利润 2009-2014 年在一直在 2,000-3,000 万元徘徊。

图表 1：公司自有产品收入（百万人民币）和占比



来源：公司年报，国金证券研究所

2014年康哲介入，举牌、受让、增发成为实际控制人，全面接手运营

- 康哲通过举牌和从新凤凰城受让成为第一大股东，重大重组并增发后成为实际控制人，我们预计持股成本约 31.3 元/股。
 - 2014年2月举牌，后续陆续增持至 8.641%，通过区间股价推算平均成本 25 元/股左右。
 - 2014年10月以 30 元/股受让近 2,600 万股，新凤凰城和一致行动人持股至 5%以下，康哲持股提升至 26.61%。
 - 2017年4月收到证监会非公开发行批文，康哲与其大股东林刚认购近 80%，增发价不低于 35.02 元/股，持股比例有望提升至 37.6%。
- 剥离流通业务，帮助引入依姆多，核心产品销售均掌握在康哲手中。
 - 2015年2月，康哲接手诺迪康胶囊（12年基药品种）的销售。
 - 2015年7月出售本草堂 51%股权，低毛利代工业务（注射用丙戊酸钠等）也被停止，主业聚焦自有产品销售。
 - 2016年3月推出依姆多收购预案，5月康哲通过过桥贷款帮助西藏提前确定依姆多资产的收购，并帮助依姆多在国内推广。
 - 至此，新活素、诺迪康、依姆多销售推广均掌握在康哲手中，这三个产品 2016年占到总收入的 88.7%。

图表 2：西藏药业股价图与康哲入主重要节点



来源：公司年报，国金证券研究所

股东利益一致，业务透明，业绩回归常态

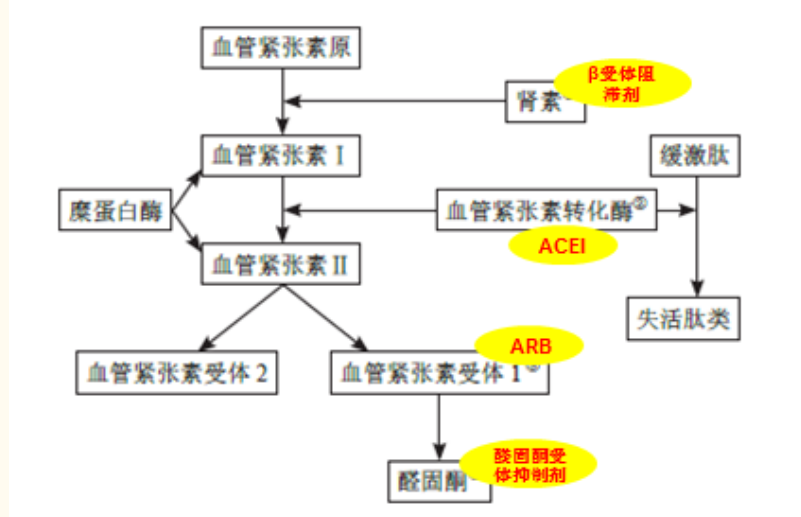
- 原第一大股东新凤凰城股权已低于 5%，第二大股东西藏华西药业也充分享受到康哲入主后公司改善的成果，股东利益趋于一致。
- 核心品种收入占比近 90%，且与康哲的推广合作极为透明，因此 15、16 年业绩也回归应有水平，增长超过 300%和 100%，净资产收益率 16 年达到 30%。

新活素在临床渗透率、适应症拓展和覆盖区域上仍有很大潜力

新活素在心衰治疗中找到独特的定位：缓解急性症状，保护脏器供血

- 心力衰竭是一种临床综合征，各种原因引起的心脏结构和功能的异常改变，病理生理机制主要是血流动力学障碍和神经体液因素对心衰进展的作用。
 - 前者表现为心输出量降低、肺循环或体循环淤血，造成运动耐量下降，一般从左心室开始，因此按照左心室射血分数（LVEF）分为 HFReF（射血分数降低的心衰，LVEF<40%）和 HFpEF（射血分数保留的心力衰竭，LVEF≥45%）。
 - 后者为交感神经系统、肾素-血管紧张素-醛固酮系统（RAAS）等系统的异常激活，参与和促进心肌重构，导致不断恶化。
- 病理生理机制决定了治疗的手段和路径：利尿剂是唯一能充分控制和有效清除液体滞留的药物；RAAS 拮抗剂（图 3）；地高辛（Na⁺/K⁺-ATP 酶抑制剂，抑制神经内分泌系统过度激活）；伊伐布雷定（通过降低窦房结发放冲动的频率来减慢心率，对心内传导、心肌收缩力或心室复极无影响）。

图表 3：RAAS 拮抗剂及作用位点



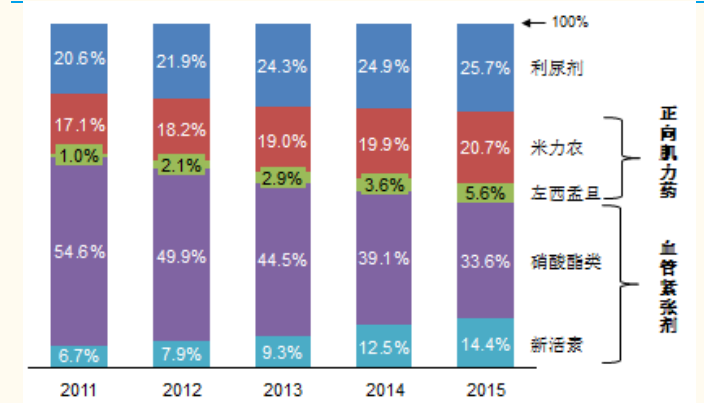
来源：国金证券研究所

- 对于终末期和急性心力衰竭，缓解严重症状和保证脏器供血是第一位，正向肌力药（磷酸二酯酶抑制剂、钙离子增敏剂等）和血管扩张剂（硝酸酯类、硝普钠、新活素）尽管增加心肌负担，可能导致心衰恶化，但是为了改善血流动力学状态以及心力衰竭症状，临床还是建议短期静脉应用；同时对于 HFpEF，心力衰竭合理用药指南（2016）也推荐使用新活素。
- 实际用药情况，我们结合阜外医院牵头的中国心衰患者注册登记研究（China-HF）披露数据和 IMS 终端数据，可以看出：
 - 利尿剂确实使用范围很广，同时抗生素使用较为普遍，因为感染是国内心衰加重的主要原因（45.9%），这点与国外急性心肌缺血和心律失常是主要原因不同。
 - 正向肌力药和血管紧张剂在国内使用较为广泛，其中前者以米力农为主，左西孟坦增长迅速；后者以硝酸酯类药物为主，新活素替代明显。

图表 4: 心力衰竭患者住院期间静脉用药和出院带药情况 (N=8,516)

住院期间静脉药物		出院口服药物	
药物名称	例数 (%)	药物名称	例数 (%)
袢利尿剂	6,165 (72.4)	袢利尿剂	5,722 (67.2)
洋地黄	1,899 (22.3)	地高辛	2,222 (26.1)
硝酸酯类药物	3,543 (41.6)	硝酸酯类药物	2,869 (33.7)
硝普钠	903 (10.6)	ACEI/ARB	4,658 (54.7)
重组人脑利钠肽	145 (1.7)	β受体阻滞剂	4,309 (50.6)
多巴胺	826 (9.7)	醛固酮受体拮抗剂	4,717 (55.4)
多巴酚丁胺	230 (2.7)	CCB	902 (10.6)
米力农	230 (2.7)	华法林	723 (8.5)
胺碘酮	281 (3.3)		
去甲肾上腺素	59 (0.7)		
抗生素	3,781 (44.4)		

图表 5: 主要心衰住院静脉用药市场份额



来源: China-HF (2015,阜外医院); 国金证券研究所

来源: IMS, 国金证券研究所

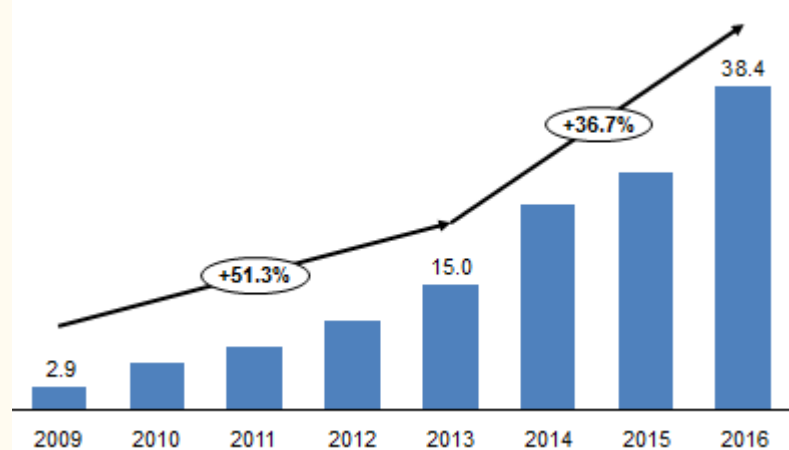
循证医学肯定了新活素在急性心衰中的作用, 也逐步拓展到急性冠状动脉综合征 (ACS) 领域

- 2011 年《中华心血管杂志》公布了由胡大一、葛均波等心内科权威牵头的新活素 IV 临床 (纳入 2,160 例患者) 结果:
 - 迅速降低患者 PCWP (肺毛细血管楔压, 反映肺静脉、左心房和左心室的功能状态), 有效改善患者血流动力学;
 - 用药 30min 起显著缓解呼吸困难, 改善全身症状;
 - 用药 24h 后, 尿量较基线增加 76.59%;
 - 显著降低患者 NT-proBNP 水平, 改善治疗及预后, 30 天内总体再住院率为 5.6%, 低于 2004 年美国 Adhere 报道的心衰患者 30 天内再住院率 20%, 30 天总体病死率为 9.4%, 低于 2007 年中国慢性心衰指南报道的院内病死率 12.3%;
 - 低血压发生率为 1.44%, 不影响患者肾功能, 研究观察到降低患者肌酐水平的现象
- 新活素对急性冠状动脉综合征 (ACS) 症状的缓解、术中手术的稳定、住院期间的心衰的预防和恢复也有一定帮助。
 - ACS 是以冠状动脉粥样硬化斑块破裂或侵袭, 继发完全或不完全闭塞性血栓形成病理基础的一组临床综合征, 包括急性 ST 段抬高性心肌梗死 (STEMI)、急性非 ST 段抬高性心肌梗死 (NSTEMI) 和不稳定型心绞痛 (UA)。
 - 根据中国心血管病报告 (2015), 国内 ACS 合并急性心衰患者的研究分析了 2006 年 3 月至 6 月中国大陆 31 个省份及香港共计 65 家医院的 3,168 名明确诊断为 ACS 的患者, 其中急性 STEMI (41.2%)、UA (47.1%)、急性 NSTEMI (11.7%), 有 706 (22.3%) 名患者住院期间出现急性心衰。
 - 近年傅向华、谷新顺、李世强等陆续在《中国循环杂志》、《中华心血管杂志》上发布新活素“对急性前壁心肌梗死患者 (AMI) 直接经皮冠状动脉介入治疗术 (PCI) 后局部心肌形变能力的影响”和“早期应用重组人脑利钠肽对 STEMI 患者急诊 PCI 术后心肌梗死面积影响的临床研究”, 证实了新活素有助于心梗患者 PCI 术后的恢复。

新活素临床渗透率仅约 13%，国家医保谈判有望助力

- 中国慢性心衰患者超过 400 万人，住院比例近 20%。
 - 2000 年中国 35-74 岁人群慢性心力衰竭（CHF）的患病率为 0.9%（北方 1.4%，南方 0.5%），且患病率近年处于上升趋势，据此推算慢性心衰患者至少 400 万人。根据中国医师协会心力衰竭专业委员会名誉主席黄峻教授分享，部分地区最新的调查显示心衰患病率可能已达到 1.3%。
 - 根据石家庄数据，心衰患者住院率近 0.25%，按照 1.4%患病率计算慢性心衰患者住院比例接近 20%。
 - 根据 CHINA-HF 研究，HFrEF 左心室射血分数<40% 的患者仅占 37.5%，HFpEF 更适合处方新活素。
- ACS 住院患者超过 100 万，其中 AMI（急性心梗）占比 50%。
 - 2011 年 PCI 手术例数为 34.1 万，ACS 占到冠脉介入治疗的 90%；根据 CHINA-PEACE 研究 PCI 在 STEMI（属于 ACS）住院患者中使用率仅 27.6%，据此推算 ACS 住院患者近 111 万。
 - 根据中国心血管病报告（2015），国内 ACS 患者中 AMI（急性心梗）占比 52.9%，住院期间急性心衰比例 22.3%。
- 新活素适用患者潜在用量可达 292 万支。
 - 慢性心衰急性发作，约 80 万人次，假设远期渗透率 40%，每次使用 4 支（按 0.015ug/kg/min 滴注 2 天），对应潜在市场 128 万支。
 - 急性心衰患者，仅考虑 ACS 住院患者，约 20 万人次，每次使用 4 支（按 0.015ug/kg/min 滴注 2 天），对应潜在市场 80 万支。
 - ACS 患者，主要考虑 PCI 手术患者，15 年已达 56 万例，假设远期使用率 30%，每次使用 5 支（术中 1 支，术后恢复 4 支），则对应 84 万支。
- 新活素 16 年销量预计 38 万支左右，渗透率仅 13%。
 - 康哲报表收入包含两部分：产品销售收入和推广服务费，推广服务费可以通过西藏药业披露的关联交易获得，则可以推算康哲的产品销售收入，从而得出康哲给流通企业的发货数量。
 - 以新活素应用较好的某核心三甲医院为例，单医院销量能占到整体的 2%，50%销售来源于心内科的心衰重度病人，渗透率仅 30%；其他心外、呼吸、重症、急诊，渗透率仅 10%。

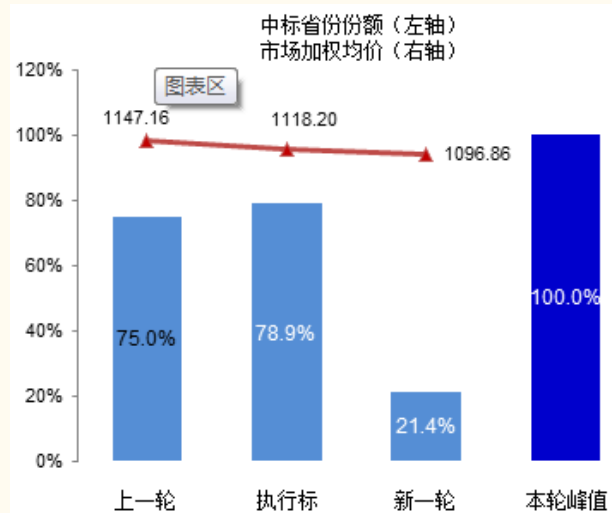
图表 6：康哲新活素发货量（推算值，万支）



来源：公司年报，国金证券研究所

- 新活素 2017 年 4 月 14 日被人社部纳入国家医保谈判范围，我们预计在谈判价格降幅合理的情况下公司会接受降价进医保。
- 一方面，根据 2016 年 5 月卫计委牵头的三个谈判品种执行情况，进入接受国家谈判价格后各省在本轮标期内不再议价，直接挂网采购，原有没有中标或丢标的省份又可以开始销售。

图表 7：金医药“5D3S”药品评估模型：重组人脑利钠肽（西藏药业）



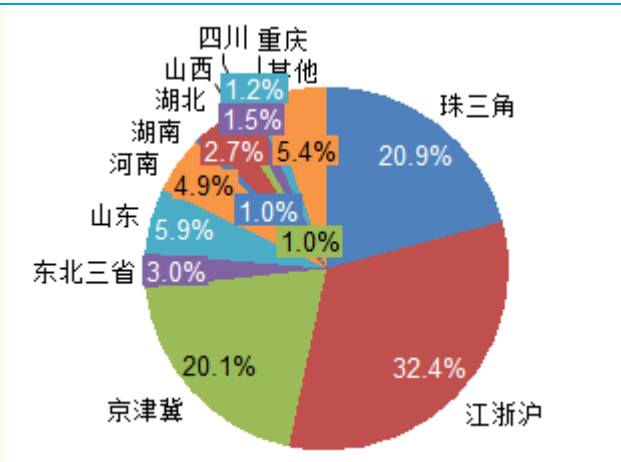
来源：公司年报，国金证券研究所

- 另一方面，进入医保后患者支付价格大幅减少，有助于临床渗透率的提高。假设降价 20%，医保报销 70%，以急性心衰为例，住院期间使用 4 支，新活素自付金额仅 972.5 元。

新活素区域覆盖上还有极大潜力，联合依姆多和波依定协同效应更强

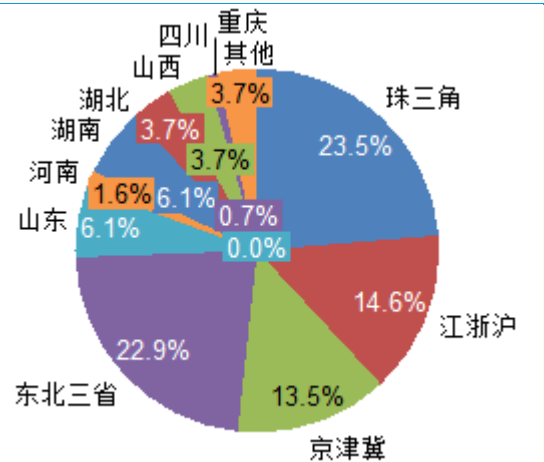
- 对比康哲销售收入最大的品种黛力新，新活素在东北三省份额突出，在康哲大本营珠三角正常大会，在江浙沪和京津冀表现较差，还有很大空间。
- 康哲 2016 年初已经将新活素、依姆多和波依定整合成独立的销售队伍——心血管（II）线，未来有望共同拓展弱势省份。

图表 8：康哲最大品种黛力新销售收入分布（2015）



来源：IMS，国金证券研究所

图表 9：新活素销售收入分布（2015）

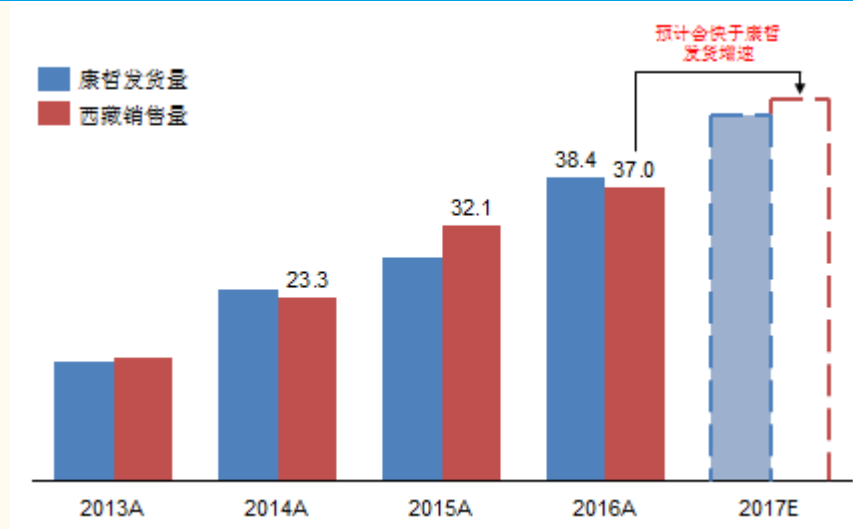


来源：IMS，国金证券研究所

16 年销量增速 15%系康哲端清库存，17 年公司口径销量增速至少与终端匹配

- 我们关注到康哲发货量 15 年大于西藏销售量，16 年小于西藏销售量，在 13、14 年也出现类似情况。主要原因来自于康哲对新活素销售团队以“两年合计销量”作为考核指标，因此如果 15 年销量较低，16 年就会冲量。
- 我们预计康哲端库存 2 万左右（周转<1 个月），已经在合理的备货水平，17 年终端增速如果保持 25%的增长，则西藏的发货量增速也会与之匹配。

图表 10：新活素康哲发货量（推算）与西藏销售量（披露）对比



来源：公司年报，国金证券研究所

“依姆多”模式具有代表意义，国内改善空间大，品种有协同

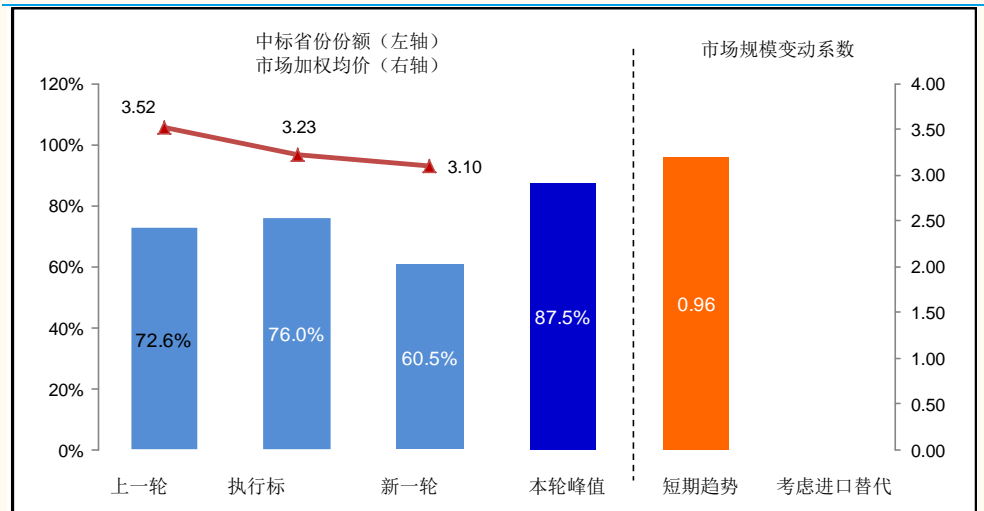
有别于波依定的 20 年独家销售权，依姆多收购更为彻底，未来提升盈利方式更多

- 波依定是康哲以 3.1 亿美元获得中国商业化许可的独家授权，阿斯利康负责生产和供货，并可以获得长期的销售分成。
- 依姆多是西藏药业以 1.9 亿美金获得除美国市场以外的全球商业全力，转让资产的范围包括：与产品相关的商标、技术诀窍、商誉、产品记录、库存、注册批准及注册信息中所含之权利和利益。
- 波依定购买的仅仅是中国的 20 年的销售权，依姆多购买了产品及品牌相关资产，未来能够获得销售产生的所有权益，同时也能通过本土化生产降低成本，毛利有望从目前的 70%左右提升到 80%以上；而除美国、中国外的海外渠道未来亦存在嫁接的可能性。

依姆多已接近低价药标准，国内市场份额与原研地位不符，存在很大提升空间

- 依姆多目前有执行标的省份占全国市场的 76%，相比上一轮（2013 年招标）价格有所提高，执行标均价比上一轮下降 8.24%；与此同时 60mg*7 片的最新的全国最低价为 20.93，日服用金额为 2.99 元，已经符合低价药要求。

图表 11：国金医药“5D3S”药品评估模型：单硝酸异山梨酯（西藏药业）

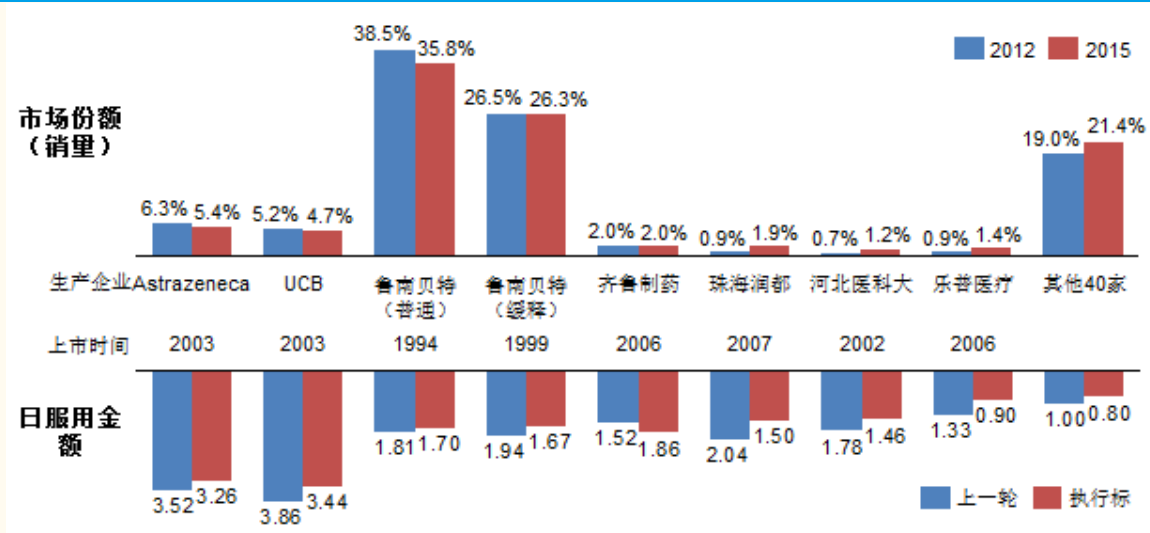


备注：1、市场变动系数>1，表示“新增中标省份>降价”影响
2、考虑进口替代=短期中性市场变动系数*(1/国产销量份额)
3、对上轮没有标的品种，短期趋势为无穷大，图中不显示

来源：药智网，国金证券研究所

- 作为单硝酸异山梨酯的原研产品，鲁南贝特市场份额超过 60%，依姆多市场份额（销量）仅占 5.4%，有很大的提升空间。
- 作为原研，不受“一品双规”的限制。
- 之前产品处于自然销售状态，康哲帮助进行国内市场的学术推广，且推广费用率较低。

图表 12：单硝酸异山梨酯各企业市场份额（销量）与日服用金额（元）



来源：药智网，国金证券研究所

新活素、依姆多与波依定共享渠道、相辅相成

- 新活素针对急性心衰、ACS（急性冠状动脉综合征）；依姆多针对冠心病的长期治疗，同时心肌梗死后的恢复和慢性心衰的长期治疗应用也比较广泛，根据 CHINA-HF（2015）的统计，心衰住院患者的出院口服药物中硝酸酯类占到 33.7%；波依定，主要用于高血压、稳定性心绞痛，大部分 CCB 都有负性肌力作用，不建议用于心衰并发症患者，只有氨氯地平和非洛地平严重时可以使用。

- 康哲为这组产品调整销售架构，组成心血管 II 线，不管在对应科室还是学术推广上都有望产生协同

诺迪康和自营品种短期贡献不大，经营现金流充足和依姆多的经验为继续外延提供基础

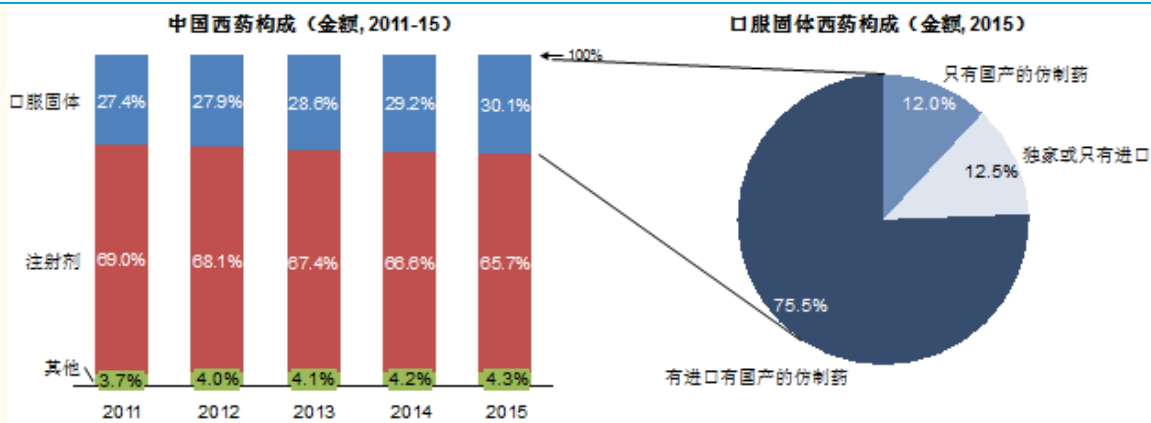
诺迪康胶囊还处于导入期，对利润贡献不大，承诺目标完成压力较大

- 诺迪康在康哲报表端 2015、16 年收入为 82 和 122 百万，原小于西藏药业披露的关联交易中的“康哲采购金额+购买康哲服务金额”，据此推算 15、16 年康哲端库存压力较大。
- 康哲 16 年采购量仅达到承诺销售量的 80.1%，叠加动销因素，承诺销量完成压力较大。

经营现金流充足，存在类似“依姆多”模式的复制潜力

- 康哲类似包销的销售模式，先款后货，导致公司经营现金流流入净额大于公司利润，17 年货币资金预计超过 6 亿。本次融资后，资金用于偿还和支付依姆多收购对价，应付款项减少，公司负债极少。
- “依姆多”资产的交易模式代表了外资对过专利原研药品的处理趋势，未来存在大量的相关机会（图表 13），当然也要寻找市场份额有提升空间的品种。

图表 13：中国西药口服固体比例在提升，有原研和国产仿制药的品种 2015 年金额占比超过 75%



来源：药智网，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 基于新活素的稳定增长和依姆多的潜力，我们预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 273/340/415 百万人民币，对应增速 37.9%/24.5%/22.0%。
- 我们认为核心品种新活素、依姆多贡献公司主要利润，新活素的终端持续增长、依姆多国内的增长和毛利的提升有望推动未来三年净利润复合增速近 27.9%。考虑到“依姆多”模式的可复制性，给予 17 年 40x 估值，目标价 59.32 元/股，给予“增持”评级。

风险提示

- 新活素降价超预期；依姆多生产转化进度低预期；其他业务拖累。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,668	1,383	797	1,045	1,227	1,428	货币资金	300	319	373	591	934	1,342
增长率		-17.1%	-42.4%	31.2%	17.4%	16.4%	应收款项	171	37	105	100	112	124
主营业务成本	-1,328	-935	-189	-242	-258	-261	存货	305	126	94	100	103	107
%销售收入	79.6%	67.7%	23.7%	23.2%	21.1%	18.2%	其他流动资产	34	2	68	70	70	70
毛利	340	447	608	803	969	1,168	流动资产	811	484	642	860	1,218	1,643
%销售收入	20.4%	32.3%	76.3%	76.8%	78.9%	81.8%	%总资产	77.5%	68.5%	28.0%	35.4%	44.7%	53.3%
营业税金及附加	-8	-10	-10	-13	-17	-19	长期投资	76	67	154	154	154	154
%销售收入	0.5%	0.7%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%	固定资产	109	107	148	149	148	145
营业费用	-246	-316	-357	-458	-558	-677	%总资产	10.4%	15.1%	6.5%	6.1%	5.4%	4.7%
%销售收入	14.8%	22.8%	44.8%	43.8%	45.5%	47.4%	无形资产	43	42	1,341	1,260	1,198	1,136
管理费用	-54	-48	-44	-50	-55	-57	非流动资产	236	222	1,649	1,568	1,505	1,440
%销售收入	3.2%	3.5%	5.5%	4.8%	4.5%	4.0%	%总资产	22.5%	31.5%	72.0%	64.6%	55.3%	46.7%
息税前利润 (EBIT)	31	74	197	282	339	416	资产总计	1,046	706	2,291	2,428	2,723	3,083
%销售收入	1.9%	5.3%	24.7%	27.0%	27.6%	29.1%	短期借款	135	45	45	0	0	0
财务费用	1	3	-8	-4	8	12	应付款项	415	71	1,469	90	96	100
%销售收入	0.0%	-0.2%	1.1%	0.4%	-0.6%	-0.9%	其他流动负债	55	76	91	100	103	104
资产减值损失	-8	0	-1	-1	0	0	流动负债	605	192	1,605	190	199	204
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	2	30	2	0	0	0	其他长期负债	27	28	28	0	0	0
%税前利润	5.9%	28.2%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	632	220	1,632	190	199	205
营业利润	26	107	190	277	346	428	普通股股东权益	404	489	661	2,240	2,524	2,877
营业利润率	1.5%	7.7%	23.8%	26.5%	28.2%	29.9%	少数股东权益	10	-4	-2	-1	0	1
营业外收支	1	0	32	28	33	35	负债股东权益合计	1,046	706	2,291	2,428	2,723	3,083
税前利润	27	106	222	305	379	463	比率分析						
利润率	1.6%	7.7%	27.9%	29.2%	30.9%	32.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-6	-16	-23	-31	-38	-46	每股指标						
所得税率	23.8%	14.7%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.144	0.629	1.362	1.483	1.846	2.252
净利润	20	91	199	275	341	416	每股净资产	2.777	3.362	4.538	12.146	13.690	15.601
少数股东损益	-1	-1	1	1	1	1	每股经营现金净流	-0.971	0.920	1.719	-5.636	2.057	2.426
归属于母公司的净利润	21	92	198	273	340	415	每股股利	0.060	0.060	0.060	0.300	0.400	0.450
净利率	1.3%	6.6%	24.9%	26.2%	27.7%	29.1%	回报率						
							净资产收益率	5.19%	18.72%	30.02%	12.21%	13.48%	14.44%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.00%	12.97%	8.66%	11.26%	12.50%	13.47%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	4.37%	11.84%	25.13%	11.34%	12.07%	12.99%
净利润	20	91	199	275	341	416	增长率						
非现金支出	24	12	57	77	76	77	主营业务收入增长率	18.96%	-17.10%	-42.38%	31.17%	17.41%	16.41%
非经营收益	6	-21	8	-18	-33	-35	EBIT增长率	38.25%	133.94%	167.25%	43.26%	20.02%	22.74%
营运资金变动	-192	52	-14	-1,372	-5	-11	净利润增长率	-22.74%	336.78%	116.39%	37.92%	24.45%	22.04%
经营活动现金净流	-141	134	250	-1,039	379	447	总资产增长率	-8.00%	-32.50%	224.31%	6.00%	12.14%	13.22%
资本开支	-27	-11	-10	33	20	23	资产管理能力						
投资	0	12	-147	0	0	0	应收账款周转天数	25.5	19.0	28.1	25.0	24.0	23.0
其他	0	2	-174	0	0	0	存货周转天数	78.7	84.2	182.4	150.0	145.0	150.0
投资活动现金净流	-27	4	-330	33	20	23	应付账款周转天数	29.1	20.0	567.3	40.0	38.0	37.0
股权募资	0	0	0	1,361	18	20	固定资产周转天数	23.8	27.6	66.3	49.1	40.5	33.4
债权募资	20	-50	7	-72	0	1	偿债能力						
其他	-6	-36	-28	-66	-74	-83	净负债/股东权益	-39.95%	-56.47%	-49.93%	-26.38%	-37.00%	-46.61%
筹资活动现金净流	14	-86	-21	1,224	-56	-62	EBIT利息保障倍数	-50.4	-27.7	23.4	65.5	-42.9	-34.0
现金净流量	-155	52	-101	217	343	408	资产负债率	60.42%	31.21%	71.27%	7.81%	7.30%	6.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	4
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.20

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD