

新生儿增长驱动行业提速，加强销售能力建设推动内生性增长加快

■山大华特是我们持续强烈推荐的公司，我们早已申明将其作为 2017 年首推标的之一，我们看好公司作为最受益新生儿数量增长立竿见影的投资标的，未来几年仍有望保持快速增长。

■按照权威指南，0~3 岁儿童均应该服用维生素 AD 补充剂，按照今年 2000 万左右新生儿数量，对应服用儿童数量接近 6000 万人，按照每年费用 365 元/年测算，则对应理论市场容量在 220 亿元，而达因药业 2016 年伊可新收入仅 8 亿左右，按照其医院市占率 62% 测算，整个行业收入规模仅 12.9 亿元，距离理论市场容量天花板还有 17 倍空间，发展空间潜力巨大。

■从行业角度看，2016 年维生素 AD 滴剂（伊可新通用名）行业增速实现 28%，增速大幅提升，行业趋势大幅向好，受益于新生儿数量增加，完全符合我们判断。虽然 2016 年新生儿数量仅 1847 万人，相比 2015 年 1650 万人仅增长 11.9%，但正如我们此前多篇报告反复阐述，2016 年新生儿数量虽然整体增速不高，但结构性来看，一线城市北京、上海、浙江等新生儿数量增速很高，而这些区域是伊可新的主要销售区域，其中北京和上海收入占比合计超过 50%，因此，这些区域的新生儿特别二胎政策带来的边际增量将显著拉动伊可新销售。行业整体销售向好恰恰说明伊可新迎来了一个非常难得的行业机遇。

从新生儿和行业角度看，我们认为，2016 年还尚未体现新生儿的增量高峰，未来两年才是最好时候。因为 2015 年 10 月才出台全面二胎政策，从生育周期角度看，政策影响带来的增量最快也要到 2016 年第四季度，事实上，我们判断，也确实只有 2016 年 11 月和 12 月，新生儿数量相比前 10 个月有了一个明显的提升，我们预计和判断，2017 年开始，新生儿数量有望延续这种环比增长态势，我们预计，2017 年新生儿数量有望达到 2000 万左右，因此，对伊可新的拉动作用还将持续且愈发明显。

■从行业角度看，除了新生儿数量增长的驱动因素以外，事实上，学术推广和教育工作也有望持续提高维生素 AD 滴剂的渗透率和用药依从性。我们前面测算了，维生素 AD 滴剂理论上 200 亿以上的市场容量，但此前由于缺乏强有力的学术推广和教育工作，导致渗透率较低。事实上，维生素 AD 是新生儿发育非常重要不可或缺的元素，中华医学会《儿童微量营养缺乏的防治建议》、《维生素 D 缺乏性佝偻病的防治建议》和《中国国家处方集（儿童版）》都对儿童维生素 AD 缺乏提出了预防性的要求，根据 2013 年出版的《中国国家处方集（儿童版）》建议：“维生素 AD 滴剂，1 岁以下儿童用，每粒含维生素 A 1500U，

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**70 元**
股价 (2017-05-26) **47.37 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,538.68
流通市值 (百万元)	8,505.92
总股本 (百万股)	180.25
流通股本 (百万股)	179.56
12 个月价格区间	29.80/52.52 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.62	24.15	50.25
绝对收益	8.55	15.17	50.42

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

相关报告

山大华特：达因药业 1 季度收入高增长 80% 以上推动业绩超预期，看好公司显著受益新生儿数量增长/崔文亮	2017-04-27
山大华特：一季报业绩超预期，显著受益于新生儿数量增长/周小刚	2017-04-11
山大华特：四季度费用高不改收入逐季环比增高，公司受益新生儿逻辑并未破坏/张龙	2017-03-28

维生素 D 500U；1 岁以上儿童用，每粒含维生素 A 2000U，维生素 D 700U。用于预防和治疗维生素 A 及维生素 D 缺乏症，口服，一次 1 粒，一日 1 次”，而伊可新绿盒（1 岁以下）和粉盒（1 岁以上）正是根据上述剂量而生产。**达因药业从去年开始也加大了学术会议和推广力度，预计未来渗透率将持续提升。**

虽然部分消费者通过海淘或者跨境购物网站等方式购买 DDrops，但是我们判断，不会对国内维生素 AD 滴剂造成影响，首先，一般新生儿家长接触这类产品都是通过医生，不会擅自自行购买，而 DDrops 中长期内都难以以药品身份进入我国（需要按照儿科用药完成临床试验申请新药，周期漫长），更重要地，DDrops 不含有 VA，只补充 VD，因为欧美等国不属于 VA 缺乏国家，不需要常规补充，而我国 VA 缺乏程度远高于欧美等发达国家，属于 VA 中度缺乏的国家，需要额外补充 VA。因此，DDrops 不会对伊可新销售造成影响。

■从公司自身角度讲，公司是国内儿科销售能力最强的企业之一，过去几年，公司伊可新增速持续显著超越行业整体增速，伊可新在维生素 AD 滴剂的市场占有率持续提升，2016 年医院端占比高达 62%，同时，公司还持续加强学术会议、品牌宣传和销售队伍建设，公司 2015 年开始搭建控销团队，2016 年进一步加强控销团队投入，向基层和社区等此前空白市场渗透，我们判断，这也是费用先行规律下公司 2016 年 Q4 费用计提较太多的原因之一，**因此，我们预计，公司未来几年增长除了享受行业增速提升外，还将通过学术推广和销售力度加大、销售渠道扩张和下沉等多重因素，实现远超行业的增速。达因药业 1 季度收入增速 80%左右，已经充分说明问题。**

■公司此前代理康源药业的右旋糖酐铁，销售额曾达到 8000 万元以上，2015 年开始终止代理，公司自己研发的右旋糖酐铁有望今年获批，届时凭借强大的销售通路，有望迅速实现销售放量。代理的太原药业小儿布洛芬栓包装更换完成后，该品种用药依从性非常好，且太原药业拥有 0.1g 的独家规格，潜力非常大。

■**投资建议：**我们看好公司作为新生儿数量增长最受益个股+公司自身加强销售能力建设带来的内生性增长加快双重驱动，未来几年有望持续保持较快增长，在当前医保控费、招标降价背景下，其 OTC 销售为主的属性具有避险能力。暂不考虑达因药业少数股东权益注入后带来的业绩极大增厚，我们预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 37%、29%、27%；EPS 分别为 1.84、2.44、3.09 元，当前股价对应 2017/2018/2019 年估值仅为 26/19/15 倍。作为不受医保控费和招标降价影响的 OTC 品种，业绩增长确定性高，年度估值切换后提升空间较大；维持买入-A 的投资评级，未来 6 个月目标价为 70.00

■**风险提示：**伊可新销售低于预期；其他产品获批进度低于预期；费用投入过多拖累公司业绩

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,233.0	1,544.7	2,121.3	2,737.6	3,467.4
净利润	152.5	198.4	331.8	439.1	556.4
每股收益(元)	0.85	1.10	1.84	2.44	3.09
每股净资产(元)	6.11	7.12	8.81	11.08	13.96
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	56.0	43.0	25.7	19.4	15.3
市净率(倍)	7.7	6.7	5.4	4.3	3.4
净利润率	12.4%	12.8%	15.6%	16.0%	16.0%
净资产收益率	13.8%	15.5%	20.9%	22.0%	22.1%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
ROIC	29.6%	35.1%	48.7%	42.6%	63.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,233.0	1,544.7	2,121.3	2,737.6	3,467.4	成长性					
减:营业成本	464.9	610.9	766.3	961.8	1,184.3	营业收入增长率	-10.3%	25.3%	37.3%	29.1%	26.7%
营业税费	21.3	28.2	37.9	48.5	61.6	营业利润增长率	-25.6%	37.2%	58.7%	31.9%	28.5%
销售费用	281.0	334.7	481.5	616.0	762.8	净利润增长率	-29.9%	30.1%	67.2%	32.3%	26.7%
管理费用	115.4	143.3	199.4	213.5	254.9	EBITDA 增长率	-18.4%	21.3%	47.6%	39.2%	32.7%
财务费用	57.9	27.5	-0.4	60.1	128.0	EBIT 增长率	-20.3%	22.3%	48.4%	41.5%	34.2%
资产减值损失	4.4	3.8	3.8	4.1	4.0	NOPLAT 增长率	-20.3%	22.8%	47.8%	42.3%	34.2%
加:公允价值变动收益	-	1.4	-1.0	0.2	0.2	投资资本增长率	3.4%	6.6%	62.4%	-9.4%	34.3%
投资和汇兑收益	2.9	1.4	1.7	2.0	2.0	净资产增长率	13.3%	16.1%	27.4%	28.7%	28.3%
营业利润	291.0	399.2	633.5	835.8	1,074.1	利润率					
加:营业外净收支	13.0	7.2	20.2	24.6	16.2	毛利率	62.3%	60.5%	63.9%	64.9%	65.8%
利润总额	304.0	406.3	653.7	860.4	1,090.3	营业利润率	23.6%	25.8%	29.9%	30.5%	31.0%
减:所得税	42.5	55.4	91.3	116.1	147.2	净利润率	12.4%	12.8%	15.6%	16.0%	16.0%
净利润	152.5	198.4	331.8	439.1	556.4	EBITDA/营业收入	31.3%	30.2%	32.5%	35.1%	36.7%
						EBIT/营业收入	28.3%	27.6%	29.8%	32.7%	34.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	142	123	105	98	83
货币资金	414.6	616.2	487.9	4,212.6	4,956.1	流动资产周转天数	90	58	89	96	91
交易性金融资产	-	1.4	0.5	0.6	0.8	流动资产周转天数	316	275	274	488	644
应收账款	261.3	215.3	633.2	461.8	819.4	应收账款周转天数	71	56	72	72	67
应收票据	220.4	274.9	536.8	503.6	748.5	存货周转天数	32	30	28	28	27
预付账款	30.7	55.5	69.1	81.8	99.9	总资产周转天数	589	532	478	654	781
存货	118.9	142.5	189.8	237.7	277.9	投资资本周转天数	301	253	249	228	200
其他流动资产	0.1	3.9	1.3	1.8	2.3	投资回报率					
可供出售金融资产	102.5	102.5	103.0	103.0	103.0	ROE	13.8%	15.5%	20.9%	22.0%	22.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	14.1%	17.8%	11.0%	11.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	29.6%	35.1%	48.7%	42.6%	63.1%
投资性房地产	86.6	83.4	83.4	83.4	83.4	费用率					
固定资产	535.2	522.3	713.3	770.5	822.2	销售费用率	22.8%	21.7%	22.7%	22.5%	22.0%
在建工程	24.0	199.1	77.7	82.6	85.6	管理费用率	9.4%	9.3%	9.4%	7.8%	7.4%
无形资产	178.3	170.3	164.2	158.1	152.0	财务费用率	4.7%	1.8%	0.0%	2.2%	3.7%
其他非流动资产	108.2	94.8	91.2	97.9	94.6	三费/营业收入	36.9%	32.7%	32.1%	32.5%	33.0%
资产总额	2,080.9	2,482.2	3,151.3	6,795.7	8,245.8	偿债能力					
短期债务	52.7	40.0	51.9	1,100.0	1,300.0	资产负债率	19.3%	21.5%	21.2%	52.9%	50.2%
应付账款	209.1	227.6	356.1	397.6	494.7	负债权益比	23.9%	27.3%	26.9%	112.5%	101.0%
应付票据	3.3	34.8	14.3	43.2	30.3	流动比率	2.67	2.50	2.91	3.07	3.24
其他流动负债	126.5	221.4	236.3	248.8	308.8	速动比率	2.37	2.23	2.62	2.94	3.11
长期借款	1.5	-	0.1	1,800.0	2,000.0	利息保障倍数	6.02	15.50	-1,749.1	14.90	9.39
其他非流动负债	8.2	9.1	8.5	8.6	8.7	分红指标					
负债总额	401.3	532.9	667.2	3,598.2	4,142.5	DPS(元)	0.10	-	0.15	0.17	0.21
少数股东权益	577.5	665.3	895.9	1,201.0	1,587.7	分红比率	11.8%	0.0%	8.0%	7.0%	6.7%
股本	180.3	180.3	180.3	180.3	180.3	股息收益率	0.2%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
留存收益	921.8	1,102.2	1,408.0	1,816.2	2,335.4						
股东权益	1,679.6	1,949.3	2,484.1	3,197.5	4,103.3						

现金流量表

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	261.5	351.0	331.8	439.1	556.4	EPS(元)	0.85	1.10	1.84	2.44	3.09
加:折旧和摊销	36.5	40.6	56.5	63.9	71.5	BVPS(元)	6.11	7.12	8.81	11.08	13.96
资产减值准备	4.4	3.8	-	-	-	PE(X)	56.0	43.0	25.7	19.4	15.3
公允价值变动损失	-	-1.4	-1.0	0.2	0.2	PB(X)	7.7	6.7	5.4	4.3	3.4
财务费用	7.8	2.3	-0.4	60.1	128.0	P/FCF	109.9	74.2	-25.5	2.5	21.8
投资损失	-2.9	-1.4	-1.7	-2.0	-2.0	P/S	6.9	5.5	4.0	3.1	2.5
少数股东损益	109.0	152.6	230.6	305.1	386.7	EV/EBITDA	16.3	15.9	12.7	8.5	6.5
营运资金的变动	-43.5	159.5	-627.4	219.7	-514.2	CAGR(%)	41.7%	39.0%	13.3%	41.7%	39.0%
经营活动产生现金流量	290.2	500.9	-11.7	1,086.2	626.6	PEG	1.3	1.1	1.9	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-160.6	-300.3	-116.8	-118.3	-118.4	ROIC/WACC	2.8	3.4	4.7	4.1	6.0
融资活动产生现金流量	-126.3	-89.3	0.2	2,756.9	235.3	REP	2.1	2.0	1.0	1.2	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034