

2017年07月27日

山大华特 (000915.SZ)

核心子公司达因药业收入和净利润持续保持高速增长，不断培育新业务进军妇婴市场潜力巨大

■公司公布中报，收入8.6亿元，同比21%，扣非净利润1.47亿元，同比增长42%，符合近期市场预期（公司股价经过调整，市场预期已经随之调整），除了达因药业外的其他业务贡献利润2062万元，同比减少400万以上，主要是环保业务收入下降盈利下滑所致，是拉低公司净利润公司的最主要因素，如果没有环保业务下滑拖累，公司净利润增速有望超过46%以上，EPS 0.63元。

■核心子公司达因药业上半年收入5.9亿元，同比增长38%，持续保持高速增长态势，我们判断和测算，核心品种伊可新增速超过40%，净利润2.5亿元，同比增长56%，超出市场预期，我们判断，一方面是去年下半年以来，伊可新出厂价所致，与此同时，随着收入规模增长，管理费用率和财务费用率均显著下降。

■单季度看，我们预计和测算，达因药业2季度单季度收入3亿左右，与1季度基本持平，打消了市场此前误认为的今年1季度高增长来自去年4季度收入腾挪所致。同比口径看，2季度单季度收入增速同比增长30%以上，继续保持高速增长态势，与1季度单季度40%以上增速相比有所回落，一方面是去年2季度收入基数较高（去年中报显著超预期），与此同时，与公司发货周期和季度间结算也有关系，但我们跟踪到，受新生儿数量增加和公司销售渠道下沉等多因素影响，公司伊可新终端动销持续保持快速增长，终端动销是公司增速的根本，我们判断，公司伊可新终端销售情况非常向好。2016年，达因药业收入同比增长27%实现较快增速基础上，2017年上半年达因药业收入同比再次高速增长38%，我们认为这种持续较快增长的态势是非常喜人的，特别是在目前处方药整体降价背景下，公司作为品牌OTC企业不受政策压制影响，非常难得。

■单季度费用角度看，公司去年4季度因销售费用较高而导致全年业绩低于预期，今年1季度又出现确认销售费用较低，今年2季度单季度来看，公司确认销售费用较多，从公司2季度单季度费用率显著上升能看出来。除了伊可新销售渠道下沉带来的费用外，公司去年开始推出了伊可新牌益生菌系列产品，首创分阶段、分年龄、分功效的益生菌粉系列，针对从新生儿到儿童期各年龄段孩子常见的健康问题，如感冒发烧、腹泻、便秘、过敏等常见疾病，研制出四款不同的专业配方益生菌，有针对性地解决宝宝易出现的各种健康问题。公司益生菌产品目前正处于上市初期的推广阶段，因此产生部分费用，但益生

公司快报

证券研究报告

化学制剂

投资评级 **买入-A**

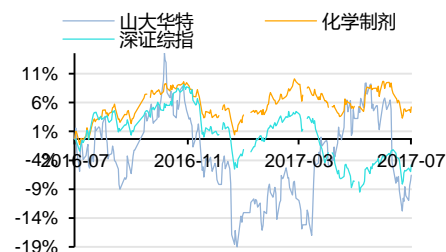
维持评级

6个月目标价：**50元**
股价(2017-07-27) **32.88元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 7,704.82 |
| 流通市值(百万元) | 7,675.26 |
| 总股本(百万股) | 234.33 |
| 流通股本(百万股) | 233.43 |
| 12个月价格区间 | 30.71/52.52元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|-------|-------|
| 相对收益 | -10.53 | -4.21 | 0.97 |
| 绝对收益 | -12.16 | -5.47 | -7.79 |

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: 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/崔文亮 | 2017-05-30 |
| 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 |

菌市场空间巨大，如同类产品妈咪爱（枯草杆菌二联活菌颗粒）销售额几亿元。虽然去年和今年上半年看来，益生菌等新品种由于费用产生而拖累公司业绩，但今年全年有望实现盈亏平衡，中长期看是公司布局除了伊可新之外的全新增增长点，有利于公司增长持续性。

■除了公司新推出的益生菌系列产品外，据公开信息披露（<http://www.vdolady.com/tuijian/201707/27187482.html#>），达因药业与来自德国的 Dyne(德爱)品牌正式签署了代理协议，Dyne(德爱)是优选德国的孕婴食品及用品品牌，产品全部选用德国有机农场定制食材，由德国拥有百年历史的专业化婴幼儿食品企业生产，工厂通过欧盟有机认证和国际食品标准认证，上述产品在刚刚召开过的第17届CBME中国孕婴童展上亮相，预计3季度有望正式上市，我们判断，这也是公司2季度销售费用增加的因素之一，在当前消费升级和食品安全越来越受重视的背景下，特别是针对孕婴食品的市场空间巨大，我们认同公司精耕细作妇婴市场，不断培育潜力品种的战略。

■综上，正是由于公司费用非均匀的分布在各个季度，容易造成公司单季度业绩间的波动，容易造成市场对公司出现极度乐观和极度悲观的预期变化，导致股价也相应波动较大。我们认为，公司费用的产生不会无中生有，投入的费用会有相应的回报，达因药业长期以来以伊可新为主要收入来源，虽然也有盖笛欣、代理的小儿布洛芬栓、儿泻康贴膜等，但产品线始终略显单薄，虽然这几年可以依靠新生儿数量增长和销售力度加大提高渗透率来获得伊可新的高增长，但中长期看是需要培育新增长点的。很庆幸，虽然作为国企（校办企业）子公司，但达因药业没有故步自封，而是加大力度推出益生菌系列产品、代理德国孕婴食品，不断培育新的潜力增长点，短期看是产生了一些费用，但却是公司中长期持续增长更具持续性的必要条件。把握公司整体增长趋势，跟踪公司终端动销，是判断公司成长性和投资价值的最佳方式。我们看好公司受益新生儿和公司销售持续加强及后续益生菌、右旋糖酐铁等多个新品种带来的增量。

■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，及公司未来新培育业务的巨大发展前景，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，保守预计，我们调整盈利预测，我们预计公司2017-2019年的收入增速分别为26%、24%、23%；净利润分别为2.95/3.97/5.18，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，业绩增长确定性强，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50.00

■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 | 1,946.2 | 2,409.2 | 2,958.8 |
| 净利润 | 152.5 | 198.4 | 294.8 | 397.2 | 518.5 |
| 每股收益(元) | 0.65 | 0.85 | 1.26 | 1.70 | 2.21 |
| 每股净资产(元) | 4.70 | 5.48 | 6.65 | 8.21 | 10.10 |
| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 市盈率(倍) | 50.5 | 38.8 | 26.1 | 19.4 | 14.9 |
| 市净率(倍) | 7.0 | 6.0 | 4.9 | 4.0 | 3.3 |
| 净利润率 | 12.4% | 12.8% | 15.1% | 16.5% | 17.5% |
| 净资产收益率 | 13.8% | 15.5% | 18.9% | 20.7% | 21.9% |
| 股息收益率 | 0.2% | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 0.9% |
| ROIC | 29.6% | 35.1% | 44.4% | 42.4% | 70.0% |

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 | 1,946.2 | 2,409.2 | 2,958.8 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 464.9 | 610.9 | 683.2 | 790.7 | 910.8 | 营业收入增长率 | -10.3% | 25.3% | 26.0% | 23.8% | 22.8% |
| 营业税费 | 21.3 | 28.2 | 35.5 | 43.9 | 54.0 | 营业利润增长率 | -25.6% | 37.2% | 44.0% | 37.5% | 31.8% |
| 销售费用 | 281.0 | 334.7 | 465.1 | 556.5 | 671.7 | 净利润增长率 | -29.9% | 30.1% | 48.6% | 34.7% | 30.5% |
| 管理费用 | 115.4 | 143.3 | 181.0 | 221.6 | 275.2 | EBITDA 增长率 | -18.4% | 21.3% | 32.5% | 34.9% | 30.0% |
| 财务费用 | 57.9 | 27.5 | 3.6 | 4.1 | 3.2 | EBIT 增长率 | -20.3% | 22.3% | 35.5% | 37.4% | 31.6% |
| 资产减值损失 | 4.4 | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.0 | NOPLAT 增长率 | -20.3% | 22.8% | 35.0% | 37.4% | 31.6% |
| 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% | 44.0% | -20.3% | 38.9% |
| 投资和汇兑收益 | 2.9 | 1.4 | 2.1 | 2.2 | 1.9 | 净资产增长率 | 13.3% | 16.1% | 24.9% | 27.0% | 26.8% |
| 营业利润 | 291.0 | 399.2 | 574.8 | 790.4 | 1,042.1 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 13.0 | 7.2 | 26.0 | 15.4 | 16.2 | 毛利率 | 62.3% | 60.5% | 64.9% | 67.2% | 69.2% |
| 利润总额 | 304.0 | 406.3 | 600.8 | 805.8 | 1,058.3 | 营业利润率 | 23.6% | 25.8% | 29.5% | 32.8% | 35.2% |
| 减:所得税 | 42.5 | 55.4 | 83.9 | 112.6 | 147.8 | 净利润率 | 12.4% | 12.8% | 15.1% | 16.5% | 17.5% |
| 净利润 | 152.5 | 198.4 | 294.8 | 397.2 | 518.5 | EBITDA/营业收入 | 31.3% | 30.2% | 31.8% | 34.7% | 36.7% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 28.3% | 27.6% | 29.7% | 33.0% | 35.3% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 142 | 123 | 93 | 70 | 53 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 90 | 58 | 88 | 89 | 88 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | 316 | 275 | 293 | 333 | 373 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 71 | 56 | 72 | 66 | 65 |
| | | | | | | 应收帐款周转天数 | 32 | 30 | 27 | 26 | 24 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 589 | 532 | 503 | 496 | 502 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 301 | 253 | 253 | 216 | 187 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | | | | | |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 13.8% | 15.5% | 18.9% | 20.7% | 21.9% |
| | | | | | | ROA | 12.6% | 14.1% | 17.5% | 18.8% | 19.9% |
| | | | | | | ROIC | 29.6% | 35.1% | 44.4% | 42.4% | 70.0% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 22.8% | 21.7% | 23.9% | 23.1% | 22.7% |
| | | | | | | 管理费用率 | 9.4% | 9.3% | 9.3% | 9.2% | 9.3% |
| | | | | | | 财务费用率 | 4.7% | 1.8% | 0.2% | 0.2% | 0.1% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 36.9% | 32.7% | 33.4% | 32.5% | 32.1% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 19.3% | 21.5% | 17.5% | 16.1% | 14.2% |
| | | | | | | 负债权益比 | 23.9% | 27.3% | 21.2% | 19.2% | 16.6% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.67 | 2.50 | 3.65 | 4.44 | 5.52 |
| | | | | | | 速动比率 | 2.37 | 2.23 | 3.35 | 4.11 | 5.21 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 6.02 | 15.50 | 160.66 | 193.79 | 326.65 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.08 | 0.12 | 0.17 | 0.23 | 0.30 |
| | | | | | | 分红比率 | 11.8% | 13.6% | 13.6% | 13.6% | 13.6% |
| | | | | | | 股息收益率 | 0.2% | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 0.9% |

现金流量表

| 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 | 294.8 | 397.2 | 518.5 | EPS(元) | 0.65 | 0.85 | 1.26 | 1.70 | 2.21 |
| 加:折旧和摊销 | 36.5 | 40.6 | 40.8 | 40.8 | 40.8 | BVPS(元) | 4.70 | 5.48 | 6.65 | 8.21 | 10.10 |
| 资产减值准备 | 4.4 | 3.8 | - | - | - | PE(X) | 50.5 | 38.8 | 26.1 | 19.4 | 14.9 |
| 公允价值变动损失 | - | -1.4 | -1.0 | 0.2 | 0.2 | PB(X) | 7.0 | 6.0 | 4.9 | 4.0 | 3.3 |
| 财务费用 | 7.8 | 2.3 | 3.6 | 4.1 | 3.2 | P/FCF | 99.1 | 67.0 | -33.3 | 10.7 | 391.4 |
| 投资损失 | -2.9 | -1.4 | -2.1 | -2.2 | -1.9 | P/S | 6.2 | 5.0 | 4.0 | 3.2 | 2.6 |
| 少数股东损益 | 109.0 | 152.6 | 222.1 | 296.1 | 391.9 | EV/EBITDA | 16.3 | 15.9 | 12.5 | 8.5 | 6.6 |
| 营运资金的变动 | -43.5 | 159.5 | -525.4 | 278.8 | -538.0 | CAGR(%) | 38.4% | 37.4% | 10.2% | 38.4% | 37.4% |
| 经营活动产生现金流量 | 290.2 | 500.9 | 32.8 | 1,015.0 | 414.7 | PEG | 1.3 | 1.0 | 2.6 | 0.5 | 0.4 |
| 投资活动产生现金流量 | -160.6 | -300.3 | 37.3 | -20.4 | 5.2 | ROIC/WACC | 2.8 | 3.3 | 4.2 | 4.0 | 6.7 |
| 融资活动产生现金流量 | -126.3 | -89.3 | -73.8 | -44.6 | -84.5 | REP | 2.1 | 2.0 | 1.1 | 1.4 | 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 |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@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 |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 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