

## 赛隆药业 002898.SZ 新股分析

估值区间：12.3-14.4

2017年09月13日

### 神经系统化药优质标的，布局消化系统化药申报

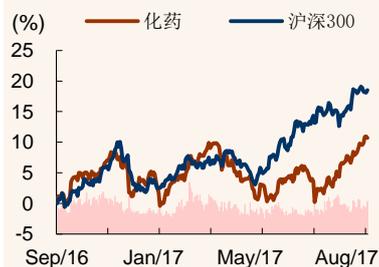
#### 发行数据

发行前总股本(万)	12000
新发行股数(万)	
老股配售(万)	
发行后总股本(万)	
发行价(元)	8.31
发行市盈率(倍)	23
发行日期	2017-08-30
上市日期	2017-09-12

#### 主要股东

	持股比例
蔡南桂	51.15%
珠海横琴新区赛隆聚智	10.03%
唐霖	5.68%
珠海横琴新区赛普洛投	1.65%
北京坤顺股权投资中心	1.56%

#### 行业指数



资料来源：贝格数据、招商证券

#### 蒋一樊

jiangyifan@cmschina.com.cn  
S1090517050001

#### 吴斌

wubin11@cmschina.com.cn  
S1090517040001

公司是一家致力于药品的研发、生产、营销及技术服务的民营企业。我们预计公司 17~19 年的收入增长率预计可达 9%、10%、11%，17~19 年实现归母净利润分别为 0.66 亿元、0.72 亿元、0.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.41/0.45/0.49 元。

- **神经系统、心脑血管、消化系统化药优质标的。**公司是一家集药品研发、生产、营销及技术服务的民营企业，拥有 GSP（赛隆药业）、GMP（岳阳赛隆）认证资质，目前产品主要集中在神经系统、心脑血管系统和消化系统等领域。
- **公司目前拥有多个重磅品种生产文号，市场份额均居国内前列。**截至目前，公司已获得多个品种的生产批件，其中核心品种单唾液酸四己糖神经节苷脂钠（GM1）原料药纯度和收率均达到国内先进水平，据广州标点统计，与西南药业合作的制剂产品“赛捷康”，近三年市场份额不断提升，2016 年市场份额居国内第二位；与山西普德合作生产的注射用脑蛋白水解物“亿真慷”在我国脑蛋白水解物制剂市场中排名第一。
- **自主生产模式和第三方合作生产模式并行。**公司主要经营的品种有：单唾液酸四己糖神经节苷脂钠原料药（岳阳赛隆生产）及注射液（西南药业生产）、注射用脑蛋白水解物（山西普德生产）、注射用克林霉素磷酸酯、注射用泮托拉唑钠以及米力农注射液等。其中，GM1 原料药由岳阳赛隆生产后全部提供给西南药业，西南药业制成注射液后再由珠海赛隆负责销售。
- **后续在研品种申报进行中，预计不久将接力生产。**在研发领域，公司累计有 19 个品种在审评中或者获得临床批件，品种以消化系统类药物为主。公司 3.1 类新药左旋泮托拉唑钠已获得临床批件，目前正在开展临床试验。另外有十余个在研药品已申报 CFDA，目前正在开展技术审评；并有包括控释注射剂等制剂新技术品种在内的多个在研品种。
- **估值与投资建议：**我们预计公司 17~19 年的收入增长率预计可达 9%、10%、11%，17~19 年实现归母净利润分别为 0.66 亿元、0.72 亿元、0.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.41/0.45/0.49 元。
- **风险提示：**新药研发审评风险、合作生产模式风险、环保风险

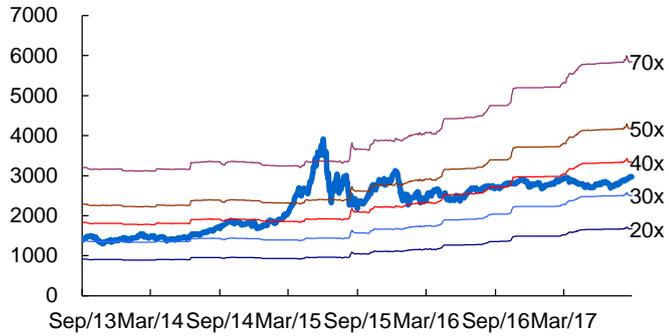
#### 主要财务数据

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	237	256	278	304	337
同比增长	33%	8%	8%	10%	11%
营业利润(百万元)	69	66	72	79	87
同比增长	153%	-4%	9%	9%	10%
净利润(百万元)	63	61	66	72	79
同比增长	125%	-3%	8%	9%	9%
每股收益(元)	0.40	0.38	0.41	0.45	0.49
ROE	29.7%	24.1%	10.7%	10.7%	10.8%

资料来源：公司数据、招商证券

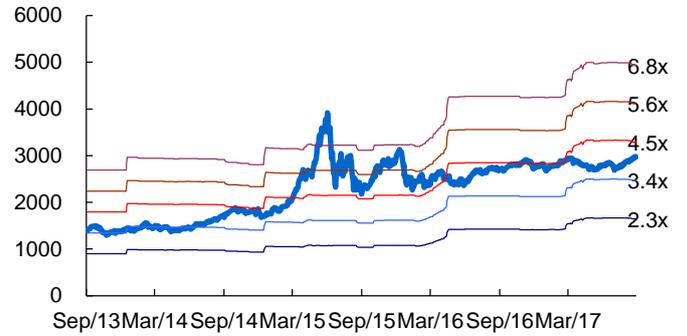
化药行业历史 PE Band 和 PB Band

图 1: 化药行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 化药行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	139	135	433	347	395
现金	72	74	369	276	316
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	11	12	13	14
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	1	2	2	2	2
存货	30	38	40	44	49
其他	26	10	11	12	14
<b>非流动资产</b>	126	171	240	381	394
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	33	60	134	280	296
无形资产	49	47	43	38	35
其他	44	63	63	63	63
<b>资产总计</b>	<b>265</b>	<b>306</b>	<b>673</b>	<b>729</b>	<b>789</b>
<b>流动负债</b>	52	51	53	56	59
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5	21	22	24	27
预收账款	11	5	6	6	7
其他	35	25	25	25	25
<b>长期负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>56</b>	<b>59</b>
股本	120	120	160	160	160
资本公积金	45	45	304	304	304
留存收益	48	90	156	208	265
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	213	254	620	673	730
<b>负债及权益合计</b>	<b>265</b>	<b>306</b>	<b>673</b>	<b>729</b>	<b>789</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	47	79	77	91	119
净利润	63	61	66	72	79
折旧摊销	6	8	14	25	47
财务费用	(1)	(2)	(2)	(3)	(2)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(23)	13	(2)	(4)	(5)
其它	2	(2)	(0)	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(46)	(50)	(83)	(166)	(60)
资本支出	(47)	(51)	(83)	(166)	(60)
其他投资	1	2	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	16	(27)	301	(17)	(19)
借款变动	(99)	(1)	0	0	0
普通股增加	115	0	40	0	0
资本公积增加	2	0	260	0	0
股利分配	(3)	(27)	0	(20)	(22)
其他	1	2	2	3	2
<b>现金净增加额</b>	<b>17</b>	<b>2</b>	<b>295</b>	<b>(93)</b>	<b>40</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	237	256	278	304	337
营业成本	102	115	123	136	152
营业税金及附加	3	3	3	3	3
营业费用	18	19	22	24	27
管理费用	45	49	56	60	67
财务费用	(1)	(2)	(2)	(3)	(2)
资产减值损失	0	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	69	66	72	79	87
营业外收入	13	5	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	82	71	76	83	91
所得税	18	9	10	11	12
<b>净利润</b>	63	61	66	72	79
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	63	61	66	72	79
<b>EPS (元)</b>	0.40	0.38	0.41	0.45	0.49

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	33%	8%	8%	10%	11%
营业利润	153%	-4%	9%	9%	10%
净利润	125%	-3%	8%	9%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	56.9%	55.0%	55.6%	55.2%	55.0%
净利率	26.7%	23.9%	23.9%	23.7%	23.4%
ROE	29.7%	24.1%	10.7%	10.7%	10.8%
ROIC	25.1%	22.1%	9.8%	9.8%	10.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.5%	16.8%	7.9%	7.7%	7.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.6	8.2	6.2	6.6
速动比率	2.1	1.9	7.4	5.4	5.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.8	0.4	0.4	0.4
存货周转率	4.3	3.4	3.1	3.2	3.2
应收帐款周转率	2438.3	2768.8	4811.3	9945.4	9997.0
应付帐款周转率	14.6	8.8	5.8	5.8	5.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.40	0.38	0.41	0.45	0.49
每股经营现金	0.30	0.49	0.48	0.57	0.74
每股净资产	1.33	1.59	3.88	4.20	4.56
每股股利	0.17	0.00	0.12	0.14	0.15
<b>估值比率</b>					
PE	30.2	31.3	28.9	26.6	24.3
PB	9.0	7.5	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	21.7	22.2	19.0	15.8	12.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。