

## Q2 业绩拐点趋势明确，多重因素驱动下半年业绩还将环比改善

——山大华特中报点评

半年报点评

崔文亮(分析师)

010-83561311

cuiwenliang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518120002

● **Q2 经营拐点驱动公司中报超预期，预计 Q3、Q4 业绩环比还将显著改善。**上半年收入 8.11 亿元(+1.89%)，归母净利润 0.89 亿元(+8.96%)，扣非净利润 0.88 亿元(-28.81%)，主要原因是 2018 年同期核销土地资产导致非经常性损益-4589 万元，扣除此影响后，2018 年上半年整体经营处于相对正常状态，基数较高。上半年，达因药业收入 5.12 亿元(-9.03%)，净利润 1.32 亿元(-34.11%)，毛利率 83.43%，同比下降 2.86 个百分点，我们预计，主要原因是受上半年产能利用率较低的影响，但是，由于 2 季度开始，公司通过调整不同渠道不同规格，变相提高了伊可新出厂价，Q2 单季度看，公司伊可新毛利率预计是提升趋势，从公司整体毛利率看，Q1 毛利率 57.29%、Q2 毛利率 62.00%，我们判断，其中重要驱动因素之一就是伊可新通过上述规格更换实现变相提价带来的，因此，随着下半年，伊可新开工率维持最佳满产状态，预计达因药业整体毛利率还将显著提升。公司 Q2 单季度收入 4.9 亿元(+45%)，主要是达因药业收入大幅增长所致，我们测算，达因药业 Q2 单季度净利润 1.1 亿元左右，同比大幅增长 40%，公司 Q2 在达因药业经营改善下拐点显著，超出市场预期。我们认为，达因药业 Q3 和 Q4 业绩环比有望进一步显著提升，主要原因：1、公司 4、5 月份伊可新发货优先保证医院渠道供应，出厂价相比 OTC 渠道明显较低；2、公司 Q2 开始陆续将 OTC 渠道中的 60 粒规格伊可新替换为 30 粒规格，出厂价变相提高；3、预计 Q2 陆续通过减少返利、费用合理控制等方式，有望增厚业绩；4、右旋糖酐铁 6 月已经上市，盖笛欣、甘草锌等其他品种下半年也将环比放量。5、上半年，达因药业净利润率仅 26%，主要受 Q1 拖累，历史上，达因净利润率在 35%~40%，通过上述提价，我们预测，未来净利润率有望超过 40%，提升空间十分显著。我们预计，上述措施有望在下半年发挥更显著作用，Q2 达因单季度净利润已达到 1.1 亿元左右，因此，我们预计，达因药业全年净利润有望实现 4.5 亿元以上净利润。同时，由于伊可新的新产能有望于 2019 年底投放，2020 年产能增加 50%，为伊可新 2020 年销量进一步快速增长提供可能。

### ● 实际控制人已确定更换为山东国投，期待为公司带来积极变化

我们预计，公司 2019~2021 年净利润 2.85/3.66/4.58 亿元，同比增长 120%/28%/25%，2019~2021 年 PE 分别为 17/13/11 倍，PEG 显著小于 1，考虑到公司实际控制人变化有望带来积极影响，维持“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示：伊可新销售和利润率低于预期；更换股东不能带来积极影响。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,767	1,526	1,923	2,308	2,654
增长率(%)	14.4	-13.6	26.0	20.0	15.0
净利润(百万元)	243	130	285	366	458
增长率(%)	22.6	-46.7	119.6	28.3	25.2
毛利率(%)	67.7	60.3	67.6	68.0	69.0
净利率(%)	13.8	8.5	14.8	15.8	17.2
ROE(%)	20.3	10.2	18.7	19.6	19.9
EPS(摊薄/元)	1.04	0.55	1.22	1.56	1.95
P/E(倍)	19.8	37.1	16.9	13.2	10.5
P/B(倍)	3.2	3.0	2.7	2.3	1.9

### 强烈推荐(维持评级)

市场数据 时间 2019.08.09

收盘价(元):	20.55
一年最低/最高(元):	11.7/25.5
总股本(亿股):	2.34
总市值(亿元):	48.16
流通股本(亿股):	2.33
流通市值(亿元):	47.97
近 3 月换手率:	66.01%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.64	-0.87	18.06
绝对	-7.85	0.07	25.01

### 相关报告

《Q2 业绩拐点驱动中报超预期上调盈利预测，校企改革正式启动》2019-07-14

《生产不正常拖累一季报，二季度开始业绩表现增速有望大幅扭转》2019-04-13

《经营低点已过，基本面显著改善多因素驱动 2019 年业绩反转》2019-03-27

《渠道补库存+提价有望驱动今年业绩反转，右旋糖酐铁和维生素 D 滴剂即将上市有望再造一个伊可新》2019-03-21

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1470</b>	<b>1616</b>	<b>1828</b>	<b>2377</b>	<b>3074</b>	<b>营业收入</b>	<b>1767</b>	<b>1526</b>	<b>1923</b>	<b>2308</b>	<b>2654</b>
现金	707	1011	1527	2036	2713	营业成本	571	606	624	738	823
应收票据及应收账款合计	584	338	0	0	0	营业税金及附加	33	26	34	41	47
其他应收款	20	15	30	24	38	营业费用	480	433	481	565	618
预付账款	43	36	64	56	82	管理费用	153	127	154	171	185
存货	113	129	120	174	155	研发费用	0	43	42	39	42
其他流动资产	2	87	87	87	87	财务费用	9	1	2	-6	-18
<b>非流动资产</b>	<b>1305</b>	<b>1284</b>	<b>1423</b>	<b>1555</b>	<b>1657</b>	资产减值损失	8	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-1	0	0	0	-0
固定资产	643	651	803	943	1053	其他收益	7	11	10	10	10
无形资产	108	187	184	183	179	投资净收益	9	11	6	7	8
其他非流动资产	554	446	435	428	425	<b>营业利润</b>	<b>528</b>	<b>270</b>	<b>602</b>	<b>776</b>	<b>973</b>
<b>资产总计</b>	<b>2775</b>	<b>2900</b>	<b>3251</b>	<b>3932</b>	<b>4731</b>	营业外收入	1	3	2	2	2
<b>流动负债</b>	<b>548</b>	<b>483</b>	<b>383</b>	<b>442</b>	<b>456</b>	营业外支出	2	3	2	5	7
短期借款	21	20	20	20	20	<b>利润总额</b>	<b>526</b>	<b>270</b>	<b>602</b>	<b>773</b>	<b>968</b>
应付票据及应付账款合计	148	138	0	0	0	所得税	75	30	81	104	131
其他流动负债	379	325	363	422	436	<b>净利润</b>	<b>451</b>	<b>240</b>	<b>521</b>	<b>669</b>	<b>837</b>
<b>非流动负债</b>	<b>8</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	<b>76</b>	少数股东损益	208	110	236	303	380
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>243</b>	<b>130</b>	<b>285</b>	<b>366</b>	<b>458</b>
其他非流动负债	8	76	76	76	76	EBITDA	549	291	616	782	969
<b>负债合计</b>	<b>556</b>	<b>559</b>	<b>459</b>	<b>518</b>	<b>532</b>	EPS(元)	1.04	0.55	1.22	1.56	1.95
少数股东权益	719	743	979	1283	1662						
股本	234	234	234	234	234	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	35	62	62	62	62	<b>成长能力</b>					
留存收益	1230	1301	1687	2159	2716	营业收入(%)	14.4	-13.6	26.0	20.0	15.0
归属母公司股东权益	1499	1598	1812	2131	2536	营业利润(%)	32.2	-48.9	123.3	28.8	25.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>2775</b>	<b>2900</b>	<b>3251</b>	<b>3932</b>	<b>4731</b>	归属于母公司净利润(%)	22.6	-46.7	119.6	28.3	25.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	67.7	60.3	67.6	68.0	69.0
						净利率(%)	13.8	8.5	14.8	15.8	17.2
						ROE(%)	20.3	10.2	18.7	19.6	19.9
						ROIC(%)	93.9	44.1	266.9	-8524.1	-278.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	20.0	19.3	14.1	13.2	11.3
						净负债比率(%)	-30.5	-39.1	-51.3	-56.8	-62.3
						流动比率	2.7	3.3	4.8	5.4	6.7
						速动比率	2.4	2.8	4.1	4.7	6.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	3.4	3.3	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	3.3	4.2	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.04	0.55	1.22	1.56	1.95
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	1.75	3.29	3.14	3.74
						每股净资产(最新摊薄)	6.40	6.82	7.73	9.09	10.82
						<b>估值比率</b>					
						P/E	19.8	37.1	16.9	13.2	10.5
						P/B	3.2	3.0	2.7	2.3	1.9
						EV/EBITDA	8.8	16.0	7.1	5.3	4.0

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**崔文亮**，9年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2018年11月加入新时代证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>