

甾体原料药-制剂一体化龙头，核心制剂高增长优化业务结构



核心观点

- **业务结构持续优化，公司进入快速增长阶段。**早些年，公司由于甾体原料药工艺变革的因素，导致业绩相对承压，但随着公司工艺变革的完毕，且随着公司高毛利产品的快速增长，近年来公司业绩开始进入加速阶段，从上半年情况看，麻醉和呼吸类产品均保持了较快的增速，根据公司中报情况，麻醉肌松类制剂收入 2.3 亿元，同比增长 18%，预计罗库溴铵的增速为 20%左右，苯磺顺阿曲库铵的增速为 15%；呼吸类制剂收入 1.15 亿元，同比增长 58%，预计糠酸莫米松、塞托溴铵均保持 50-60%的增速。老产品方面，妇科黄体酮随着公司营销等方面因素的增加，也保持 10%左右的增速，整体看公司业务向好趋势明确，业务结构优化明显，已进入快速发展阶段。
- **甾体原料药进入壁垒高，公司一体化布局领先行业。**甾体原料药行业由于其自身特性，单品种需求量较小，吨级别产品罕见，单一品种生产销售很难实现盈利；若在符合 GMP 与环保要求的前提下补齐产品线，则需要 3-5 年时间，该时间段内企业需忍受亏损，因此甾体原料药行业进入壁垒较高。目前，公司是国内少数在甾体原料药领域全产业布局的企业，竞争优势明显。长期看，公司作为国内甾体领域的龙头进行一体化布局，具备较强竞争优势，看好公司长期发展
- **研发投入继续加大，在研品种稳步推进。**公司研发投入持续加大，公司上半年研发投入 0.66 亿元，同比增长 38.48%。目前，公司已开展 15 个品种的一致性评价，其中米索前列醇片已通过一致性评价，罗库溴铵注射液、非那雄胺片等品种已被 CDE 受理。在研品种方面，一类新药奥美克松钠正在进行 IIb 第一阶，苯磺顺阿曲库铵与黄体酮等 37 只产品获得再注册批件，黄体酮凝胶等产品均稳步推进。

财务预测与投资建议

- 我们维持预计公司 19-21 年 EPS 为 0.46/0.58/0.76 元，维持给予公司 19 年 18 倍估值，对应目标价为 8.28 元，维持买入评级。

风险提示

- 制剂业务销售不达预期；原料药价格出现波动；原料药业务不达预期

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,853	3,622	4,157	4,685	5,268
同比增长(%)	13.9%	27.0%	14.8%	12.7%	12.5%
营业利润(百万元)	298	431	529	662	882
同比增长(%)	67.2%	44.9%	22.7%	25.2%	33.1%
归属母公司净利润(百万元)	207	301	423	531	699
同比增长(%)	41.3%	45.8%	40.5%	25.3%	31.7%
每股收益(元)	0.23	0.33	0.46	0.58	0.76
毛利率(%)	56.3%	59.1%	61.1%	62.8%	64.1%
净利率(%)	7.2%	8.3%	10.2%	11.3%	13.3%
净资产收益率(%)	9.0%	12.1%	14.9%	16.0%	17.8%
市盈率	33.2	22.8	16.2	12.9	9.8
市净率	2.9	2.6	2.2	1.9	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年09月10日)	8.18元
目标价格	8.28元
52周最高价/最低价	8.84/5.59元
总股本/流通A股(万股)	91,621/90,401
A股市值(百万元)	7,495
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2019年09月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.37	24.7	29.02	11.6
相对表现	-3.63	-15.74	-19.37	10.98
沪深300	2.74	8.96	9.65	22.58



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

联系人 田世豪
tianshihao@orientsec.com.cn

相关报告	
二季度超预期，公司进入快速发展阶段：	2019-08-27
一季度业绩超预期，公司发展拐点已现：	2019-04-29
18 业绩符合预期，看好公司长期发展：	2019-02-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	911	892	1,572	1,154	1,331	营业收入	2,853	3,622	4,157	4,685	5,268
应收账款	612	717	823	927	1,043	营业成本	1,246	1,482	1,617	1,745	1,894
预付账款	33	30	52	51	56	营业税金及附加	33	34	37	42	47
存货	520	661	721	779	845	营业费用	939	1,195	1,372	1,546	1,738
其他	612	420	679	696	726	管理费用	271	401	483	571	613
流动资产合计	2,688	2,721	3,847	3,607	4,000	财务费用	63	73	107	122	124
长期股权投资	140	167	167	167	167	资产减值损失	30	34	45	34	8
固定资产	964	1,125	1,250	1,399	1,494	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	359	460	434	410	384	投资净收益	8	10	15	20	20
无形资产	232	213	207	201	194	其他	18	17	17	17	17
其他	752	756	135	1,160	1,182	营业利润	298	431	529	662	882
非流动资产合计	2,447	2,722	2,194	3,337	3,421	营业外收入	3	9	9	9	9
资产总计	5,135	5,443	6,041	6,945	7,422	营业外支出	9	9	10	10	20
短期借款	810	696	669	984	697	利润总额	292	430	528	661	871
应付账款	342	330	360	389	422	所得税	62	85	104	131	172
其他	451	580	553	583	615	净利润	230	345	423	531	699
流动负债合计	1,603	1,606	1,582	1,955	1,733	少数股东损益	23	44	0	0	0
长期借款	1,090	1,071	1,271	1,271	1,271	归属于母公司净利润	207	301	423	531	699
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.23	0.33	0.46	0.58	0.76
其他	56	56	54	54	54						
非流动负债合计	1,146	1,127	1,325	1,325	1,325	主要财务比率					
负债合计	2,749	2,733	2,907	3,280	3,058		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	33	79	79	79	79	成长能力					
股本	916	916	916	916	916	营业收入	13.9%	27.0%	14.8%	12.7%	12.5%
资本公积	861	892	892	892	892	营业利润	67.2%	44.9%	22.7%	25.2%	33.1%
留存收益	576	822	1,246	1,777	2,475	归属于母公司净利润	41.3%	45.8%	40.5%	25.3%	31.7%
其他	0	1	1	1	1	获利能力					
股东权益合计	2,386	2,710	3,134	3,664	4,363	毛利率	56.3%	59.1%	61.1%	62.8%	64.1%
负债和股东权益总计	5,135	5,443	6,041	6,945	7,422	净利率	7.2%	8.3%	10.2%	11.3%	13.3%
						ROE	9.0%	12.1%	14.9%	16.0%	17.8%
						ROIC	8.0%	9.2%	10.7%	11.4%	13.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	53.5%	50.2%	48.1%	47.2%	41.2%
净利润	230	345	423	531	699	净负债率	42.2%	32.4%	12.4%	30.4%	14.9%
折旧摊销	(571)	23	21	40	59	流动比率	1.68	1.69	2.43	1.85	2.31
财务费用	63	73	107	122	124	速动比率	1.33	1.26	1.95	1.43	1.80
投资损失	(8)	(10)	(15)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	(240)	106	(482)	(149)	(158)	应收账款周转率	5.6	5.3	5.2	5.1	5.1
其它	693	(344)	87	34	8	存货周转率	2.6	2.4	2.2	2.2	2.2
经营活动现金流	167	193	142	558	712	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	1,246	(1,220)	(165)	(159)	(143)	每股指标(元)					
长期投资	7	(29)	(11)	0	0	每股收益	0.23	0.33	0.46	0.58	0.76
其他	(1,927)	1,322	631	(1,033)	20	每股经营现金流	0.18	0.21	0.15	0.61	0.78
投资活动现金流	(675)	73	456	(1,191)	(123)	每股净资产	2.57	2.87	3.34	3.91	4.68
债权融资	1,074	(39)	217	23	(1)	估值比率					
股权融资	(18)	32	0	0	0	市盈率	33.2	22.8	16.2	12.9	9.8
其他	(382)	(286)	(135)	193	(411)	市净率	2.9	2.6	2.2	1.9	1.6
筹资活动现金流	674	(293)	82	216	(412)	EV/EBITDA	-36.3	14.5	11.6	9.3	7.2
汇率变动影响	(27)	3	0	0	0	EV/EBIT	21.2	15.2	12.0	9.7	7.6
现金净增加额	140	(24)	679	(417)	176						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

