

## 定增预案落地，重点布局神经介入治疗领域

### 投资要点

- **事件：**7月27日，公司发布非公开发行预案修订稿，拟非公开发行不超过5亿元，不超过5482万股。本次非公开发行对象为京新控股，定价为9.12元/股。
- **京新控股全额认购，看好未来公司发展前景。**本次定增对象由京新控股和第三期员工持股计划修改为京新控股，以现金方式认购，用于固体制剂产能建设。京新控股是发行人第二大股东，也是控股股东和实际控制人吕钢先生控股的企业。本次发行价格为9.12元/股。本次非公开发行完成后，京新控股及其一致行动人合计持有公司股份数量占公司总股本（发行后）的比例将超过30%，京新控股承诺在本次非公开发行结束日起36个月内不转让其认购的本次非公开发行的股票，以满足豁免要约收购的要求。公司自2018年5月份以来，公司累计回购占总股本近10%的股份，充分体现公司管理层对公司未来发展的高度自信。
- **仿制药业务持续发展，不断加码创新药与创新器械的研发，加快创新转型步伐。**公司现有仿制药业务不断增加新产品申报与获批数量，充实壮大现有仿制药产品线，新获批品种将受益于仿制药集采政策；仿制药出口也在加速推进，目前两个产品已获得FDA的ANDA批文。在创新领域，公司布局了多个创新药与创新器械产品。目前，在研创新药品种已达7个，其中5个为精神神经类的创新药物，心脑血管与消化系统类各1个；器械类在研2个，均为心脑血管创新器械产品。用于治疗失眠的精神类药物EVT201胶囊已进入III期临床试验，该品种是对现有（非）苯二氮卓类镇静催眠药物的重大升级产品，预计将于2022H1获批，将成为该领域。
- **引进全球创新取栓支架产品，重点布局神经介入治疗领域。**公司引进以色列Perflow公司的具有全球创新新神经介入治疗产品Stream TM，该产品已在欧洲上市销售。StreamTM具有突破性的优势，采用的是生物编织技术，达到直径灵活可变控制效果；结合独特显影技术实时对手术操作全程监控，可实现一次性血栓抓取并降低取栓过程中栓子脱落造成二次血栓的风险，提升治愈率及愈后效果，是对美敦力、强生、史赛克等国内外品牌取栓产品的重大革新，是一款全球创新的独特产品。公司已在国内开展StreamTM产品的临床试验，预计2022H1获批上市，有望成为国内百亿级神经介入治疗市场的重要参与者。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.63元、0.75元、0.96元，对应2020年20倍PE，低于行业可比公司平均34倍PE估值。公司多个创新药与器械研发进入中后期，治疗失眠障碍创新药EVT201胶囊进入III期临床，具有全球创新的重磅神经介入治疗取栓支架产品进入临床，预计2年内获批上市，实现创新转型，大幅提高公司盈利能力。我们认为公司30-40倍PE较为合理，但短期业绩受瑞舒伐他汀钙集采丢标影响，给予公司30倍PE，对应目标价18.90元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**仿制药集采降价、创新药与器械研发低于预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3646.68	3854.86	4595.08	5676.15
增长率	23.88%	5.71%	19.20%	23.53%
归属母公司净利润（百万元）	520.40	455.69	545.03	693.16
增长率	40.63%	-12.43%	19.61%	27.18%
每股收益EPS（元）	0.72	0.63	0.75	0.96
净资产收益率ROE	14.07%	11.80%	13.12%	15.24%
PE	18	20	17	13
PB	2.50	2.40	2.23	2.04

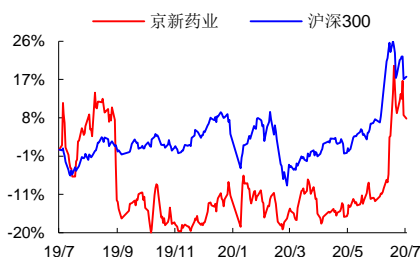
数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳  
 执业证号：S1250520030002  
 电话：021-68416017  
 邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈进  
 执业证号：S1250517100002  
 电话：021-68416017  
 邮箱：cj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

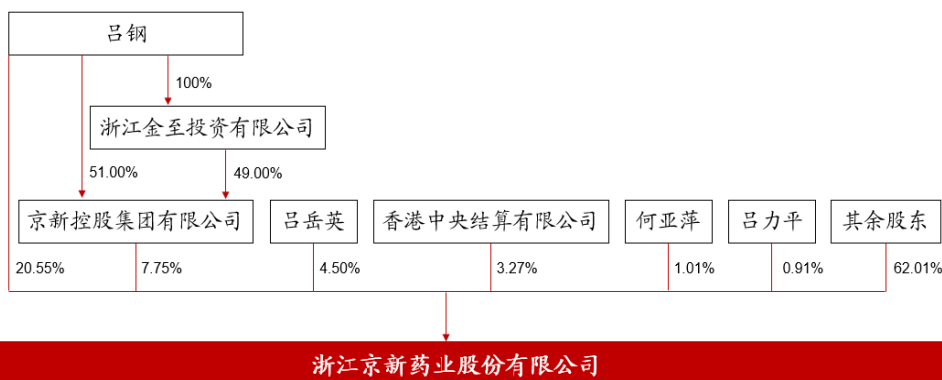
总股本(亿股)	7.25
流通A股(亿股)	5.88
52周内股价区间(元)	9.88-14.31
总市值(亿元)	92.86
总资产(亿元)	58.42
每股净资产(元)	5.13

### 相关研究

## 1 公司主营：特色专科药制剂+原料药为现有核心业务

公司是国内以化学药制剂与原料药为主营的主流医药企业，业务涵盖了化学制剂、化学原料药、传统中药、生物制剂、医疗器械的研发、生产及销售。目前，公司已药构建了从原料药到成品药的完整制药产业链，化学药是公司目前主要收入来源。董事长吕刚先生直接与间接合计持有公司 28.3% 股权，是公司实际控制人。

图 1：公司股权结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司已构建涵盖心血管系统、消化系统、精神神经系统三大用药领域的多维度、多层次的产品梯队和发展格局。其中，心脑血管药物是公司最核心的化学制剂业务，以瑞舒伐他汀为首的他汀类的药物是公司最大的制剂产品系列。2015 年，公司通过发行股份及支付现金收购深圳巨峰股权，进入医用显示器行业。

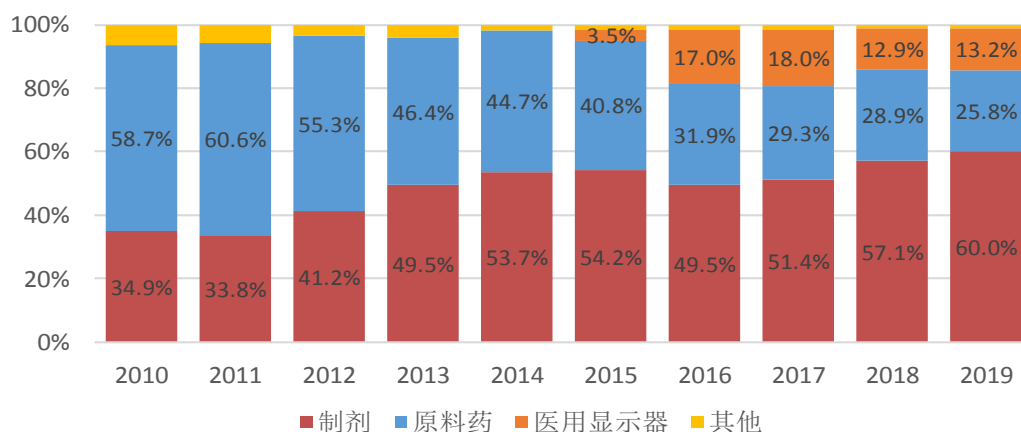
表 1：公司现有药品产品信息

产品类别	用药领域	主要产品名称	产品用途
化学制剂	心脑血管药物	瑞舒伐他汀钙片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片	主要用于高血脂症及冠心病
	神经系统药物	盐酸舍曲林片	主要用于抗抑郁治疗
		左乙拉西坦片	主要用于成人及 4 岁以上儿童癫痫患者部分性发作
		重酒石酸卡巴拉汀胶囊	主要用于治疗轻中度阿尔茨海默型痴呆
		盐酸普拉克索片	主要用于治疗帕金森病
中成药、生物制剂	消化系统药物	康复新液	主要用于胃痛出血、胃肠道溃疡及外部创伤修复
		地衣芽孢杆菌活菌胶囊	主要用于婴幼儿腹泻、急性肠炎、便秘、痢疾及各种原因引起的肠道菌群失调
化学原料药	喹诺酮类抗感染原料药	左氧氟沙星、环丙沙星、恩诺沙星	用作喹诺酮类制剂的原料
	他汀类原料药	辛伐他汀、瑞舒伐他汀钙、匹伐他汀	用作他汀类制剂的原料
	精神类原料药	盐酸舍曲林、左乙拉西坦	用作精神类制剂的原料

数据来源：Wind，西南证券整理

**整体经营稳健，制剂业务快速发展。**在过去的近 10 年里，公司经营取得稳定快速发展，制剂业务快速成长为公司第一大业务。公司是国内最早仿制他汀类药物的药企之一，在瑞舒为代表他汀类的推动下，制剂业务快速发展，制剂占收入比例从 2010 年 34.9% 提升至 2019 年的 60%。

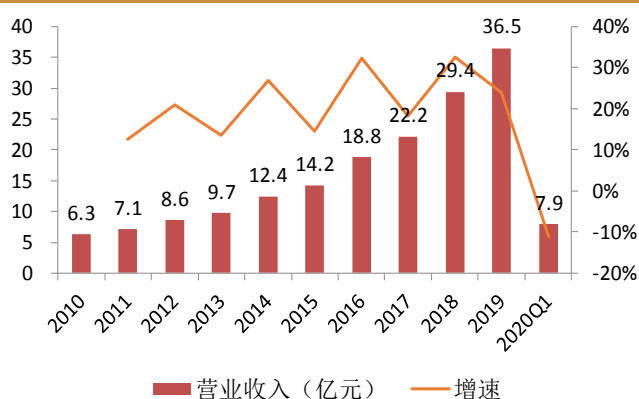
图 2：2010-2019 年公司收入结构变化



数据来源：Wind，西南证券整理

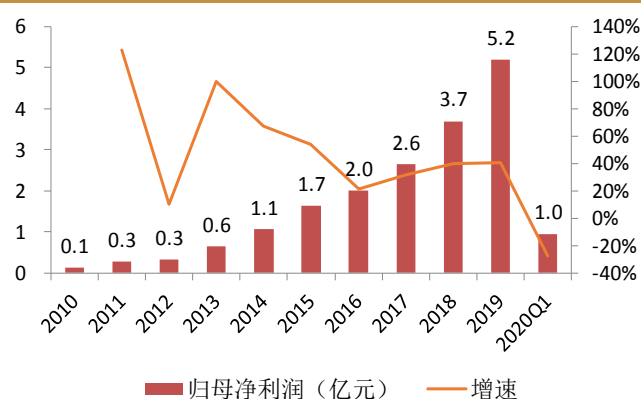
**疫情与瑞舒伐他汀钙集采丢标影响短期业绩增速，整体制剂业务中长期向好。**2010-2019，公司收入与归母净利润复合增速分别为 21.5%、50.7%，远高于同期化学制剂行业增速。受 2020 年新冠疫情影响，以及受 2019 年 9 月集采扩容瑞舒丢标的影响，公司 2020Q1 收入归母净利润分别下滑 11.2%、27.2%，扣非净利润下滑 15.6%。瑞舒丢标对公司影响预计在 2020-2021 年两年得到充分体现，而公司新产品不断获批，以及匹伐他汀、康复新液、地衣芽孢、左乙拉西坦等产品的快速增长将充分抵消瑞舒丢标的影响。公司未来仿制药业务整体呈现向上趋势，主要得益于国内仿制药获批品种数量以及美国 ANDA 获批数量不断增加。

图 3：2010-2020Q1 年公司营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2010-2020Q1 年公司归母净利润情况



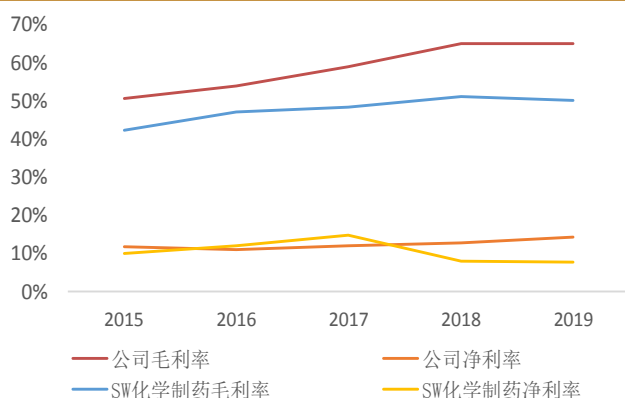
数据来源：Wind，西南证券整理

**公司整体盈利能力：毛利率稳定上升，净利率受显示器业务影响明显。**近 5 年，公司毛利率总体保持稳定上升趋势，2015-2018 年，毛利率整体受医药制造业务提升而稳定提升；2019 年，受集采政策影响，公司医药制造业务毛利率略微增长，导致公司整体毛利率保持

平稳。2015-2019 年，公司整体净利率水平保持小幅增长趋势，得益于制剂业务的净利率水平的不断增长。

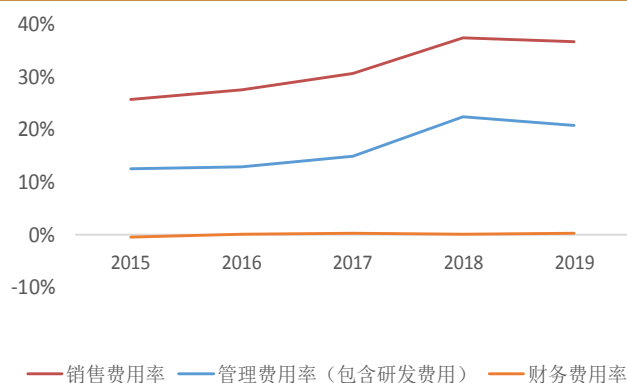
公司财务状况整体保持健康水平，财务费用率保持 0 左右；2017-2019 年，公司研发费用不断增长，管理费用率（包含研发费用）呈现上升趋势，随着创新药与器械的研发投入不断增加，研发费用有进一步上升趋势；受制剂业务不断增长，公司近些年销售费用率增长明显，2018 年集采政策以来，销售费用率出现平稳趋势，未来集采品种数量增加后，纯销售费用率整体有望下降。

图 5：2015-2019 公司毛利率与净利率数据



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2015-2019 年公司财务费用数额



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 现有业务维持稳定，未来整体受益于集采政策

公司将持续发展仿制药制剂与原料药业务，为公司创新药与器械研发提供现金流保障。公司短期受集采影响的仅为瑞舒伐他汀钙一个品种，其余品种销售体量与竞争格局好于瑞舒；从整体看，2019 年公司制剂业务规模 20 亿出头，整体规模仍然较小，未来仿制药制剂业务将整体受益于集采政策，是国内为数不多的有望受益集采政策的药企之一。

公司现有过一致性评价品种有 8 个，涉及 11 个规格。除瑞舒销售体量较大以外，其他品种销售体量均较小，未来有望将受益于集采。

表 2：公司已过一致性评价品种信息

药品名称	规格	过评时间
瑞舒伐他汀钙	5/10mg	2018.02
左乙拉西坦片	0.25g	2018.05
盐酸舍曲林片	50mg	2019.02
苯磺酸氨氯地平片	5mg	2019.02
头孢呋辛酯片	0.25g	2019.10
辛伐他汀片	20mg	2019.10
阿奇霉素片	0.25g	2020.03
左乙拉西坦片	0.5/1.0g	2020.04
匹伐他汀钙分散片	2mg	2020.07

数据来源：Wind，西南证券整理

公司持续推进仿制药研发及品种申报，2019 年以来，公司已累计申报了 4 个仿制药品种。这些品种均为市场用量较大的品种，根据 PDB 样本数据，2019 年这些品种销售额均在 2 亿元以上，终端实际规模约 10 亿元。

表 3：公司最新申报仿制药产品信息

药品名称	申报时间	适应症	2019 年 PDB 销售额 (亿元)	备注
盐酸普拉克索缓释片	2019.01	帕金森病	2.7	自研
盐酸美金刚缓释胶囊	2019.04	阿尔茨海默型痴呆	2.0	自研
沙美罗替卡松吸入粉雾剂	2019.06	成人和儿童哮喘	3.0	进口引进
左氧氟沙星片	2020.02	抗感染	3.2	自研

数据来源：Wind，西南证券整理

制剂出口将是公司未来仿制药业务重要战略。公司依靠国内现有仿制药制剂与原料药技术与产能，加速推进制剂出口业务发展。目前，公司已有两个产品经获得 FDA 的 ANDA 批文，分别是左乙拉西坦片（4 个规格）、盐酸考来维仑片（1 个规格），分别于 2020 年 6 月、7 月份获得，未来将不断有新产品获得 ANDA 批文。

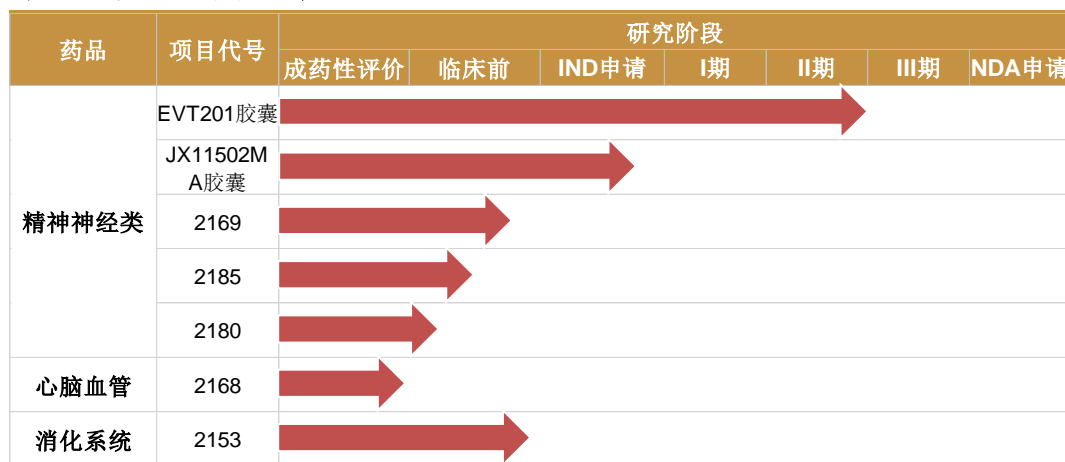
## 3 持续创新转型，全球领先的神经介入治疗器械临床中

### 3.1 重点布局精神神经领域创新药物

公司围绕心血管与精神神经领域，不断加强创新药与创新器械的研发力度，引进了多个创新药与创新器械，目前部分品种已经进入研发的中后期，预计 2 年后将为公司贡献收入与利润。

目前，在研创新药品种已达 7 个，其中 5 个为精神神经类的创新药物，心脑血管与消化系统类各 1 个。公司研发核心品种 EVT201 胶囊，用于失眠障碍治疗的药物，针对目前市场已有药物进行了重点升级，重点提高了服用者白天的精神状态，这是对传统失眠治疗药物的重大升级改进。目前，EVT201 已经完成 II 期临床，将于 2020 年 8 月启动 III 期临床入组，预计于 2021Q3 完成 III 期临床并申报 NDA，有望于 2022Q2 获批上市。

图 7：公司在研创新药研发管线

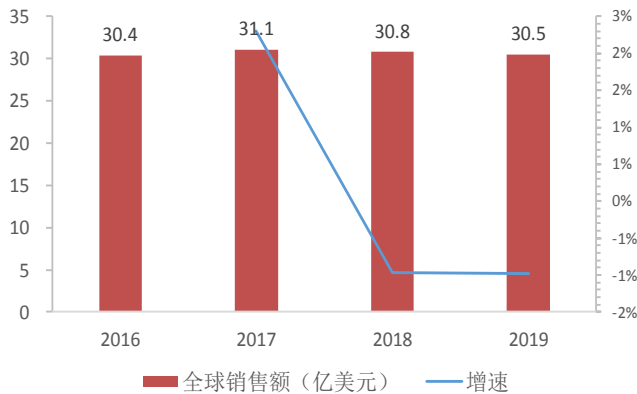


数据来源：Wind，西南证券整理



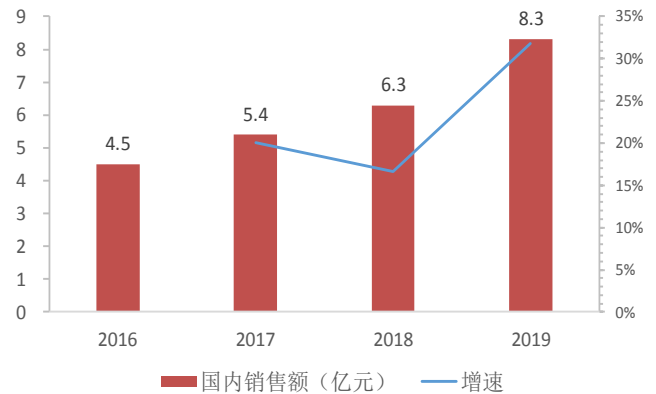
根据 IQVA 数据, 目前全球失眠治疗口服药物市场规模为稳定在 30 亿美元, 已没有明显增长; 中国市场规模 8.3 亿元, 2016-2019 复合增速为 22.6%。可见, 欧美社会更关注睡眠健康, 失眠治疗的渗透率远高于国内; 国内市场对精神神经类的普及远不及欧美, 药物依然相比欧美市场, 国内市场渗透率依然很低。

图 8: 2016-2019 年全球失眠治疗口服药物市场规模



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 2016-2019 年国内失眠治疗口服药物市场规模



数据来源: Wind, 西南证券整理

根据一份对国内 6 个城市的调查报告显示, 57% 的成人在过往 12 个月内出现失眠, 其中 53% 持续时间超 1 年, 仅有 13% 的患者跟医生谈及失眠问题; 结合国内终端口服安眠药市场规模, 国内失眠治疗药物市场相对欧美国家依然处于空白状态。传统安眠药物具有容易产生依赖、助眠效果不佳的缺点, 也导致现有服用安眠药失眠患者比例依然较低, 未来市场对新型失眠治疗药物具有很大的升级需求。随着国内精神神经类药物的市场普及率的提高, 按照 20% 的年复合增速计算, 未来 10 年市场空间超 50 亿元。

### 3.2 布局具有全球创新性的神经介入治疗产品

公司除了布局精神神经领域的创新药物以外, 公司重点布局心脑血管领域的创新器械。其中, 神经介入治疗取栓支架、静脉搭桥血管支架两款产品具有真正的全球创新性, 均引进自以色列创新性器械企业。2020 年 7 月 23 日, 公司与麦迪领科、陶凉签订《战略合作协议》, 双方就“一体式人工大血管”产品进行研发合作及商业化推进, 项目总投资约为 5000 万元。

图 10: 公司在研创新器械研发管线

器械	项目代号	研究阶段				备注
		检测	备案/注册	临床	上市申请	
神经取栓支架	2175	→				国内取栓支架进口产品超 90% 份额, 未来市场规模 100 亿以上。
搭桥手术血管支架	2183	→				国内外均无该类产品上市, 公司引进产品在美国已提前完成临床研究。

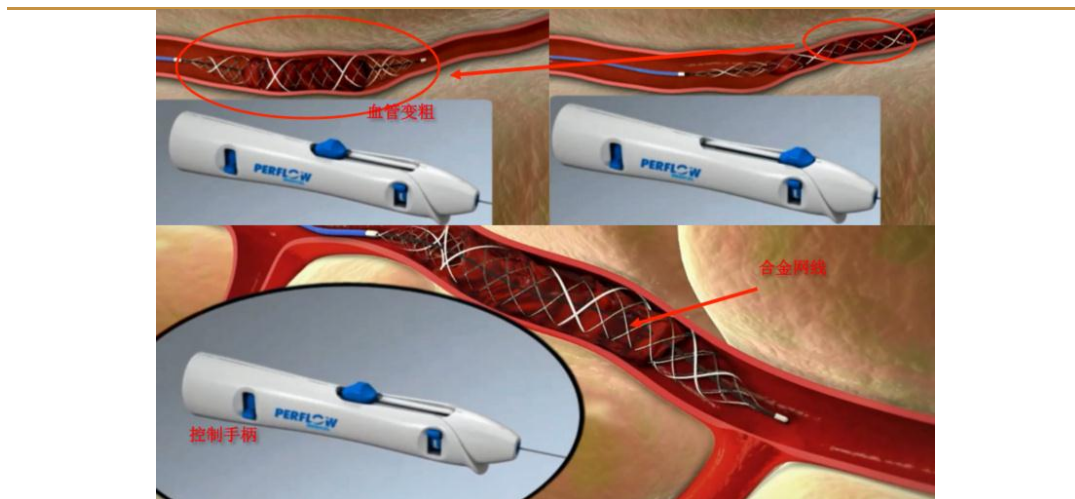
数据来源: Wind, 西南证券整理

公司神经介入治疗（取栓支架）产品是从以色列 Perflow 公司引进。2017 年，公司以自有资金 400 万美元投资以色列 Perflow 公司，取得 Perflow 不超过 16% 的股权及拥有 StreamTM 在中国市场的权益。Perflow 拥有一项核心技术，三款产品，主营产品为 StreamTM，该产品为革新型的取栓介入器械，适应症为缺血性脑卒中。StreamTM 具有实时调控直径的功能，对现有产品（固定直径）进行重大革新升级，可以更加安全有效的进行介入治疗，2015 年已经获得 CE 认证。

StreamTM，是一款适用于急性脑卒中患者的机械取栓器，类似一个可自动控制开合的渔网，手术时由医生从患者大腿血管导入，进入患者颅内，再在血管中自动打开完成抓取后，原路返回实现取栓。

与目前美敦力、强生等公司的主流取栓介入器械相比，StreamTM 具有突破性的优势。目前主流取栓支架产品类采用的激光切割技术，是固定不变形的产品；而 StreamTM 采用的是生物编织技术，通过该平台可以实现编织灵活、稳定的几何形状网，达到直径可变控。通过独特显影技术实时对手术操作全程监控，实现一次性血栓抓取并降低取栓过程中栓子脱落造成二次血栓的风险，提升治愈率及愈后效果。

图 11：Perflow 公司 StreamTM 取栓支架工作原理



数据来源：Wind，西南证券整理

目前神经介入器械主要分为通路类、出血类、缺血类三大类，其中通路类用于建立介入通道，出血类用于治疗出血性脑血管病（如动脉瘤、动静脉畸形），缺血类用于治疗缺血性脑血管病（如取栓、脑血管狭窄等），后两者技术壁垒更高。

表 4：国内神经介入治疗市场信息

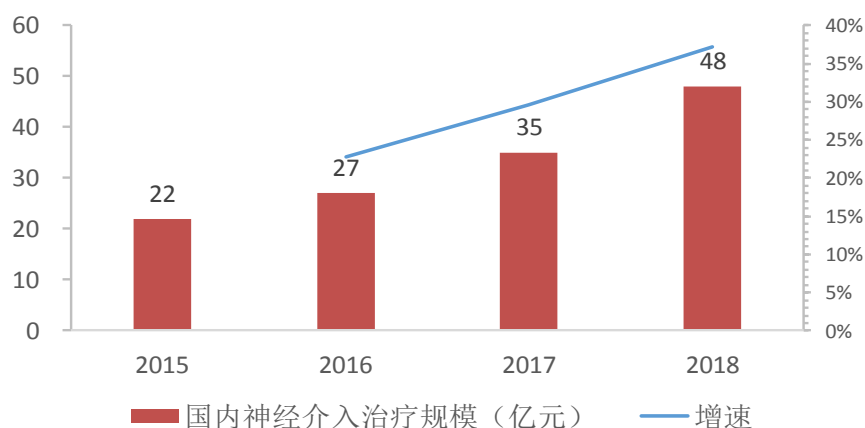
神经介入治疗大类	出血类神经介入器械	缺血类神经介入器械	通路类神经介入器械
手术名称	血管内弹簧圈栓塞术	机械性血栓切除术(MT)（搭配溶栓）	用于出血类和缺血类神经介入建立手术通道
适应症	脑动脉瘤	急性缺血性中风(AIS)	
2018 年患者数量	5050 万脑动脉瘤携带者，破裂者占比 1%，即 50 万的潜在患者	330 万	
2018 年手术量	约 5.2 万例，CAGR18~25 约为 17.3%	MT 手术 1.45 万例，CAGR18-25 约为 29.3%	合计约 6.7 万例
涉及器械	栓塞弹簧圈（核心），其他（如微导管、微	取栓支架（可搭配溶栓）	鞘类、导管

神经介入治疗大类	出血类神经介入器械	缺血类神经介入器械	通路类神经介入器械
	导丝、球囊、支架等)		
	其他 (如微导管、微导丝、球囊、支架等)	抽吸装置	
		其他 (如微导管、微导丝、球囊)	
2018 年国内市场整体规模	21.8 亿, CAGR18-25=14.2%	2 亿, CAGR18-25=28.9%	11.2 亿
进口企业	美敦力 39.5%、Microvention32.2%、强生 16.7%、史赛克 5.5%、其他外资 3.3%; 外资合计 97.2%	美敦力 60%、史赛克 21.9%、强生 8.3%、其他外资 4.4%; 外资合计 94.6%	泰尔茂 21.7%、美敦力 18.3%、雅培 10.7%、麦瑞通 9.5%、其他外资 8.8%; 外资合计 69%
国产企业	微创神通、沛嘉医疗、维心医疗、秦杰伟业、康德莱医械等合计 2.8%	微创神通、尼科、沛嘉医疗、维心医疗、秦杰伟业、康德莱医械等合计 5.4%	心玮医疗、康德莱医械等占比 31%

数据来源: 沛嘉医疗招股书; 惠泰医疗招股书, 药械研究院, 西南证券整理

缺血性介入耗材渗透率提升, 推动神经介入高成长。根据《中国医疗器械蓝皮书 2019》数据, 2018 年神经介入市场约 48 亿, 同比增长 37.1%。从手术量看, 出血类神经介入器械和动脉瘤手术治疗相关, 是目前介入治疗的主体; 而缺血类神经介入器械则取决于机械取栓手术 (MT) 增长, 近年来取栓手术增速超 60%, 2018 年约为 1.6 万例, 相比我国 2018 年 330 万的急性脑卒中患者, 渗透率不足 0.5%, 未来随着器械技术进步, 未来将成为介入治疗的主体。随着老龄化带来的高基数和取栓手术逐渐被临床认可, 未来长期渗透率有望超过 10%, 结合史赛克的取栓支架中标价在 4-5 万, 叠加其他配套耗材, 我们预计仅缺血类神经取栓器械空间超过百亿规模。

图 12: 2015-2018 年国内神经介入治疗市场规模







数据来源: Wind, 西南证券整理

从竞争格局看, 神经介入耗材技术壁垒高, 目前仍以美敦力、史赛克、强生等进口企业为主, 合计占比 90% 以上, 在出血类和缺血类占比超过 90%, 国产企业如微创神通、心玮医疗、沛嘉医疗、赛诺医疗等主要在通路类有一些产品, 但也逐渐布局出血类和缺血类高值产品。公司引进的 StreamTM 产品技术相对成熟, 已经在欧盟上市销售, 国内也已进入临床研究, 与国产同类在研产品相比, 进度靠前, 预计 2021H2 完成临床研究工作, 有望于 2022 年获批上市销售。



表 5: StreamTM 产品与主流进口取栓支架产品对比

企业	产品名称	实际产品	制作工艺	特点
美敦力	Solitaire FR		激光雕刻	开放末端，固定直径，远近期两个标记点
强生	Revive SE			闭合末端，固定直径，远近期两个标记点
史赛克	Trevo ProVue			闭合末端，固定直径，远近期两个标记点
Perflow	Stream TM		金属丝编织	闭合末端，可伸缩，自主调控直径，全程影像跟踪

数据来源：各公司网站，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：预计 2020-2022 年，受短期疫情和集采影响，公司医药制造业务销量增速分别为 5%、20%、25%，毛利率维持在 68.5%；

假设 2：预计 2020-2022 年，公司器械产品销量增长率分别为 10%、15%、15%，毛利率维持在 41.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
医药制造	收入	3,129.85	3,286.34	3,943.61	4,929.51
	增速	23.88%	5.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	68.56%	68.50%	68.50%	68.50%
器械产品	收入	474.60	522.06	600.37	690.42
	增速	23.78%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	41.77%	41.50%	41.50%	41.50%
其他	收入	42.23	46.45	51.10	56.21
	增速	24.57%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	3,646.68	3,854.86	4,595.08	5,676.15
	增速	23.88%	5.71%	19.20%	23.53%
	毛利率	65.08%	64.86%	64.99%	65.23%

数据来源：Wind，西南证券

参考行业可比公司估值情况，行业平均估值 2020 年为 34 倍 PE。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.63 元、0.75 元、0.96 元，对应 2020 年 20 倍 PE，远低于行业可比公司平均水平。公司专注于精神神经与心脑血管两大领域，多个创新药与器械研发进入中后期。其中，治疗失眠障碍创新药 EVT201 胶囊进入 III 期临床，具有革新性重磅神经介入治疗取栓支架产品进入临床，预计 2 年内获批上市，公司将逐步实现创新转型，大幅提高公司盈利能力，对公司未来发展具有重要意义。因此，凭借多个创新产品的研发进入中后期，我们认为公司 30-40 倍 PE 较为合理，但公司受瑞舒伐他汀钙集采丢标影响短期业绩，我们给予公司 30 倍 PE，对应目标价 18.90 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 7：可比公司估值情况**

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002294.SZ	信立泰	336	7.2	6.3	8.2	10.7	47	53	41	31
300003.SZ	乐普医疗	749	17.3	22.2	28.8	36.8	43	34	26	20
002262.SZ	恩华药业	162	6.6	8.0	9.8	11.8	25	25	17	14
000963.SZ	华东医药	463	28.1	28.8	33.8	39.9	16	16	14	12
600079.SH	人福医药	435	8.4	9.9	13.6	17.4	52	44	32	25
平均							37	34	26	20

数据来源：Wind，西南证券整理（注：wind 一致预期截止 2020-7-27）

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3646.68	3854.86	4595.08	5676.15	净利润	521.95	457.19	546.53	694.66
营业成本	1273.43	1354.54	1608.78	1973.56	折旧与摊销	115.31	150.85	159.87	167.90
营业税金及附加	40.81	49.40	57.07	70.08	财务费用	3.22	14.71	-1.82	-4.56
销售费用	1341.06	1410.88	1668.02	2043.41	资产减值损失	-9.20	10.00	10.00	10.00
管理费用	247.50	528.12	643.31	806.01	经营营运资本变动	1773.78	1.35	112.27	96.63
财务费用	3.22	14.71	-1.82	-4.56	其他	-1869.75	-16.14	-11.52	-12.03
资产减值损失	-9.20	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>535.30</b>	<b>617.96</b>	<b>815.34</b>	<b>952.60</b>
投资收益	81.33	0.70	0.70	0.70	资本支出	-146.87	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	1.59	1.59	1.59	1.59	其他	-67.34	2.29	2.29	2.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-214.21</b>	<b>-77.71</b>	<b>-77.71</b>	<b>-77.71</b>
<b>营业利润</b>	<b>602.06</b>	<b>489.50</b>	<b>612.00</b>	<b>779.93</b>	短期借款	208.50	-338.79	-19.71	0.00
其他非经营损益	1.35	39.04	19.83	23.16	长期借款	0.90	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>603.41</b>	<b>528.54</b>	<b>631.83</b>	<b>803.08</b>	股权融资	-1.43	0.00	0.00	0.00
所得税	81.47	71.36	85.30	108.42	支付股利	-205.85	-289.49	-253.49	-303.20
净利润	521.95	457.19	546.53	694.66	其他	-228.46	-19.70	1.82	4.56
少数股东损益	1.55	1.50	1.50	1.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-226.34</b>	<b>-647.98</b>	<b>-271.39</b>	<b>-298.64</b>
归属母公司股东净利润	520.40	455.69	545.03	693.16	<b>现金流量净额</b>	<b>96.53</b>	<b>-107.73</b>	<b>466.24</b>	<b>576.25</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	493.22	385.49	851.73	1427.98	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	450.46	615.54	677.72	837.45	销售收入增长率	23.88%	5.71%	19.20%	23.53%
存货	416.41	447.67	532.82	655.83	营业利润增长率	44.62%	-18.70%	25.03%	27.44%
其他流动资产	2125.08	2057.27	2078.18	2108.71	净利润增长率	40.50%	-12.41%	19.54%	27.10%
长期股权投资	149.85	149.85	149.85	149.85	EBITDA 增长率	39.89%	-9.09%	17.56%	22.49%
投资性房地产	146.55	146.55	146.55	146.55	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	962.42	901.02	830.60	752.16	毛利率	65.08%	64.86%	64.99%	65.23%
无形资产和开发支出	424.46	418.43	412.41	406.38	三费率	43.65%	50.68%	50.26%	50.12%
其他非流动资产	456.64	453.21	449.78	446.35	净利率	14.31%	11.86%	11.89%	12.24%
<b>资产总计</b>	<b>5625.09</b>	<b>5575.04</b>	<b>6129.64</b>	<b>6931.27</b>	ROE	14.07%	11.80%	13.12%	15.24%
短期借款	358.50	19.71	0.00	0.00	ROA	9.28%	8.20%	8.92%	10.02%
应付和预收款项	715.52	797.21	939.47	1150.19	ROIC	25.21%	34.83%	45.01%	62.20%
长期借款	0.90	0.90	0.90	0.90	EBITDA/销售收入	19.76%	16.99%	16.76%	16.62%
其他负债	839.45	883.80	1022.81	1222.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1914.38</b>	<b>1701.63</b>	<b>1963.19</b>	<b>2373.35</b>	总资产周转率	0.69	0.69	0.79	0.87
股本	724.87	724.87	724.87	724.87	固定资产周转率	4.50	4.34	5.48	7.39
资本公积	2079.07	2079.07	2079.07	2079.07	应收账款周转率	8.70	8.40	8.38	8.69
留存收益	1345.28	1511.47	1803.01	2192.98	存货周转率	3.18	3.05	3.21	3.26
归属母公司股东权益	3696.08	3857.29	4148.82	4538.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.85%	—	—	—
少数股东权益	14.63	16.13	17.63	19.13	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3710.71</b>	<b>3873.42</b>	<b>4166.46</b>	<b>4557.92</b>	资产负债率	34.03%	30.52%	32.03%	34.24%
负债和股东权益合计	5625.09	5575.04	6129.64	6931.27	带息债务/总负债	18.77%	1.21%	0.05%	0.04%
					流动比率	1.97	2.25	2.28	2.26
					速动比率	1.73	1.96	1.98	1.96
					股利支付率	39.56%	63.53%	46.51%	43.74%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.72	0.63	0.75	0.96
					每股净资产	5.12	5.34	5.75	6.29
					每股经营现金	0.74	0.85	1.12	1.31
					每股股利	0.28	0.40	0.35	0.42
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	720.59	655.06	770.06	943.27					
PE	17.84	20.38	17.04	13.40					
PB	2.50	2.40	2.23	2.04					
PS	2.55	2.41	2.02	1.64					
EV/EBITDA	8.80	9.33	7.30	5.35					
股息率	2.22%	3.12%	2.73%	3.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn