

## 证券研究报告

## 公司研究——中报点评

## 赛升药业 (300485.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2015.10.22

李惜浣 行业分析师

执业编号: S1500512040001

联系电话: +86 10 8332 6736

邮箱: lixihuan@cindasc.com

吴临平 行业分析师

执业编号: S1500514070004

联系电话: +86 10 8332 6738

邮箱: wulinping@cindasc.com

卢斯然 研究助理

联系电话: +86 10 8332 6858

邮箱: lusiran@cindasc.com

## 相关研究

《技术领先的研发型生化药公司》2015.10

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 主业平稳运行, 试行事业部效果显著

2016年9月1日

**事件:** 公司发布了16年中报, 2016年上半年公司实现营业收入30,391.85万元, 较上年同期增长4.49%; 实现归属于上市公司股东的净利润13,181.03万元, 较上年同期增长25.06%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润13,130.49万元, 较上年同期下降25.03%; 每股收益0.55元。

## 点评:

- **公司主业平稳运行。** 上半年, 公司的免疫系统类药物 (主要包括薄芝糖肽注射液、脱氧核苷酸钠注射液、注射用胸腺肽) 销售收入为17,138.91万元, 同比增长10.14%, 毛利率比去年同期提升8.62个百分点; 神经系统类药物 (主要包括GM-1) 销售收入为6,315.47万元, 同比减少16.11%, 毛利率比去年同期略降0.50个百分点; 心脑血管类药物 (主要包括纤溶酶注射剂) 销售收入为6,455.38万元, 同比增长17.09%, 毛利率比去年同期提升11.52个百分点。
- **核心品种具有较好的竞争格局。** 公司的五个核心品种生产厂家较少、市场份额领先、议价能力较强, 保证了公司主要产品在招标中的价格稳定。薄芝糖肽注射液、注射用纤溶酶仅有2家生产企业, 脱氧核苷酸钠注射液为独家剂型, 公司保持着较高的市场占有率; 神经系统类产品GM-1市场份额逐年上升, 该产品自上市以来市场表现良好, 预计未来仍会保持较高增长; 免疫调节剂产品注射用胸腺肽拥有100mg独家规格, 预计该规格产品未来仍能维持一定的市场份额。
- **试行纤溶酶事业部效果显著。** 今年以来公司对纤溶酶注射剂试行了事业部管理制, 试行纤溶酶事业部后心脑血管系统药物销售收入实现了快速增长。纤溶酶注射剂作为国家医保乙类药品, 目前医保使用受限、只能作为抢救用药, 我们认为使用限制有望在新版医保目录调整时放开, 对于纤溶酶注射剂整体市场扩容公司将最为受益。
- **与誉衡签订了3年销售合同。** 公司与西藏誉衡阳光医药有限责任公司签订了《销售合同》, 协议期限至2018年底, 协议约定西藏誉衡每年度任务量需较上一年度实际销售量环比增长10%; 以2015年实际含税销售额13,071万元计算, 2016年含税销售任务额为14,378.10万元。誉衡是公司脱氧核苷酸钠注射液产品除辽宁、吉林、北京、福建以外其他省市地区的独家经销商, 公司与誉衡的合作关系已持续十余年, 长期稳定的合作关系使双方达到共赢。
- **高管加码产业并购基金。** 2015年10月, 公司公告将使用2.1亿元自筹资金与亦庄国投、亦庄生物共同发起成立“北京亦庄生物医药产业并购基金”; 2016年4月、8月, 公司主要高管通过北京屹唐赛盈基金管理有限公司、天津赛德瑞博资产管理中心等机构投资产业基金。该基金投资领域为新一代健康诊疗, 包括化学制药领域, 生物技术药物领域, 高性能

医学诊疗设备领域及生物医用植介入物；我们认为，未来并购基金围绕公司主营业务和发展战略进行的产业链整合和产业扩张，有望加速公司的快速成长。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 16-18 年每股收益分别为 1.11 元、1.21 元、1.37 元；维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**行业政策风险；主要产品价格下降的风险；新药研发的不确定性。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	589.85	607.14	642.79	710.85	787.50
增长率 YoY %	22.83%	2.93%	5.87%	10.59%	10.78%
归属母公司净利润(百万元)	202.57	209.27	265.23	289.73	328.64
增长率 YoY%	25.99%	3.31%	26.74%	9.24%	13.43%
毛利率%	61.85%	60.75%	66.00%	66.27%	66.44%
净资产收益率 ROE%	35.63%	16.57%	13.31%	12.89%	12.85%
每股收益 EPS(元)	2.25	1.74	1.11	1.21	1.37
市盈率 P/E(倍)	55	53	42	38	34
市净率 P/B(倍)	8.6	3.0	5.3	4.6	4.1

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 8 月 31 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	550.80	1,657.14	1,753.12	1,955.47	2,198.39
货币资金	482.13	999.40	250.33	444.89	678.88
应收票据	6.46	5.94	6.29	6.95	7.70
应收账款	6.35	14.38	15.22	16.83	18.65
预付账款	9.71	0.79	0.72	0.79	0.88
存货	45.99	61.12	56.06	61.51	67.79
其他	0.16	575.50	1,424.50	1,424.50	1,424.50
<b>非流动资产</b>	167.55	287.67	414.53	506.61	597.66
长期投资	0.00	105.00	105.00	105.00	105.00
固定资产	103.55	96.12	135.53	236.50	329.01
无形资产	56.84	54.78	52.62	50.45	48.28
其他	7.16	31.77	121.38	114.66	115.36
<b>资产总计</b>	718.35	1,944.81	2,167.65	2,462.08	2,796.06
<b>流动负债</b>	70.02	60.78	61.59	66.30	71.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	8.53	12.77	11.71	12.85	14.16
其他	61.49	48.01	49.88	53.45	57.46
<b>非流动负债</b>	1.69	1.22	1.22	1.22	1.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.69	1.22	1.22	1.22	1.22
<b>负债合计</b>	71.71	62.00	62.81	67.51	72.84
少数股东权益	1.50	1.45	1.45	1.45	1.45
归属母公司股东权益	645.14	1,881.36	2,103.39	2,393.12	2,721.76
<b>负债和股东权益</b>	718.35	1,944.81	2,167.65	2,462.08	2,796.06

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	589.85	607.14	642.79	710.85	787.50
同比	22.83%	2.93%	5.87%	10.59%	10.78%
归属母公司净利润	202.57	209.27	265.23	289.73	328.64
同比	25.99%	3.31%	26.74%	9.24%	13.43%
毛利率	61.85%	60.75%	66.00%	66.27%	66.44%
ROE	35.63%	16.57%	13.31%	12.89%	12.85%
每股收益(元)	2.25	1.74	1.11	1.21	1.37
P/E	55	53	42	38	34
P/B	8.6	3.0	5.3	4.6	4.1
EV/EBITDA	16.46	21.27	34.17	31.39	27.37

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	589.85	607.14	642.79	710.85	787.50
营业成本	225.03	238.27	218.53	239.76	264.24
营业税金及附加	7.35	8.17	9.64	10.66	11.81
营业费用	76.75	78.25	102.85	92.41	102.37
管理费用	62.91	68.02	54.64	56.87	63.00
财务费用	-16.21	-4.87	-23.37	-5.82	-10.37
资产减值损失	0.10	0.46	0.41	0.42	0.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	23.72	30.00	17.91	23.87
<b>营业利润</b>	233.91	242.54	310.09	334.46	379.79
营业外收入	2.18	0.82	2.84	2.84	2.84
营业外支出	0.01	0.12	0.90	0.40	0.49
<b>利润总额</b>	236.08	243.24	312.03	336.90	382.14
所得税	33.65	34.01	46.80	47.17	53.50
<b>净利润</b>	202.43	209.23	265.23	289.73	328.64
少数股东损益	-0.14	-0.05	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	202.57	209.27	265.23	289.73	328.64
EBITDA	253.01	261.10	325.00	353.75	405.79
EPS (摊薄)	0.84	0.87	1.11	1.21	1.37

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	214.23	169.36	253.61	285.75	325.06
净利润	202.43	209.23	265.23	289.73	328.64
折旧摊销	16.92	17.86	12.97	16.85	23.65
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	-23.72	-30.00	-17.91	-23.87
营运资金变动	-4.60	-34.04	4.34	-3.51	-4.12
其它	-0.53	0.03	1.07	0.59	0.75
<b>投资活动现金流</b>	-7.05	-682.92	-959.48	-91.20	-91.06
资本支出	-9.05	-31.64	-140.48	-109.10	-114.94
长期投资	0.00	-81.28	30.00	17.91	23.87
其他	2.00	-570.00	-849.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-50.13	1,030.84	-43.20	0.00	0.00
吸收投资	0.00	1,095.84	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	49.50	54.00	43.20	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	157.05	517.28	-749.08	194.56	233.99

## 医药生物研究小组简介

李惜浣，药学学士，工商管理硕士，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，2012年加入信达证券。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券。

卢斯然，牛津大学化学生物博士，2年医药行业从业经验，2015年7月加入信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyao Hua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。