

特色专科药占比上升，收入结构持续优化

投资要点

- **财务概况:** 公司 2016 年前三季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别约为 6.9 亿元、0.47 亿元、0.36 亿元，同比增长分别为 0.34%、233%、250%；2016Q3 公司营业收入、归母净利润、扣非净利润分别约为 2.4 亿元、0.15 亿元、0.18 亿元，同比增长分别为 -1.5%、381%、895%。
- **特色专科药占比上升，收入结构持续优化。** 公司 2016 年前三季度营业收入为 6.9 亿元，同比增长约 0.34%。其中大输液业务收入同比下滑约 38%，主要原因为大输液业务调整进度低于预期，我们仍看好无缝软袋、混药器等新产品对公司大输液业务收入增长的积极影响。其他业务板块如医药流通受代理产品减少影响下滑约 64%。期间内特色专科药收入同比增长约 65%，收入占比提升超过 10 个百分点。主要原因为公司加大对重点品种的营销力度，完善销售团队的激励机制，使得埃索、乌体林斯、纳米炭等核心品种销售增长所致。公司 2016 年前三季度扣非净利润约为 0.36 亿元，同比增长约为 250%，主要原因为产品结构变化使得公司整体毛利率约为 40%，同比提升约 5.3 个百分点。从单季度情况来看，2016Q3 收入、扣非净利润同比增长分别约为 -1.5%、895%，公司扣非净利润同比、环比均出现大幅改善，主要原因为核心专科药销售持续增长所致。我们认为：公司前三季度收入端的增速虽然较低，但其产品结构已经得到优化，且 Q3 收入下滑幅度也是明显收窄，在收入增速企稳同时得到结构持续调整的结果，预计高毛利率专科药收入已经由 20% 提升至 30% 以上，公司整体的盈利能力大幅提升。
- **加强重点品种销售推广，同时积极布局新盈利领域。** 1) 重磅品种埃索美拉唑、乌体林斯销售稳步推进，积极参与各省招投标，同时加快医院开发进度，稳步提升市场份额；2) 重点品种纳米炭目前应用于甲状腺、胃部器官手术，后期将陆续拓展肠手术等适应症，市场空间或超 5 亿元。随着公司对该产品市场及学术推广的加强，其高增长或将持续；3) 积极介入医疗服务领域。以纳米炭为切入点，拟打造围绕甲状腺患者的全周期医疗和健康管理综合服务体系，同时将在精准医疗、远程医疗等方面加大投入，形成独特的竞争优势；4) 积极开展新盈利点布局：a、ARGOS 项目稳步推进，我们预计 2018 年或将进行商业化，有助于公司长期业绩成长；b、莱美香港以 1000 万美元认购 Athenex, Inc. 可转债，有利于公司未来与 Athenex 达成战略合作关系，积极布局国外先进医疗技术。
- **盈利预测与估值。** 我们预计 2016-2018 年每股收益为 0.11 元、0.19 元、0.26 元（原预测 2016-2018 年每股收益分别为 0.14 元、0.20 元、0.26 元，下调的主要原因为大输液板块盈利低于预期），对应市盈率为 79 倍、45 倍、33 倍。由于公司肠外营养及特色专科药增长稳定、埃索及乌体林斯逐渐进入销售上量阶段，陆续布局的混药器、ARGOS 项目、参股重庆信同等都将有助于公司业绩长期成长，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 新产品销量或低于预期；2) 招标降价幅度或超预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	963.98	998.75	1207.79	1432.69
增长率	5.72%	3.61%	20.93%	18.62%
归属母公司净利润 (百万元)	20.61	89.76	156.04	214.52
增长率	122.15%	335.48%	73.83%	37.48%
每股收益 EPS (元)	0.03	0.11	0.19	0.26
净资产收益率 ROE	1.21%	5.16%	9.18%	13.62%
PE	343	79	45	33
PB	4.18	4.06	4.16	4.49

数据来源: Wind, 西南证券

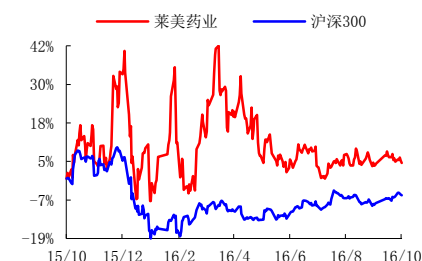
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
 执业证号: S1250515090002
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzl@swsc.com.cn

联系人: 陈进
 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)	8.12
流通 A 股(亿股)	5.84
52 周内股价区间(元)	8.28-42.55
总市值(亿元)	70.66
总资产(亿元)	25.87
每股净资产(元)	2.05

相关研究

1. 莱美药业(300006): 收入结构持续优化, 净利润大幅增长 (2016-07-31)
2. 莱美药业(300006): 盈利趋势向上, 前景值得期待 (2016-04-25)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	963.98	998.75	1207.79	1432.69	净利润	20.40	89.76	156.04	214.52
营业成本	606.59	593.11	690.63	799.95	折旧与摊销	108.63	122.79	122.79	122.79
营业税金及附加	6.07	5.53	6.61	8.07	财务费用	59.11	30.79	23.51	26.42
销售费用	100.86	109.86	126.82	143.27	资产减值损失	21.16	3.00	3.00	3.00
管理费用	152.95	179.77	181.17	207.74	经营营运资本变动	-183.34	16.58	-78.88	-88.46
财务费用	59.11	30.79	23.51	26.42	其他	-51.37	-32.00	4.28	4.20
资产减值损失	21.16	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	-25.41	230.92	230.74	282.47
投资收益	-0.71	20.00	0.00	0.00	资本支出	1.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-142.00	20.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-140.03	20.00	0.00	0.00
营业利润	16.53	96.68	176.05	244.24	短期借款	108.90	-676.02	0.00	36.45
其他非经营损益	8.38	8.93	7.52	8.13	长期借款	66.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	24.91	105.60	183.57	252.37	股权融资	649.56	0.00	0.00	0.00
所得税	4.51	15.84	27.54	37.86	支付股利	-20.18	-44.83	-195.22	-339.35
净利润	20.40	89.76	156.04	214.52	其他	28.87	-170.96	-23.51	-26.42
少数股东损益	-0.22	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	833.46	-891.81	-218.73	-329.32
归属母公司股东净利润	20.61	89.76	156.04	214.52	现金流量净额	668.63	-640.89	12.01	-46.85
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	819.00	178.11	190.12	143.27	成长能力				
应收和预付款项	362.42	358.79	434.79	516.88	销售收入增长率	5.72%	3.61%	20.93%	18.62%
存货	346.54	340.37	396.45	459.57	营业利润增长率	248.49%	485.00%	82.10%	38.73%
其他流动资产	27.55	28.55	34.52	40.95	净利润增长率	81.07%	340.07%	73.83%	37.48%
长期股权投资	12.56	12.56	12.56	12.56	EBITDA 增长率	38.55%	35.81%	28.81%	22.06%
投资性房地产	3.42	3.42	3.42	3.42	获利能力				
固定资产和在建工程	942.55	840.16	737.78	635.39	毛利率	37.07%	40.61%	42.82%	44.16%
无形资产和开发支出	485.87	466.57	447.26	427.96	三费率	32.46%	32.08%	27.45%	26.34%
其他非流动资产	102.86	101.76	100.66	99.57	净利率	2.12%	8.99%	12.92%	14.97%
资产总计	3102.76	2330.30	2357.56	2339.56	ROE	1.21%	5.16%	9.18%	13.62%
短期借款	676.02	0.00	0.00	36.45	ROA	0.66%	3.85%	6.62%	9.17%
应付和预收款项	281.13	282.28	331.62	382.83	ROIC	3.52%	6.04%	9.88%	13.58%
长期借款	178.62	178.62	178.62	178.62	EBITDA/销售收入	19.12%	25.06%	26.69%	27.46%
其他负债	277.12	130.90	148.01	167.19	营运能力				
负债合计	1412.89	591.80	658.24	765.08	总资产周转率	0.36	0.37	0.52	0.61
股本	225.62	812.24	812.24	812.24	固定资产周转率	1.03	1.17	1.60	2.20
资本公积	1173.09	586.47	586.47	586.47	应收账款周转率	3.84	3.70	4.09	4.02
留存收益	245.36	290.30	251.12	126.28	存货周转率	1.93	1.71	1.86	1.86
归属母公司股东权益	1640.39	1689.01	1649.83	1524.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.76%	—	—	—
少数股东权益	49.49	49.49	49.49	49.49	资本结构				
股东权益合计	1689.88	1738.50	1699.32	1574.48	资产负债率	45.54%	25.40%	27.92%	32.70%
负债和股东权益合计	3102.76	2330.30	2357.56	2339.56	带息债务/总负债	60.49%	30.18%	27.14%	28.11%
					流动比率	1.29	2.34	2.33	2.07
					速动比率	1.00	1.46	1.46	1.25
					股利支付率	97.90%	49.94%	125.11%	158.19%
					每股指标				
					每股收益	0.03	0.11	0.19	0.26
					每股净资产	2.08	2.14	2.09	1.94
					每股经营现金	-0.03	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.02	0.06	0.24	0.42
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	184.27	250.25	322.35	393.45					
PE	342.83	78.72	45.29	32.94					
PB	4.18	4.06	4.16	4.49					
PS	7.33	7.08	5.85	4.93					
EV/EBITDA	11.07	27.83	21.57	17.88					
股息率	0.29%	0.63%	2.76%	4.80%					

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
增持：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 指数涨幅在-10%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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn