



甾体药物原料龙头企业

投资要点

- 以创新为驱动，引领生物制药技术革新。**1) 公司是一家应用基因工程技术和微生物转化技术制造甾体药物原料的企业。立足生物制药前沿领域，以甾体药物领域的核心生物型原料为突破口，率先实现了生物制药技术在甾体药物领域的规模化应用，引领了整个行业的技术革新；2) 2015年公司实现收入6.68亿元，实现净利润1.86亿元，分别同比增长28.24%、12.14%；3) 主要股东为山东润鑫和米超杰，合计持股约80%。
- 主打甾体药物原料，技术、质量、客户各方面获得认可。**1) 作为国内较早一批以植物甾醇为原料进行雄烯二酮规模化生产的企业，凭借高转化率的发酵及提取技术，具备了采用生物技术制造雄烯二酮、雄二烯二酮、9-羟基雄烯二酮、羟基黄体酮等甾体药物原料的技术和规模化生产能力；2) 在生产技术方面，公司通过自主研发，掌握了高转化率的发酵和提取技术，使得公司在甾体药物原料产品的市场竞争中具有较强的成本优势；3) 在质量方面，公司致力于提供纯度高、品质稳定的甾体药物原料产品，对生产及质量控制的规范性有着严格要求；4) 客户方面，在生产过程及产品质量控制方面获得了高端客户的认可，赢得了较高的市场声誉，天药股份、仙琚制药、津津药业等国内甾体药物行业内的龙头企业，均为公司稳定的下游客户。
- 医药工业发展良好，甾体药物原料市场空间较大。**1) 近十年来，受到国内居民生活水平持续提高、医疗保障制度改革不断深化、人口老龄化现象日益显著等因素的影响，国内医药产业整体步入高速增长阶段；2) 全球范围内的甾体药物生产厂家主要为少数大型跨国制药公司，近年来，由于我国原材料优势明显、生产工艺不断提升，全球甾体药物的生产出现了产业转移的趋势，中国已逐步成为世界甾体药物的生产中心，市场前景向好。
- 盈利预测。**估算公司2016-2018年EPS分别为1.60元、2.09元、2.64元。结合上文分析，考虑公司的行业地位、成长性、盈利能力等，我们认为给予公司2016年40-50倍估值较为合理，对应合理股价区间64元-80元。
- 风险提示：**行业竞争加剧或导致产品价格及盈利能力下降的风险；替代产品出现或导致甾体药物原料市场需求变化的风险等。

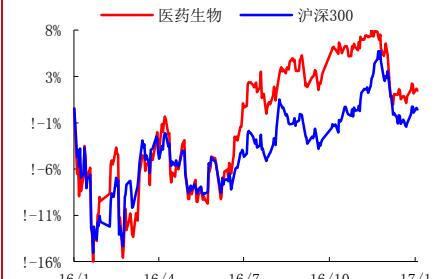
西南证券研究发展中心

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

分析师：施跃
执业证号：S1250515080001
电话：021-68413878
邮箱：syue@swsc.com.cn

联系人：陈进
电话：021-68416017
邮箱：cj@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

| | |
|-----------------------------|-------|
| 发行前总股本(万股) | 8000 |
| 本次发行(万股) | 2667 |
| 发行后总股本(万股) | 10667 |
| 2015年每股收益(摊薄后)(元) | 2.34 |
| 2015年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元) | 2.34 |

主要指标 (2015)

| | |
|---------|-------|
| 每股净资产 | 5.98 |
| 毛利率 | 44.25 |
| 流动比率 | 2.06 |
| 速动比率 | 1.29 |
| 应收账款周转率 | 8.53 |
| 资产负债率 | 39.56 |
| 净资产收益率 | 48.67 |

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 668.17 | 606.74 | 788.84 | 1061.98 |
| 增长率 | 28.24% | -9.19% | 30.01% | 34.63% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 187.04 | 170.33 | 223.38 | 282.05 |
| 增长率 | 12.84% | -8.94% | 31.14% | 26.27% |
| 每股收益EPS (元) | 1.75 | 1.60 | 2.09 | 2.64 |
| 净资产收益率ROE | 36.68% | 24.21% | 24.10% | 23.33% |
| PE | 40 | 44 | 34 | 27 |
| PB | 14.78 | 10.64 | 8.08 | 6.19 |

数据来源：Wind, 西南证券

目 录

| | |
|------------------------------------|---|
| 1 以创新驱动，引领生物制药技术革新 | 1 |
| 2 主打甾体药物原料，生物制药技术突出 | 3 |
| 2.1 公司核心产品介绍 | 3 |
| 2.2 公司主营业务收入稳步增长，前景依然广阔 | 4 |
| 2.3 竞争优势：生物技术+专利影响力突出 | 5 |
| 3 医药工业发展良好，甾体药物原料市场空间较大 | 6 |
| 3.1 国内医药工业迅猛增长，有望成为全球第二大药品市场 | 6 |
| 3.2 甾体药物及其原料行业存在较大发展空间 | 7 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 8 |
| 5 风险提示 | 9 |

图 目 录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1: 公司发行后股权结构 | 1 |
| 图 2: 公司历年收入及增速 | 2 |
| 图 3: 公司历年扣非净利润及增速 | 2 |
| 图 4: 2015 年产品收入占比情况 | 2 |
| 图 5: 主营业务及各产品毛利率水平 | 2 |
| 图 6: 雄烯二酮产量及产能利用率 | 3 |
| 图 7: 羟基黄体酮产量及产能利用率 | 3 |
| 图 8: 公司主要产品工艺流程图 | 4 |
| 图 9: 公司 2013-2015 年营业收入及构成情况 | 5 |
| 图 10: 公司 2015 年产品收入构成 | 5 |
| 图 11: 国内甾体药物生产的工艺路线 | 5 |
| 图 12: 我国医药工业产量变化 | 7 |
| 图 13: 我国卫生费用总支出及 GDP 占比 | 7 |

表 目 录

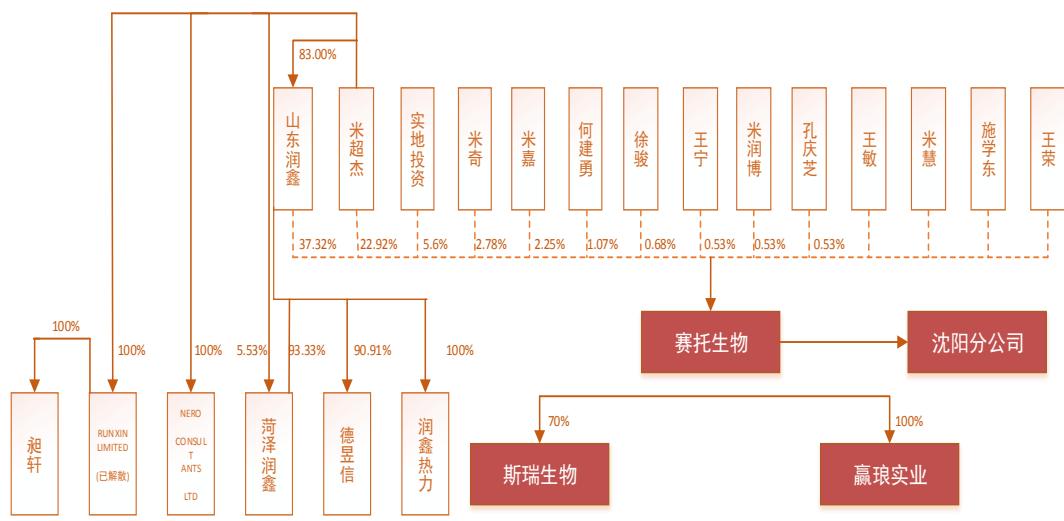
| | |
|-------------------------------------|----|
| 表 1: 公司主要产品线情况 | 3 |
| 表 2: 公司 2015 年主要产品情况 | 4 |
| 表 3: 公司主要产品核心技术与专利、非专利技术的对应关系 | 6 |
| 表 4: 国内外甾体药物产业链构成 | 7 |
| 表 5: 分业务收入及毛利率 | 8 |
| 附表: 财务预测与估值 | 10 |

1 以创新为驱动，引领生物制药技术革新

赛托生物是一家应用基因工程技术和微生物转化技术制造甾体药物原料的企业。公司立足于生物制药的前沿领域，以甾体药物领域的核心生物型原料为突破口，率先实现了生物制药技术在甾体药物领域的规模化应用，引领了整个行业的技术革新。目前，公司已经成长为行业内的领军企业，拥有雄烯二酮、九羟基雄烯二酮、雄二烯二酮等五大系列生物型甾体药物原料的规模化生产技术，已成为国内采用生物技术制取甾体药物原料的重要供应商。

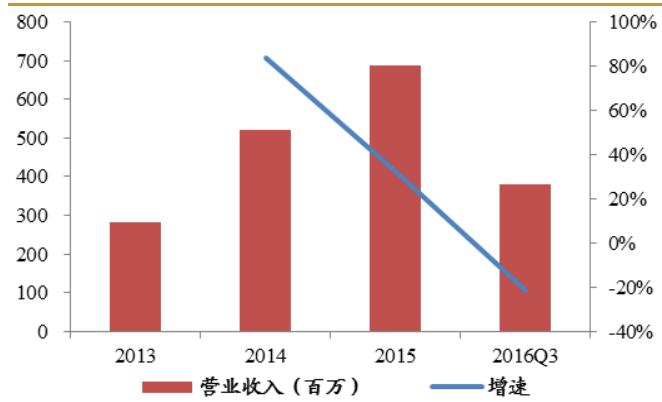
公司实际控制人为米超杰，直接持有公司 22.92%的股份，并通过山东润鑫持有公司总股本的 37.32%，公司设有斯瑞生物、柏康美克和赢琅实业三家子公司，其中斯瑞生物为赛托生物持有 70%股份的子公司，柏康美克和赢琅实业为其全资子公司。

图 1：公司发行后股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

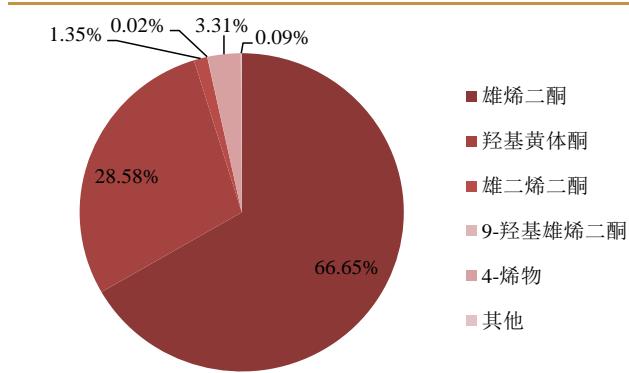
2015 年公司营业收入 6.68 亿元，同比增长约为 28.24%；归属母公司的净利润约为 1.87 亿元，同比增长约为 12.84%。2016 Q3 公司营业收入、归属母公司净利润分别为 3.81 亿元、0.72 亿元，同比增速下降，主要原因系公司未及时将储备产品推向市场，而竞争对手的 9-羟基雄烯二酮及其衍生产品率先进入市场后，对公司雄烯二酮的下游需求形成冲击；另外，近年来甾体药物原料的产品革新带动了下游甾体药物行业的竞争格局的变化，也对公司营业收入产生了影响。

图 2: 公司历年收入及增速


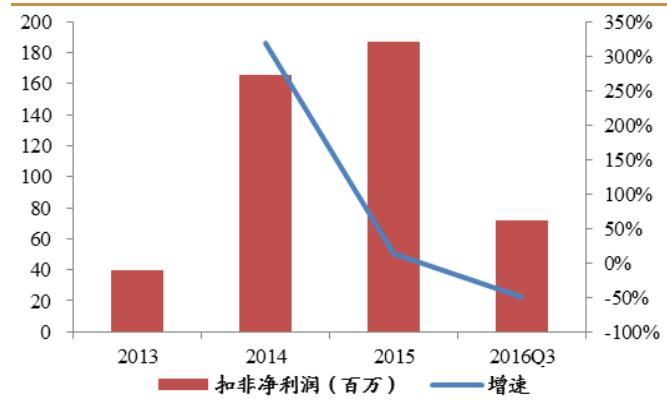
数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司是国内较早一批以植物甾醇为原料进行雄烯二酮规模化生产的企业，凭借高转化率的发酵及提取技术，已经具备了采用生物技术制造雄烯二酮、雄二烯二酮、9-羟基雄烯二酮、羟基黄体酮、4-烯物等甾体药物原料的技术和规模化生产能力。公司的主要产品为雄烯二酮和羟基黄体酮，2015年前两大产品的营业收入占比分别为 66.65%、28.58%。

近年来，公司毛利率的变动与主营业务毛利率变化基本保持一致。2013 年度至 2015 年度，主营业务毛利率的逐年上升主要源于公司主要产品毛利率的增长；2016 年 1-6 月，毛利率较高的雄烯二酮收入占比下降，导致主营业务毛利率有所下降。

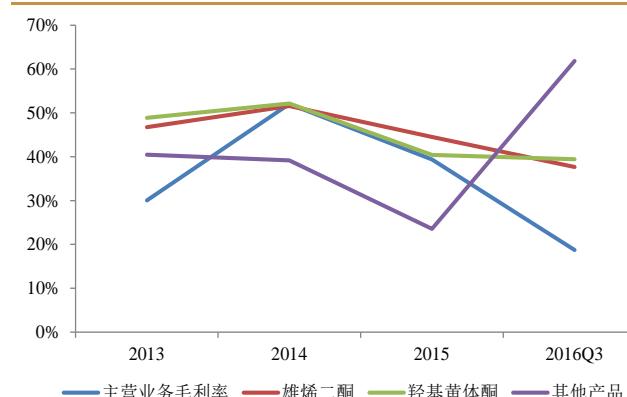
图 4: 2015 年产品收入占比情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3: 公司历年扣非净利润及增速


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司是国内较早一批以植物甾醇为原料进行雄烯二酮规模化生产的企业，凭借高转化率的发酵及提取技术，已经具备了采用生物技术制造雄烯二酮、雄二烯二酮、9-羟基雄烯二酮、羟基黄体酮、4-烯物等甾体药物原料的技术和规模化生产能力。公司的主要产品为雄烯二酮和羟基黄体酮，2015年前两大产品的营业收入占比分别为 66.65%、28.58%。

图 5: 主营业务及各产品毛利率水平


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 主打甾体药物原料，生物制药技术突出

公司是国内较早一批以植物甾醇为原料进行雄烯二酮规模化生产的企业，凭借高转化率的发酵及提取技术，实现了生物制药技术取代化学合成技术生产医药产品原料的工艺革新。

2.1 公司核心产品介绍

公司设立后，以甾体药物核心原料——雄烯二酮为突破口，开发了系列化产品，成功地将基因工程技术和微生物转化技术运用于大规模工业化生产。目前，公司已经具备了采用生物技术制造雄烯二酮、雄二烯二酮、9-羟基雄烯二酮、羟基黄体酮等甾体药物原料的技术和规模化生产能力。

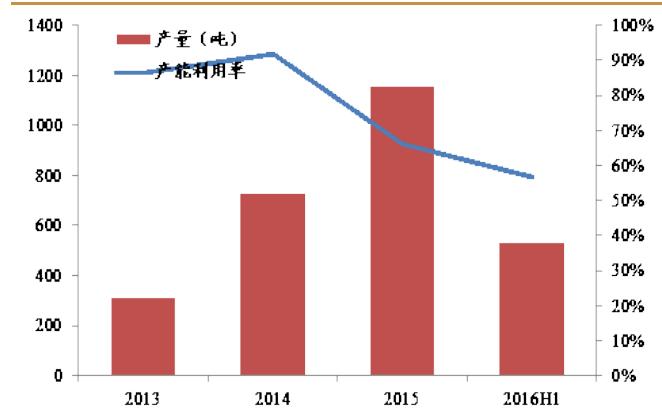
表 1：公司主要产品线情况

| 产品系列 | 产品品种 | 对应下游甾体药物品种 |
|----------------|-----------------------------|--|
| 雄烯二酮及其衍生产品 | 雄烯二酮、羟基黄体酮、双羟基黄体酮等 | 氢化可的松系列、波尼松龙系列、强的松系列糖皮质激素，米非司酮系列、炔诺酮系列孕激素，螺内酯、依普利酮等。 |
| 雄二烯二酮及其衍生产品 | 雄二烯二酮等 | 睾酮等雄激素，雌酮、雌二酮等雌激素等。 |
| 9-羟基雄烯二酮及其衍生产品 | 9-羟基雄烯二酮、四烯物、甲羟环孕育酮、醋酸阿奈可他等 | 氢化可的松系列、地塞米松系列、倍他米松系列、波尼松龙系列、强的松系列糖皮质激素，依普利酮等。 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

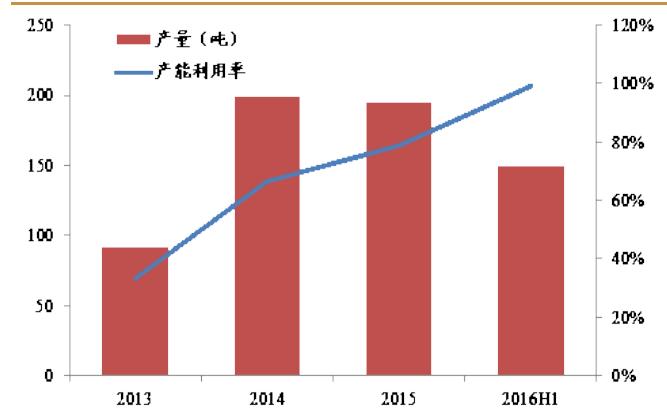
雄烯二酮的产量逐年上升，从 2013 年的 309.52 吨升至 1153.89 吨，公司生产的雄烯二酮除对外直接销售外，还用于加工生产羟基黄体酮。羟基黄体酮的产量略有波动，主要是由于 2015 年，公司产品线有所增加，因而生产设施用于生产羟基黄体酮的生产时间相应减少，产量相应减少。其产能利用率表现为逐年上涨趋势。

图 6：雄烯二酮产量及产能利用率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：羟基黄体酮产量及产能利用率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司采用微生物转化法生产雄烯二酮等甾体药物核心原料，生产过程主要包括发酵和提取两部分。

发酵部分：将菌种首先接种到摇瓶种子培养基中进行培养，制得摇瓶种子液。再将摇瓶种子液接种到种子罐培养基中，经培养制得种子罐种子。然后将种子罐种子接种到发酵罐中。发酵培养基主要成分为植物甾醇，此外还包括一些氮源、碳源、植物油和无机盐等成分。发

酵过程中需要通气和搅拌，并对发酵液取样进行检测，待植物甾醇全部转化后，即可放罐，放罐发酵液经加热灭活后送至提取车间进行提取。

提取部分：灭活后的发酵液经有机溶剂提取得到提取液，提取液经过减压浓缩得到浓缩液，浓缩液再经过活性炭脱色、结晶、干燥得到粗品。粗品经过有机溶剂溶解，重结晶得到成品。

图 8：公司主要产品工艺流程图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 公司主营业务收入稳步增长，前景依然广阔

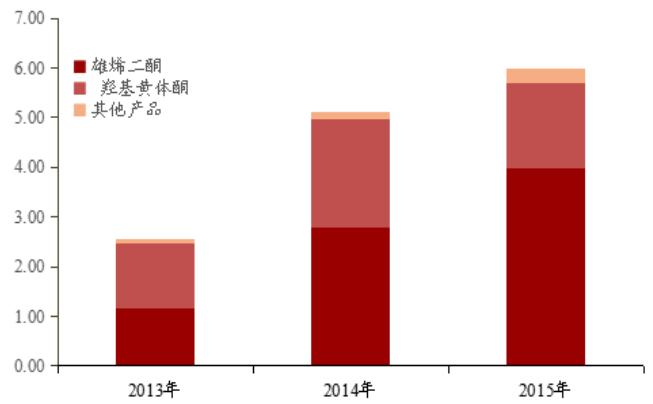
公司主营业务收入主要来自于甾体药物核心原料的销售收入，主要产品集中在雄烯二酮和羟基黄体酮两大领域。2015 年，由于公司不断提升生产规模，推动产品量的不断增长，使得雄烯二酮收入同比增长 42.36%；而羟基黄体酮量同比基本持平，但市场价格有所下降，导致羟基黄体酮收入较 2014 年度有所减少。

表 2：公司 2015 年主要产品情况

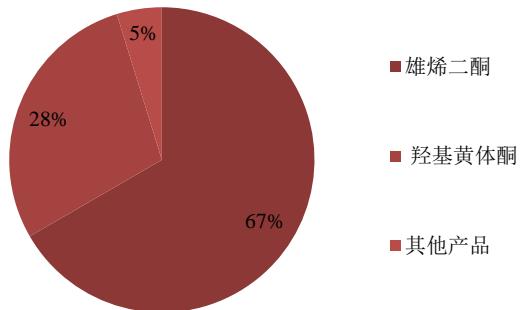
| 产品系列 | 收入 (万元) | 增幅 |
|-------|----------|---------|
| 雄烯二酮 | 39846.98 | 42.36% |
| 羟基黄体酮 | 17084.54 | -20.93% |
| 其他产品 | 2852.28 | 67.84% |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2013 年度至 2015 年度，随着公司业务规模的扩张，各类产品营业收入相应增长。2015 年公司主营业务产品中，雄烯二酮销售收入占比 66.65%，羟基黄体酮占比 28.58%，其他产品占比 4.77%。

图 9: 公司 2013-2015 年营业收入及构成情况


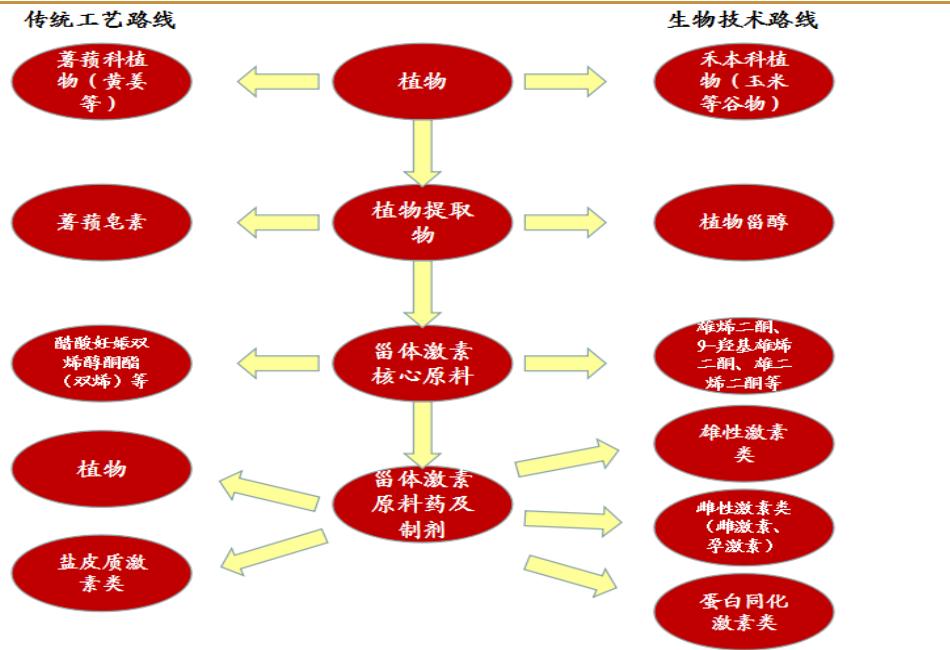
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 10: 公司 2015 年产品收入构成


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.3 竞争优势：生物技术+专利影响力突出

目前，国内甾体药物生产的工艺路线主要有两种：一种是以黄姜等薯蓣科植物为起始原料，通过提取薯蓣皂素进行化学合成的方式，制取双烯等甾体药物核心原料，并进一步生产成甾体药物；另一种是以玉米、大豆等谷物或木浆为原料，从中提取植物甾醇，并通过微生物转化的方式，制取雄烯二酮、9-羟基雄烯二酮、雄二烯二酮等甾体药物核心原料，并进一步生产成甾体药物。

图 11: 国内甾体药物生产的工艺路线


数据来源：招股说明书，西南证券整理

生物技术工艺相比传统工艺具有如下优点：生产过程中减少了工业强酸、强碱的使用，改善了操作条件，降低了环境污染；微生物转化法专一性强，具有较好的立体选择性和区域选择性；微生物转化所用原材料植物甾醇为食油加工、造纸业、制糖业等工业的副产物，来源广泛、供应相对充足、价格相对较低。

目前，公司已经具备了采用生物技术制造雄烯二酮、雄二烯二酮、9-羟基雄烯二酮、羟基黄体酮等甾体药物原料的技术和规模化生产能力，而且还掌握了主要产品对应的专利及软件著作权，具体情况如下：

表 3：公司主要产品核心技术与专利、非专利技术的对应关系

| 序号 | 名称 | 产品应用 | 对应的专利、软件著作权情况 |
|----|-------------------|---------------|---|
| 1 | 雄烯二酮高产菌种及生产工艺 | 雄烯二酮 | 从植物甾醇水相发酵液中提取 4-雄烯二酮的方法和工艺、一种吊轨加料系统、一种尾气回收处理装置、一种原料传送 系统、一种真空上料系统、气相色谱通道管理软件、发酵过程自动监控软件、液相色谱分析配置软件、发酵数据整合 软件、取控过程自动监控软件 |
| 2 | 雄二烯二酮高产菌种及生产工艺 | 雄二烯二酮 | 一种尾气处理装置、一种物料转移系统、兰光白度作业控制软件 |
| 3 | 羟基黄体酮合成工艺 | 羟基黄体酮 | 一种自下料式干燥装置 |
| 4 | 9-羟基雄烯二酮高产菌种及生产工艺 | 9-羟基雄烯二酮 | |
| 5 | 基因工程技术 | 甾体药物原料高产菌种的培育 | |

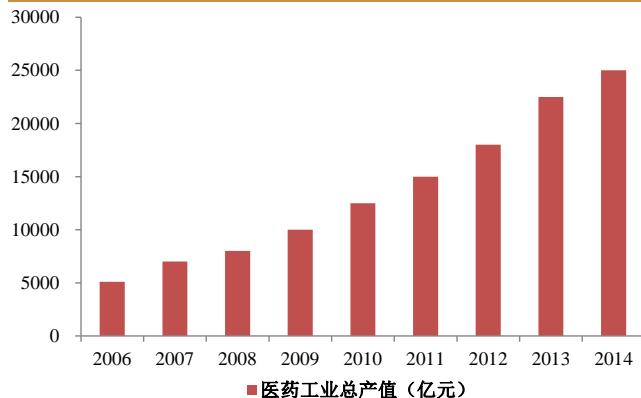
数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 医药工业发展良好，甾体药物原料市场空间较大

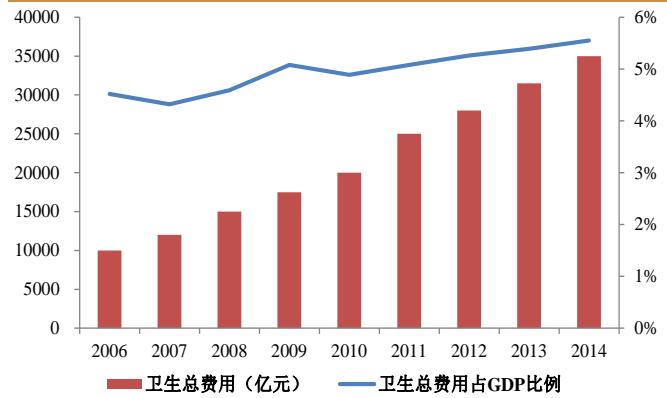
3.1 国内医药工业迅猛增长，有望成为全球第二大药品市场

近十年来，受到国内居民生活水平持续提高、医疗保障制度改革不断深化、人口老龄化现象日益显著等因素的影响，国内医药产业整体步入高速增长阶段。“十二五”期间，国内医药工业继续保持快速增长的势头，2014 年国内医药工业总产值达 2.58 万亿元，同比增长 15.70%。作为全球药品消费增速最快的地区之一，中国有望在 2020 年之前成为仅次于美国的全球第二大药品市场。

随着我国医药工业总产值的快速增长，我国卫生费用总支出随之快速增长，其占 GDP 的比例逐步提高。2006 年至 2014 年，我国卫生总费用占 GDP 的比例由 4.52% 提高至 5.55%，卫生部发布的《健康中国 2020 战略研究报告》指出，到 2020 年，我国卫生总费用占 GDP 的比例将达到 6.5% 至 7%。与发达国家相比我国卫生总费用占 GDP 的比例以及人均卫生费用在世界范围内仍然处于较低水平。

图 12: 我国医药工业产量变化


数据来源: CFDA 南方所, 西南证券整理

图 13: 我国卫生费用总支出及 GDP 占比


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2 畜体药物及其原料行业存在较大发展空间

公司目前主要产品应用于畜体药物制造业, 公司所处细分行业为畜体药物原料制造行业。畜体药物核心原料的未来发展与畜体药物行业的整体发展情况密切相关, 当前国内畜体药物及其原料行业概况及发展趋势主要如下:

➤ 出口以中低端产品为主, 提升空间较大

全球范围内的畜体药物生产厂家主要为少数大型跨国制药公司, 例如辉瑞、拜耳等。近年来, 由于我国原材料优势明显、生产工艺不断提升, 中国已逐步成为世界畜体药物的生产中心。但我国畜体药物与国外先进企业存在一定差距, 在产品结构和技术水平方面仍有较大的提升空间。

➤ 畜体药物行业集中度不断提高

近年来, 国内主要生产要素价格上涨加重了畜体药物生产企业的生产成本, 导致行业内的中小企业生存压力增加, 行业集中度进一步提高。但畜体药物行业内的领军企业, 已占据了大部分的市场份额, 这些行业内优势企业具有较强定价能力。

➤ 生物制药技术的应用有利于提升国内企业在全球范围内的竞争力

相比于传统工艺路线, 生物制药技术以甾醇为原料, 生产过程环境汚染小, 减轻了行业的资源浪费问题。同时, 生产成本相对低廉, 降低原料价格波动。未来, 随着国内生物制药技术的进一步发展和提升, 下游畜体药物行业的产品成本有望继续降低, 从而突破外资厂商在畜体药物原料方面的技术壁垒, 改变全球范围内畜体药物市场的整体竞争格局, 提升国内畜体药物企业在国际范围内的竞争力。

表 4: 国内外畜体药物产业链构成

| 产业链 | 上游原料 (植物甾体) | 甾体药物原料 (雄烯二酮、雄二烯二酮、羟基黄体酮等) | 下游产品 (甾体药物原料及制品) |
|-----------|----------------|-------------------------------|---------------------|
| 国内畜体药物产业链 | 中粮 | 赛托生物 | 天药股份 |
| | 伊宝馨 | 湖南新合新 | 仙琚制药 |

| 产业链 | 上游原料 (植物甾体) | 甾体药物原料 (雄烯二酮、雄二烯二酮、羟基黄体酮等) | 下游产品 (甾体药物原料及制品) |
|-----------|----------------|-------------------------------|---------------------|
| 国外甾体药物产业链 | 外资粮商在华企业 | 保定北瑞 | 津津药业 |
| | | | 河南利华 |
| | 艾地盟 | 辉瑞 | 辉瑞 |
| | 嘉吉 | 拜耳 | 拜耳 |
| | 巴期夫 | 先灵葆雅 | 赛诺菲—安万特 |
| | Arboris | 辉瑞 | 默沙东 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与投资建议

假设 1：羟基黄体酮产品销量保持平稳增长，销量增速约为 20%，价格维持稳定。

假设 2：雄烯二酮产品 2016 年受竞争产品影响销量下滑 50%左右，但在 2017 年能够获得恢复性增长。

假设 3：毛利率及各项费用保持相对平稳。

表 5：分业务收入及毛利率

| 百万元 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------|---------|---------|--------|---------|
| 合计 | | | | |
| 营业收入 | 668.17 | 606.7 | 788.8 | 1,062.0 |
| yoy | 28.25% | -9.19% | 30.01% | 34.63% |
| 营业成本 | 305.7 | 333.9 | 438.4 | 595.1 |
| 毛利率 | 48.87% | 44.96% | 44.43% | 43.97% |
| 羟基黄体酮 | | | | |
| 收入 | 170.85 | 205.02 | 246.02 | 307.53 |
| yoy | -20.93% | 20.00% | 20.00% | 25.00% |
| 成本 | 94.84 | 112.76 | 135.31 | 169.14 |
| 毛利率 | 44.49% | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| 雄烯二酮 | | | | |
| 收入 | 398.47 | 199.24 | 239.08 | 298.85 |
| yoy | 42.36% | -50.00% | 20.00% | 25.00% |
| 成本 | 193.06 | 95.63 | 114.76 | 143.45 |
| 毛利率 | 51.55% | 52.00% | 52.00% | 52.00% |
| 其它 | | | | |
| 收入 | 28.52 | 202.49 | 303.74 | 455.61 |
| yoy | 67.86% | 610.00% | 50.00% | 50.00% |
| 成本 | 17.78 | 125.55 | 188.32 | 282.48 |
| 毛利率 | 37.65% | 38.00% | 38.00% | 38.00% |

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.60 元、2.09 元、2.64 元。结合上文分析，考虑公司的行业地位、成长性、盈利能力等，认为给予公司 2016 年 40-50 倍估值较为合理，对应合理股价区间 64 元-80 元。

5 风险提示

公司盈利能力下滑导致收入及利润水平同比下降 50%以上的风险；核心技术失密或核心人才流失等导致技术优势丧失的风险；下游行业集中度较高的风险；公司优化产品线过程中盈利能力下降的风险；行业竞争加剧导致产品价格及盈利能力下降的风险；替代产品出现导致甾体药物原料市场需求变化的风险等。

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 | 668.17 | 606.74 | 788.84 | 1061.98 | 净利润 | 185.87 | 170.33 | 223.38 | 282.05 |
| 营业成本 | 372.53 | 333.94 | 438.39 | 595.06 | 折旧与摊销 | 34.31 | 40.94 | 40.94 | 40.94 |
| 营业税金及附加 | 3.81 | 2.68 | 3.77 | 5.18 | 财务费用 | 14.14 | 0.61 | 7.29 | 28.27 |
| 销售费用 | 5.84 | 4.86 | 6.58 | 8.84 | 资产减值损失 | 4.70 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 管理费用 | 48.91 | 50.03 | 57.46 | 79.23 | 经营营运资本变动 | -105.66 | -4.80 | -39.02 | -73.28 |
| 财务费用 | 14.14 | 0.61 | 7.29 | 28.27 | 其他 | -46.26 | -11.49 | -9.75 | -9.88 |
| 资产减值损失 | 4.70 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 经营活动现金流量净额 | 87.10 | 205.59 | 232.84 | 278.10 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -91.45 | 0.00 | -618.99 | -618.99 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -47.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流量净额 | -138.62 | 0.00 | -618.99 | -618.99 |
| 营业利润 | 218.23 | 204.62 | 265.36 | 335.40 | 短期借款 | 10.00 | -20.00 | 210.26 | 396.47 |
| 其他非经营损益 | -0.29 | -0.60 | -0.72 | -0.61 | 长期借款 | 40.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 217.94 | 204.02 | 264.64 | 334.79 | 股权融资 | 0.68 | 26.67 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 32.08 | 33.69 | 41.26 | 52.74 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 185.87 | 170.33 | 223.38 | 282.05 | 其他 | 30.30 | -40.61 | -7.29 | -28.27 |
| 少数股东损益 | -1.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流量净额 | 80.97 | -33.94 | 202.97 | 368.20 |
| 归属母公司股东净利润 | 187.04 | 170.33 | 223.38 | 282.05 | 现金流量净额 | 28.30 | 171.65 | -183.18 | 27.31 |
| 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 | 90.41 | 262.06 | 78.88 | 106.20 | 成长能力 | 28.24% | -9.19% | 30.01% | 34.63% |
| 应收和预付款项 | 132.55 | 124.21 | 154.84 | 211.03 | 销售收入增长率 | 11.37% | -6.24% | 29.68% | 26.39% |
| 存货 | 137.08 | 124.06 | 163.08 | 221.86 | 营业利润增长率 | 12.13% | -8.36% | 31.14% | 26.27% |
| 其他流动资产 | 10.03 | 9.11 | 11.84 | 15.94 | 净利润增长率 | 20.57% | -7.69% | 27.38% | 29.03% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | | | | |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | 44.25% | 44.96% | 44.43% | 43.97% |
| 固定资产和在建工程 | 390.32 | 351.03 | 930.72 | 1510.41 | 毛利率 | 10.31% | 9.15% | 9.04% | 10.96% |
| 无形资产和开发支出 | 65.76 | 64.40 | 63.03 | 61.67 | 三费率 | 27.82% | 28.07% | 28.32% | 26.56% |
| 其他非流动资产 | 12.13 | 11.85 | 11.57 | 11.29 | 净利率 | 36.68% | 24.21% | 24.10% | 23.33% |
| 资产总计 | 838.28 | 946.72 | 1413.97 | 2138.40 | ROE | 22.17% | 17.99% | 15.80% | 13.19% |
| 短期借款 | 20.00 | 0.00 | 210.26 | 606.73 | ROA | 35.32% | 26.22% | 24.20% | 19.05% |
| 应付和预收款项 | 118.42 | 90.02 | 123.20 | 168.46 | ROIC | 39.91% | 40.57% | 39.75% | 38.10% |
| 长期借款 | 140.00 | 140.00 | 140.00 | 140.00 | EBITDA/销售收入 | | | | |
| 其他负债 | 53.19 | 13.03 | 13.47 | 14.12 | 营运能力 | 0.99 | 0.68 | 0.67 | 0.60 |
| 负债合计 | 331.62 | 243.05 | 486.93 | 929.31 | 总资产周转率 | 2.19 | 1.77 | 2.60 | 4.03 |
| 股本 | 80.00 | 106.67 | 106.67 | 106.67 | 固定资产周转率 | 8.53 | 6.94 | 8.52 | 8.58 |
| 资本公积 | 124.84 | 124.84 | 124.84 | 124.84 | 应收账款周转率 | 4.14 | 2.51 | 3.02 | 3.06 |
| 留存收益 | 273.68 | 444.01 | 667.39 | 949.43 | 存货周转率 | 112.13% | — | — | — |
| 归属母公司股东权益 | 478.52 | 675.52 | 898.89 | 1180.94 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | | | | |
| 少数股东权益 | 28.15 | 28.15 | 28.15 | 28.15 | 资本结构 | 39.56% | 25.67% | 34.44% | 43.46% |
| 股东权益合计 | 506.66 | 703.66 | 927.04 | 1209.09 | 资产负债率 | 48.25% | 57.60% | 71.93% | 80.35% |
| 负债和股东权益合计 | 838.28 | 946.72 | 1413.97 | 2138.40 | 带息债务/总负债 | 2.06 | 5.68 | 1.22 | 0.71 |
| 业绩和估值指标 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 流动比率 | 1.29 | 4.33 | 0.73 | 0.43 |
| EBITDA | 266.69 | 246.17 | 313.58 | 404.60 | 速动比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| PE | 40.03 | 43.96 | 33.52 | 26.55 | 股利支付率 | | | | |
| PB | 14.78 | 10.64 | 8.08 | 6.19 | 每股指标 | 1.75 | 1.60 | 2.09 | 2.64 |
| PS | 11.21 | 12.34 | 9.49 | 7.05 | 每股收益 | 4.75 | 6.60 | 8.69 | 11.33 |
| EV/EBITDA | 21.43 | 29.88 | 24.72 | 20.07 | 每股净资产 | 0.82 | 1.93 | 2.18 | 2.61 |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 每股经营现金 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | 每股股利 | 28.24% | -9.19% | 30.01% | 34.63% |

数据来源: Wind, 西南证券整理

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 | 021-68416922 | 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 |
| | 任晓 | 机构销售 | 010-57758566 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 机构销售 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 罗聪 | 机构销售 | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |