

2017 年 01 月 15 日

证券研究报告·新股分析报告

海辰药业 (300584) 医药生物

合理价格区间

23.4-31.2 元



抗生素、利尿剂见长的化药制剂企业

投资要点

- **专业从事新药研发的高新技术企业。**1) 公司是一家集医药研发、生产和市场营销为一体的国家级高新技术企业,专业从事化学药品的研发、生产和销售;2) 主要产品包括抗生素类、利尿剂类、消化类、免疫调节类、抗病毒类、心脑血管类等药物;3) 2015 年营业收入 2.21 亿元,三年复合增长率为 14.15%,归母净利润为 4033 万元,三年复合增长率为 10.07%。
- **化学药品领域深耕细作,市场前景广阔。**1) 公司产品结构较为分散,单品销售规模较小;2) 销售金额较大的产品类别为抗生素类和利尿剂类:2015 年利尿剂类药品销售收入为 6485 万元,占比 29.34%,为收入占比最大品种,受“两票制”的影响,2015 年毛利率有所提高;3) 抗生素类药品销售收入为 5590 万元,占比 25.3%,为收入占比第二大品种。
- **化学药品制剂行业整体发展趋势良好。**我国人口基数庞大,随着人均收入水平不断提高和城镇化、老龄化进程的不断推进,从长期看,我国医药行业的增速一直保持在 GDP 增速的 2 倍左右。化学药品制剂是我国医药工业七大子行业的主要构成之一,是居民日常生活中使用最广泛的类别,其药品数量、品种多,居我国医药工业的龙头地位。
- **竞争优势:产品品种+销售渠道+产品定位。**1) 公司目前拥有 46 个品种,67 个药品生产批准文号,产品结构具有多层次、多元化、多品规的特点,能有效分散单一品种潜在的市场风险;2) 公司逐步增加精细化推广模式销售收入,加大自主推广力度,可以增强公司对销售渠道及终端市场的控制力,有利于公司及时调整销售网络,优化产品结构;3) 精细化推广模式相比于传统模式有更强的定价能力,可有效提高公司销售毛利率;4) 公司主要定位于注射制剂产品。注射剂型对产品品质要求非常严格,生产工艺难度大,资本、人才和技术壁垒高。
- **盈利预测。**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.68 元、0.78 元、0.88 元。考虑公司的行业地位、成长性、盈利能力等,认为给予公司 2017 年 30-40 倍估值较为合理,对应合理股价区间 23.40 元-31.20 元。
- **风险提示:**产品价格变动风险;主要产品市场竞争或加剧风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	220.99	243.65	275.73	317.43
增长率	11.81%	10.25%	13.17%	15.12%
归属母公司净利润(百万元)	40.33	54.27	62.22	70.14
增长率	17.87%	34.56%	14.66%	12.72%
每股收益 EPS(元)	0.50	0.68	0.78	0.88
净资产收益率 ROE	17.16%	19.18%	18.48%	17.67%
PE	35	26	23	20
PB	5.99	4.98	4.18	3.55

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:施跃

执业证号:S1250515080001

电话:021-68413878

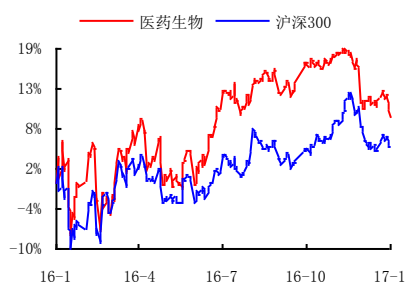
邮箱:syue@swsc.com.cn

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)	6000
本次发行(万股)	2000
发行后总股本(万股)	8000
2015 年每股收益(摊薄后)(元)	0.67
2015 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.64

主要指标 (2015)

每股净资产	3.92
毛利率	61.49
流动比率	1.39
速动比率	0.88
应收账款周转率	13.06
资产负债率	27.14
净资产收益率	18.53

目 录

1 专业从事新药研发的高新技术企业.....	1
2 化学药品领域深耕细作，市场前景广阔.....	2
2.1 产品种类繁多，收入稳步增长	2
2.2 核心产品具备较强市场竞争力和市场地位	3
3 化学药品制剂行业整体发展趋势良好.....	6
3.1 我国化学药品制剂市场规模巨大，市场潜力大	6
3.2 行业主要法律法规及政策有利于推进医药工业的发展.....	7
4 竞争优势：产品品种+销售渠道+产品定位	8
4.1 产品品种优势，多元化产品结构	8
4.2 销售渠道优势，发展精细化推广经销模式	9
4.3 产品定位优势，进入壁垒高的注射制剂产品	10
5 盈利预测与估值.....	10
6 风险提示	12

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	1
图 3：公司历年归母净利润及增速	1
图 4：公司历年毛利率变化情况	2
图 5：公司历年期间费用率变化情况	2
图 6：2013-2015 公司主营业务收入构成（百万元）	3
图 7：2015 年公司主营业务收入构成占比情况	3
图 8：公司 2013-2015 年抗生素类药物收入情况	4
图 9：公司 2013-2015 年抗生素类药物毛利率情况	4
图 10：公司 2013-2015 年利尿剂类药物收入情况	5
图 11：公司 2013-2015 年利尿剂类药物毛利率情况	5
图 12：2007-2014 年我国医药工业总产值	6
图 13：2007-2014 年我国医药工业盈利情况	6
图 14：2009-2013 年我国化学药品制剂行业主营业务收入	7
图 15：2009-2013 年我国化学药品制剂工业总产值	7
图 16：我国医药行业政策发展	7
图 17：公司制剂产品营业收入按销售模式划分	10
图 18：制剂产品精细化推广模式销售收入和占比	10

表 目 录

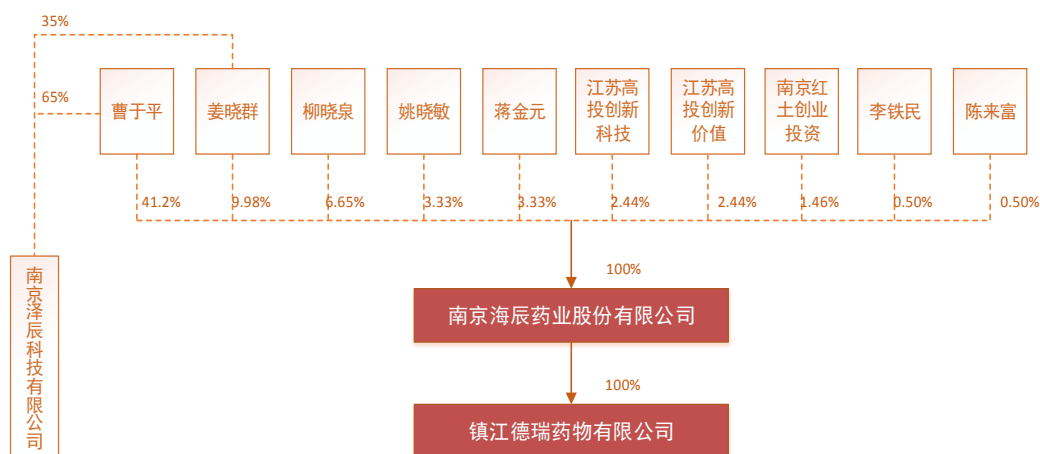
表 1：公司 2015 年主要产品情况	2
表 2：公司抗生素类主导产品情况	4
表 3：公司抗生素类药品竞争对手情况	4
表 4：公司利尿剂类主导产品情况	5
表 5：公司利尿剂类药品竞争对手情况	5
表 6：公司已上报国家药监局待批品种目录	8
表 7：传统代理模式和精细化推广模式的具体差异	9
表 8：分业务收入及毛利率	10
表 9：可比上市公司估值	12
附表：财务预测与估值	13

1 专业从事新药研发的高新技术企业

海辰药业是一家集医药研发、生产和市场营销为一体的国家级高新技术企业。公司专业从事化学药品的研发、生产和销售，公司主要产品包括抗生素类、利尿剂类、消化类、免疫调节类、抗病毒类、心脑血管类等药物，拥有六大系列原料药和近百个制剂品种。近年来公司凭借智能化药品制造系统、自主知识产权品种成功地开发 100 多个药品，其中 10 多个研发项目被列入政府的技术创新重点开发计划。

公司的实际控制人为曹于平、姜晓群夫妇，发行后分别持有公司 41.2% 和 9.98% 的股份，合计占公司总股本的 51.18%。

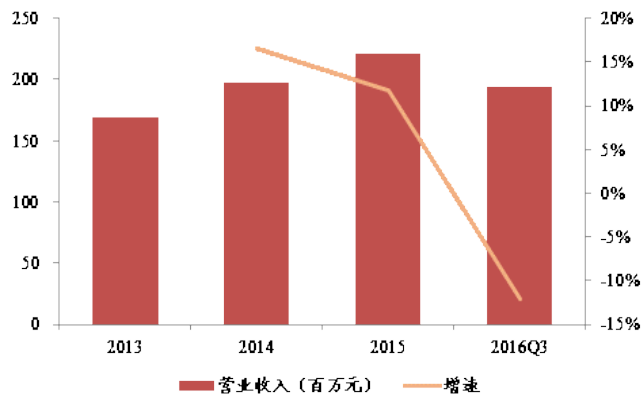
图 1：公司发行后股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

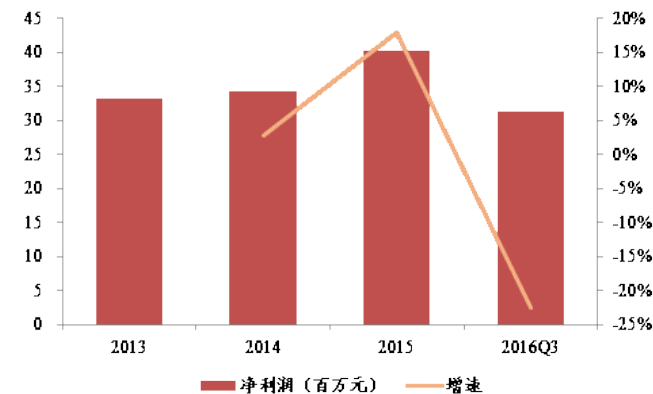
2015 年公司营业收入 2.21 亿元，三年复合增长率为 14.15%，2015 年公司归母净利润为 4033 万元，三年复合增长率为 10.07%。2016 年 1-9 月，公司分别实现营业收入及归母净利润 1.94 亿元、3120 万元，较上年同期增长 26.75% 及 33.25%，主要受益于医药行业整体规模的扩大。同时，公司在利尿剂、消化类产品领域的技术领先优势，为公司盈利能力的提高提供了有力保障，公司不断完善其销售渠道，扩大市场区域，确保了收入快速增长。

图 2：公司历年收入及增速



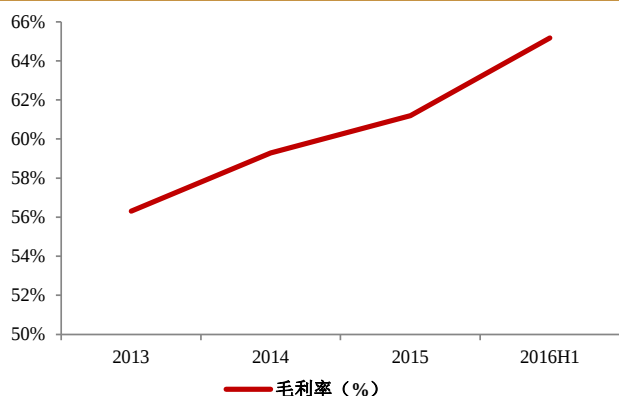
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：公司历年归母净利润及增速

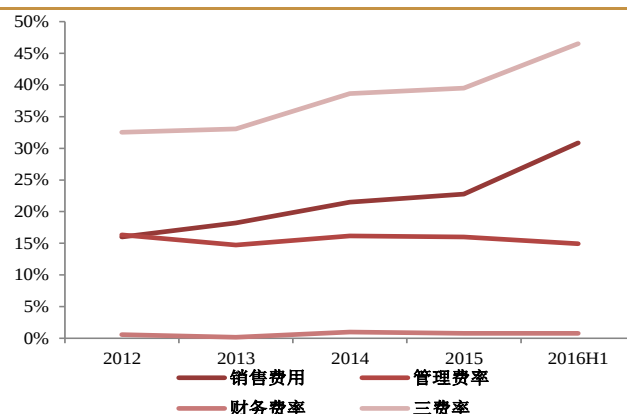


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2013-2016 年公司主营业务毛利率总体保持较高水平并稳定提高，通过对代理销售模式的创新，逐步增加精细化推广模式，以缩短流通链条，增强公司对终端市场的掌控力，销售毛利率得到有效提升。近三年公司期间费用率呈逐年上升态势，由 2013 年的 33% 上涨到 2016 年 1-6 月的 46.52%，主要原因系人员薪酬、宣传费、市场开发费、研究开发费等费用增加，期间费用结构总体保持合理。

图 4：公司历年毛利率变化情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 5：公司历年期间费用率变化情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 化学药品领域深耕细作，市场前景广阔

公司作为一家集化学药品的研发、生产和销售于一体的药品生产企业，目前拥有 46 个品种、67 个药品生产批准文号，除原料药外均为处方药，其中 36 个品种被列为国家医保目录（其中甲类 7 个，乙类品种 29 个）。通过不断研发和推出新产品，公司实现持续盈利和稳定成长。

2.1 产品种类繁多，收入稳步增长

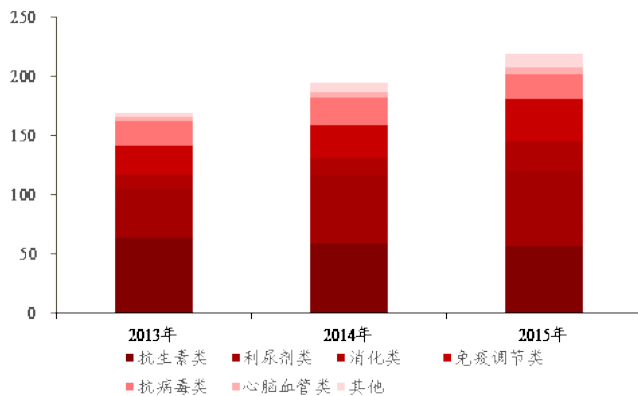
公司产品种类较多，产品结构较为分散且单一，单品销售规模较小。按产品的适应症，公司产品主要可分为抗生素类、利尿剂类、消化类、免疫调节类、抗病毒类、心脑血管类等。

表 1：公司 2015 年主要产品情况

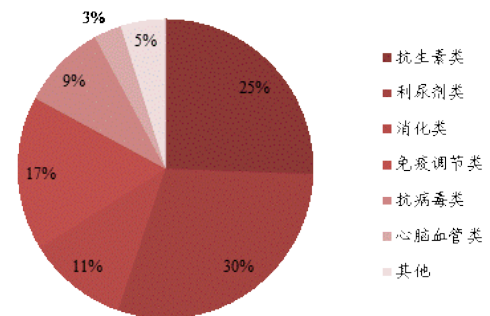
产品系列	主要产品	收入（万元）	占比
抗生素类	注射用盐酸头孢替安、注射用盐酸头孢甲肟、注射用头孢孟多酯钠、注射用替加环素等	5590	25.30%
利尿剂类	注射用托拉塞米	6485	29.34%
消化类	注射用兰索拉唑、注射用奥美拉唑钠、兰索拉唑片等	2377	10.76%
免疫调节类	枸地氯雷他定胶囊、匹多莫德胶囊等	3657	16.55%
抗病毒类	注射用更昔洛韦钠、更昔洛韦钠、注射用单磷酸阿糖腺苷、单磷酸阿糖腺苷等	2025	9.16%
心脑血管类	苯磺酸氨氯地平片、注射用盐酸甲氯芬酯等	659	2.98%
其他	硫酸氨基葡萄糖泡腾片、硫酸氨基葡萄糖颗粒、伏格列波糖片等	1074	4.86%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

众多品种中，公司利尿剂类药品 2015 年收入为 6485 万元，占比 29.34%，为收入占比最大品种；其次分别为抗生素类药品收入 5590 万元，占比 25.3%；免疫调节类药品收入 3657 万元，占比 16.55%；消化类药品收入 2377 万元，占比 10.76%；抗病毒类药品收入 2025 万元，占比 9.16%；心脑血管药品收入 659 万元，占比 2.98%；还有硫酸氨基葡萄糖泡腾片、硫酸氨基葡萄糖颗粒、伏格列波糖片等药品收入 1074 万元，占比 4.86%。

图 6：2013-2015 公司主营业务收入构成（百万元）


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：2015 年公司主营业务收入构成占比情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 核心产品具备较强市场竞争力和市场地位

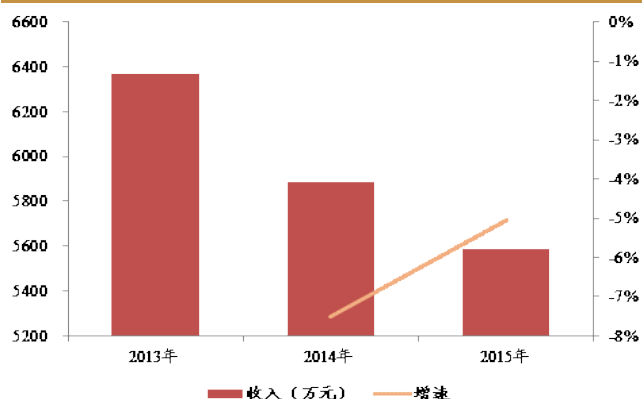
公司主要生产化学药品，种类繁多，单个品种销售规模较小，其中销售金额较大的产品类别为抗生素类和利尿剂类。

2.2.1 抗生素药物：“两票制”有望增加销售收入

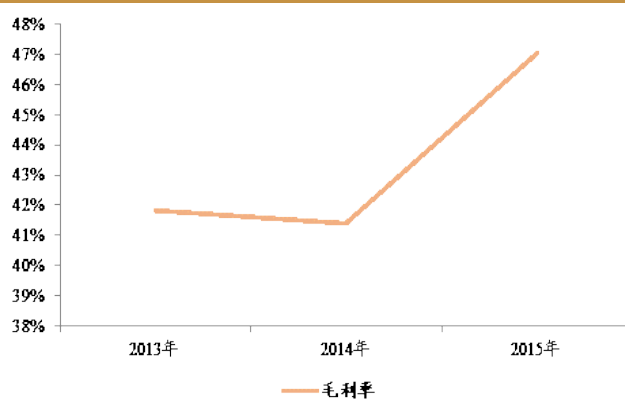
抗生素药物是指具有杀灭或抑制各种病原微生物的作用，通过口服、肌肉注射、静脉注射等方式应用的药物。

2015 年、2014 年和 2013 年，公司抗生素类药品销售收入分别为 5590 万元、5887 万元和 6366 万元，2013-2015 年销售收入总体呈现下降趋势，主要原因为近几年受抗菌药物分级管理等“限抗”政策的影响，国内抗生素临床用药格局和产业发展发生较大变化，各医疗机构的抗菌药物管理更加严格，抗生素临床使用量明显下降，从而导致抗生素药品的市场需求持续下滑。

2013-2014 年，公司抗生素类药品的毛利率相对较低，主要是受“限抗”政策的影响以及市场竞争日趋激烈，导致抗生素药品的附加值较低。2015 年起，为优化药品购销秩序、压缩流通环节，国家有关部门出台各项政策推广“两票制”，公司抗生素类产品精细化推广模式的销售收入和占比逐年增加，导致平均销售单价有所提高，从而公司抗生素类药品的毛利率有所提高。

图 8：公司 2013-2015 年抗生素类药物收入情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 9：公司 2013-2015 年抗生素类药物毛利率情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司是国内抗生素品种较齐全的制药企业之一，主要品种有注射用盐酸头孢替安、注射用头孢孟多酯钠、注射用盐酸头孢甲肟、注射用替加环素等。

表 2：公司抗生素类主导产品情况

产品	规格	2015 年		2014 年		2013 年	
		销售收入 (万元)	销量 (万支)	销售收入 (万元)	销量 (万支)	销售收入 (万元)	销量 (万支)
注射用盐酸头孢替安	0.5g	1506.38	315.64	1830.45	375.20	2174.32	432.72
	1.0g	878.02	106.47	978.30	115.45	900	105.96
注射用盐酸头孢甲肟	1.0g	1036.19	58.44	1120.34	96.96	1215.05	129.81
注射用头孢孟多酯钠	1.0g	839.37	199.62	697.07	146.16	800.23	164.67
	0.5g	405.86	125.94	528.10	171.36	641.17	200.5
注射用替加环素	50mg	486.24	0.93	326.62	0.63	94.96	0.20

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司抗生素类药物的主要竞争对手包括哈药集团制药总厂、山东罗欣药业集团股份有限公司、上海新亚药业有限公司等，具体情况如下：

表 3：公司抗生素类药品竞争对手情况

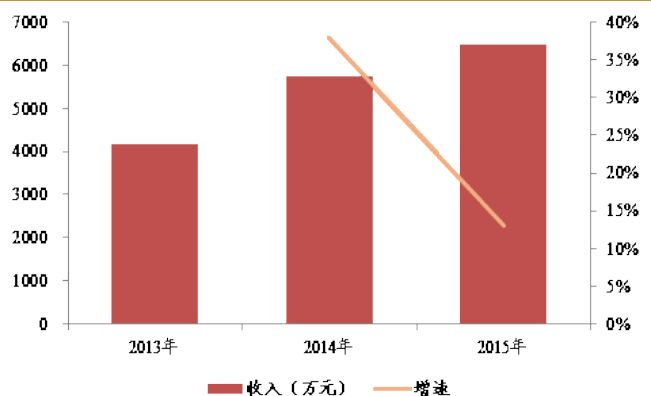
企业名称	企业概况
哈药集团制药总厂	该公司主要生产青霉素类、头孢菌素类、大环内酯类抗生素及心脑血管类原料药、中间体及制剂品种。(资料来源其公司网站等公开信息) 根据南方所在重点城市公立医院统计数据，2015 年该公司头孢替安产品以 49.6% 的市场占有率位居第 1 位。
上海新亚药业有限公司	该公司主要经营抗生素原料药及制剂等产品。根据南方所在重点城市公立医院统计数据，2015 年该公司头孢替安产品以 22.02% 的市场份额排名第 2 位，头孢孟多酯钠产品以 11.09% 的市场份额排名第 3 位。
浙江永宁药业股份有限公司	该公司主要产品包括化学医药中间体、化学原料药、化学药品制剂、中成药及保健品等五大类，100 多个品种，是国内头孢菌素原料药生产规模较大的企业。(资料来源其公司网站等公开信息) 根据南方所在重点城市公立医院统计数据，2015 年该公司头孢替安产品以 12.63% 的市场份额排名第 3 位。
山东罗欣药业集团股份有限公司	该公司主要经营粉针剂、冻干粉针剂、水针剂、固体制剂、化学原料药、头孢菌素类原料药、口服头孢系列产品，该公司 2015 年度营业收入为 36.11 亿元，其中抗生素销售收入为 12.11 亿元。(资料来源其公司年报等公开信息)

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2.2 托拉塞米：行业第二，收入稳定增长

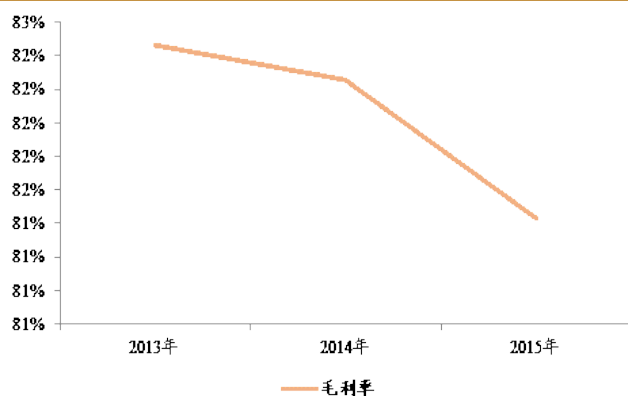
利尿剂是世界范围内临床应用很广的一种处方药，主要通过影响肾小管、集合管的重吸收而影响尿的生成过程，终产生利尿作用。2015 年、2014 年和 2013 年，公司利尿剂类药品销售收入分别为 6485 万元、5736 万元和 4160 万元，销售收入保持稳定增长，毛利率一直保持较高水平。

图 10：公司 2013-2015 年利尿剂类药物收入情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 11：公司 2013-2015 年利尿剂类药物毛利率情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司利尿剂类药品为注射用托拉塞米。注射用托拉塞米为公司主导产品之一，也是公司优势产品。经过多年的市场推广和临床应用实践，注射用托拉塞米由于其强大的疗效和较低的副作用逐步占据利尿剂市场的主要份额，市场规模不断扩大。

表 4：公司利尿剂类主导产品情况

产品	规格	2015 年		2014 年		2013 年	
		销售收入 (万元)	销量 (万支)	销售收入 (万元)	销量 (万支)	销售收入 (万元)	销量 (万支)
注射用托拉塞米	10mg	2834.73	446.52	3013.95	425.4	2414.39	382.95
	20mg	3650	385.24	2721.96	293.64	1745.87	220.15

数据来源：招股说明书，西南证券整理

目前国内生产托拉塞米制剂市场份额前三位的厂家分别为：南京优科制药有限公司（商品名：特苏尼）、南京海辰药业股份有限公司（商品名：泽通）、浙江诚意药业股份有限公司。根据南方所的统计，2015 年重点城市公立医院托拉塞米的市场销售额 1.24 亿元，公司注射用托拉塞米以 33.6% 的市场份额在托拉塞米制剂市场中排名第 2 位。

表 5：公司利尿剂类药品竞争对手情况

企业名称	企业概况
南京优科制药有限公司	该公司为南京优科生物医药有限公司全资子公司及其生产基地，建有水针、原料、粉针、无菌水针等四个通过 GMP 认证的车间，主要产品涉及抗感染和抗肿瘤领域。（资料来源其公司网站等公开信息）根据南方所在重点城市公立医院统计数据，其托拉塞米注射液 2015 年在重点城市公立医院托拉塞米制剂的市场份额为 38.95%，排名第 1。
浙江诚意药业股份有限公司	该公司主要从事化学原料药及制剂的研发、生产和销售。产品涉及关节炎类、利尿类、安神补脑类、抗病毒及抗肿瘤类等，主要产品包括盐酸氨基葡萄糖原料药及制剂、托拉塞米注射液及胶囊、天麻素原料药、利巴韦林及硫唑嘌呤原料药等。该公司托拉塞米注射液 2013 年销量 414.86 万支，销售收入 1,638.95 万元；2014 年 1-6 月销

企业名称	企业概况
	量 226.81 万支，销售收入 870.60 万元。（资料来源于浙江诚意药业股份有限公司首次公开发行股票招股说明书预披露稿）根据南方所在重点城市公立医院统计数据，其托拉塞米注射液及托拉塞米胶囊 2015 年在重点城市公立医院托拉塞米制剂的市场份额为 12.39%，排名第 3。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

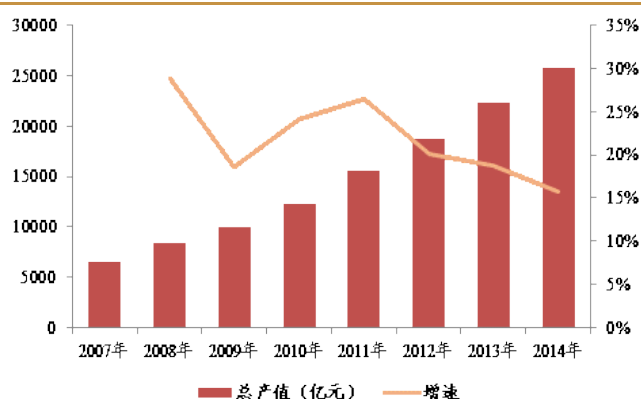
3 化学药品制剂行业整体发展趋势良好

我国医药工业主要由化学药品原料药、化学药品制剂、生物生化制品、医疗仪器及器械、卫生材料及医药用品、中药饮片、中成药七大子行业构成。化学药品制剂是所有药品中数量、品种最多的类别，也是居民日常生活中使用最广泛的类别，位居我国医药工业龙头地位。

3.1 我国化学药品制剂市场规模巨大，市场潜力大

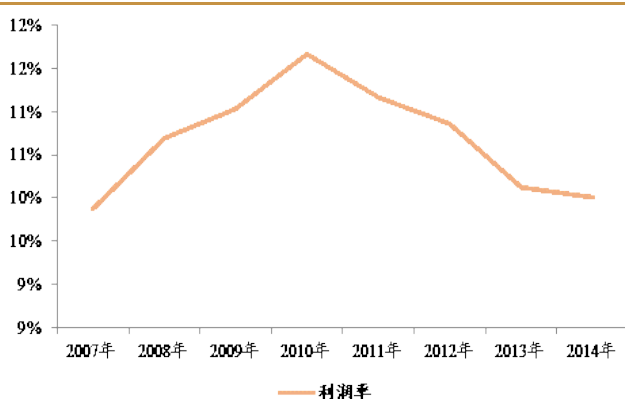
我国人口基数庞大，随着人均收入水平不断提高和城镇化、老龄化进程的不断推进，从长期看，我国医药行业的增速一直保持在 GDP 增速的 2 倍左右。2007-2014 年，我国医药工业总产值持续增长，由 6503 亿元上升至 2.58 万亿元，8 年间年复合增长率达 21.76%。并保持着较高的盈利能力，2007 年以来行业销售利润率稳定保持在 10% 左右。

图 12：2007-2014 年我国医药工业总产值



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

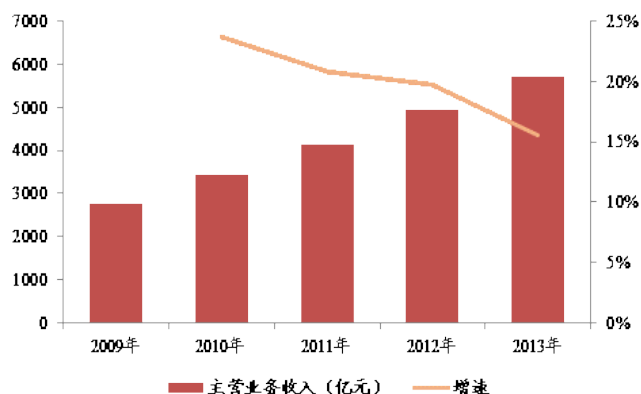
图 13：2007-2014 年我国医药工业盈利情况



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

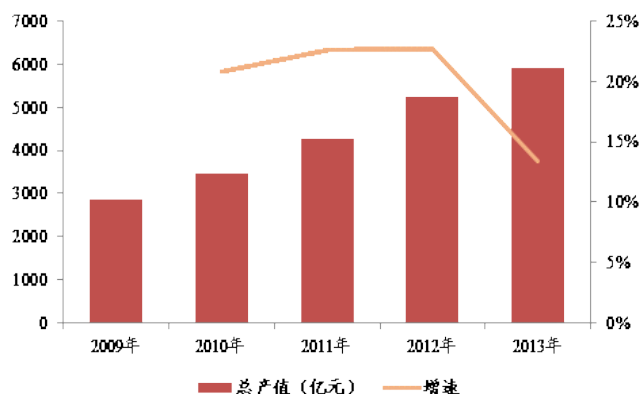
近年来，我国化学药品制剂行业市场需求旺盛，销售收入逐年增加。2009 年至 2013 年，我国化学药品制剂行业分别实现主营业务收入 2770 亿元、3428 亿元、4141 亿元、4958 亿元和 5731 亿元，年均复合增长率 19.93%；我国化学药品制剂总产值也呈持续增长趋势，由 2877 亿元上升至 5931 亿元。

图 14：2009-2013 年我国化学药品制剂行业主营业务收入



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 15：2009-2013 年我国化学药品制剂工业总产值



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

3.2 行业主要法律法规及政策有利于推进医药工业的发展

我国药品生产、经营等领域的法律法规逐步完善，规范了医药企业的生产、经营活动，有利于规范医药行业的市场竞争行为，为公司的生产、经营提供了良好的发展环境和制度保障。近年来，国家为深化医疗体制改革，推出了多项行业政策，引导着公司生产、经营的长期发展方向和短期发展目标。

图 16：我国医药行业政策发展



数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 竞争优势：产品品种+销售渠道+产品定位

4.1 产品品种优势，多元化产品结构

公司目前拥有 46 个品种，67 个药品生产批准文号，除原料药外均为处方药，其中 36 个品种被列为国家医保目录（其中甲类 7 个，乙类品种 29 个），涵盖抗生素类、利尿类、消化类、抗病毒类、免疫调节类、心脑血管类等多个领域。产品结构具有多层次、多元化、多品规的特点，能有效分散单一品种潜在的市场风险。

公司坚持以新药研发为发展战略核心，近年来，已获得国家药监局颁发的新药证书 12 份，拥有发明专利 7 项，已上报国家药监局待批的品种有 11 项，主要包括心脑血管用药、消化系统用药和抗病毒用药等多个领域，为公司的长远发展奠定坚实基础。

表 6：公司已上报国家药监局待批品种目录

产品名称	注册分类	规格	审批状态	适用症状	治疗领域
非布司他	3.1 类	原料	待批生产	具有痛风症状的高尿酸血症的长期治疗	利尿类
非布司他片	3.1 类	40mg 80mg	待批生产	具有痛风症状的高尿酸血症的长期治疗	利尿类
盐酸兰地洛尔	3.1 类	原料	待批生产	手术时心动过速性心律失常	心脑血管类
注射用盐酸兰地洛尔	3.1 类	50mg	待批生产	手术时心动过速性心律失常	心脑血管类
埃索美拉唑钠	6 类	原料	待批生产	胃食管反流病的替代疗法。急性胃或十二指肠溃疡出血	消化系统类
注射用埃索美拉唑钠	6 类	40mg	待批生产	胃食管反流病的替代疗法。急性胃或十二指肠溃疡出血	消化系统类
马来酸氟吡汀	3.1 类	原料	获审批意见通知件	适用于急性轻、中度疼痛：如运动性肌肉痉挛导致的疼痛	镇痛类
马来酸氟吡汀胶囊	6 类	0.1g	获审批意见通知件	适用于急性轻、中度疼痛：如运动性肌肉痉挛导致的疼痛。	镇痛类
注射用伏立康唑	6 类	100mg	待批生产	治疗侵袭性曲霉病；治疗非中性粒细胞减少患者的念珠菌血症	抗病毒类
长春西汀注射液	6 类	2ml 10mg	待批生产	改善脑梗塞后遗症、脑出血后遗症、脑动脉硬化症等诱发的各种症状	心脑血管类
注射用单磷酸阿糖腺苷	6 类	0.1g	待批生产	用于治疗疱疹病毒感染所致的口炎、皮炎、脑炎及巨细胞病毒感染。	抗病毒类

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4.2 销售渠道优势，发展精细化推广经销模式

4.2.1 公司销售模式概述

对于制剂产品，公司为了适应经销商的多元化需求，主要采用代理经销模式，并根据是否主导区域市场和终端市场的推广活动，将代理经销模式分为传统代理模式和精细化推广模式。对于原料药及中间体产品，公司主要采用直接对医药生产企业销售的模式。

表 7：传统代理模式和精细化推广模式的具体差异

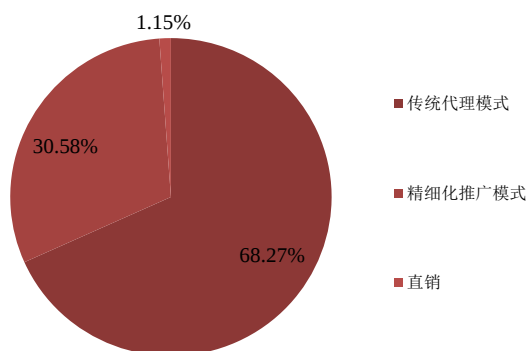
比较项目	传统代理模式	精细化推广模式
流通链条	发行人—代理商—配送商—终端	发行人—配送商—终端
产品推广方式	主要由代理商完成其协议区域市场的产品推广活动，公司较少或部分参与区域市场的推广活动	公司独立进行该区域终端医院的产品推广活动，配送商一般不参与区域市场的推广活动
定价模式	公司综合考虑生产成本、产品在各地的中标价、市场竞争情况等要素，结合相关政策及外部市场环境的变化，确定对代理商的产品销售价格。在此模式下，产品销售价格相对较低。	在此模式下，产品销售价格与最终市场中标价格相近，相对较高。
销售毛利率	相对低	高
销售费用率	低	高
回款方式	一般以先款后货或预收货款形式进行销售	对于部分大型医药流通企业，给予半年以内的信用期

数据来源：招股说明书，西南证券整理

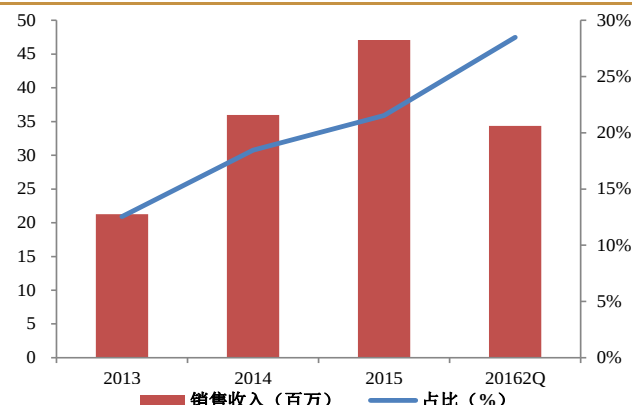
4.2.2 精细化推广模式大力实施，有效提升公司市场竞争力

近年来，公司为了顺应两票制改革的趋势，增强对终端市场的掌控力，公司致力于发展制剂产品精细化推广模式，使其销售收入和主营业务收入比例逐年增加。2013-2015 年复合增长率为 30.32%，占比从 2013 年的 12.55% 增至 2015 年的 28.49%。2016 年上半年公司制剂产品精细化推广模式的销售收入就已经达到 3435 万元。

我们认为：逐步增加精细化推广模式销售收入，加大自主推广力度，积极参与业务推广环节，可以增强公司对销售渠道及终端市场的控制力，提高公司对终端医院信息的反馈效率，有利于公司及时调整销售网络，优化产品结构。此外，精细化推广模式相比于传统模式有更强的定价能力，可有效提高公司销售毛利率。因此，销售模式的转变将为公司赢来较强市场竞争力。

图 17：公司制剂产品营业收入按销售模式划分


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 18：制剂产品精细化推广模式销售收入和占比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

4.3 产品定位优势，进入壁垒高的注射制剂产品

公司主要定位于生产难度大、进入门槛高的注射制剂产品，目前拥有冻干粉针制剂、无菌粉针制剂和口服剂型产品系列，并已建成小容量注射制剂生产线。注射剂型对产品品质要求非常严格，对生产区域洁净级别和生产设备要求高于口服剂型，生产过程严格控制，生产工艺难度大，资本、人才和技术壁垒高。同时，公司各领域产品在临床治疗上属于必需用药，随着国家医改的深入和医疗支付方式的改革，临床必需药物既能保证医疗质量持续改进，又能控制医疗成本、降低医疗费用，该类产品必将为政府、医疗保险机构和医疗机构所青睐。

5 盈利预测与估值

假设 1：利尿剂类产品销售保持平稳增长，增速略有下滑，预计销量增速约为 10%，价格维持稳定。

假设 2：抗生素类产品 2016 年受限抗政策影响有所缓解，销量恢复增长约 10%，并能在未来三年维持复苏态势。

假设 3：毛利率及各项费用保持相对平稳。

表 8：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	220.99	243.65	275.73	317.43
yoy	11.80%	10.25%	13.17%	15.12%
营业成本	85.10	83.80	93.68	109.38
毛利率	61.49%	65.61%	66.02%	65.54%
利尿剂类				
收入	64.85	71.34	78.47	86.32
yoy	13.06%	10.00%	10.00%	10.00%

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
成本	12.04	14.27	15.69	17.26
毛利率	81.43%	80.00%	80.00%	80.00%
抗生素类				
收入	55.90	61.49	67.64	74.40
yoy	-5.05%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	29.59	36.28	39.23	43.15
毛利率	47.07%	41.00%	42.00%	42.00%
消化类				
收入	23.77	34.47	49.98	72.47
yoy	66.46%	45.00%	45.00%	45.00%
成本	6.28	10.34	14.99	21.74
毛利率	73.58%	70.00%	70.00%	70.00%
免疫调节类				
收入	36.57	34.38	32.31	30.37
yoy	29.09%	-6.00%	-6.00%	-6.00%
成本	19.08	18.56	15.83	14.88
毛利率	47.83%	46.00%	51.00%	51.00%
抗病毒类				
收入	20.25	20.66	21.07	21.49
Yoy	-10.95%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	8.74	9.71	8.43	8.60
毛利率	56.84%	53.00%	60.00%	60.00%
心脑血管类				
收入	6.59	8.44	10.80	13.82
yoy	29.98%	28.00%	28.00%	28.00%
成本	2.14	3.21	4.10	5.25
毛利率	67.53%	62.00%	62.00%	62.00%
其他				
收入	10.74	12.89	15.47	18.56
Yoy	31.62%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	6.97	9.54	10.73	12.87
毛利率	35.10%	26.00%	30.65%	30.65%

数据来源：公司公告，西南证券整理

预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 2.44 亿元、2.76 亿元、3.17 亿元，三年综合增长率分别为 10.25%、13.17%、15.12%。

表 9：可比上市公司估值

公司	股价	EPS（元）			PE（倍）		
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
海思科	15.42	0.41	0.47	0.55	37.40	32.82	28.10
灵康药业	28.15	0.65	0.72	0.84	43.06	39.14	33.57
莱美药业	8.62	0.10	0.16	0.23	86.37	52.95	37.11
均值					55.61	41.63	32.93

数据来源：Wind，西南证券整理。股价以 1 月 13 日收盘价计算

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.68 元、0.78 元、0.88 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 2017 年 30-40 倍估值较为合理，对应合理股价区间 23.40 元-31.2 元。

6 风险提示

产品价格变动风险。随着将来药品价格改革政策的不断深入、药品采购机制的完善、医保控费作用的强化，相关政策会对公司药品的价格带来较强的不确定性。

抗生素市场受政策限制的风险。随着我国抗生素类药物临床应用管理及规范程度的加强，抗生素类药物的临床用药数量可能持续下降，从而对公司的营业收入及净利润带来一定影响。

主要产品市场竞争风险。随着近年利尿类等药品市场需求的不断增加，可能吸引更多的企业进入，同时现有企业也会加大对该等药品领域的投入，从而对公司产品的市场份额构成威胁。

核心技术失密及核心人员流失的风险。如果公司相关核心技术内控制度得不到有效执行，导致公司核心技术泄密及核心人员流失，对公司的核心竞争能力和持续盈利能力将造成不利影响。

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	220.99	243.65	275.73	317.43	净利润	40.33	54.27	62.22	70.14
营业成本	85.10	83.80	93.68	109.39	折旧与摊销	10.93	11.15	15.34	23.22
营业税金及附加	2.81	3.10	3.51	4.04	财务费用	1.67	-0.01	-0.01	-0.01
销售费用	50.27	55.42	62.72	72.21	资产减值损失	0.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	35.35	38.98	44.11	50.78	经营营运资本变动	3.22	4.81	-4.92	-3.57
财务费用	1.67	-0.01	-0.01	-0.01	其他	-2.56	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	53.90	70.21	72.64	89.78
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-25.71	0.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4.14	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-29.85	0.00	-200.00	-100.00
营业利润	45.47	62.36	71.72	81.03	短期借款	-2.00	-37.70	93.33	24.20
其他非经营损益	1.97	1.49	1.49	1.48	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.44	63.84	73.20	82.51	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	7.11	9.57	10.98	12.37	支付股利	-5.40	-6.37	-8.57	-9.82
净利润	40.33	54.27	62.22	70.14	其他	-2.25	0.01	0.01	0.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-9.65	-44.06	84.77	14.39
归属母公司股东净利润	40.33	54.27	62.22	70.14	现金流量净额	14.40	26.16	-42.58	4.17
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	44.00	70.16	27.57	31.74	成长能力	11.81%	10.25%	13.17%	15.12%
应收和预付款项	24.86	27.90	31.48	36.14	销售收入增长率	13.53%	37.14%	15.01%	12.98%
存货	39.50	38.04	43.83	50.60	营业利润增长率	17.87%	34.56%	14.66%	12.72%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	11.32%	26.57%	18.44%	19.74%
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	61.49%	65.61%	66.02%	65.54%
固定资产和在建工程	177.63	168.32	354.82	433.44	毛利率	39.50%	38.74%	38.74%	38.74%
无形资产和开发支出	24.73	22.89	21.05	19.22	三费率	18.25%	22.27%	22.57%	22.10%
其他非流动资产	11.90	11.90	11.90	11.90	净利率	17.16%	19.18%	18.48%	17.67%
资产总计	322.63	339.22	490.65	583.04	ROE	12.50%	16.00%	12.68%	12.03%
短期借款	37.70	0.00	93.33	117.53	ROA	17.70%	22.83%	18.95%	14.96%
应付和预收款项	34.24	40.72	44.47	51.24	ROIC	26.28%	30.17%	31.57%	32.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入				
其他负债	15.61	15.52	16.21	17.32	营运能力	0.72	0.74	0.66	0.59
负债合计	87.55	56.24	154.01	186.09	总资产周转率	1.89	2.26	1.69	1.18
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	13.06	13.87	13.58	13.76
资本公积	72.65	52.65	52.65	52.65	应收账款周转率	2.11	2.16	2.29	2.32
留存收益	102.43	150.33	203.99	264.31	存货周转率	99.51%	—	—	—
归属母公司股东权益	235.08	282.98	336.64	396.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构	27.14%	16.58%	31.39%	31.92%
股东权益合计	235.08	282.98	336.64	396.96	资产负债率	43.06%	0.00%	60.60%	63.16%
负债和股东权益合计	322.63	339.22	490.65	583.04	带息债务/总负债	1.39	2.92	0.71	0.67
					流动比率	0.88	2.10	0.41	0.38
					速动比率	13.39%	11.73%	13.77%	14.00%
					股利支付率				
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标	0.50	0.68	0.78	0.88
EBITDA	58.07	73.50	87.05	104.24	每股收益	2.94	3.54	4.21	4.96
PE	34.91	25.95	22.63	20.07	每股净资产	0.67	0.88	0.91	1.12
PB	5.99	4.98	4.18	3.55	每股经营现金	0.07	0.08	0.11	0.12
PS	6.37	5.78	5.11	4.44	每股股利	11.81%	10.25%	13.17%	15.12%
EV/EBITDA	17.87	18.04	16.79	14.22					
股息率	0.38%	0.45%	0.61%	0.70%					

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	021-68416922	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