

## 立足甬体全面发展, 业绩高增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年报, 实现营业收入 25.04 亿元, 同比增长 0.95%; 实现归母净利润 1.46 亿元, 同比增长 37.2%; 扣非后归母净利润 1.31 亿元, 同比增长 40%。
- **立足甬体药物领域, 主营皮质激素等三大类。** 1) 公司主要产品主要分为皮质激素类药物、妇科及计生、麻醉与肌松类药物三大类, 占公司营业收入的 74%; 2) 皮质激素类药物 2016 年实现收入 7.76 亿元, 收入占比 31%, 毛利率水平 40%; 3) 妇科及计生用药实现收入 7.33 亿元, 收入占比 29%, 毛利率 70%, 黄体酮胶囊第四季度开始逐步运用于辅助生殖领域, 有望成为新的增长点; 4) 麻醉与肌松类药物实现收入 3.34 亿元, 收入占比 13%, 毛利率 91%。
- **营销改革理顺机制, 营销模式日趋成熟。** 三部分销售架构: 1) 国际贸易部负责原料药的境外销售, 已与美国、印度、英国等 30 多个国家的 40 多家原料药加工企业、制剂生产厂家和贸易商建立了业务联系; 2) 国内贸易部负责原料药的国内销售, 已与国内 100 多家主要的甬体药物制剂生产企业建立了稳定的业务联系; 3) 销售公司负责制剂产品的销售, 终端网络已覆盖全国各地, 目前拥有医院线、OTC 线两个完整的销售网络, 同时成立第三终端队伍与维护重点客户的 KA 队伍, 摸索出了有效的终端管理和市场推广策略。
- **加强自主创新, 妇科、呼吸科、麻醉科、皮肤科四大类药物为重点。** 1) 公司坚持原料药、制剂一体化的行业模式, 以甬体药物系列产品研发为目标; 2) 2016 年获得盐酸罗哌卡因等 3 个生产批文, 地诺孕素片等 5 项临床批件; 3) 1.1 类新药奥美克松钠注射液处于 I 期临床筹备阶段, 预计 2017 上半年开始 I 期临床。
- **国企改革先锋, 管理层深度绑定。** 公司 2015 年完成员工持股, 其中现任董事长兼总经理张宇松认购 202 万股, 11 位高管及 71 位中层认购 2224 万股, 实现了管理层和公司利益的深度绑定, 成为浙江省国企改革先锋。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.36 元、0.48 元、0.63 元, 对应市盈率为 38 倍、29 倍、22 倍。我们认为公司产品具有市场竞争力, 高管深度绑定公司利益, 成为浙江省国企改革先锋, 未来收入和利润有望得到明显改善, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原料药价格或波动风险; 药品招标或降价风险; 政策风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2503.73	2606.60	2937.90	3325.83
增长率	0.95%	4.11%	12.71%	13.20%
归属母公司净利润(百万元)	146.19	219.14	290.69	386.17
增长率	37.20%	49.90%	32.65%	32.84%
每股收益 EPS(元)	0.24	0.36	0.48	0.63
净资产收益率 ROE	6.55%	8.94%	10.60%	12.34%
PE	57	38	29	22
PB	3.72	3.39	3.03	2.66

数据来源: Wind, 西南证券

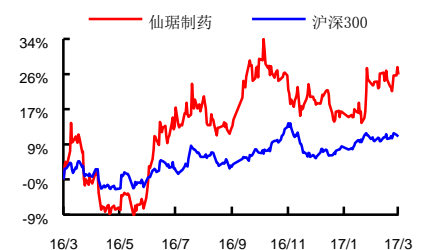
### 西南证券研究发展中心

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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.11
流通 A 股(亿股)	4.68
52 周内股价区间(元)	9.92-14.57
总市值(亿元)	83.25
总资产(亿元)	36.21
每股净资产(元)	3.64

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：预计公司制剂产品线未来 3 年有望受益行业增速加快，其中保胎用药有望受益二胎生育高峰，销售额有望实现 30% 以上增长；

假设 2：预计未来 3 年公司原料药板块自给率增加，叠加原料药价格的恢复性上涨，原料药板块销量小幅上升；

假设 3：预计未来 3 年随着员工持股和营销改革的推进，公司管理费用、营销费用等能得到有效改善。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：公司业务分拆收入预测（百万元）**

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>总计</b>				
营业收入	2,503.73	2,606.6	2,937.9	3,325.8
YoY	0.95%	4.11%	12.71%	13.20%
营业成本	1,228.62	1,273.5	1,379.9	1,496.4
毛利率	50.93%	51.14%	53.03%	55.01%
<b>制剂</b>				
收入	1,230.00	1,291.50	1,549.80	1,859.76
yoy	2.50%	5.00%	20.00%	20.00%
成本	282.90	297.05	340.96	390.55
毛利率	77.00%	77.00%	78.00%	79.00%
<b>原料药</b>				
收入	750.00	772.50	811.13	851.68
yoy	-6.25%	3.00%	5.00%	5.00%
成本	682.50	702.98	738.12	775.03
毛利率	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
<b>配送</b>				
收入	280.00	294.00	323.40	355.74
yoy	-6.67%	5.00%	10.00%	10.00%
成本	260.40	273.42	300.76	330.84
毛利率	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
<b>其他</b>				
收入	243.73	248.60	253.58	258.65
yoy	35.22%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	2.82	87.01	88.75	90.53
毛利率	98.84%	65.00%	65.00%	65.00%

数据来源：Wind, 西南证券

综上所述，我们预计公司 2017-2019 年的营业收入增速分别为 4.11%、12.71% 和 13.20%。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.36 元、0.48 元、0.63 元，对应市盈率为 38 倍、29 倍、22 倍。我们认为公司产品具有市场竞争力，高管通过员工持股计划绑定利益，成为浙江省国企改革先锋，未来收入和利润有望得到明显改善，预计公司归母净利润未来 3 年能保持 30% 以上的复合增速，目标价 18 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2503.73	2606.60	2937.90	3325.83	净利润	146.41	219.47	291.14	386.77
营业成本	1228.62	1273.46	1379.86	1496.44	折旧与摊销	96.45	89.95	92.80	95.65
营业税金及附加	27.34	28.47	32.08	36.32	财务费用	29.88	28.58	26.48	23.86
销售费用	775.76	717.75	830.23	946.94	资产减值损失	13.73	20.00	10.00	3.00
管理费用	266.94	274.70	311.18	352.06	经营营运资本变动	115.39	-121.84	-117.95	-139.58
财务费用	29.88	28.58	26.48	23.86	其他	-245.95	-24.31	-22.95	-19.77
资产减值损失	13.73	20.00	10.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>155.91</b>	<b>211.84</b>	<b>279.51</b>	<b>349.93</b>
投资收益	16.59	11.67	12.95	15.54	资本支出	-102.49	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	66.48	11.67	12.95	15.54
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>-36.01</b>	<b>-18.33</b>	<b>-17.05</b>	<b>-14.46</b>
<b>营业利润</b>	<b>178.06</b>	<b>275.32</b>	<b>361.03</b>	<b>482.76</b>	短期借款	-37.73	0.84	0.00	0.00
其他非经营损益	4.97	4.70	5.27	5.59	长期借款	-83.75	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>183.03</b>	<b>280.03</b>	<b>366.29</b>	<b>488.34</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	36.62	60.55	75.15	101.58	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	146.41	219.47	291.14	386.77	其他	-76.83	-70.55	-26.48	-23.86
少数股东损益	0.23	0.34	0.45	0.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-198.31</b>	<b>-69.70</b>	<b>-26.48</b>	<b>-23.86</b>
归属母公司股东净利润	146.19	219.14	290.69	386.17	<b>现金流量净额</b>	<b>-68.78</b>	<b>123.81</b>	<b>235.99</b>	<b>311.61</b>
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	488.12	611.93	847.92	1159.53	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	909.04	937.49	1059.64	1196.07	销售收入增长率	0.95%	4.11%	12.71%	13.20%
存货	372.10	378.32	410.54	447.08	营业利润增长率	53.18%	54.62%	31.13%	33.72%
其他流动资产	333.64	347.35	391.50	443.19	净利润增长率	39.97%	49.90%	32.65%	32.84%
长期股权投资	148.55	148.55	148.55	148.55	EBITDA 增长率	16.75%	29.39%	21.95%	25.39%
投资性房地产	22.82	22.82	22.82	22.82	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1190.84	1133.86	1074.02	1011.33	毛利率	50.93%	51.14%	53.03%	55.01%
无形资产和开发支出	102.38	100.33	98.28	96.23	三费率	42.84%	39.17%	39.75%	39.78%
其他非流动资产	53.26	52.35	51.43	50.52	净利率	5.85%	8.42%	9.91%	11.63%
<b>资产总计</b>	<b>3620.74</b>	<b>3732.98</b>	<b>4104.70</b>	<b>4575.32</b>	ROE	6.55%	8.94%	10.60%	12.34%
短期借款	499.16	500.00	500.00	500.00	ROA	4.04%	5.88%	7.09%	8.45%
应付和预收款项	463.18	384.75	436.11	487.95	ROIC	7.19%	10.10%	12.65%	15.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.16%	15.11%	16.35%	18.11%
其他负债	421.40	391.96	421.18	453.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1383.73</b>	<b>1276.71</b>	<b>1357.29</b>	<b>1441.15</b>	总资产周转率	0.71	0.71	0.75	0.77
股本	610.81	610.81	610.81	610.81	固定资产周转率	2.69	2.99	3.61	4.42
资本公积	1183.97	1183.97	1183.97	1183.97	应收账款周转率	6.21	6.36	6.63	6.62
留存收益	430.43	649.57	940.26	1326.43	存货周转率	3.40	3.36	3.43	3.44
归属母公司股东权益	2225.43	2444.34	2735.04	3121.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.38%	—	—	—
少数股东权益	11.58	11.92	12.37	12.97	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2237.01</b>	<b>2456.27</b>	<b>2747.41</b>	<b>3134.18</b>	资产负债率	38.22%	34.20%	33.07%	31.50%
负债和股东权益合计	3620.74	3732.98	4104.70	4575.32	带息债务/总负债	36.07%	39.16%	36.84%	34.69%
					流动比率	1.57	1.84	2.06	2.32
					速动比率	1.29	1.54	1.75	2.00
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.24	0.36	0.48	0.63
					每股净资产	3.66	4.02	4.50	5.13
					每股经营现金	0.26	0.35	0.46	0.57
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	304.38	393.85	480.30	602.26					
PE	56.95	37.99	28.64	21.56					
PB	3.72	3.39	3.03	2.66					
PS	3.33	3.19	2.83	2.50					
EV/EBITDA	27.15	20.57	16.37	12.54					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn