

日期：2017年09月04日

行业：医药生物



分析师 杜臻雁

TEL 021-53686162

E-Mail duzhenyan@shzq.com

执业证书编号：S0870517070003

上市合理估值 RMB13.86-16.63 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股)	40
发行后总股本 (百万股)	160
发行方式	网上网下
保荐机构	西部证券

**主要股东 (IPO 前)**

蔡南桂	68.19%
珠海横琴新区塞隆聚智投资有限公司	13.37%
唐霖	7.58%

**收入结构 (2017H1)**

第三方合作生产产品	84.34%
自主生产产品	10.21%
其他业务	5.45%

报告编号：DZY17-NSP08

首次报告日期：2017年09月4日

# 合作生产模式发展的优秀制药企业

**■ 投资要点****公司简介**

公司成立于 2002 年，致力于药品的研发、生产、营销及技术服务，目前产品主要集中在神经系统、心脑血管系统和消化系统等领域，坚持以自主研发为主，以核心科技作为公司的核心竞争力，先后研发了注射用脑蛋白水解物、单唾液酸四己糖神经节苷脂钠原料药及注射液和银杏达莫注射液专利等多项具有广阔市场前景的医药产品和技术。公司通过与山西普德和西南药业进行合作的方式，使注射用脑蛋白水解物和单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液两个品种成功落地，形成了合作共赢的局面。

**盈利预测**

我们预计公司 2017-2019 年归于母公司净利润增速 13.77%、17.95% 和 13.69%，相应的稀释后每股收益为 0.44 元、0.51 元和 0.58 元。

**公司估值与定价**

公司预期募集资金净额 29,968.45 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用 3,271.55 万元，预计募集资金总额 33,240 万元，计划发行股份不超过 4,000 万股，全部为公开发行新股，对应每股发行价为 8.31 元。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 17 年每股收益 35 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 13.86-16.63 元，相对于 2016 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 36.20-43.44 倍。

**■ 数据预测与估值：**

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	237.50	255.84	292.93	330.80	371.18
年增长率	33.35%	7.72%	14.50%	12.93%	12.21%
归属于母公司的净利润	63.32	61.25	69.68	82.19	93.44
年增长率	124.60%	-3.27%	13.77%	17.95%	13.69%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.40	0.38	0.44	0.51	0.58

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

## 一、行业背景

### 1.1 公司所处的行业及其简况

公司成立于 2002 年，致力于药品的研发、生产、营销及技术服务，目前产品主要集中在神经系统、心脑血管系统和消化系统等领域，坚持以自主研发为主，以核心科技作为公司的核心竞争力，先后研发了注射用脑蛋白水解物、单唾液酸四己糖神经节苷脂钠（GM1）原料药及注射液和银杏达莫注射液专利等多项具有广阔市场前景的医药产品和技术。

公司的生产模式主要分两种，即自主生产模式和第三方合作生产模式。自主生产模式生产的药品主要包括 GM1 原料药、注射用克林霉素磷酸酯、注射用泮托拉唑钠以及米力农注射液等药品，目前由岳阳赛隆进行生产。第三方合作生产模式生产的药品包括公司的主要产品注射用脑蛋白水解物和 GM1 注射液，与山西普德和西南药业合作的制剂生产模式是由公司负责药品的研发工作，享有相应的知识产权，分别由山西普德和西南药业进行合作制剂的生产，公司负责相应制剂的全国总经销。

第三方合作模式有效避免了在公司起步初期，资金实力不雄厚的情况下投入巨额资金建设生产线的情况。通过与合作方进行生产合作，有效地利用了对方产能，通过借助合作方大规模生产的规模效益，降低了生产成本，并迅速展开合作药品的制剂生产。在这一业务模式下，公司注射用脑蛋白水解物、GM1 注射液在报告期内销量稳定增长，与合作方维持了较好的业务关系。

表 1 公司主要生产、销售以及拥有生产批文的医药品种

药品名称	规格与剂型	适应症	医保情况
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	2ml: 20mg 注射剂	血管性或外伤性中枢神经系统损伤；帕金森氏病	多省医保
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠	-	为单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液的原料药	-
注射用脑蛋白水解物	30mg 注射剂 60mg 注射剂	用于颅外伤、脑血管病后遗症伴有记忆减退及注意力集中障碍的症状改善	多省医保
注射用克林霉素磷酸酯	0.6g 注射剂	革兰氏阳性菌引起的各种感染性疾病和厌氧菌引起的各种感染性疾病	医保乙类
注射用泮托拉唑钠	40mg 注射剂	中重度反流性食管炎、十二指肠溃疡、胃溃疡、急性胃黏膜病变、复合性胃溃疡引起的急性上消化道出血	医保乙类
盐酸左氧氟沙星注射液	2ml:0.2g 注射剂	治疗或预防由敏感细菌引起的感染，如肺炎、鼻窦炎等	医保甲类
米力农注射液	5ml:5mg 注射剂	适用于急性失代偿性心力衰竭患者的短期静	医保乙类

注射用氨曲南

0.5g、1.0g注射剂

脉治疗

敏感需氧革兰阴性菌所致的各种感染

医保乙类

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

## 1.2 行业增长前景

脑血管病是导致人类死亡的三大疾之一，在全球范围内每年使460万人死亡，其中1/3在工业化国家，其余发生在发展中国家，患病和死亡主要在65岁以上的人群。日本是脑卒中发病率、死亡率最高的国家之一，中国也是脑卒中死亡率高发地区，据估计我国居民现有脑血管病人600万，每年新发生脑血管病居民有130万人，年因脑血管病死亡近100万人，在幸存者中约3/4的人留下偏瘫等后遗症状，部分病人丧失劳动能力和生活能力。

近年来，随着我国老龄人口的逐渐增多和人们健康意识的增强，我国心脑血管用药人群不断扩大，我国脑血管用药市场保持着稳定增长态势。从脑血管疾病的用药来看，以化学药为主的脑保护剂使用贯穿脑血管疾病的预防、急性治疗、康复的全过程。脑血管疾病用药主要包括化学药和中成药两类，其中化学药是主流，在脑血管化学药当中，也分为脑保护剂化学药和其他脑血管化学药，在我国，近几年脑血管化学药以脑保护剂用药为主。

2009年至2016年，我国脑血管化学药市场销售额保持稳定的增长，由2009年的216.99亿元上升至2016年的728.65亿元，八年来复合增长率达到18.89%，市场成长性较好。

图 1 2009-2016年我国脑血管化学药销售额及成长性



数据来源：公司招股书 广州标点 上海证券研究所

脑血管疾病化学药物以对脑血管、脑神经的保护为主，大体可以将脑血管疾病化学药分为脑保护剂和其他脑血管化学药两大类。近八年，我国脑血管化学药以脑保护剂用药为主，其市场份额保持在65%以上。至2016年，脑保护剂销售额为475.19亿元，占比65.22%；其他脑血管化学药销售额为253.46亿元，占比34.78%。

图 2 2009-2016年我国脑血管化学药主要类别销售额及成长性



数据来源：公司招股书 广州标点 上海证券研究所

从进入脑血管化学药市场前十品种销售额来看，2016年销售额均在30亿元以上。其中，GM1注射液2014年度、2015年度均位列市场第一，2016年度销售额略低于硫酸氢氯吡格雷，位列第二，脑蛋白水解物类排名第六。从市场份额上看，2014-2016年我国脑保护剂主要品种占脑血管药物市场份额均较为稳定。2014-2016年GM1注射液的市场份额一直稳定在10%以上，脑蛋白水解物类的市场份额稳定在6%以上。

表 2 2014-2016年我国脑血管化学药销售情况

排名	品名	销售额 (亿元)			市场份额 (%)		
		2016年	2015年	2014年	2016年	2015年	2014年
1	硫酸氢氯吡格雷	87.60	74.57	59.33	12.02	11.23	10.32
2	GM1注射液	86.14	86.13	74.26	11.82	12.97	12.92
3	前列地尔	56.59	52.19	46.03	7.77	7.86	8.01
4	奥拉西坦	55.03	50.83	42.68	7.55	7.65	7.43
5	小牛血(清)去蛋白提取物	53.13	43.69	40.62	7.29	6.58	7.07
6	脑蛋白水解物类	44.64	41.58	35.30	6.13	6.26	6.14
7	鼠神经生长因子	41.46	34.04	25.65	5.69	5.12	4.46
8	依达拉奉	37.44	33.88	29.54	5.14	5.10	5.14

9	长春西汀	37.08	36.60	32.12	5.09	5.51	5.59
10	马来酸桂哌齐特	30.62	29.87	30.45	4.20	4.50	5.30

数据来源：公司招股书 广州标点 上海证券研究所

### 1.3 行业竞争结构及公司的地位

从销售额上看，公司的主要品种集中在 GM1 注射液和注射用脑蛋白水解物上。

GM1 是最主要的神经节苷脂之一，具有促进神经重构的效果，能够通过促进各种形态、生化组神经理行为及参数的改善，加速修复最大程度的恢复原有神经功能。其本身属于人体神经细胞膜天然组分，因此安全高，应用范围也非常广泛。GM1 制剂生产企业较少，市场竞争激烈程度较低。从主要企业 2016 年的市场地位来看，齐鲁制药有限公司的产品上市时间较早，在 GM1 制剂市场中占据 50% 以上的市场份额。根据广州标点的数据，公司与西南药业合作生产的 GM1 注射液——“赛捷康”市场份额较为稳定。2014-2016 年，赛捷康在 GM1 制剂市场的份额分别为 4.57%、8.14% 和 9.64%，在脑保护剂化学药中的市场份额分别为 0.88%、1.59% 和 1.75%。

脑蛋白水解物是重要的神经营养剂，在神经系统病变的治疗当中具有不错的效果，可改善脑内能量代谢，使其免受各种缺血、低氧和神经毒素的损害，可用于各类颅脑外伤、脑血管病后遗症等。从 2012 年至 2016 年，我国脑蛋白水解物类制剂市场销售额保持稳定增长，由 2012 年的 27.47 亿元上升至 2016 年的 44.64 亿元，五年来复合增长率为 12.91%，市场成长良好。根据广州标点的统计，公司与山西普德合作生产注射用脑蛋白水解物——“亿真慷”2014-2016 年市场份额分别为 30.19%、27.12% 和 24.58%，在我国脑蛋白水解物制剂市场中排名第一，处于领先地位。2014-2016 年，亿真慷销售额在脑保护剂化学药终端市场的份额分别为 1.74%、1.51% 和 1.31%。

表 3 公司主要竞争对手情况

序号	公司名称	公司简介
1	齐鲁制药有限公司	齐鲁制药有限公司总部位于山东省济南市，是中国大型综合性现代化制药企业，专业从事治疗肿瘤、心脑血管、抗感染、精神系统、神经系统、眼科疾病的制剂及其原料药的研制、生产与销售。现有员工 9,000 人，其中大专学历以上人员占 72.8%。齐鲁制药主要在 GM1 制剂上与公司有竞争。根据广州标点发布的数据，2016 年齐鲁制药 GM1 制剂市场份额为 53.54%。
2	云南盟生药业有限公司	云南盟生药业有限公司香港联合交易所上市的投资控股公司天大药业有限公司的子公司，主要从事研究开发、生产及销售医药产品之业务。公司的主要产品有注射用脑蛋白水解物（珍肽、捷疗素）、注射用长春

3 北京赛升药业股份有限公司

西汀（甘复欣）、注射用乙酰谷酰胺（艾森澳）、注射用甲硫氨酸维B1、七上珍口服液、阿莫西林胶囊和氨苄西林胶囊。云南盟生主要在注射用脑蛋白水解物上与公司有竞争。根据广州标点发布的数据，2016年云南盟生注射用脑蛋白水解物市场份额为13.85%。

北京赛升药业股份有限公司（300485）于2011年7月28日由北京赛生药业有限公司整体变更设立，现位于北京市北京经济技术开发区兴盛街8号，主营业务为注射针剂的研发、生产及销售，主导产品为生物生化药品，涉及心脑血管疾病、免疫性疾病和神经系统疾病三大用药领域。赛升药业于2015年6月在深圳证券交易所挂牌上市。2016年，赛升药业实现销售收入6.16亿元，公司总资产为22.17亿元。赛升药业主要在GM1制剂上与公司有竞争。根据广州标点发布的数据，2016年赛升药业GM1制剂市场份额为9.15%。

4 黑龙江哈尔滨医大药业有限公司

哈尔滨医大药业股份有限公司是哈尔滨医科大学为把握医药事业发展的良好机遇，执行国家对规范校办企业的指示要求，结合哈医大对建设发展制药企业的有利条件，在现有制药企业的基础上进行改制、重组、整合而建成的现代制药企业。哈尔滨医大药业股份有限公司占地面积28,000m<sup>2</sup>，建筑面积21,058m<sup>2</sup>，拥有冻干粉针剂、小容量注射剂、小容量注射剂抗肿瘤专线、片剂、胶囊剂和原料药单唾液酸四己糖神经节苷脂钠等现代化生产车间。具备国内一流的生产和检测设备，以及雄厚的科研开发队伍。目前主要以国家II类新药亚硫酸氯化钠注射液、单唾液酸四己糖神经节苷脂钠制剂、大明胶囊、红归胶囊、羟喜树碱注射液、注射用利福霉素钠等产品。哈尔滨医大药业股份有限公司主要在GM1制剂上与公司有竞争。根据广州标点发布的数据，2015年黑龙江哈尔滨医大药业有限公司GM1制剂市场份额为8.80%。

5 哈尔滨三联药业股份有限公司

哈尔滨三联药业股份有限公司（以下简称三联药业）前身系哈尔滨三联药业有限公司，始建于1996年，是集科研、生产、销售于一体的国家级高新技术制药企业。三联药业拥有12条生产线、一个固体制剂生产车间和一个原料药生产车间，具有年产2,800万支小容量注射剂、11,900万支冻干粉针剂、5,000万片（粒）固体制剂、18,100万瓶袋大输液、3,300千克原料药的生产能力。公司产品的剂型包括小容量注射剂、冻干粉针剂、固体制剂、非PVC软袋大输液、塑瓶大输液、玻瓶大输液、原料药等多种剂型。

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

#### 1.4 公司的竞争优势

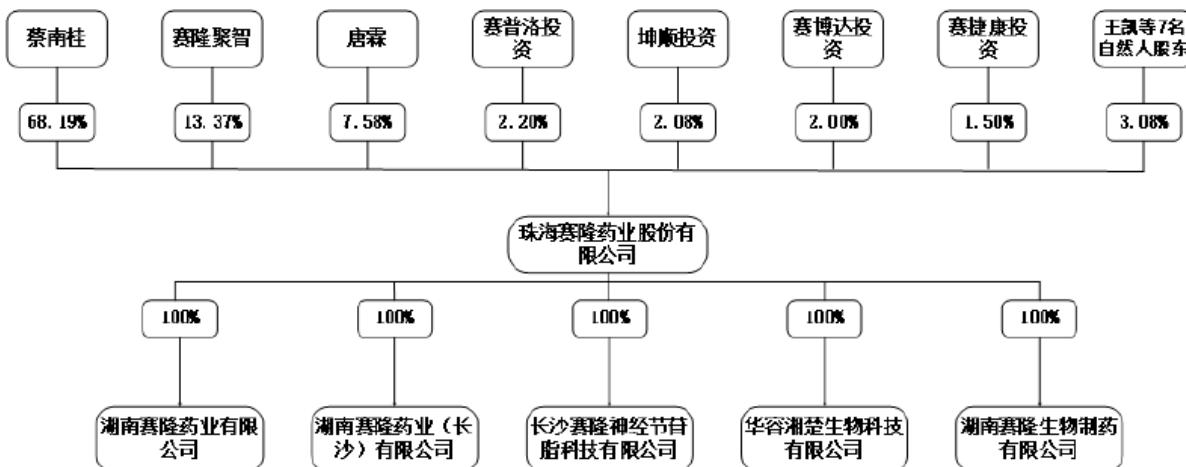
公司主要的竞争优势有：1) 研发优势、2) 技术优势、3) 质量优势、4) 成本控制优势、5) 销售渠道优势。

## 二、公司分析及募集资金投向

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身塞隆生物成立于 2002 年，于 2014 年整体变更为股份公司。IPO 前自然人蔡南桂、唐霖直接持有本公司股票 90,926,199 股，占本公司总股本的 75.77%；蔡南桂持有赛隆聚智 47.13% 股权，并通过赛隆聚智间接持有公司 6.30% 的股权、7,562,643 股股份；持有赛普洛投资 2,487,487 元出资额，并通过赛普洛投资间接持有公司 0.62% 的股权、744,757 股股份；持有赛捷康投资 3,098,264 元出资额，并通过赛捷康投资间接持有公司 0.77% 的股权、927,624 股股份。二人系本公司控股股东及实际控制人。

图 3 公司股权结构（IPO前）



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

### 2.2 公司主营业务突出、收入和利润平稳增长

2014-2016 年及 2017 年上半年，公司营业收入分别为 17,809.36 万元、23,749.50 万元、25,583.68 万元和 14,300.95 万元，2014-2016 年，公司营业收入年均复合增长率为 19.86%。公司主要产品为 GM1 注射液和脑蛋白水解物，近年来此两种产品合计收入占比超过主营业务收入的 90%。

2014-2016 年及 2017 年上半年，公司归母净利润分别 5,015.30 万元、5,553.05 万元、5,786.20 万元和 2,958.31 万元，保持平稳增长。

表 4 公司主营构成 (单位: 百万元)

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
第三方合作生产产品	23,759.04	92.87	22,112.77	93.11	16,377.74	91.96
2mlGM1 注射液	12,710.38	49.68	10,855.26	45.71	4,446.21	24.97
60mg 注射用脑蛋白水解物	8,519.97	33.30	8,653.64	36.44	8,919.83	50.09
30mg 注射用脑蛋白水解物	2,528.68	9.88	2,603.87	10.96	3,011.70	16.91
自主生产产品	1,477.74	5.78	1,431.67	6.03	1,444.35	8.04
注射用克林霉素磷酸酯	934.92	3.65	689.02	2.90	974.36	5.47
注射用泮托拉唑钠	465.58	1.82	461.42	1.94	443.24	2.49
米力农注射液	77.24	0.30	281.23	1.18	1.28	0.00
其他业务	346.90	1.36	205.07	0.86	-	0.00
合计	25,583.68	100.00	23,749.50	100.00	17,809.36	100.00

数据来源: WIND 上海证券研究所

### 2.3 综合毛利率基本保持稳定

2014-2016 年和 2017 年 1-6 月，公司综合毛利率保持在较高水平，分别为 55.76%、56.86%、54.97% 和 63.72%。2014 年至 2016 年综合毛利率变动不大，2017 年 1-6 月公司综合毛利率增长较大，主要是由于新增产品节苷脂钠口服液和新增节苷脂钠原料药销售收入毛利率较高，同时 GM1 注射液毛利率也有所提高。

### 2.4 募集资金投向

公司本次拟公开发行人民币普通股(A 股)不超过 4,000 万股，预计募集资金净额 29,968.45 万元，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金，具体情况如下：

表 5 本次募集资金投资项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额	项目目标
1	长沙生产研发基地建设项目	57,743.00	19,968.45	本次募投项目建成后，将形成年产冻干粉针剂 5,000 万支、小容量注射剂 2,000 万支的能力，由于针剂生产线工艺流程和工艺技术规范的相似性，冻干粉针剂产品可以共线生产。. 本项目建设期 3 年，运营期为 10 年，正常年销售收入 3.66 亿元（不含税），正常年利润总额 1.40 亿元，税后内部收益率为 29.18%，税后静态投资回收期（不含建设期）3.16 年，项目具有较好的经济效益。

2	营销网络建设项目	10,000.00	5,000.00
3	补充流动资金	10,000.00	5,000.00
	合计	77,743.00	29,968.45

公司以经销模式销售产品，因此组建成熟完善的营销网络是公司提高市场占有率和售后服务水平的重要手段，也是公司发展战略的重要组成部分。公司目前产品在全国各地均有销售，为了进一步推进销售体系的完善，销售渠道的下沉，并为经销商提供更好的学术支持服务，公司将进一步加强市场营销系统建设。

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

### 三、财务状况和盈利预测

#### 3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

##### 期间费用率逐年下降

公司的期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2014-2016年期间费用分别为6,985.51万元、6,205.76万元和6,728.66万元，占营业收入比例分别为39.22%、26.13%和26.30%，费用率逐年降低。

##### 主要资产周转能力指标良好

2014-2016年，公司应收账款周转率分别为62.94、2,438.57和2,768.85，公司应收账款周转率均保持在较高水平，由于公司采用经销商代理销售模式，按先款后货的原则销售，期末应收账款较小。

2014-2016年，公司存货周转率分别为4.70、4.32和3.39，随着公司业务的扩张，存货规模扩张速度超过了营业成本增长速度，导致存货周转率降低。

#### 3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 公司主营业务稳定发展；
- 2) 公司毛利率水平保持稳定；
- 3) 公司各项费用率保持稳定；
- 4) 公司募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计2017-2019年归于母公司净利润增速13.77%、17.95%和13.69%，相应的稀释后每股收益为0.44元、0.51元和0.58元。

## 四、风险因素

### 4.1 药品质量风险

药品关乎国计民生，是一种特殊商品，直接影响着患者的生命安全和健康。公司药品生产包括多个环节，还包括与其他企业的合作生产，药品质量可能受到多种因素影响。在整个流程当中，原材料采购、药品生产、存储和运输等环节如若出现问题，药品的质量均有可能受到影响；另外，在由合作方进行药品合作生产时，也有可能发生上述问题，进而影响公司经营。

### 4.2 医疗体制改革带来的价格下降风险

长期以来，国家持续通过各种政策对医疗体制进行改革。新一轮的医疗体制改革涉及公立医院改革、药品价格改革、医保体系改革、基本药物制度完善以及药品流通秩序改革等多方面的内容。随着医改的不断深入，政府投入的增加、医疗技术服务价格调整以及对医院经营效率要求的提升，目前医院以药补医、以药养医的情况将进一步改善，同时随着各省市药品招投标体制的不断变化，药品的定价方式将跟随整个医药体制的变化而有所变化，公司主要产品已进入多省医保目录，可能面临价格下降的风险。

### 4.3 新药研发生产风险

公司以新药研发作为公司发展的基石，新药研发具有一定的风险性，根据国家《药品注册管理办法》等的规定，新药研发包括临床前工作、临床研究以及药品生产审批等阶段，研发工作可能在上述任一阶段受自身因素或审批的影响而终止。如果公司研发的药物品种未能达到预期的安全性及疗效，或未能通过药品评审，则可能导致新药研发失败。

### 4.4 合作生产模式风险

**1)合作终止的风险：**公司与合作方均约定：双方合作期限以合作品种的注册批件有效期为准，如合作品种完成再注册，合作期限同步顺延至再注册有效期届满之日。如合作品种不能在每五年注册期满时顺利完成再注册，则发行人与合作方的合作存在终止的风险，进而对发行人业绩造成影响；**2)质量风险：**在由合作方进行药品合作生产时，如果合作方未能严格按照 GMP 要求进行生产，或由于原料采购、储存、运输等方面的原因对产品质量造成影响，且公

司的合作生产质量保证团队也未能发觉上述质量问题，则药品质量可能不能得到保障；**3) 提价风险：**公司与合作方之间的合作生产属于正常的商业行为，合作双方对于加工费用会根据实际的生产成本情况进行谈判调整。如果最终加工费用相比之前的加工有较大幅度提升，则存在因加工费用提升而导致发行人利润降低的风险。

## 五、估值及定价分析

### 5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2016 年业绩和 2017、2018 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 17 年、18 年平均动态市盈率为 34.77 倍、25.19 倍。申万化学制剂行业 17 年、18 年动态市盈率中值为 38.85 倍、31.04 倍。

表 6 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
科伦药业	002422	17.07	0.41	0.48	0.62	41.63	35.36	27.69
信立泰	002294	30.23	1.33	1.48	1.69	22.73	20.46	17.92
易明医药	002826	19.87	0.37	0.42	0.68	53.70	47.55	29.33
翰宇药业	300199	16.05	0.34	0.45	0.62	47.21	35.72	25.82
可比公司平均						41.32	34.77	25.19

数据来源：Wind 上海证券研究所（股价为 8 月 28 日收盘价）

### 5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预期募集资金净额 29,968.45 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用 3,271.55 万元，预计募集资金总额 33,240 万元，计划发行股份不超过 4,000 万股，全部为公开发行新股，对应每股发行价为 8.31 元。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 17 年每股收益 35 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 13.86-16.63 元，相对于 2016 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 36.20-43.44 倍。

## 六、附表

**附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)**

**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	55	369	427	436
应收和预付款项	21	52	30	62
存货	38	40	47	49
其他流动资产	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	111	145	172	193
无形资产和开发支出	47	42	37	32
其他非流动资产	9	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>283</b>	<b>659</b>	<b>724</b>	<b>783</b>
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	29	25	35	31
长期借款	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>31</b>
股本	120	160	160	160
资本公积	45	337	337	337
留存收益	90	137	192	255
归属母公司股东权益	254	634	689	752
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>254</b>	<b>634</b>	<b>689</b>	<b>752</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>283</b>	<b>659</b>	<b>724</b>	<b>783</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	79	46	122	77
投资活动产生现金流量	-50	-47	-47	-47
融资活动产生现金流量	-27	314	-18	-21
<b>现金流量净额</b>	<b>2</b>	<b>314</b>	<b>58</b>	<b>10</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>256</b>	<b>293</b>	<b>331</b>	<b>371</b>
营业成本	115	132	147	163
营业税金及附加	3	3	4	4
营业费用	19	22	24	27
管理费用	49	56	63	71
财务费用	-2	-5	-9	-10
资产减值损失	4	5	5	6
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>66</b>	<b>80</b>	<b>96</b>	<b>110</b>
营业外收支净额	4	7	7	7
<b>利润总额</b>	<b>71</b>	<b>87</b>	<b>103</b>	<b>117</b>
所得税	9	17	21	23
<b>净利润</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>93</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>93</b>

**财务比率分析**

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	54.97%	54.95%	55.49%	56.19%
EBIT/销售收入	27.02%	28.11%	28.35%	28.85%
销售净利率	23.94%	23.79%	24.85%	25.17%
ROE	24.07%	10.99%	11.93%	12.42%
资产负债率	2.99%	2.83%	3.26%	2.58%
流动比率	3.99	18.31	14.52	17.50
速动比率	2.60	16.67	13.11	15.89
总资产周转率	0.90	0.44	0.46	0.47
应收账款周转率	23.87	13.28	22.12	13.96
存货周转率	3.01	3.34	3.11	3.34

## 分析师承诺

杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。