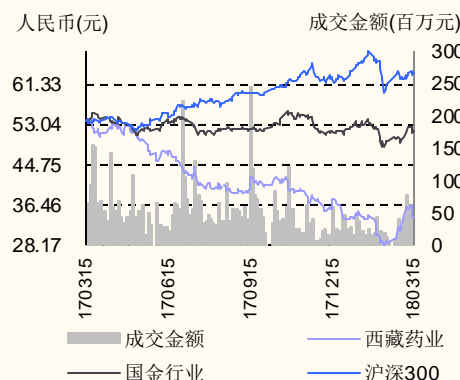


市场价格 (人民币): 34.25 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	145.59
总市值(百万元)	6,151.96
年内股价最高最低(元)	54.19/28.17
沪深 300 指数	4096.16
上证指数	3291.11



### 相关报告

1. 《三季报点评-非经常性损益落地, 主力品种保持平稳》, 2017.10.30
2. 《西藏药业中报点评-汇兑损失短期影响较大, 新活素销量增速平稳》, 2017.8.17
3. 《依姆多显著增厚业绩, 新活素继续高速增长》, 2017.4.27
4. 《新股东新气象, 新模式新可能》, 2017.4.24

孙炜 联系人  
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 新活素医保放量超预期, 依姆多稳健贡献利润

### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.362	1.279	1.462	1.839	2.288
每股净资产(元)	4.54	11.38	12.59	14.14	16.10
每股经营性现金流(元)	1.72	0.51	1.68	1.93	2.38
市盈率(倍)	39.75	26.24	23.42	18.62	14.97
行业优化市盈率(倍)	29.58	29.58	29.58	29.58	29.58
净利润增长率(%)	116.39%	15.81%	14.38%	25.78%	24.40%
净资产收益率(%)	30.02%	11.24%	11.62%	13.01%	14.21%
总股本(百万股)	145.59	179.62	179.62	179.62	179.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司 2017 年实现收入 9.16 亿, 同比增长 14.91%, 归母净利润 2.30 亿, 同比增长 15.81%, 扣非归母净利润 1.61 亿, 同比减少 3.60%, 扣除欧元借款导致的汇兑损失, 扣非归母净利润增长 27.48%。

### 经营分析

- 从收入来看, 新活素降价进入医保后收入增速有所降低, 预计 17 年全年增速 20%左右; 依姆多海外收入稳定, 康哲销售部分略超先前承诺; 诺迪康由于渠道调整收入下滑近 70%。
- 从利润来看, 欧元汇兑损益与重组收益, 两者基本抵消, 依姆多贡献利润约 1.1 亿, 政府补助约 2,700 万, 新活素目前贡献利润约 1 亿。

### 盈利预测

- 17 年非经常性的损益造成较大的利润波动, 我们认为后续依姆多海外销售的汇兑损失相对可控, 假设政府产业扶持补助金额 3,000 万左右能够持续, 预 2018/2019/2020 归母净利润为 263/330/411 百万人民币, 对应增速 14.38%/25.78%/24.40%, 目前对应 18 年 P/E 23.42 倍。

### 投资建议

- 我们认为公司未来的核心在于新活素, 17 年进入国家医保后, 第四季度销量增速超过 100%, 至少还有 5 倍的销量空间 (17 年 62 万支, 测算潜力 292 万支), 2018 年由于单价同比降幅较大, 预计收入增速仅 20%, 后续有望加速。
- 依姆多国内的增长和地产化带来的毛利率提升有望推动未来三年净利润复合增速 20%, 同时“依姆多”模式具有可复制性, 维持“增持”评级。

### 风险提示

- 新活素医保执行低于预期; 依姆多生产转化进度低预期; 汇兑损失等因素的影响; 其他业务拖累。

## 经营分析

- 从收入来看，新活素降价进入医保后收入增速有所降低，预计 17 年全年增速 20%左右；依姆多海外收入稳定，康哲销售部分略超先前承诺；诺迪康由于渠道调整收入下滑近 70%。
  - 新活素 17 年销量增速 67.4%，我们预计第四季度增速超过 100%，但是由于进入医保后价格降幅超过 40%，因此整体收入增速约 20%，我们预计 18 年全年销量有望接近 100 万支，对应增速近 60%，收入增速约 20%，我们先前测算新活素适用患者潜在用量可达 292 万支。
  - 依姆多 17 年销量约 3500 万盒，其中海外实现收入约 2.5 亿，据此推算国内销量约 980 万盒，我们预计国内销量将保持 20+%的持续增长。
  - 十味帝达胶囊和雪山金罗山涂膜剂增速略超 10%，诺迪康胶囊由于公司与康哲推广的推广协议不再进行单个品种的销售承诺而改为整体销售金额承诺，因此销量降幅较大。
- 从利润来看，欧元汇兑损益与重组收益，两者基本抵消，依姆多贡献利润约 1.1 亿，政府补助约 2,700 万，新活素目前贡献利润约 1 亿。
  - 债务重组带来的 4,987 万收益与前期欧元借款产生的近 5,204 汇兑损益抵消，公司整体利润主要来源于依姆多、新活素和产业扶持补助。
  - 依姆多实现净利润 1,639 万美金，新活素收入约 3.8 亿，贡献利润约 1 亿。

## 盈利预测

- 17 年非经常性的损益造成较大的利润波动，我们认为后续依姆多海外销售的汇兑损失相对可控，假设政府产业扶持补助金额 3,000 万左右能够持续，预 2018/2019/2020 归母净利润为 263/330/411 百万人民币，对应增速 14.38%/25.78%/24.40%，目前对应 18 年 P/E 23.42 倍。

## 投资建议

- 我们认为公司未来的核心在于新活素，17 年进入国家医保后，第四季度销量增速超过 100%，至少还有 5 倍的销量空间（17 年 62 万支，测算潜力 292 万支），2018 年由于单价同比降幅较大，预计收入增速仅 20%，后续有望加速。
- 依姆多国内的增长和地产化带来的毛利率提升有望推动未来三年净利润复合增速 20%，同时“依姆多”模式具有可复制性，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 新活素医保执行低于预期；依姆多生产转化进度低预期；汇兑损失等因素的影响；其他业务拖累。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,383</b>	<b>797</b>	<b>916</b>	<b>1,034</b>	<b>1,250</b>	<b>1,532</b>
增长率		-42.4%	14.9%	12.9%	20.9%	22.5%
主营业务成本	-935	-189	-240	-244	-253	-280
%销售收入	67.7%	23.7%	26.2%	23.6%	20.2%	18.3%
毛利	447	608	676	790	997	1,251
%销售收入	32.3%	76.3%	73.8%	76.4%	79.8%	81.7%
营业税金及附加	-10	-10	-16	-17	-19	-21
%销售收入	0.7%	1.3%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%
营业费用	-316	-357	-377	-453	-583	-745
%销售收入	22.8%	44.8%	41.2%	43.9%	46.7%	48.7%
管理费用	-48	-44	-51	-53	-55	-57
%销售收入	3.5%	5.5%	5.5%	5.1%	4.4%	3.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>74</b>	<b>197</b>	<b>233</b>	<b>268</b>	<b>340</b>	<b>428</b>
%销售收入	5.3%	24.7%	25.4%	25.9%	27.2%	28.0%
财务费用	3	-8	-45	7	11	13
%销售收入	-0.2%	1.1%	4.9%	-0.7%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	0	-1	-6	-5	-6	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	2	3	3	3	3
%税前利润	28.2%	1.0%	1.2%	1.0%	0.8%	0.6%
营业利润	107	190	185	273	348	437
营业利润率	7.7%	23.8%	20.2%	26.4%	27.8%	28.6%
营业外收支	0	32	77	28	29	30
税前利润	106	222	262	301	377	467
利润率	7.7%	27.9%	28.6%	29.1%	30.1%	30.5%
所得税	-16	-23	-27	-33	-41	-51
所得税率	14.7%	10.2%	10.4%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	91	199	234	268	335	416
少数股东损益	-1	1	5	5	5	5
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>92</b>	<b>198</b>	<b>230</b>	<b>263</b>	<b>330</b>	<b>411</b>
净利率	6.6%	24.9%	25.1%	25.4%	26.4%	26.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	91	199	234	268	335	416
少数股东损益	-1	1	5	5	5	5
非现金支出	12	57	83	68	69	70
非经营收益	-21	8	33	-32	-32	-33
营运资金变动	52	-14	-258	-2	-26	-26
<b>经营活动现金净流</b>	<b>134</b>	<b>250</b>	<b>91</b>	<b>303</b>	<b>346</b>	<b>428</b>
资本开支	-11	-10	-608	13	14	15
投资	12	-147	70	0	0	0
其他	2	-174	30	3	3	3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>4</b>	<b>-330</b>	<b>-508</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>
股权募资	0	0	1,229	18	20	22
债权募资	-50	7	-97	-19	0	0
其他	-36	-28	-789	-63	-72	-81
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-86</b>	<b>-21</b>	<b>343</b>	<b>-64</b>	<b>-52</b>	<b>-59</b>
<b>现金净流量</b>	<b>52</b>	<b>-101</b>	<b>-73</b>	<b>254</b>	<b>311</b>	<b>387</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	319	373	315	570	881	1,268
应收款项	37	105	405	426	466	513
存货	126	94	87	93	94	100
其他流动资产	2	68	5	5	5	6
流动资产	484	642	812	1,094	1,446	1,887
%总资产	68.5%	28.0%	34.9%	42.7%	50.4%	57.9%
长期投资	67	154	148	148	148	148
固定资产	107	148	150	157	164	171
%总资产	15.1%	6.5%	6.4%	6.1%	5.7%	5.2%
无形资产	42	1,341	1,207	1,151	1,096	1,040
非流动资产	222	1,649	1,518	1,470	1,421	1,373
%总资产	31.5%	72.0%	65.1%	57.3%	49.6%	42.1%
<b>资产总计</b>	<b>706</b>	<b>2,291</b>	<b>2,330</b>	<b>2,564</b>	<b>2,868</b>	<b>3,259</b>
短期借款	45	45	0	0	0	0
应付款项	71	1,469	219	242	259	290
其他流动负债	76	91	45	54	56	60
流动负债	192	1,605	264	296	316	350
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	28	20	0	0	0
<b>负债</b>	<b>220</b>	<b>1,632</b>	<b>285</b>	<b>296</b>	<b>316</b>	<b>350</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>489</b>	<b>661</b>	<b>2,043</b>	<b>2,261</b>	<b>2,540</b>	<b>2,892</b>
少数股东权益	-4	-2	2	7	12	17
<b>负债股东权益合计</b>	<b>706</b>	<b>2,291</b>	<b>2,330</b>	<b>2,564</b>	<b>2,868</b>	<b>3,259</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.629	1.362	1.279	1.462	1.839	2.288
每股净资产	3.362	4.538	11.375	12.588	14.138	16.099
每股经营现金净流	0.920	1.719	0.509	1.685	1.928	2.382
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.350	0.400	0.450
<b>回报率</b>						
净资产收益率	18.72%	30.02%	11.24%	11.62%	13.01%	14.21%
总资产收益率	12.97%	8.66%	9.86%	10.24%	11.52%	12.61%
投入资本收益率	11.84%	25.13%	10.18%	10.50%	11.86%	13.10%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-17.10%	-42.38%	14.91%	12.91%	20.90%	22.54%
EBIT增长率	133.94%	167.25%	18.16%	15.01%	27.06%	25.90%
净利润增长率	336.78%	116.39%	15.81%	14.38%	25.78%	24.40%
总资产增长率	-32.50%	224.31%	1.72%	10.05%	11.83%	13.66%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	19.0	18.5	133.6	125.0	115.0	105.0
存货周转天数	84.2	213.3	132.0	140.0	135.0	130.0
应付账款周转天数	20.0	567.3	450.2	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	27.6	66.3	57.9	52.2	43.7	36.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-56.47%	-49.93%	-15.42%	-25.12%	-34.53%	-43.60%
EBIT利息保障倍数	-27.7	23.4	5.1	-36.0	-31.2	-33.2
资产负债率	31.21%	71.27%	12.22%	11.54%	11.01%	10.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-24	增持	52.40	59.32~59.32
2	2017-04-27	增持	51.38	59.20~59.20
3	2017-08-17	增持	40.65	N/A
4	2017-10-30	增持	39.42	N/A

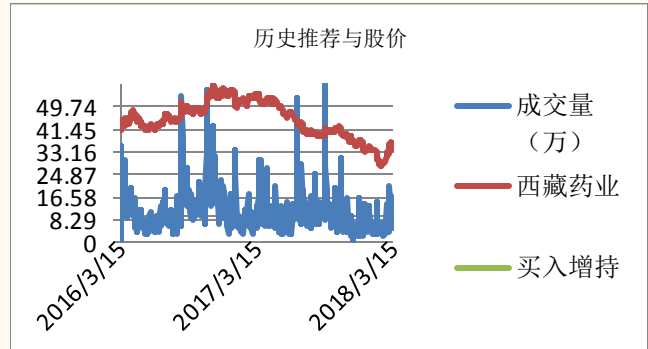
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH