

业绩高速增长有望持续超预期，加码创新药研发

投资要点

- **业绩总结:** 2017 年收入 29.6 亿 (16%)、归母净利润 3.7 亿 (49%)、扣非后归母净利润 3.3 亿 (45%); 利润分配方案为每 10 股派发现金 1.6 元 (含税)。
- **业绩含金量高且超预期, 大输液+低价药提价推动业绩高速增长。** 公司业绩超出我们预期, 尤其考虑到市场开发费增加 2.7 亿 (+90%) 和研发费用增加 0.3 亿 (+31%) 仍能保持接近 50% 的增长, 业绩含金量极高。公司各项产品基本上都实现了收入和毛利率的明显提升, 估计一方面是因为公司聚焦重点品种, 产品结构调整带来高毛利率产品的收入占比提高, 另一方面是因为部分产品的价格有所提升, 如大输液和低价药。分业务来看, 大输液板块实现收入 17.1 亿, 增长 13%, 毛利率提升 5.4pp, 其中非 PVC 实现收入 7.9 亿 (+10%) 且毛利率提升 3.2pp、塑瓶实现收入 4.8 亿 (+4%) 且毛利率提升 7.6pp、玻瓶实现收入 4.4 亿 (+29%) 且毛利率提升 8.3pp, 各种包装的大输液都出现了收入+毛利率明显提升, 我们估计主要原因包括: 1) 大输液集中度持续提升, 龙头企业竞争力强, 产品价格有所提升; 2) 产品结构调整, 高附加值高毛利率的输液产品占比提升。小容量注射剂实现收入 5.0 亿 (+23%) 且毛利率提升 43%, 估计是因为以右美托咪定为代表的 10 多个 PP 安瓿独家产品放量。以低价药为主的膏剂实现收入 1.0 亿 (+76%) 且毛利率提升 33pp, 如仅红霉素眼膏就贡献收入和营业利润分别为 6390 万和 2020 万。
- **大输液反转+医保产品放量+低价药提价推动业绩高速增长。** 我们认为公司业绩未来 3 年将保持高速增长且确定性高。大输液行业集中度持续提升, 龙头企业市占率和售价有望持续提升, 再加上玻瓶和塑瓶向非 PVC 升级, 将带来大输液业绩实现快速增长。17 年多个重磅品种新进医保正处于高速放量阶段, 如溴芬酸钠首仿和右美托咪定独家 PP 安瓿, 17 年合计收入约 0.5 亿, 18 年估计不低于 1.5 亿, 贡献利润估计超过 0.3 亿。红霉素眼膏、金霉素眼膏、左氧氟沙星滴眼液等低价药品种持续提价, 平均提价幅度不低于 1 倍, 将显著增厚业绩。
- **持续加码研发, 向创新药转型。** 公司高度重视研发, 每年研发费率在 5% 左右。仿制药方面, 公司开发了首仿溴芬酸钠、右美托咪定等 10 多个独家 PP 安瓿、海外 ANDA 制剂。创新药方面, 已有 1 类抗肿瘤药和降糖药获批临床, 抗结核药临床获批在即, 未来仍将继续加码创新药研发以丰富研发管线。公司正在逐步从大输液向高端仿制药向创新药转型, 业绩和估值提升空间大。
- **盈利预测与评级。** 由于 2017 年业绩超预期, 我们上调盈利预测, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.14 元、1.51 元、1.97 元, 对应 PE 分别为 21 倍、16 倍、12 倍, 业绩高速增长且估值低, 2018 年 PEG 仅 0.5, 维持“买入”评级。保守给予 2018 年 30 倍 PE, 目标价 34.20 元。
- **风险提示:** 产品销量或低于预期的风险、新产品获批进度或低于预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2962.52	3412.15	3980.51	4574.08
增长率	15.51%	15.18%	16.66%	14.91%
归属母公司净利润 (百万元)	367.22	515.02	683.68	891.08
增长率	48.74%	40.25%	32.75%	30.34%
每股收益 EPS (元)	0.81	1.14	1.51	1.97
净资产收益率 ROE	9.82%	12.10%	13.84%	15.28%
PE	30	21	16	12
PB	2.94	2.58	2.23	1.89

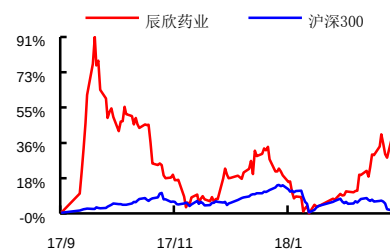
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
 执业证号: S1250517080004
 电话: 023-67791327
 邮箱: zp@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)	4.53
流通 A 股(亿股)	1.00
52 周内股价区间(元)	16.73-32.09
总市值(亿元)	109.44
总资产(亿元)	46.93
每股净资产(元)	7.85

相关研究

1. 辰欣药业(603367): 重磅创新药空间大, 提升长期业绩 (2018-03-20)
2. 辰欣药业 (603367): 专科药放量+低价药提价, 推动业绩高速增长 (2018-03-16)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2962.52	3412.15	3980.51	4574.08	净利润	365.68	512.85	680.81	887.33
营业成本	1449.23	1553.28	1735.27	1917.93	折旧与摊销	188.08	61.99	67.47	72.58
营业税金及附加	47.65	54.88	64.02	73.57	财务费用	-0.32	-17.06	-19.90	-22.87
销售费用	760.81	887.16	1034.93	1166.39	资产减值损失	25.77	25.00	25.00	25.00
管理费用	294.04	341.21	378.15	411.67	经营营运资本变动	-273.45	-40.44	-141.28	-145.11
财务费用	-0.32	-17.06	-19.90	-22.87	其他	133.85	2.33	-27.89	-25.12
资产减值损失	25.77	25.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	439.61	544.68	584.20	791.81
投资收益	6.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-66.88	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-235.30	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	-302.18	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	416.21	567.67	763.04	1002.39	短期借款	-90.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.36	30.00	30.00	30.00	长期借款	-160.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	422.56	597.67	793.04	1032.39	股权融资	1110.35	0.00	0.00	0.00
所得税	56.89	84.82	112.23	145.05	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	365.68	512.85	680.81	887.33	其他	-44.35	17.12	19.90	22.87
少数股东损益	-1.54	-2.17	-2.88	-3.75	筹资活动现金流净额	816.00	17.12	19.90	22.87
归属母公司股东净利润	367.22	515.02	683.68	891.08	现金流量净额	953.33	461.80	504.10	714.68
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1403.40	1865.20	2369.30	3083.98	成长能力				
应收和预付款项	650.44	741.78	872.57	998.48	销售收入增长率	15.51%	15.18%	16.66%	14.91%
存货	573.32	605.76	680.10	752.64	营业利润增长率	54.37%	36.39%	34.42%	31.37%
其他流动资产	458.09	524.59	608.63	696.41	净利润增长率	49.48%	40.25%	32.75%	30.34%
长期股权投资	45.40	45.40	45.40	45.40	EBITDA 增长率	27.81%	1.43%	32.32%	29.79%
投资性房地产	7.31	7.31	7.31	7.31	获利能力				
固定资产和在建工程	1305.11	1346.94	1383.30	1414.54	毛利率	51.08%	54.48%	56.41%	58.07%
无形资产和开发支出	189.14	185.35	181.57	177.79	三费率	35.60%	35.50%	35.00%	34.00%
其他非流动资产	109.68	109.64	109.60	109.56	净利率	12.34%	15.03%	17.10%	19.40%
资产总计	4741.89	5431.96	6257.78	7286.11	ROE	9.82%	12.10%	13.84%	15.28%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.71%	9.44%	10.88%	12.18%
应付和预收款项	710.07	872.24	991.03	1105.71	ROIC	15.43%	19.03%	24.09%	29.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.39%	17.95%	20.36%	23.00%
其他负债	307.52	322.51	348.73	375.05	营运能力				
负债合计	1017.59	1194.75	1339.76	1480.76	总资产周转率	0.74	0.67	0.68	0.68
股本	453.35	453.35	453.35	453.35	固定资产周转率	2.58	2.85	3.18	3.54
资本公积	1881.67	1881.67	1881.67	1881.67	应收账款周转率	6.96	7.17	7.16	7.10
留存收益	1387.84	1902.85	2586.53	3477.61	存货周转率	3.19	2.62	2.67	2.65
归属母公司股东权益	3722.80	4237.88	4921.56	5812.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.56%	—	—	—
少数股东权益	1.50	-0.67	-3.54	-7.29	资本结构				
股东权益合计	3724.30	4237.21	4918.02	5805.35	资产负债率	21.46%	21.99%	21.41%	20.32%
负债和股东权益合计	4741.89	5431.96	6257.78	7286.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.36	3.41	3.65	4.00
					速动比率	2.73	2.86	3.10	3.46
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.81	1.14	1.51	1.97
					每股净资产	8.22	9.35	10.85	12.81
					每股经营现金	0.97	1.20	1.29	1.75
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	603.96	612.60	810.60	1052.10					
PE	29.80	21.25	16.01	12.28					
PB	2.94	2.58	2.23	1.89					
PS	3.69	3.21	2.75	2.39					
EV/EBITDA	15.55	14.57	10.39	7.33					
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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn