

我武生物 (300357.SZ) 增持 (首次评级)

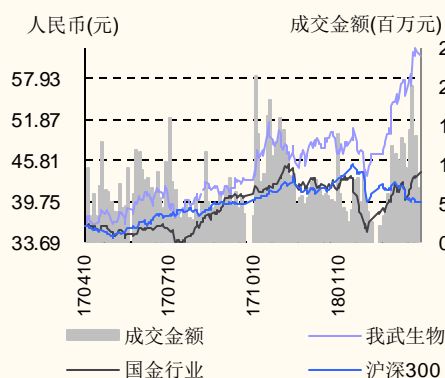
公司深度研究

市场价格 (人民币): 61.22 元

脱敏临床认同提高, 龙头销售效益提升

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	140.95
总市值 (百万元)	9,893.15
年内股价最高最低 (元)	62.44/35.80
沪深 300 指数	3852.93



公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.800	1.147	1.447	1.818	2.280
每股净资产 (元)	4.06	4.96	6.28	7.99	10.17
每股经营性现金流 (元)	0.76	0.98	1.23	1.54	1.93
市盈率 (倍)	43.80	42.91	42.30	33.67	26.85
行业优化市盈率 (倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率 (%)	9.66%	43.43%	26.17%	25.65%	25.41%
净资产收益率 (%)	19.71%	23.13%	23.06%	22.74%	22.41%
总股本 (百万股)	161.60	161.60	161.60	161.60	161.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内舌下脱敏药物的唯一生产商。核心产品粉尘螨滴剂主要用于过敏性鼻炎和过敏性哮喘等领域。新产品黄花蒿粉滴剂 19 年有望上市。粉尘螨滴剂主要针对南方市场, 测算粉尘螨脱敏市场空间在 45 亿。黄花蒿粉滴剂主要针对北方市场, 测算黄花蒿粉脱敏市场空间在 25 亿。
- 脱敏疗法上升为过敏性鼻炎的一线治疗方案, 脱敏市场迎来了发展契机。15 年《变应性鼻炎诊断和治疗指南》明确提出脱敏疗法作为变应性鼻炎的一线治疗方法。临床对脱敏疗法认同度的提升, 有助于脱敏市场更快做大。
- 公司在脱敏领域有绝对竞争优势。舌下免疫疗法在安全性和便捷性上优于竞争对手的皮下免疫疗法, 公司的粉尘螨滴剂在尘螨脱敏治疗药物市场的占有率已经超过 80%。
- 粉尘螨滴剂销售策略调整, 单产提升效果明显。公司集中资源攻重点医院和科室, 重点科室用药医生增多, 多科室联合用药明显。17 年人均单产提升 25%, 年销售 300—400 万的大医院数量增加, 销售策略调整见成效。18 年将继续挖掘重点客户的销售潜力。
- 延伸过敏性疾病产品群, 发展相关或互补产品。投资的对症药物可共享渠道资源, 摊薄渠道费用。

投资建议

- 公司是国内舌下脱敏药物的唯一生产商。1) 随着脱敏疗法上升为过敏性鼻炎的一线治疗方案, 公司的粉尘螨滴剂迎来了发展的契机。2) 舌下免疫疗法在安全性和便捷性上优于目前竞争对手的皮下免疫疗法, 公司在脱敏用药领域有绝对竞争优势。3) 公司 17 年开始集中资源攻重点医院和重点科室, 销售策略调整有效, 人均单产持续提升。4) 新产品黄花蒿粉滴剂 19 年有望上市。5) 公司外延并购品种上, 优先考虑和目前销售科室重合的品种。

估值

- 考虑到公司在医院单产提升和空白点拓展, 预计 18—20 年 EPS 为 1.45、1.82、2.28 元, 归母净利润分别同比增长 26.2%、25.7%、25.4%, 当前股价 61.2 元分别对应估值为 42x、34x、27x。看好公司在脱敏行业的龙头价值, 给予“增持”评级。

风险

- 产品线单一的风险; 黄花蒿粉滴剂临床进度低于预期的风险。

彭婷

分析师 SAC 执业编号: S1130515090003
(8621)60230249
pengt@gjzq.com.cn

李敬雷

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

内容目录

公司基本情况	3
国内舌下脱敏药物的唯一生产商	3
实际控制人持股比例较高	3
产品储备丰富	4
公司未来产品延伸思路	4
脱敏疗法成为一线治疗方案，粉尘螨滴剂成长空间大	4
脱敏疗法作用机理	4
脱敏疗法已成为一线治疗方案	5
粉尘螨脱敏市场规模测算	6
竞品分析	7
自营销售网络，掌控渠道终端	8
未来增长点	10
粉尘螨滴剂单产提升，空白市场拓展	10
黄花蒿粉脱敏市场空间在 25 亿左右	10
相关领域的拓展	11
盈利预测和投资建议	12
风险提示	12

图表目录

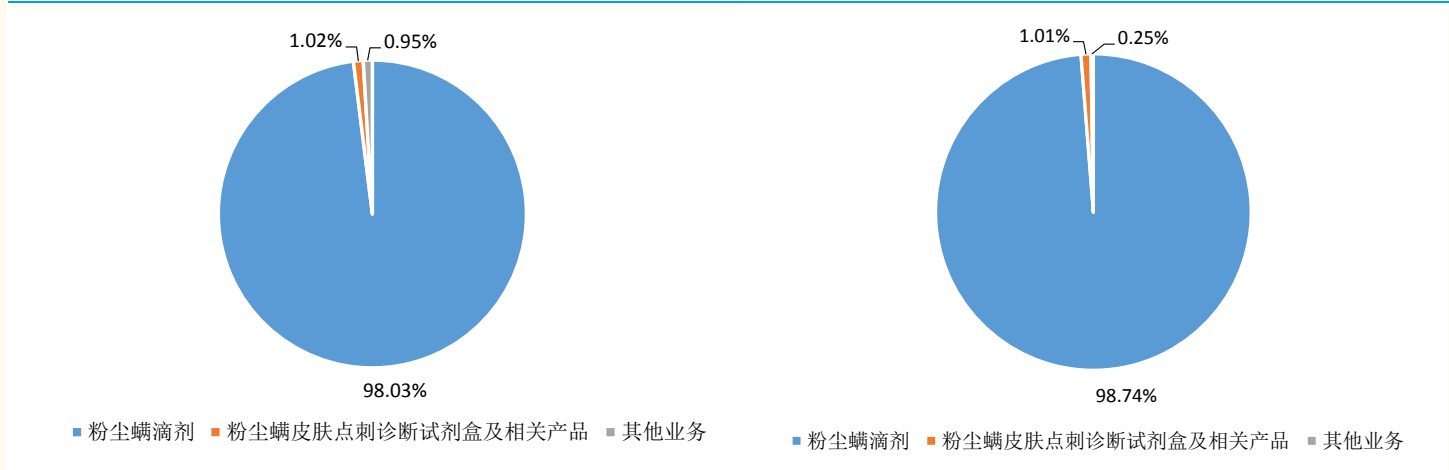
图表 1：公司的收入和毛利构成	3
图表 2：公司股权结构图	3
图表 3：公司的潜在产品储备	4
图表 4：过敏疾病的形成过程	5
图表 5：脱敏疗法的作用机理	5
图表 6：变应原特异性免疫治疗在临床上的认同度提升	6
图表 7：2016 年全球过敏性鼻炎用药结构	6
图表 8：粉尘螨滴剂年使用金额的测算	7
图表 9：粉尘螨脱敏市场的规模测算	7
图表 10：粉尘螨滴剂的竞品分析	7
图表 11：皮下免疫和舌下免疫的比较	8
图表 12：公司的学术研讨会议	9
图表 13：公司优先获取大医院的名牌背书	9
图表 14：公司人均单产的变化	10
图表 15：黄花蒿粉滴剂适用于北方市场	10
图表 16：黄花蒿粉脱敏药物市场空间测算	11
图表 17：公司在相关领域的拓展	11
图表 18：国内支气管舒张剂的规模测算	12

公司基本情况

国内舌下脱敏药物的唯一生产商

- 公司的收入利润贡献主要来源于粉尘螨滴剂。公司 17 年收入 3.86 亿，净利润 1.86 亿，收入和利润基本来源于粉尘螨滴剂。公司是国内唯一生产舌下脱敏药物的企业，已经获准上市的产品包括“粉尘螨滴剂”（商品名：畅迪）和“粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒”（商品名：畅点）。粉尘螨滴剂用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗。

图表 1：公司的收入和毛利构成

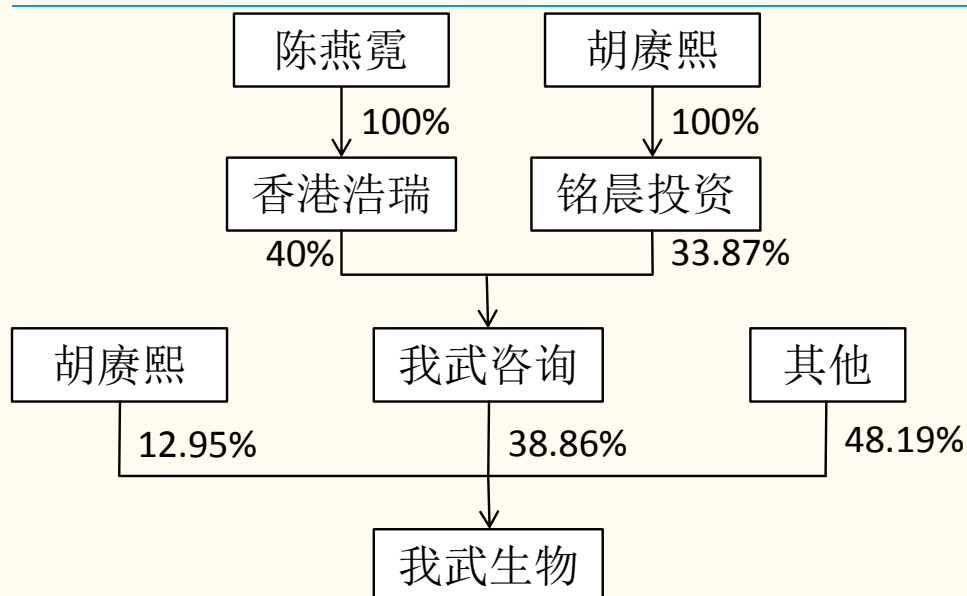


来源：公司公告，国金证券研究所

实际控制人持股比例较高

- 实际控制人胡赓熙及夫人陈燕霓直接和间接持有公司 51.81% 股权，对上市公司有绝对控制权。2017 年 3 月，我武咨询向董事长胡赓熙转让 12.95% 的股权，转让价格 31.17 元/股，实际控制人直接持有上市公司股权比例提升。

图表 2：公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 17 年 1 月实际控制人股权解禁。根据公司法规定及相关承诺，自股票可流通之日起，在其本人或其关联方任职期间每年转让的股份不超过其直接或间接所持公司股份总数的 25%。

- 实际控制人胡康熙具备很强的学术背景和科研项目资源。胡董历任中国科学院生物化学和细胞生物学研究所研究员、国家 863 计划生物技术专家小组成员、中国科学院微生物学专家委员会成员。

产品储备丰富

- 公司核心产品粉尘螨滴剂目前主要应用于过敏性鼻炎和过敏性哮喘等脱敏治疗，拓展适应症到特应性皮炎，已在三期临床阶段。
- 黄花蒿粉滴剂作为即将上市的新产品，现处在三期临床阶段。尘螨合剂处于二期临床阶段。

图表 3：公司的潜在产品储备

序号	研发产品名称	类型	进展情况	拟达到的目标
1	黄花蒿粉滴剂	变应原治疗产品	III期临床试验阶段	用于蒿属花粉过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性哮喘等过敏性疾病的脱敏治疗
2	尘螨合剂	变应原治疗产品	II期临床试验阶段	用于尘螨过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性哮喘的脱敏治疗
3	粉尘螨滴剂	变应原治疗产品	特应性皮炎III期临床试验阶段	用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的脱敏治疗
4	户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	已获药品注册申请受理（申报生产）	用于点刺试验，辅助诊断因户尘螨致敏引起的I型变态反应性疾病
5	黄花蒿花粉点刺液等9项点刺相关产品	变应原体内诊断产品	已获药物临床试验批件（筹备I期临床试验阶段）	用于点刺试验，辅助诊断I型变态反应性疾病
6	丝素蛋白保湿止痒敷料	膏状辅料（医疗器械）	临床前研究阶段	用于辅助治疗干燥性皮肤瘙痒症

来源：公司公告，国金证券研究所

公司未来产品延伸思路

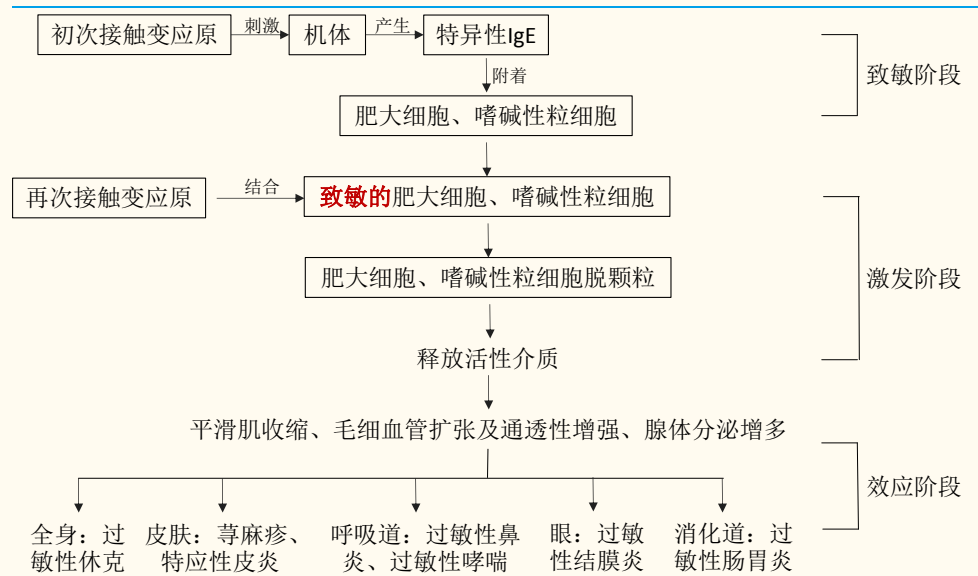
- 首先继续巩固过敏性疾病诊疗及延伸产品群，在该领域中发展相关及互补产品群。包括全产品线脱敏治疗产品及一站式过敏性疾病诊疗产品，不断完善“对症+对因”、“诊断+治疗”的过敏病诊疗解决方案，确保公司在该领域的优势。17年7月公司投资专利即将过期的哮喘和 COPD 症状控制用药新型支气管舒张剂，其目的是为了进一步构建诊断、脱敏治疗症状控制用药的产品集群。
- 适时介入新的重大的医疗产品领域。择机进入老年病治疗药物、细胞治疗药物、牙科药物等市场潜力巨大、且可能建立明确技术优势的领域。力争在下一个十年内，获得 5—10 个创新药物和创新医疗器械产品的国内或国际上市许可，并在 2—3 个医药领域形成新的产品集群。

脱敏疗法成为一线治疗方案，粉尘螨滴剂成长空间大

脱敏疗法作用机理

- 过敏性疾病是指 I 型变态反应性疾病。是由 IgE 和肥大细胞介导的速发型变态反应。变应原与肥大细胞上结合的 IgE 作用，使肥大细胞释放介质，引起临床反应。常见的过敏性疾病包括过敏性鼻炎、过敏性哮喘、特应性皮炎、荨麻疹、湿疹、过敏性结膜炎等疾病。

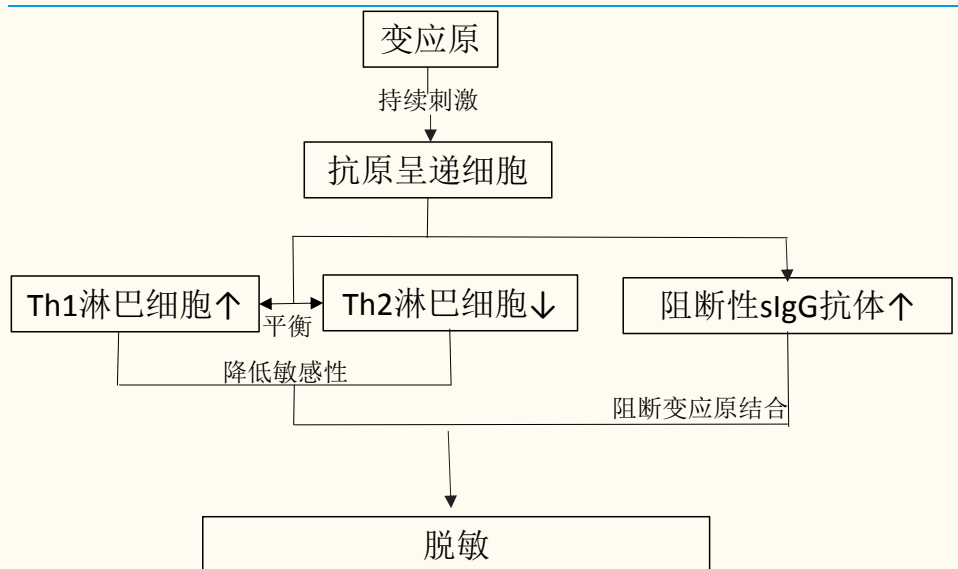
图表 4：过敏疾病的形成过程



来源：公司公告，国金证券研究所

- 脱敏疗法是在临床上确定过敏性疾病患者的变应原后，将该变应原制成变应原提取液并配制成各种不同浓度的制剂，经反复注射或舌下含服，剂量由小到大，浓度由低到高，达到维持剂量后，维持足够的疗程，从而提高患者对该种变应原的耐受性。

图表 5：脱敏疗法的作用机理

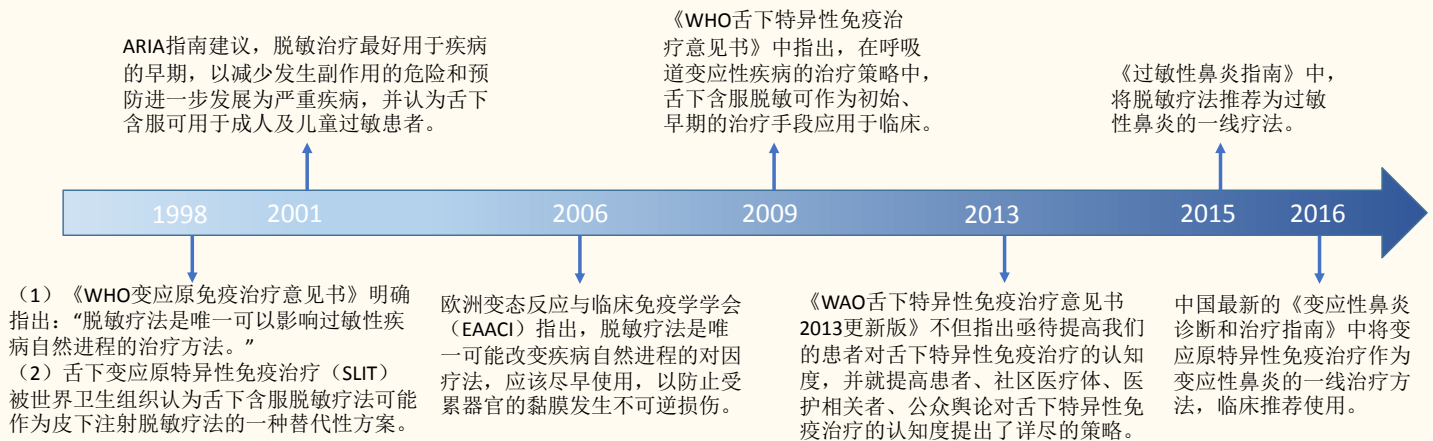


来源：国金证券研究所

脱敏疗法已成为一线治疗方案

- 指南提出变应原特异性免疫治疗为变应性鼻炎的一线治疗方法，并且舌下免疫疗法的接受度越来越高。15年中国最新的《变应性鼻炎诊断和治疗指南》明确提出，变应原特异性免疫治疗为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床推荐使用。我国的临床医生对于变应原免疫治疗，尤其是舌下免疫治疗的接受度越来越高，其临床疗效认可度也持续提升。

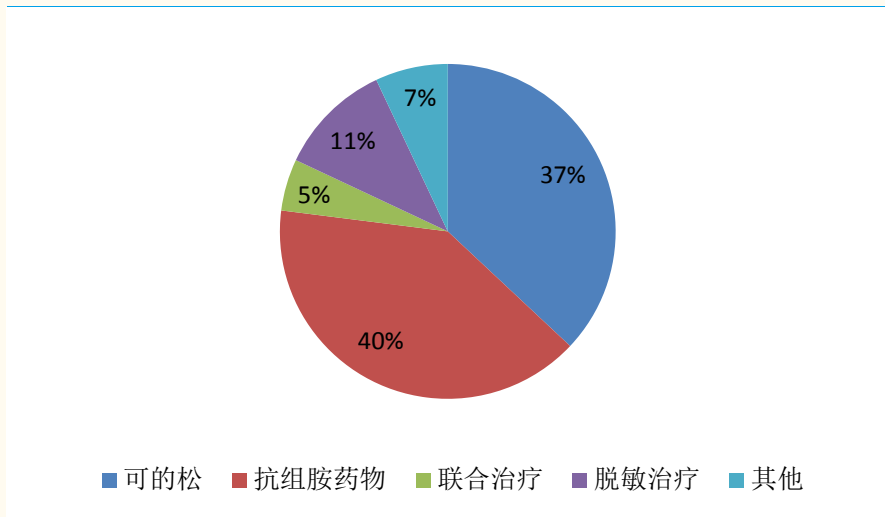
图表 6: 变应原特异性免疫治疗在临床上的认同度提升



来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据 ALK 在 2016 年年报数据，全球过敏性鼻炎的用药市场，脱敏药占比 11%，可的松和抗组胺类对症过敏药占比近 80%。

图表 7: 2016 年全球过敏性鼻炎用药结构



来源：ALK 年报，国金证券研究所

粉尘螨脱敏市场规模测算

- 我国过敏性鼻炎患病率约 11.3%，约有 1.56 亿过敏性鼻炎患者。参考《中华耳鼻咽喉头颈外科杂志》中《以患者为中心的变应性鼻炎治疗模式》一文；
- 我国哮喘患病率 2.1%，大约有 3000 万哮喘患者。参考昆明新华医院耳鼻喉科主任易辉教授在世界哮喘日的发言；
- 重度过敏性鼻炎患者在鼻炎患者中占比 18.26%。参考《我国西部部分地区变应性鼻炎流行病学抽样调查》；
- 儿童中重度过敏性哮喘占比 26.4%，15—65 岁成人中重度过敏性哮喘占比 14.85%。参考《儿童尘螨过敏性哮喘舌下特异性免疫的治疗现象》、《中重度哮喘方案的调整》；
- 在哮喘和鼻炎人群中，59%的患者对粉尘螨过敏。参考公司招股书数据；
- 参考粉尘螨滴剂的年使用金额。患者在粉尘螨滴剂年花费在 2400 元左右；
 - 粉尘螨滴剂主要用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗。根据过敏程度调节剂量。常用量分为递增量和维持量，递增

量为粉尘螨滴剂 1 号、2 号、3 号，维持量为 4 号、5 号。儿童以 4 号为长期维持量。

- 粉尘螨滴剂历年中标价格稳定，患者每年治疗费用约 2400 元。根据专家共识一个脱敏疗程要持续 2—3 年，由此可计算得一个疗程费用约 5000—7000 元。

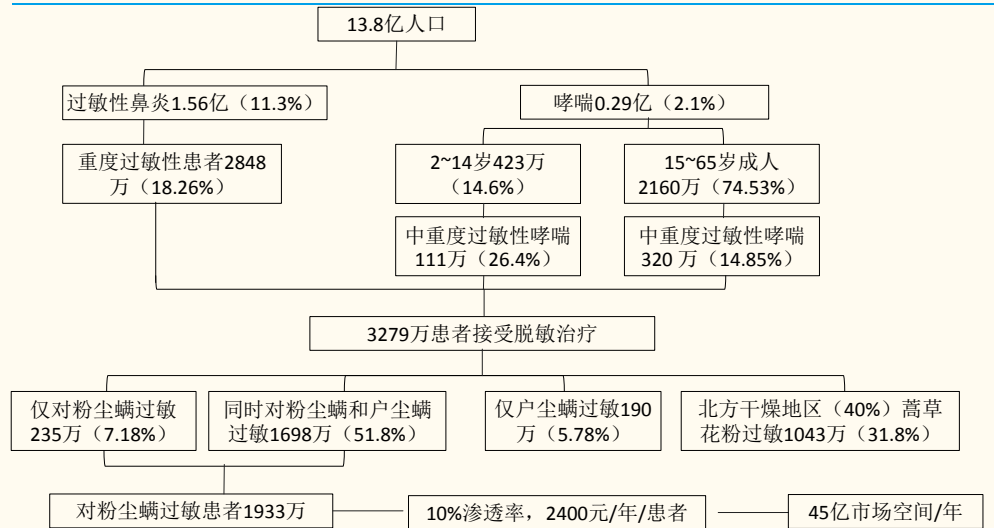
图表 8：粉尘螨滴剂年使用金额的测算

产品型号	使用剂量	使用数量(瓶/年)	历年平均中标价格(元/瓶)	年使用费用(元/人)	儿童年治疗费用(元/人)	成人年治疗费用(元/人)
1号	递增剂量(使用一周)	1	36	36	2664	2234
2号		1	45	45		
3号		1	53	53		
4号	儿童维持剂量, 每天3滴	23	110	2530		
5号	成人维持剂量, 每天2滴	15	139	2100		
平均治疗费用(元/人)		儿童年治疗费用×50%(儿童占总使用人数比例)+成人年治疗费用×50%(成人占总使用人数比例)=2449元				

来源：公司公告，国金证券研究所

- 假设粉尘螨患者 10%接受脱敏治疗，测算粉尘螨脱敏药物每年的市场规模在 45 亿元左右。

图表 9：粉尘螨脱敏市场的规模测算



来源：CNIK，国金证券研究所

竞品分析

- CFDA 批准上市的尘螨类脱敏药物有 3 个，公司的粉尘螨滴剂是国内唯一的舌下免疫治疗药物。批准上市的药物有粉尘螨滴剂、屋尘螨变应原制剂、螨变应原注射液。粉尘螨滴剂是国内唯一的舌下免疫治疗药物，另外两种都是皮下注射给药。

图表 10：粉尘螨滴剂的竞品分析

药品名称	给药方式	适应症	生产企业
粉尘螨滴剂(畅迪)	舌下含服	用于粉尘螨过敏引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗	我武生物
屋尘螨变应原制剂(安脱达)	皮下注射	用于屋尘螨致敏史的轻中度过敏性哮喘及/或过敏性鼻炎患者的脱敏治疗	丹麦 ALK-Abello 公司
螨变应原注射液(阿罗格)	皮下注射	吸入性变应原诱发、IgE 介导的变态反应性疾病：如过敏性鼻炎、过敏性结膜炎、支气管哮喘	德国 Allergopharma 公司

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 和皮下免疫治疗相比，舌下免疫治疗具有安全性高，无创用药、不用低温贮运、便于携带等方面的优势。公司的粉尘螨滴剂在尘螨脱敏治疗药物市场的占有率已经超过 80%。

图表 11：皮下免疫和舌下免疫的比较

项目	皮下免疫治疗	舌下免疫治疗
AR 有效性	随机对照试验的系统综述支持	随机对照试验的系统综述支持
安全性	注射死亡率 1/250 万	无死亡报道
全身不良反应发生率	0.06%~0.90%	0.0560%
剂量	医疗机构中根据患者情况执行，可在家中进行	患者家中应用，舌下含服剂量不标准，初次使用舌下含服药物应该在医疗环境下
FDA 态度	支持	舌下含服滴剂是在 FDA 许可适应症外的，2014 年 4 月 FDA 批准舌下片剂含服药物
不良反应	可能引起过敏性休克、甚至死亡等严重的不良反应	多数不良反应为口腔黏膜不良反应、胃肠道症状、鼻结膜炎、荨麻疹等
便捷性	频繁的皮下注射不仅给患者带来不便，且可能使患儿和部分成人产生恐惧和抵触心理	无创用药、操作简便，更适于儿童患者

来源：国金证券研究所

- 目前脱敏药市场主要是我武在教育市场，市场的空白点很多，后续竞品上市有望共同把市场做大。ALK 的尘螨变应原舌下片在 2016 年底批准临床，若临床顺利有望 19、20 年上市，双寡头一起开拓教育舌下脱敏市场，市场开拓速度会更快。

自营销售网络，掌控渠道终端

- 公司自建销售队伍进行销售。粉尘螨滴剂是目前国内唯一舌下免疫治疗药物，市场需要持续教育、培养，依靠代理商很难持续对市场进行投入，因此公司采取自营的模式进行销售。
- 学术推广是公司非常重要的推广方式。脱敏疗法、尤其是舌下脱敏要作为权威学术界认同的一线疗法，公司需要做大量的学术推广和交流。

图表 12: 公司的学术研讨会议



来源：公司资料，国金证券研究所

- 公司在优先次序上先选择攻克大三甲医院的主任级别医生，以权威医生推荐作为背书，接下来通过开科室会、开网络会，加大对整个科室医生以及小医院医师的学术推广。

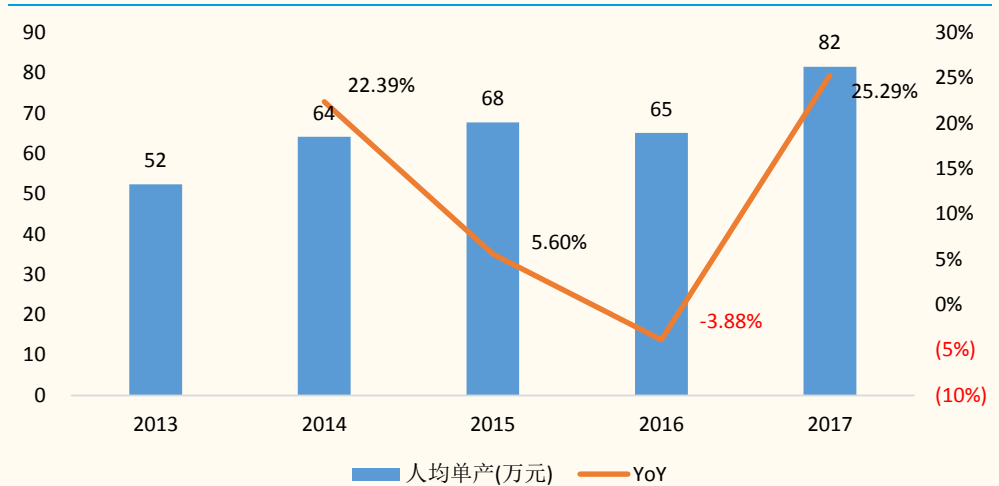
图表 13: 公司优先获取大医院的名牌背书



来源：公司资料，国金证券研究所

- 粉尘螨滴剂作为自费、临床替代性弱的药品，为了维护价格体系，在浙江这类进行二次议价的省份，开发院边药店进行销售。开发院边药店的好处在于，药品价格维护较好，浙江省粉尘螨滴剂甚至提价 15%，这种模式可以复制到愿意处方外流的省份。
- 粉尘螨滴剂的销售科室最重要在耳鼻喉科、儿科、呼吸科，未来适用症拓展有望拓展至皮肤科、眼科。预计耳鼻喉科占到整个销售的 60%左右。
- 公司 17 年销售人员的单产提升至 82 万，较 16 年提升了 25%。原因在于公司进行了销售策略的调整，集中销售资源在重点大医院的重点科室，单产提升效果明显。

图表 14: 公司人均单产的变化



来源: 公司年报, 国金证券研究所

未来增长点

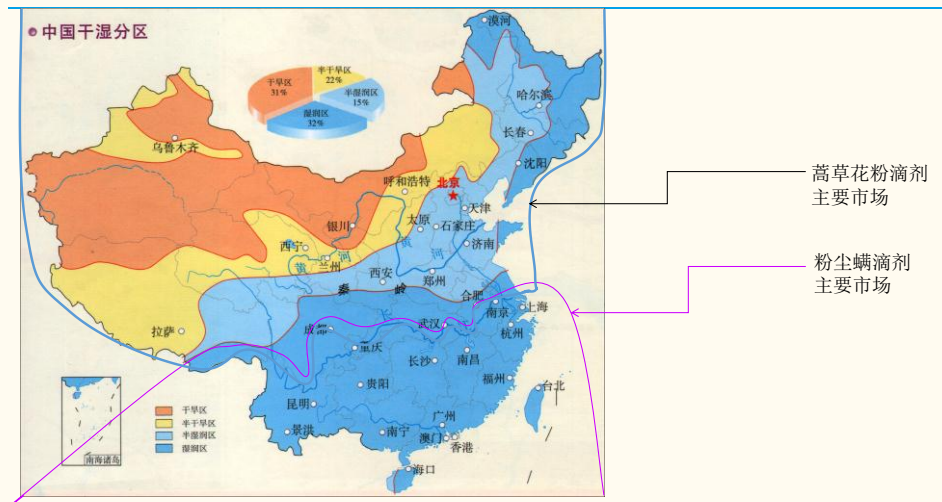
粉尘螨滴剂单产提升, 空白市场拓展

- 集中资源攻重点医院, 单产继续提升。公司近两年的销售策略进行了调整, 在月单产较低的医院减少了人员的配置, 提升重点大医院重点科室的资源投入。在脱敏疗法成为过敏性鼻炎的一线用药的契机下, 公司重点投入的医院在多科室用药开展、重点科室用药医生增多等方面, 出现了明显的改善。公司销售达 300—400 万/年的大医院数量增加, 未来有可能出现年单产 500 万以上的医院。
- 拓展空白市场。公司目前开拓了约 900 家医院, 国内三级医院有 2200 多家, 可拓展的医院数量很多。单产提升的同时, 公司也会适量拓展医院的数量。
- 拓展皮炎适应症, 增加 3 亿左右的市场容量。粉尘螨滴剂拓展适应症到特应性皮炎, 已在三期临床阶段。皮炎患病率在 3.1%, 慢性皮炎占皮炎患者的比例在 10%左右, 其中 22%左右尘螨过敏, 估算出尘螨过敏的慢性皮炎患者仅 90 多万人。拓展皮炎适应症, 可增加 3 亿左右的市场容量。

黄花蒿粉脱敏市场空间在 25 亿左右

- 黄花蒿粉滴剂三期临床有望 18 年三季度完成, 19 年新产品有望上市。公司北方市场一直是薄弱区域, 黄花蒿粉滴剂上市有望迎来北方市场的突破。

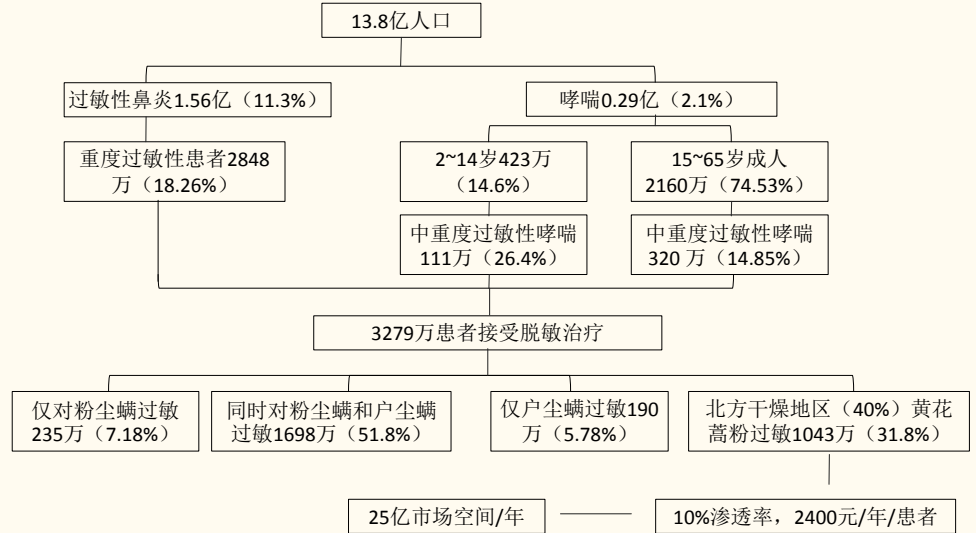
图表 15: 黄花蒿粉滴剂适用于北方市场



来源：国金证券研究所

- 假设过敏性鼻炎和哮喘患者中对黄花蒿粉过敏的占比 31.8%，数据参考《过敏性鼻炎的过敏原检测分析》一文；
- 假设对黄花蒿粉过敏的患者中 10%接受脱敏疗法，年使用金额 2400 元，测算黄花蒿粉脱敏市场空间在 25 亿元左右。

图表 16：黄花蒿粉脱敏药物市场空间测算

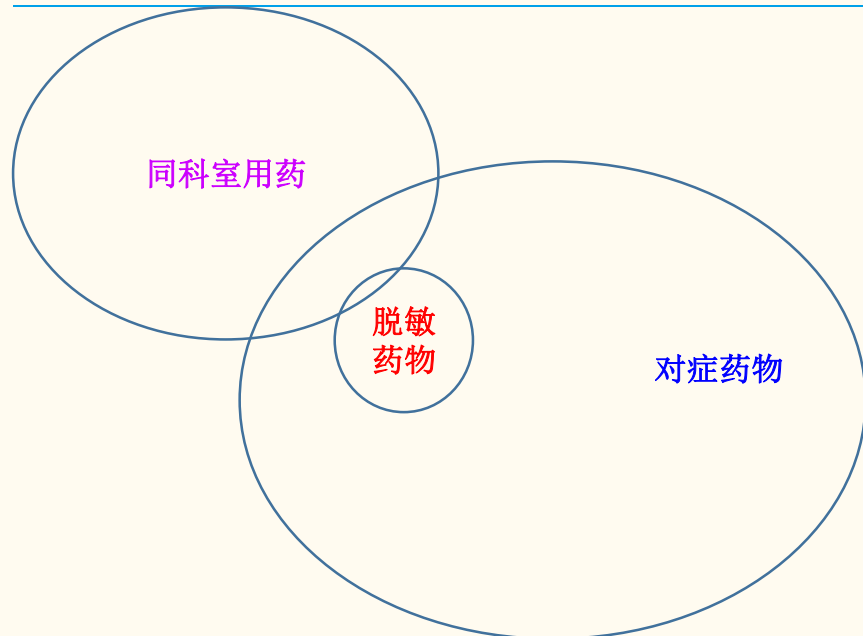


来源：国金证券研究所

相关领域的拓展

- 公司外延收购药品的领域，优先考虑和粉尘螨滴剂销售科室重合的药品。如同样针对过敏人群的对症药物，可以共享渠道资源，摊薄渠道费用。

图表 17：公司在相关领域的拓展



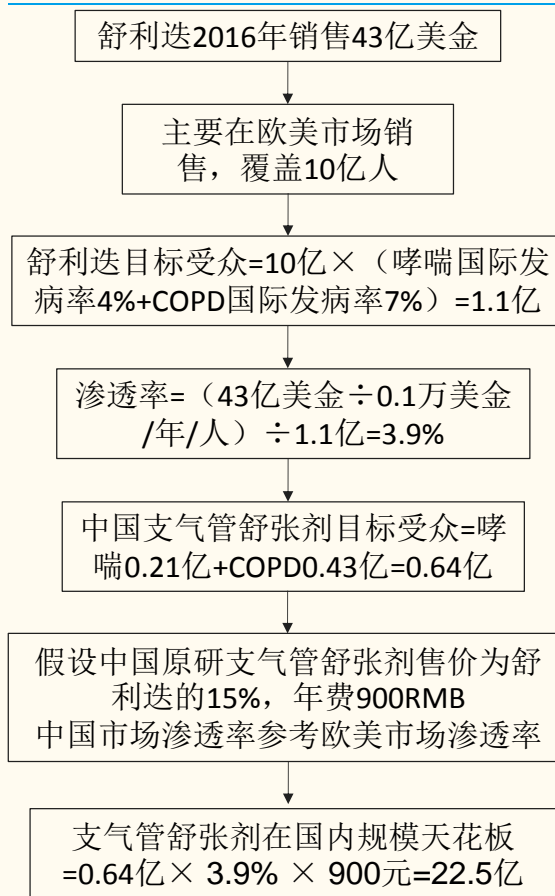
来源：国金证券研究所

- 17 年公司首次针对对症药物进行投资。公司投资上海凯屹医药科技有限公司，出资 1300 万元，持有其 19.9% 的股权。上海凯屹开发一种新型的支气管舒张剂，是用于治疗哮喘和 COPD 的一类小分子新药，由南京大学朱敏生教授、中国科学院张建研究员发明，不仅可对哮喘患者进行症状控制治疗，还可缓解慢性阻塞性肺炎患者的病症，同时具备速效和长效的功能。

副作用远小于糖皮质激素。这是公司首次针对过敏性疾病的症状控制用药的投资。

- 参考舒利迭在欧美市场的规模和市场渗透率，理论上国内支气管舒张剂的大品种可以做到 20 亿以上。

图表 18：国内支气管舒张剂的规模测算



来源：国金证券研究所

盈利预测和投资建议

- 公司是国内舌下脱敏药物的唯一生产商。1) 随着脱敏疗法上升为过敏性鼻炎的一线治疗方案，公司的粉尘螨滴剂迎来了发展的契机。2) 预计粉尘螨脱敏市场规模达 45 亿，舌下免疫疗法在安全性和便捷性上优于目前竞争对手的皮下免疫疗法，公司在尘螨脱敏用药领域有绝对竞争优势。3) 公司 17 年开始集中资源攻重点医院和重点科室，销售策略调整有效，人均单产持续提升。4) 新产品黄花蒿粉滴剂 19 年有望上市，黄花蒿粉脱敏市场规模有望达 25 亿。5) 公司外延并购品种上，优先考虑和目前销售科室重合的品种。如市场体量更大的对症药物。
- 假设公司 18—20 年销量增速分别为 24%、23%、23%；销售人员单产提升带来销售费用规模化，假设 18—20 年销售费用率分别为 32%、31%、30%；管理效率提升带来管理费用率的下降，假设 18—20 年管理费用率分别为 8.7%、8.5%、8.4%。
- 考虑到公司在医院单产提升和空白点拓展，预计 18—20 年 EPS 为 1.45、1.82、2.28 元，归母净利润分别同比增长 26.2%、25.7%、25.4%，当前股价 61.2 元分别对应估值为 42x、34x、27x。看好公司在脱敏行业的龙头价值，给予“增持”评级。

风险提示

- 产品线单一的风险。公司收入和利润的 95%以上来源于粉尘螨滴剂，如若粉尘螨滴剂遭遇销售风险，将大幅影响公司的销售情况和盈利能力；
- 黄花蒿粉滴剂临床进度低于预期的风险。目前公司的新产品黄花蒿粉滴剂处于三期临床，临床数据统计工作已经完成，预计 18 年三季度三期临床可完成。三期临床通过滞后或者不通过，将影响新产品上市销售。

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
主营业务收入	267	312	386	478	588	723
增长率		16.8%	23.5%	24.0%	23.0%	23.0%
主营业务成本	-13	-12	-14	-15	-16	-18
%销售收入	4.9%	3.7%	3.7%	3.2%	2.8%	2.5%
毛利	254	301	371	463	572	705
%销售收入	95.1%	96.3%	96.3%	96.8%	97.2%	97.5%
营业税金及附加	-1	-1	-3	-2	-3	-4
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-96	-114	-129	-153	-182	-217
%销售收入	36.0%	36.7%	33.4%	32.0%	31.0%	30.0%
管理费用	-28	-35	-34	-42	-50	-61
%销售收入	10.5%	11.1%	8.8%	8.7%	8.5%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	129	150	206	266	336	424
%销售收入	48.2%	48.1%	53.5%	55.6%	57.2%	58.6%
财务费用	5	4	4	1	1	1
%销售收入	-1.9%	-1.4%	-1.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	8	7	7	7
%税前利润	1.1%	2.3%	3.5%	2.5%	2.0%	1.6%
营业利润	134	156	215	272	343	430
营业利润率	50.2%	50.0%	55.9%	56.9%	58.3%	59.5%
营业外收支	4	-4	3	3	3	3
税前利润	139	152	218	275	346	433
利润率	51.9%	48.7%	56.6%	57.5%	58.8%	59.9%
所得税	-21	-23	-33	-41	-52	-65
所得税率	15.0%	14.9%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	118	129	185	234	294	368
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	118	129	185	234	294	368
净利率	44.1%	41.4%	48.1%	48.9%	50.0%	50.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	118	129	186	234	294	368
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	8	8	8	9	11
非经营收益	-1	1	-8	-10	-10	-10
营运资金变动	-7	-15	-28	-32	-44	-57
经营活动现金净流	114	122	159	199	249	312
资本开支	-32	-36	-35	-31	-53	-68
投资	-40	-71	-142	-25	-30	-35
其他	1	4	8	7	7	7
投资活动现金净流	-70	-103	-168	-49	-76	-96
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-48	-57	-40	-21	-16	-16
筹资活动现金净流	-48	-57	-40	-21	-16	-16
现金净流量	-4	-37	-50	129	156	200

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	272	235	186	315	472	672
应收款项	102	116	144	178	227	289
存货	9	14	20	21	23	27
其他流动资产	101	174	306	326	347	367
流动资产	484	539	656	840	1,068	1,355
%总资产	79.2%	77.4%	77.4%	78.9%	79.1%	79.1%
长期投资	0	0	13	18	28	43
固定资产	97	119	124	148	186	236
%总资产	15.9%	17.0%	14.6%	13.9%	13.7%	13.8%
无形资产	29	37	54	56	67	78
非流动资产	127	158	192	224	283	359
%总资产	20.8%	22.6%	22.6%	21.1%	20.9%	20.9%
资产总计	611	697	848	1,065	1,351	1,714
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	16	25	16	25	29	35
其他流动负债	9	11	26	21	25	31
流动负债	25	36	42	46	55	65
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	5	5	5	5	5
负债	29	41	47	50	59	70
普通股股东权益	583	656	801	1,014	1,292	1,644
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	611	697	848	1,065	1,351	1,714

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.729	0.800	1.147	1.447	1.818	2.280
每股净资产	3.607	4.057	4.958	6.275	7.993	10.173
每股经营现金净流	0.708	0.757	0.983	1.232	1.538	1.932
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.130	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	20.21%	19.71%	23.13%	23.06%	22.74%	22.41%
总资产收益率	19.27%	18.54%	21.84%	21.99%	21.79%	21.55%
投入资本收益率	18.76%	19.47%	21.85%	22.28%	22.14%	21.92%
增长率						
主营业务收入增长率	11.52%	16.84%	23.55%	24.00%	23.00%	23.00%
EBIT增长率	19.36%	16.56%	37.40%	28.98%	26.54%	26.01%
净利润增长率	18.35%	9.66%	43.43%	26.17%	25.65%	25.41%
总资产增长率	15.09%	13.97%	21.73%	25.49%	26.92%	26.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.1	83.1	84.5	90.0	95.0	100.0
存货周转天数	293.4	366.3	438.8	500.0	520.0	550.0
应付账款周转天数	22.2	25.7	31.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	118.6	135.4	108.7	98.0	93.6	91.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.63%	-35.92%	-23.19%	-31.07%	-36.51%	-40.86%
EBIT利息保障倍数	-24.8	-34.3	-54.6	-366.2	-459.0	-398.0
资产负债率	4.67%	5.93%	5.55%	4.61%	4.19%	3.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	4	7	10	18
增持	0	5	6	6	10
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.56	1.46	1.38	1.47

来源：朝阳永续

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

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专业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