



## 整合碘对比剂原料药, 强化主业毛利率管理

### 投资要点

- **事件:** 公司拟以自有资金 1.37 亿元认购海昌药业定向发行的股票 1139.5 万股; 认购完成后, 公司将持有其 33.5% 的股份, 成为第二大股东。
- **整合碘对比剂原料药, 加强成本和毛利率管理。** 海昌药业为新三板挂牌企业, 拥有生产碘海醇、碘帕醇、碘佛醇、碘普罗胺的全套工艺技术和 62 项发明专利, 也是公司碘对比剂原料药主要供应商之一。公司对其投资为实现产业链整合的重要战略布局既可确保碘对比剂原料药的供应, 也可以加强原料药价格和产品毛利率的管理, 是公司业绩持续稳定增长的有利条件。
- **配置证放开释放造影剂需求, 公司对比剂有望步入快速成长期。** 2018 年 4 月卫健委发布《大型医疗设备配置许可管理目录》, 将 PET/CT、CT 和 MR 等调为乙类, 由省级卫生部门负责配置管理。目前影像设备行业配置不足, 配置证放开后或导致大量影像设备安装, 从而带动造影剂行业提速。公司为 X 射线对比剂国内龙头之一, 其碘帕醇和碘克沙醇均有望延续高速增长态势。
- **新医保驱动下, 九味镇心颗粒有望成为 3-5 亿元重点产品。** 九味镇心颗粒是公司自主创新、国内唯一通过 CFDA 批准治疗焦虑障碍的中药。2017 年 2 月进入新版国家医保目录, 2017 年四季度开始公司加强营销团队建设, 目前已在 20 多个省份中标。在新医保和四期临床试验数据推广下, 我们认为该品种有望成为 3-5 亿元重点品种, 驱动公司业绩 2019 年开始快速增长。
- **积极布局精准医疗, 聚焦肿瘤个性化检测。** 公司战略布局精准医疗, 参股子公司发展超预期, 有望提升公司估值。其中 1) **世和基因:** 从 2008 年开始致力于高通量测序(NGS)在肿瘤精准医学领域的临床转化研究, 截止目前, 世和基因与全国 450 多家三甲医院和肿瘤专科医院开展合作, 已拥有的大于 100,000 份样本的中国肿瘤 NGS 基因组数据库。2017 年实现收入 1.8 亿元, 2018 年有望实现近 3 亿元。2) **芝友医疗:** 主要为患者提供肿瘤靶向用药基因检测、心血管精准用药基因检测、循环肿瘤细胞检测等完整的解决方案和技术服务, 同时新上市的 CTCBIOPSY-A10 循环肿瘤细胞分析仪, 为个性化诊疗标杆。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.44 元、0.52 元和 0.61 元, 对应当前股价估值分别为 25 倍、21 倍和 18 倍。我们认为公司业绩在配置证放开和新医保推动下, 将维持较快增长态势, 公司估值在世和基因新产品获批及业绩超预期催化下有望提升, 参考可比公司估值, 我们给予 2018 年估值 35 倍, 目标价 15.4 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 外延扩张进度或低于预期、并购标的业绩或不达预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	522.54	605.64	700.73	803.32
增长率	4.75%	15.90%	15.70%	14.64%
归属母公司净利润(百万元)	118.82	143.96	170.30	198.23
增长率	625.40%	21.17%	18.29%	16.41%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.44	0.52	0.61
净资产收益率 ROE	11.11%	12.10%	12.80%	13.26%
PE	31	25	21	18
PB	3.39	3.05	2.72	2.42

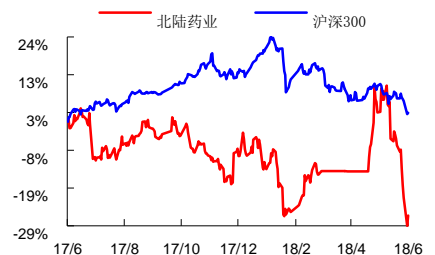
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@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)	3.26
流通 A 股(亿股)	2.54
52 周内股价区间(元)	10.68-16.62
总市值(亿元)	36.25
总资产(亿元)	11.70
每股净资产(元)	3.37

### 相关研究

**关键假设:**

1) 对比剂: 在配置证放开的背景下, 我们预计 2018-2020 年实现销量增速分别为 15%、15%和 14%, 毛利率维持 66%左右。

2) 九味镇心颗粒: 新医保驱动下快速放量, 我们预计 2018-2020 年实现销量分别为 40%、35%和 30%, 毛利率维持 60%左右。

3) 降糖药: 正在完成一致性评价, 我们预计 2018-2020 年实现销量为 0%, 毛利率维持 60%左右。

**表 1: 公司收入结构及毛利率预测**

单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计:营业收入	491.4	498.9	522.5	605.6	700.7	803.3
yoy	11.7%	1.5%	4.7%	15.9%	15.7%	14.6%
合计:营业成本	131.1	154.5	182.2	210.1	243.4	279.5
毛利率	73.3%	69.0%	65.1%	65.3%	65.3%	65.2%
<b>对比剂</b>						
收入	352.36	398.04	459.48	528.7	606.7	689.5
yoy	4.7%	13.0%	15.4%	15.1%	14.8%	13.7%
成本	100.72	128.89	158	179.7	206.3	234.4
毛利率	71.42%	67.62%	65.61%	66.0%	66.0%	66.0%
<b>九味镇心颗粒</b>						
收入	38.86	29.42	34.84	48.8	65.8	85.6
yoy	-22.8%	-24.3%	18.4%	40.0%	35.0%	30.0%
成本	13.89	9.59	13.84	19.5	26.3	34.2
毛利率	64.26%	67.40%	60.28%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>降糖药</b>						
收入	30.89	42.45	25.49	25.5	25.5	25.5
yoy	38.6%	37.4%	-40.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	6.29	11.68	9.74	10.2	10.2	10.2
毛利率	79.64%	72.49%	61.79%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源: wind, 西南证券

**表 2: 可比公司估值情况**

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000513.SZ	丽珠集团	311	44.3	11.4	13.6	15.9	7.0	27.4	23.0	19.5
002262.SZ	恩华药业	183	3.9	4.8	6.0	7.5	46.3	37.7	30.2	24.5
002020.SZ	京新药业	88	2.6	3.3	4.2	5.1	26.2	21.0	17.1	3.3
002294.SZ	信立泰	395	14.5	16.7	19.7	23.0	27.2	23.6	20.1	17.2
300199.SZ	翰宇药业	135	3.3	4.9	7.5	10.1	40.8	27.2	18.0	13.4
300584.SZ	海辰药业	50	0.7	0.9	1.2	1.6	75.9	55.2	40.1	30.8

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600196.SH	复星医药	1,051	31.2	36.9	43.6	51.1	33.6	28.5	24.1	20.6
600276.SH	恒瑞医药	2,761	32.2	39.2	49.2	62.4	85.8	70.5	56.1	44.2
603520.SH	司太立	25	0.8	1.1	1.8	2.5	30.1	22.2	13.9	10.1
平均估值							41.5	34.8	26.9	20.4

数据来源: wind, 西南证券整理。备注: 数据最新截止 2018 年 6 月 19 日

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	522.54	605.64	700.73	803.32	净利润	118.82	143.96	170.30	198.23
营业成本	182.21	210.07	243.43	279.50	折旧与摊销	17.80	14.32	14.32	14.32
营业税金及附加	8.30	8.42	10.03	11.60	财务费用	-0.74	-0.87	-1.21	-1.66
销售费用	172.64	199.86	224.23	257.06	资产减值损失	3.21	4.00	5.00	6.00
管理费用	39.66	45.42	52.55	56.23	经营营运资本变动	84.22	-62.48	-31.33	-41.46
财务费用	-0.74	-0.87	-1.21	-1.66	其他	-78.37	-26.36	-28.40	-36.74
资产减值损失	3.21	4.00	5.00	6.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>144.92</b>	<b>72.58</b>	<b>128.68</b>	<b>138.70</b>
投资收益	19.15	22.00	25.00	30.00	资本支出	-13.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	11.23	22.00	25.00	30.00
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>-2.49</b>	<b>22.00</b>	<b>25.00</b>	<b>30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>142.01</b>	<b>160.73</b>	<b>191.69</b>	<b>224.59</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.49	8.64	8.66	8.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>140.52</b>	<b>169.37</b>	<b>200.35</b>	<b>233.22</b>	股权融资	51.98	0.00	0.00	0.00
所得税	21.70	25.41	30.05	34.98	支付股利	-3.26	-23.76	-28.79	-34.06
净利润	118.82	143.96	170.30	198.23	其他	-51.96	0.87	1.21	1.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3.24</b>	<b>-22.90</b>	<b>-27.59</b>	<b>-32.40</b>
归属母公司股东净利润	118.82	143.96	170.30	198.23	<b>现金流量净额</b>	<b>139.20</b>	<b>71.68</b>	<b>126.10</b>	<b>136.30</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	225.47	297.15	423.25	559.55	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	133.37	181.23	200.63	229.39	销售收入增长率	4.75%	15.90%	15.70%	14.64%
存货	109.27	126.45	144.99	167.51	营业利润增长率	724.46%	13.18%	19.27%	17.16%
其他流动资产	3.24	3.76	4.35	4.98	净利润增长率	666.31%	21.17%	18.29%	16.41%
长期股权投资	282.63	282.63	282.63	282.63	EBITDA 增长率	315.99%	9.50%	17.58%	15.84%
投资性房地产	17.21	17.21	17.21	17.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	283.25	271.43	259.60	247.78	毛利率	65.13%	65.31%	65.26%	65.21%
无形资产和开发支出	53.26	50.87	48.48	46.10	三费率	40.49%	40.36%	39.33%	38.79%
其他非流动资产	33.18	33.07	32.96	32.86	净利率	22.74%	23.77%	24.30%	24.68%
<b>资产总计</b>	<b>1140.88</b>	<b>1263.80</b>	<b>1414.11</b>	<b>1588.00</b>	ROE	11.11%	12.10%	12.80%	13.26%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.41%	11.39%	12.04%	12.48%
应付和预收款项	41.66	43.21	50.63	58.85	ROIC	20.40%	22.93%	25.56%	28.49%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.44%	28.76%	29.23%	29.53%
其他负债	29.99	31.15	32.54	34.03	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>71.65</b>	<b>74.36</b>	<b>83.17</b>	<b>92.89</b>	总资产周转率	0.50	0.50	0.52	0.54
股本	325.99	325.99	325.99	325.99	固定资产周转率	2.69	3.34	4.13	5.10
资本公积	369.54	369.54	369.54	369.54	应收账款周转率	4.36	4.38	4.30	4.35
留存收益	373.70	493.90	635.41	799.58	存货周转率	1.70	1.77	1.78	1.77
归属母公司股东权益	1069.24	1189.44	1330.94	1495.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.64%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1069.24</b>	<b>1189.44</b>	<b>1330.94</b>	<b>1495.11</b>	资产负债率	6.28%	5.88%	5.88%	5.85%
负债和股东权益合计	1140.88	1263.80	1414.11	1588.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.58	11.72	12.73	13.65
					速动比率	7.36	9.28	10.34	11.27
					股利支付率	2.74%	16.51%	16.91%	17.18%
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	159.06	174.18	204.81	237.25	<b>每股指标</b>				
PE	30.51	25.18	21.29	18.29	每股收益	0.36	0.44	0.52	0.61
PB	3.39	3.05	2.72	2.42	每股净资产	3.28	3.65	4.08	4.59
PS	6.94	5.99	5.17	4.51	每股经营现金	0.44	0.22	0.39	0.43
EV/EBITDA	20.85	18.63	15.22	12.57	每股股利	0.01	0.07	0.09	0.10
股息率	0.09%	0.66%	0.79%	0.94%					

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	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn