

渠道补库存+提价有望驱动今年业绩反转，右旋糖酐铁和维生素D滴剂即将上市有望再造一个伊可新

——山大华特首次覆盖深度报告

首次覆盖报告

崔文亮(分析师)

010-83561311

cuiwenliang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518120002

● 2018年是公司经营低点，渠道补库存+提价有望驱动2019年业绩反转

2018年，公司面临集中多重困难导致业绩较差，包括伊可新停产断货、盖笛欣停产、济阳土地资产核销等，导致2018年业绩不具参考性。2019年，公司迎来多重利好，伊可新年初复产迎来渠道补库存、伊可新年初提高终端零售价和出厂价、盖笛欣3月份开始复产、右旋糖酐铁颗粒和维生素D滴剂年中前后有望上市，在上述一系列利好因素促进下，我们预计，2019年，公司将迎来业绩显著反转。

● 新生儿数量对伊可新影响有限，未来边际增速下滑不明显

不可否认，伊可新与新生儿数量有密切关系，但维生素AD滴剂市场理论空间有望达到100亿以上，当前渗透率还远未达到饱和，未来依赖渗透率的提升和1岁以上规格推广占比提升，未来收入成长空间巨大。根据样本医院数据，虽然新生儿数量2017、2018年出现下滑，但伊可新销售仍然实现增长。

● 收购达因药业少数股权彰显积极趋势，国家倡导学校办企业脱钩剥离，机制有望进一步理顺

2018年2月，公司受让了达因药业总经理杨杰持有的达因药业1.74%股权，为公司进一步收购达因药业股权，打开了预期和通路。2018年5月，中央全面深化改革委员会通过《高等学校所属企业体制改革的指导意见》，一旦公司更换更加有效率的股东，整个公司包括达因药业的机制有望进一步理顺。

● 看好公司“量价齐升”持续成长空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

我们预计，公司2018~2020年收入为15.9/20.0/24.1亿元，同比增长-10%/26%/20%，净利润为1.12/2.85/3.45亿元，同比增长-54%/153%/21%，当前股价对应2019~2020年PE分别为18/15倍，PEG显著小于1，考虑到公司在新生儿和儿科用药领域具有绝对优势，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**新生儿数量波动影响伊可新销售超出预期；新产品上市销售低于预期；进一步收购达因药业少数股权及更换股东等预期不可控。

财务摘要和估值指标

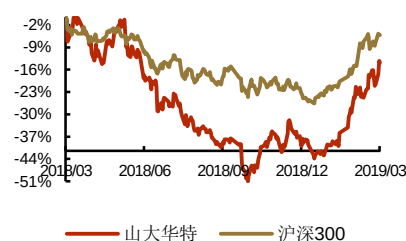
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,545	1,767	1,591	2,004	2,405
增长率(%)	25.3	14.4	-10.0	26.0	20.0
净利润(百万元)	198	243	112	285	345
增长率(%)	30.1	22.6	-53.8	153.4	21.1
毛利率(%)	60.5	67.7	64.8	68.0	68.1
净利率(%)	12.8	13.8	7.1	14.2	14.3
ROE(%)	18.0	20.3	9.3	18.1	18.2
EPS(摊薄/元)	0.85	1.04	0.48	1.21	1.47
P/E(倍)	25.1	20.5	44.4	17.5	14.5
P/B(倍)	3.9	3.3	3.2	2.8	2.4

强烈推荐(首次评级)

市场数据 时间 2019.03.20

收盘价(元):	21.28
一年最低/最高(元):	11.7/26.08
总股本(亿股):	2.34
总市值(亿元):	49.87
流通股本(亿股):	2.33
流通市值(亿元):	49.67
近3月换手率:	114.86%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.42	18.45	-7.22
绝对	14.53	43.49	-13.16

相关报告

目 录

1、 新生儿数量对伊可新影响有限.....	3
2、 2018 年是公司经营低点，渠道补库存+提价有望驱动 2019 年业绩反转.....	4
2.1、 2018 年是公司经营低点.....	4
2.2、 补库存需求有望显著增厚 2019 年收入和利润.....	5
2.3、 伊可新近期已经提价，量价齐升驱动 2019 年业绩反转.....	6
2.4、 伊可新积极扩产，新产能有望年底释放.....	8
3、 右旋糖酐铁和 VD 即将上市，盖笛欣复产，公司迎来多个新产品.....	9
3.1、 右旋糖酐铁颗粒即将上市.....	9
3.2、 维生素 D 滴剂即将上市，有望再造一个伊可新体量.....	9
3.3、 盖笛欣已经恢复生产.....	10
4、 收购达因药业少数股权彰显积极趋势.....	10
4.1、 收购达因药业少数股权，形成良好预期.....	10
4.2、 国家倡导校办企业脱钩剥离，机制有望进一步理顺.....	11
5、 盈利预测与投资建议.....	12
5.1、 投资逻辑.....	12
5.2、 盈利预测与投资建议.....	12
6、 风险提示.....	13
附：财务预测摘要.....	14

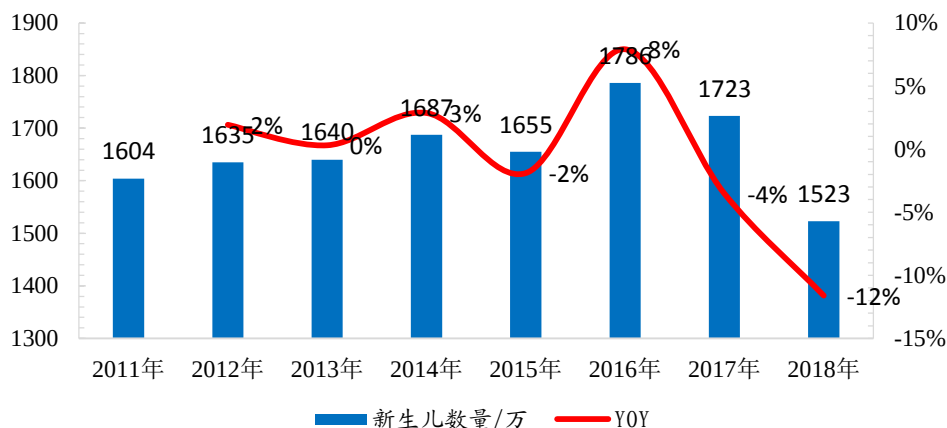
图表目录

图 1： 我国新生儿数量及增速.....	3
图 2： 样本医院伊可新销售额.....	3
图 3： 2018 年前三季度样本医院伊可新销售额.....	3
图 4： 0~1 岁伊可新样本医院销售额.....	4
图 5： 1 岁以上伊可新样本医院销售额.....	4
图 6： 公司预收款项迅速攀升.....	5
图 7： 广东地区伊可新销售最新批次.....	6
图 8： 北京地区伊可新销售最新批次.....	6
图 9： 达因药业收入和净利润.....	6
图 10： 达因药业净利润率.....	6
图 11： 京东大药房 0~1 岁伊可新（50 颗）价格.....	7
图 12： 京东大药房 0~1 岁伊可新（30 颗）价格.....	7
图 13： 终端药店 1 伊可新价格调整.....	7
图 14： 终端药店 2 伊可新价格调整.....	7
图 15： 终端药店 3 伊可新价格调整.....	8
图 16： 终端药店 4 伊可新价格调整.....	8
图 17： 厦门星鲨维生素 D 滴剂样本医院销售额.....	10
图 18： 青岛双鲸维生素 D 滴剂样本医院销售额.....	10
图 19： 公司及子公司股权结构.....	11

1、新生儿数量对伊可新影响有限

不可否认，达因药业核心产品伊可新与新生儿数量具有密切关系，新生儿出生后一般3个月开始在医生建议下服用伊可新（维生素AD滴剂，0-1岁规格），而我国新生儿数量在2016年达到高峰后，2017年和2018年出现下降，市场对伊可新受到新生儿数量影响产生疑虑。

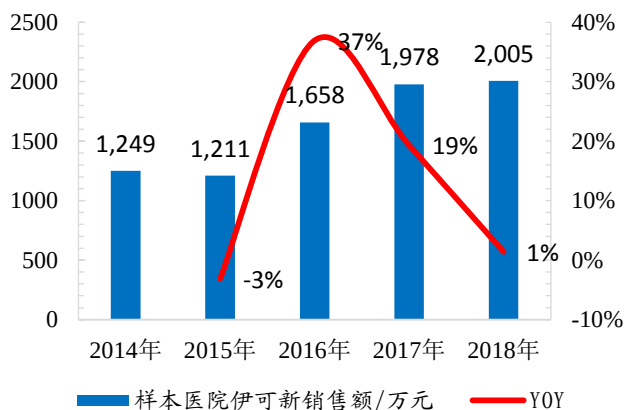
图1：我国新生儿数量及增速



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

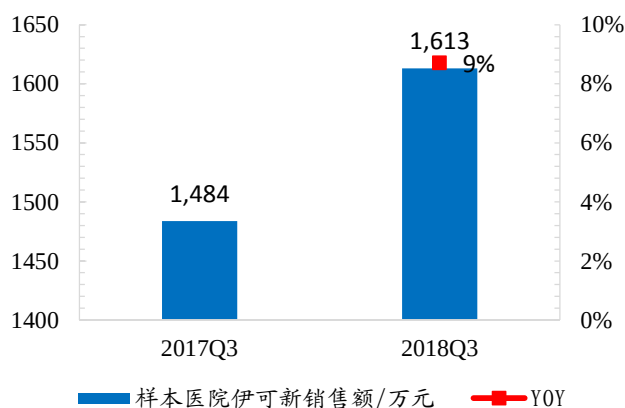
但实际上，我们认为，维生素AD滴剂市场当前渗透率还远未达到饱和，按照1500万新生儿测算，年消费金额对应出厂价口径在 $365 \times 0.7 = 255$ 元，则对应0~1岁规格伊可新销售额（出厂价口径）理论值在38亿元，与此同时，1~3岁婴儿数量按照3000万测算，对应1岁以上规格伊可新销售额（出厂价口径）理论值在76亿，整个市场理论市场容量（出厂价口径）在100亿元以上，而伊可新作为维生素AD滴剂领域的绝对霸主品牌，市场占有率超过80%，销售收入也仅10亿元左右，未来依赖渗透率的提升和1岁以上规格推广占比提升，未来收入成长空间巨大。

图2：样本医院伊可新销售额



资料来源：PDB，新时代证券研究所

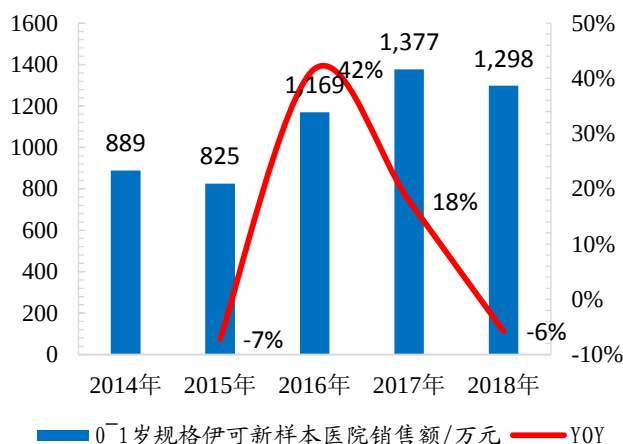
图3：2018年前三季度样本医院伊可新销售额



资料来源：PDB，新时代证券研究所

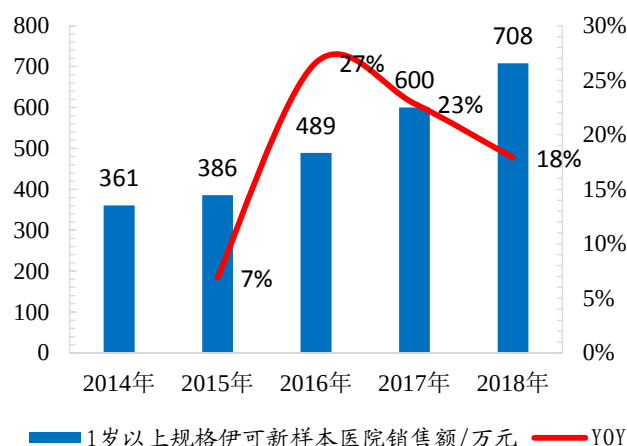
如图4，通过样本医院伊可新销售数据可以看出，2017年和2018年，虽然新生儿数量持续下降，但公司伊可新销售仍然逆势提升，其中，2018年Q4由于伊可新生产线升级改造导致供货短缺，如果看2018年前三季度，伊可新样本医院销售额仍然保持了9%的增长，成功抵御了新生儿显著下滑带来的影响。

图4： 0~1岁伊可新样本医院销售额



资料来源：PDB，新时代证券研究所

图5： 1岁以上伊可新样本医院销售额



资料来源：PDB，新时代证券研究所

从产品规格看，0~1岁规格伊可新2018年终端销售额下滑6%，主要受Q4伊可新停产影响，2018年前三季度，0~1岁伊可新样本医院销售额同比持平，1岁以上规格伊可新2018年终端销售额同比增长18%，扣除掉Q4伊可新停产影响，2018年前三季度同比增长30%。

可以看出，尽管2018年新生儿数量大幅下滑，但在公司加强医院开拓、渗透率提升的努力下，样本医院销售额并未出现显著下降，特别是1岁以上规格的伊可新，出现了显著增长。因此，虽然伊可新在一定程度上受新生儿数量变化影响，但并非完全线性相关，公司可以通过加强销售和推广等方式抵御新生儿数量下降带来的不利影响，实现持续增长。

此外，当前全面放开生育政策的呼声愈发强烈，未来几年，新生儿数量继续略有下降，边际上下滑的幅度也将十分有限，对伊可新的销售影响将持续削弱。

2、2018年是公司经营低点，渠道补库存+提价有望驱动2019年业绩反转

2.1、2018年是公司经营低点

2018年，公司面临集中多重困难导致业绩较差

- 2018年下半年，伊可新更换生产包装（将马鞍型铝塑板模具更换为药丸大小头同向型模具，同时使伊可新朝向保持一致。伊可新产品从原来模具出来的时候，胶囊的头的朝向不一致，有的朝向这边，有的朝向那边。更

换模具是为了胶囊排列得更好看，朝向一致），新模具由于磨合等问题，导致3季度开始的检修期过长，4季度基本无法正常生产，从而影响了4季度收入和利润。

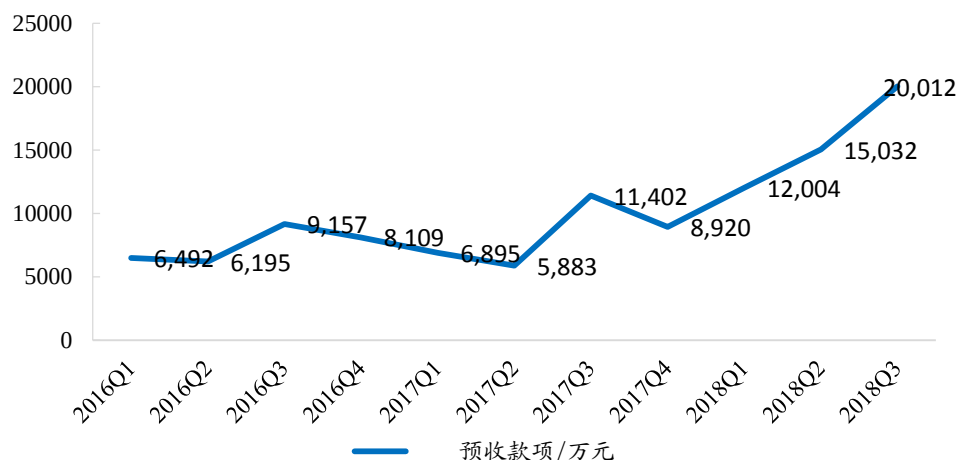
- 盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）从2018年3季度开始，受上游原料药碳酸钙供应商停产影响，开始停产，直到2019年3月才开始恢复生产。而公司盖笛欣年收入过亿，从而对公司2018年造成一定影响。
- 公司与山东省济阳县人民政府国有土地出让合同纠纷事项于2018年7月带来终审判决结果，公司核销涉案资产，减少公司利润总额4488万元，减少净利润3366万元（2018年中报开始计入营业外支出）。

2.2、补库存需求有望显著增厚2019年收入和利润

2018年4季度以来，伊可新在全国多地区都出现断货情况，而正常情况下，预计公司此前渠道库存维持在平均2~3个月左右水平，因此，从补库存需求角度，按照伊可新年销售额10亿左右测算，仅补库存需求（按照2~3个月库存水平）就将带来2亿元左右的额外销售收入。

通过预收款项指标可以看出，2018年中报以来，公司预收款项开始攀升，2018年Q3，公司预收款项已经达到2亿，我们判断，除了来自教育业务的不超过5000万左右的预收款，剩余部分超过1.5亿预收款主要来自达因药业的伊可新，而这部分对应的销售显然还未确认收入，预计随着伊可新恢复供货将会陆续确认收入。

图6：公司预收款项迅速攀升



资料来源：公司年报、中报、季报，新时代证券研究所

根据线下药店调研，北京、广东等多个地区最新伊可新均为2019年1月生产批次，可见公司此前渠道库存已经完全清理彻底。这与很多向渠道压货的OTC产品形成强烈对比。因此，我们预计，渠道补库存有望为2019年额外带来2~3亿伊可新收入。

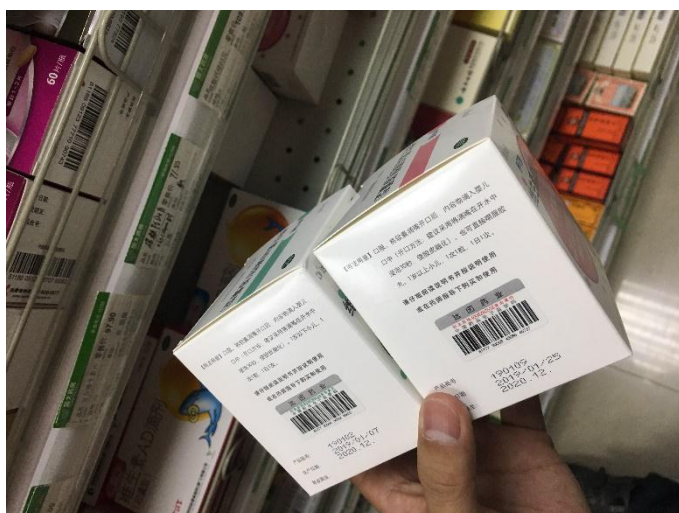
2017年，达因药业收入接近12亿，考虑到今年补库存有望带来额外2亿元收入，我们预计今年公司收入有望达到13~14亿，超过历史最好水平。2017年达因药业净利润4.1亿元，考虑到今年提价因素和收入提升，我们测算今年达因药业净利润有望显著超过2017年。

图7： 广东地区伊可新销售最新批次



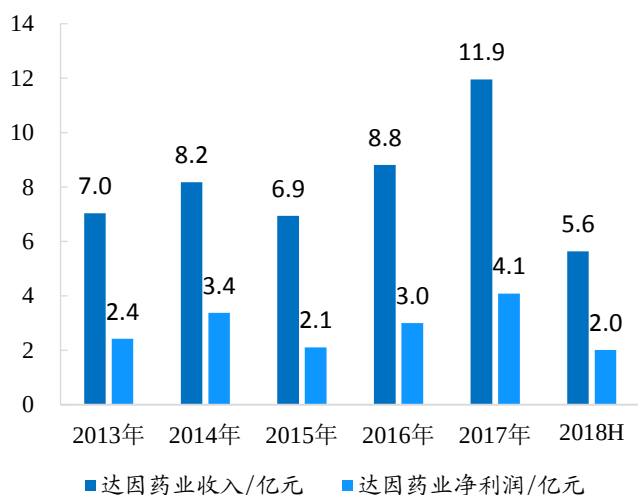
资料来源：海王星辰药房调研（2019.3.16），新时代证券研究所

图8： 北京地区伊可新销售最新批次



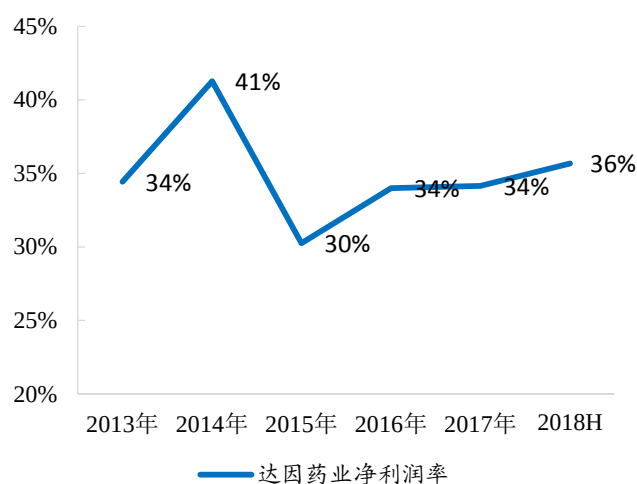
资料来源：国大药房调研（2019.3.16），新时代证券研究所

图9： 达因药业收入和净利润



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图10： 达因药业净利率



资料来源：公司公告、中报新时代证券研究所

2.3、伊可新近期已经提价，量价齐升驱动 2019 年业绩反转

目前，线上京东大药房 0~1 岁规格的伊可新（绿色）已经全面提价，其中，30 粒装和 50 粒装每盒价格已经达到 80 元和 119 元，即使考虑到线上活动，对应的终端价格也已经超过 2 元/粒。相比此前价格，提价幅度在 30% 以上。

图11: 京东大药房 0~1 岁伊可新 (50 颗) 价格



资料来源: 京东网站, 新时代证券研究所

图12: 京东大药房 0~1 岁伊可新 (30 颗) 价格



资料来源: 京东网站, 新时代证券研究所

根据我们线下药店调研, 目前广东地区零售药店伊可新零售价格也实现了 10% 左右的提价。其中, 30 粒装零售价从 38.8 元提价至 42.8, 提价幅度 10%, 60 粒装零售价从 72.8 元提价至 79.8 元, 提价幅度 10%。

图13: 终端药店 1 伊可新价格调整



资料来源: 国大药房调研 (2019.3.16), 新时代证券研究所

图14: 终端药店 2 伊可新价格调整



资料来源: 国大药房调研 (2019.3.16), 新时代证券研究所

图15: 终端药店 3 伊可新价格调整



资料来源: 海王星辰药房调研 (2019.3.16), 新时代证券研究所

图16: 终端药店 4 伊可新价格调整



资料来源: 海王星辰药房调研 (2019.3.16), 新时代证券研究所

相比线上京东大药房, 线下渠道目前售价仍然具有一定洼地, 我们判断, 这是线下零售药店出于维护客流考虑, 提价往往会循序渐进。我们预计后续线下零售药店渠道伊可新终端价仍有提价预期和空间。

随着伊可新终端价大幅提升, 我们预计公司出厂价提价幅度在 5%~10%, 扣除医院端销售, 5%~10% 出厂价提价幅度为公司带来额外 3000~6000 万左右净利润。

另一方面, 终端价提价幅度显著高于出厂价, 渠道和终端的盈利显著提升, 此前, 维生素 AD 滴剂厦门星鲨和青岛双鲸通过大幅给渠道终端让利方式试图抢占细分市场, 而伊可新完成本次提价后, 留给渠道和终端的盈利显著提升, 相比竞争对手更具吸引力。

得益于达因药业对医生学术推广工作的成功和新生儿患者教育, 伊可新可以看成是零售药店的硬通货, 能够为药店带来流量, 起到引流作用, 而本次终端价提升后, 药店销售伊可新的动力进一步增强, 有望进一步促进伊可新销量的提升。

自 2016 年以来, 伊可新已经提价多次, 提价时点分别于 2016 年 6 月提价 1 次, 2017 上、下半年各提价 1 次, 2019 年年初提价 1 次。而实际上, 即使当前, 日用金额也仅 2 块钱左右, 新生儿家长对产品价格并不敏感, 我们判断未来还有持续提价空间。

2.4、伊可新积极扩产, 新产能有望年底释放

达因药业现有的 4 台套软胶囊压丸生产线, 去除必要的设备检修等时间外, 需要满负荷生产才能满足伊可新市场销售的需要, 生产的压力大。

2018 年 2 月, 达因药业投资 9000 万元, 在荣成生产基地新上 2 台套软胶囊压丸生产线, 主要设备将从日本、意大利等国家进口购买, **我们预计, 新产能有望于 2019 年年底或者 2020 年开始释放。届时, 伊可新将不存在产能瓶颈, 为 2020 年伊可新继续保持快速增长解决了产能限制。**

3、右旋糖酐铁和 VD 即将上市，盖笛欣复产，公司迎来多个新产品

3.1、右旋糖酐铁颗粒即将上市

右旋糖酐铁主要用于预防和治疗由于慢性失血、营养不良、妊娠、儿童发育期等因素引起的缺铁性贫血，公司曾代理内蒙古康源药业的右旋糖酐铁口服液，2014 年底由于康源药业被收购而终止代理，终止前公司代理的右旋糖酐铁销售额一度达到 8000 万元。

2018 年 10 月，公司自己申报的右旋糖酐铁颗粒已经获得批文，预计今年 6 月份左右上市销售，由于医院渠道及 OTC 渠道与伊可新具有完全协同性，且同为补剂产品，我们预计，公司右旋糖酐铁有望快速放量。且作为全新的妇儿科产品，没有历史招标价限制，在定价方面具有一定优势。我们预计 2019 年有望实现 2000 万以上销售，长期看，有望达到 3 亿元级别。

3.2、维生素 D 滴剂即将上市，有望再造一个伊可新体量

对于 3 岁以下的儿童，特别是 1 岁以下的婴儿，由于饮食方面的限制，医生倡导维生素 A、D 同补，而对于 3 岁以上的儿童，往往只需要补充维生素 D 即可。

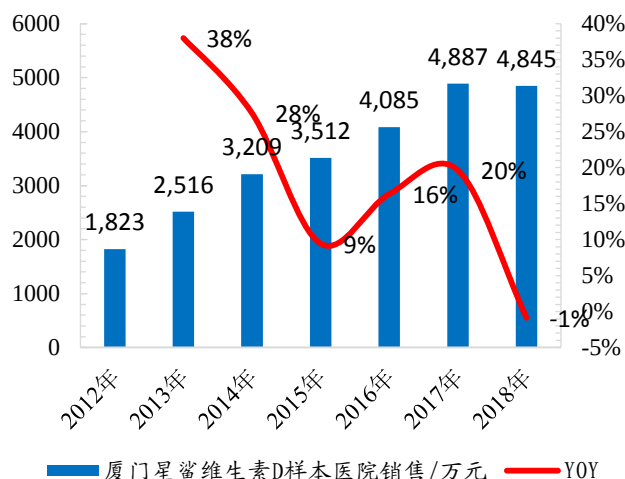
公司此前伊可新是维生素 AD 滴剂，主要适合 3 岁以下儿童，而 2018 年 8 月，公司新获批了维生素 D 滴剂（每粒含维生素 D3 400 单位），未来将定位 3 岁以上儿童补充维生素 D，进一步补齐了公司针对 3 岁以上儿童的产品线。

事实上，由于 3 岁以上儿童数量基数更大，整个维生素 D 滴剂市场并不比伊可新现在所处的维生素 AD 市场小。

目前国内最大的维生素 D 滴剂销售企业仍旧是公司竞争对手厦门星鲨和青岛双鲸，其中，厦门星鲨在医院渠道具有竞争优势，VD 滴剂销售额预计在 5 亿左右，青岛双鲸在 OTC 渠道具有竞争优势，VD 滴剂销售额预计在 3 亿左右。仅上述两家企业的 VD 销售额就在 8 亿元左右。

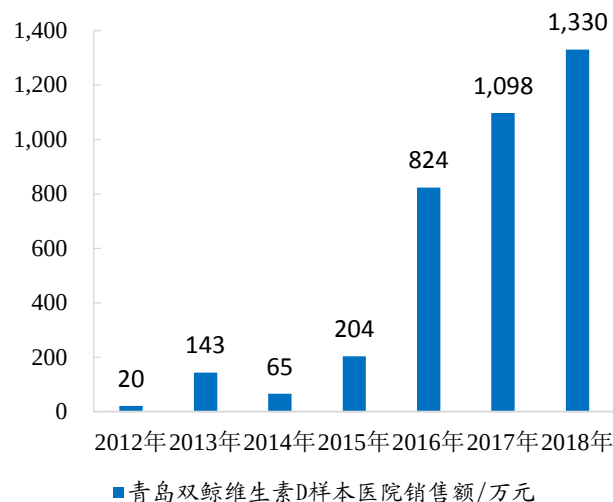
通过样本医院销售额可以看出，厦门星鲨的 VD 滴剂在医院销售额持续多年保持增长，即使 2018 年基数较高、且新生儿数量显著下降，销售额也实现了持平；而青岛双鲸由于在医院的销售基数较低，样本医院销售额实现了高速增长。

图17: 厦门星鲨维生素D滴剂样本医院销售额



资料来源: PDB, 新时代证券研究所

图18: 青岛双鲸维生素D滴剂样本医院销售额



资料来源: PDB, 新时代证券研究所

我们认为,伊可新品牌影响力在新生儿和儿童领域具有强大的优势,维生素D滴剂与维生素AD滴剂具有完美衔接的特性,不仅能够共用伊可新品牌,在医生资源和渠道方面也具有完全协同性,因此,我们非常看好公司维生素D滴剂产品上市后的成长空间,这一产品由于定位3岁以后的儿童,使得新生儿数量的波动对公司的影响进一步下降,为公司打开了更广阔的空间,参照伊可新在维生素AD滴剂市场80%市占率,即使在维生素D滴剂市场获得50%份额,也将带来5亿以上收入,长期看,随着几家厂商共同培育推广,维生素D滴剂市场有望进一步扩大和增长,公司在维生素D滴剂领域有望再造一个伊可新体量。

3.3、盖笛欣已经恢复生产

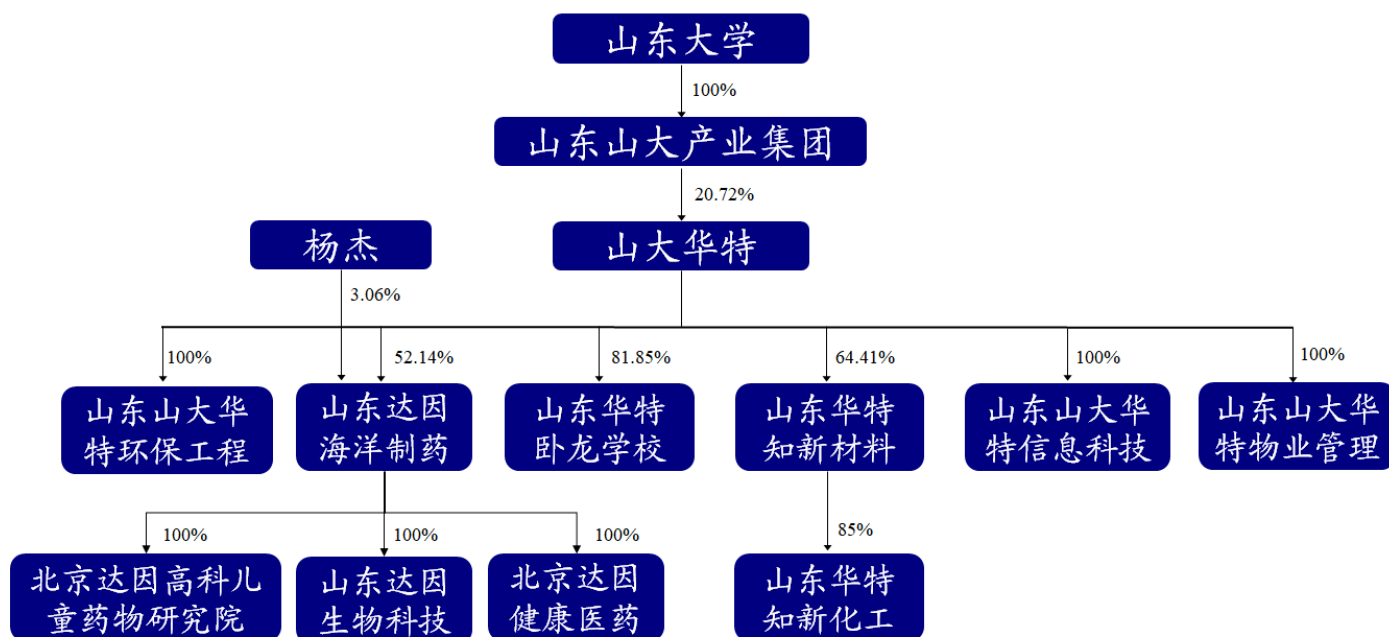
公司盖笛欣(复方碳酸钙泡腾颗粒)年销售额超过1亿,从2018年3季度开始,受上游原料药碳酸钙供应商停产影响,开始停产,直到2019年3月开始恢复生产,不再拖累公司业绩。

4、收购达因药业少数股权彰显积极趋势

4.1、收购达因药业少数股权,形成良好预期

达因药业作为公司核心资产和盈利主要来源,长期以来,公司持有达因药业股权50.4%,仅能合并达因药业接近一半的净利润。

2018年2月,公司公告以支付现金形式受让了达因药业总经理杨杰持有的达因药业1.74%股权,交易价格以达因药业经审计、评估后的净资产值为依据,每股股份价格不高于每股净资产值,审计、评估基准日为2017年12月31日。交易完成后,公司持有达因药业的股权提升至52.14%,杨杰仍持有达因药业3.06%股权,达因药业剩余股权分布在山东荣成、上海粮油集团、医学科学院及其他股东持有。

图19：公司及子公司股权结构

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

长期以来，市场一直存在达因药业少数股东权益通过换股或者现金方式注入上市公司的预期，一方面能够进一步加强公司对达因药业的控股比例，同时能够将总经理杨杰对达因药业的股权换成上市公司的股权，从而理顺机制，形成合理激励。但是，由于公司是国企（山东大学校办企业），且其他持有达因药业少数股东权益的机构也比较复杂，部分为国企，综上诸多因素，公司收购达因药业少数股东权益的事项一直没有实现。

而此次，公司通过现金形式受让杨杰持有的达因药业 1.74% 股权，虽然比例不高，但却具有重要意义，证明公司虽然作为国企，但同样能够通过合理的方式、给予达因药业合理作价的方式、实现剩余股权的增持和收购工作。为公司进一步收购杨杰和其他部分股东持有的达因药业股权，打开了预期和通路，在一定程度上，也激励杨杰能够经营好达因药业。

4.2、国家倡导校办企业脱钩剥离，机制有望进一步理顺

2018 年 5 月 11 日，中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过《高等学校所属企业体制改革的指导意见》，提出，在直属高校企业中建立退出机制，对与学科建设无关、对教学科研无促进作用或长期不向高校分配利润的企业，要尽快撤出投资。

2019 年 1 月 8 日，教育部、财政部对《关于高等学校所属企业体制改革的指导意见》规定的政策进行了全面解读，提到 4 种改革方式之一的脱钩剥离。对与高校教学科研不直接相关的企业，可结合实际，按国有资产管理程序，整体划转至国资监管机构监管的国有企业或国有资本投资运营公司，由高校与接收单位协商签订计划转协议，明确各方责权利关系。相关收益统筹用于高校所属企业改革成本补偿和学校事业发展。也可依法依规采取其他方式予以脱钩。

达因药业前身是北京达因集团在 1994 年于山东荣成收购的一家国有小药厂，2000 年实施股份制改造，整体变更为股份公司，2003 年被公司山大华特控股（占总股本 50.4%），我们认为，达因药业作为制药企业，包括山大华特的很多业务，与高校教学科研并不直接相关，按照上述政策规定，未来不排除通过合理方式实现脱钩剥离。一旦公司更换更加有效率的股东，整个公司包括达因药业的机制有望进一步理顺。

5、盈利预测与投资建议

5.1、投资逻辑

伊可新是维生素 AD 滴剂第一品牌，具有显著领先优势。公司深耕儿科医生科室多年，伊可新是大部分儿科医生推荐给新生儿家长的首选品牌，这种优势对后来者产品形成极大阻碍。一个儿科用药特别是新生儿用药，要得到儿科医生的认可和推荐，不是短时间内能够一蹴而就的，更不是简单地“带金”模式能够做到的。

得益于儿科医生的推荐与导流、及广告和口碑等，伊可新在新生儿家长群体中也具有极大知名度，伊可新可以说是零售药店的“硬通货”，对零售药店具有引流作用。此前，公司销售伊可新，能够对经销商同时捆绑搭售其他产品，这种情况，仅在前些年血制品供不应求的背景下出现过，可以看出伊可新产品力有多强势。公司在伊可新停产的情况下，能够在 2018 年 3 季度末收到 1.5 亿元左右的预付款项，与其他向 OTC 渠道压货的企业和产品形成鲜明对比。

自 2016 年以来，伊可新已经提价多次，提价时点分别于 2016 年 6 月提价 1 次，2017 上、下半年各提价 1 次，2019 年年初提价 1 次。而实际上，即使当前，日用金额也仅 2 块钱左右，新生儿家长对产品价格并不敏感，我们判断未来还有持续提价空间。

如前所述，由于诸多因素集中发生，2018 年是公司经营低点，但展望 2019 年，得益于渠道补库存、伊可新出厂价提价、盖笛欣复产、右旋糖酐铁颗粒和维生素 D 滴剂上市，公司迎来一系列利好，收入和净利润相比 2018 年大幅扭转，中长期看，伊可新还有数倍成长空间，而维生素 D 滴剂市场也有望借助公司伊可新原有渠道和品牌，再造一个伊可新体量。与此同时，公司产品作为 OTC 品种和儿科品种，医院渠道可直接挂网，对新上市产品没有价格约束，OTC 渠道销售部分具有持续提价能力，在当前医保控费和药品降价背景下，是难得的“量价齐升”品种。

从机制看，在国家倡导校办企业脱钩剥离背景下，公司未来不排除通过合理方式被大股东实现脱钩剥离。一旦公司更换更加有效率的股东，整个公司包括达因药业的机制有望进一步理顺。

5.2、盈利预测与投资建议

考虑伊可新补库存因素，及新产品上市贡献、及出厂价提价，我们预计达因药业 2019 年收入有望达到 13~14 亿元，相比 2018 年有望实现 40%以上增长。2020 年收入有望达到 15~16 亿元，表观增速预计在 15%~20 左右，但剔除 2019 年补库存因素，实际增速预计在 30%以上，主要得益于新产品上市和伊可新新产能释放。我们预计，新产品 2020 年贡献收入合计有望过亿。

我们预计,公司 2018~2020 年收入为 15.9 /20.0 /24.1 亿元,同比增长-10% /26% / 20%, 净利润为 1.12/2.85/3.45 亿元,同比增长-54%/153%/21%, 当前股价对应 2019~2020 年 PE 分别为 18/15 倍, PEG 显著小于 1, 考虑到公司在新生儿和儿科用药领域具有绝对优势, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6、风险提示

新生儿数量波动影响伊可新销售超出预期; 新产品上市销售低于预期; 进一步收购达因药业少数股权及更换股东等预期不可控。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1310	1470	1740	2210	2728	营业收入	1545	1767	1591	2004	2405
现金	616	707	1175	1131	1836	营业成本	611	571	561	641	766
应收账款	191	231	149	329	245	营业税金及附加	28	33	28	36	44
其他应收款	24	20	20	31	30	营业费用	335	480	508	500	599
预付账款	55	43	46	67	68	管理费用	143	153	189	190	226
存货	143	113	138	149	194	财务费用	28	9	5	30	29
其他流动资产	280	355	214	503	356	资产减值损失	4	8	0	0	0
非流动资产	1172	1305	1182	1307	1421	公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1	9	7	5	6
固定资产	522	643	566	701	828	营业利润	399	528	306	611	746
无形资产	170	108	94	77	58	营业外收入	9	1	2	7	4
其他非流动资产	480	554	523	529	535	营业外支出	2	2	47	5	7
资产总计	2482	2775	2922	3517	4149	利润总额	406	526	261	613	743
流动负债	524	548	535	645	685	所得税	55	75	41	94	114
短期借款	40	21	21	21	21	净利润	351	451	220	519	630
应付账款	164	145	158	188	226	少数股东损益	153	208	108	235	285
其他流动负债	320	382	356	436	439	归属母公司净利润	198	243	112	285	345
非流动负债	9	8	7	7	8	EBITDA	431	549	274	624	754
长期借款	0	0	-1	-1	-1	EPS(元)	0.85	1.04	0.48	1.21	1.47
其他非流动负债	9	8	8	8	8						
负债合计	533	556	542	652	693	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	665	719	827	1062	1347	成长能力					
股本	180	234	234	234	234	营业收入(%)	25.3	14.4	-10.0	26.0	20.0
资本公积	35	35	35	35	35	营业利润(%)	37.2	32.2	-42.0	99.7	22.1
留存收益	1068	1230	1418	1854	2377	归属于母公司净利润(%)	30.1	22.6	-53.8	153.4	21.1
归属母公司股东权益	1284	1499	1553	1803	2109	获利能力					
负债和股东权益	2482	2775	2922	3517	4149	毛利率(%)	60.5	67.7	64.8	68.0	68.1
						净利率(%)	12.8	13.8	7.1	14.2	14.3
						ROE(%)	18.0	20.3	9.3	18.1	18.2
						ROIC(%)	25.3	28.4	12.5	26.8	27.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.5	20.0	18.6	18.5	16.7
						净负债比率(%)	-29.5	-30.9	-48.5	-38.8	-52.5
						流动比率	2.5	2.7	3.3	3.4	4.0
						速动比率	2.2	2.5	3.0	3.2	3.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	7.4	8.4	8.4	8.4	8.4
						应付账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.85	1.04	0.48	1.21	1.47
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.13	1.99	1.89	0.79	3.98
						每股净资产(最新摊薄)	5.48	6.40	6.63	7.69	9.00
						估值比率					
						P/E	25.1	20.5	44.4	17.5	14.5
						P/B	3.9	3.3	3.2	2.8	2.4
						EV/EBITDA	11.8	9.2	17.1	7.9	6.0
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营活动现金流	501	426	442	186	933						
净利润	351	451	220	519	630						
折旧摊销	41	43	39	44	54						
财务费用	28	9	5	30	29						
投资损失	-1	-9	-7	-5	-6						
营运资金变动	107	-69	184	-403	226						
其他经营现金流	-24	1	0	0	0						
投资活动现金流	-300	-100	91	-164	-162						
资本支出	230	178	-123	125	114						
长期投资	-70	70	0	0	0						
其他投资现金流	-140	147	-32	-39	-48						
筹资活动现金流	-89	-154	-65	-65	-67						
短期借款	-13	-19	0	0	0						
长期借款	-2	0	-1	0	0						
普通股增加	0	54	0	0	0						
资本公积增加	0	0	0	0	0						
其他筹资现金流	-75	-189	-63	-65	-67						
现金净增加额	111	172	468	-43	705						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

崔文亮，9年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2018年11月加入新时代证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>