

2019年03月28日

证券研究报告·公司专题报告

莱美药业(300006) 医药生物

买入(首次)

当前价: 5.83元

目标价: 7.60元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 欣炜歌放量或超预期, 公司发展进入快车道

### 投资要点

- **核心看点:** 1) 他达拉非想象空间大, 业绩或超预期; 2) 核心产品纳米炭示踪剂、艾司奥美拉唑肠溶胶囊等进入快速增长阶段; 3) 湖南康源盈利或扭转。
- **他达拉非(欣炜歌)为公司新代理的重磅品种, 放量速度或超预期。**该药物为礼来原研, 适应症为勃起功能障碍(ED), 早于2005年在中国上市。2019年长春海悦完成国内首仿, 其并将中国区的销售代理权授予莱美。2017年他达拉非全球市场销售约为39亿美元, 同比增速约为7.6%。根据相关资料比较, 他达拉非具有作用时间长且不受酒精及饮食限制等优点, 在全球市场他达拉非份额占比约为55%, 高于西地那非约15个百分点。2017年国内他达拉非销售额约为7亿元, 市场占比约为20%, 低于西地那非两倍以上, 我们认为主要是国产仿制产品未上市, 使得市场推广密集度低于西地那非所致。如参考白云山金戈的历史案例, 2014年10月上市后年内即销售约290万粒, 2018年销量超过4700万粒, 可见该领域市场空间巨大。按照欣炜歌的整体进度估算, 我们预计4月份将开始铺货上市销售, 且不受带量采购影响, 保守估计2019年他达拉非带来的收入增量或超过2亿元, 如与电商等新零售平台合作则收入将超预期。
- **核心产品纳米炭、艾司奥美拉唑进入快速放量阶段。**1) **纳米炭混悬注射液(卡纳琳)**是国内唯一获批的淋巴示踪剂, 其具有良好的淋巴趋向性, 在注射到局部组织以后, 能迅速被淋巴系统摄取, 将淋巴管网和淋巴结染成黑色, 达到淋巴示踪的目的。在实体肿瘤手术中注射后可以对肿瘤细胞进行染色, 方便医生切除肿瘤。目前卡纳琳在甲状腺癌领域应用较广, 已经开展了大量学术工作, 并得到业内专家认可。卡纳琳不属于医保, 但可以避免手术风险, 临床使用意愿较强, 降价压力小。从其历年招标情况来看价格维护较好, 50mg规格基本上维持在2400元/支。卡纳琳主要在三级医院销售, 已经在胃癌、甲状腺癌、乳腺癌、肠癌等领域使用, 未来将向整个实体瘤推广, 前景看好。我们预计随着渗透率提升及适应症拓展, 收入或将快速增长; 2) **艾司奥美拉唑肠溶胶囊(莱美舒)**为国内独家首仿4类新药, 口服剂型且免一致性评价, 其具有快速、持久、稳定抑制胃酸及较高的Hp根除率。早于2013年拿到批件, 2014年开始上市销售, 前期受制于招标进度销售低于预期。但随着各省招标推进, 现已基本上全国中标, 从各省中标价格来看维护较好, 维持在65元/盒以上。在销售策略上也改变前期省区进院模式, 而建立专业团队推广, 莱美舒已经进入快速放量阶段。目前政策对PPI注射剂型的使用限制也将利好口服, 且短期价格仍将维持稳定, 估计2019年收入仍将快速增长。
- **子公司湖南康源亏损或收窄。**子公司成都金星和湖南康源的亏损对公司当期业绩影响较大, 2018年成都金星、湖南康源亏损幅度预计均在2000万以上。其中湖南康源由于前期固定资产投入较多, 且已经折旧多年, 故仍将继续打造高端大输液基地。2019年看点是混药器上市销售, 该产品的亮点在于减少配液过程中的污染, 如能顺利实现销售规划, 湖南康源有望减亏。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年EPS分别为0.14元、0.19元、0.28元, 对应PE分别约为42倍、31倍、21倍。参考可比公司估值40倍, 我们给予公司目标价7.60元, 首次覆盖“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或低于预期、药品降价风险、子公司亏损风险、其他不可预知风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1282.07	1574.62	2060.81	2623.50
增长率	29.47%	22.82%	30.88%	27.30%
归属母公司净利润(百万元)	55.56	113.55	150.98	228.83
增长率	695.88%	104.36%	32.97%	51.57%
每股收益EPS(元)	0.07	0.14	0.19	0.28
净资产收益率ROE	2.67%	6.67%	7.93%	10.84%
PE	85	42	31	21
PB	2.75	2.67	2.49	2.24

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

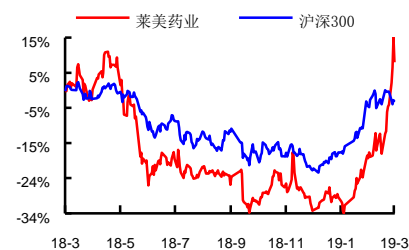
分析师: 何治力

执业证号: S1250515090002

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@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)	8.12
流通A股(亿股)	6.71
52周内股价区间(元)	3.55-6.2
总市值(亿元)	47.35
总资产(亿元)	30.97
每股净资产(元)	2.10

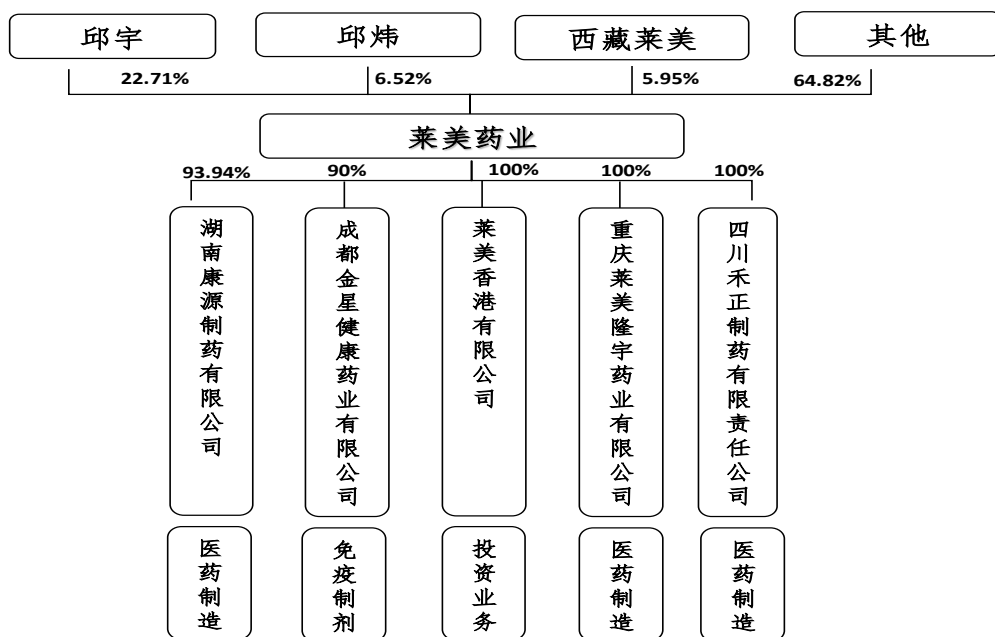
### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 1 专科药放量加快，公司发展进入快车道

公司成立于 1999 年，2009 年创业板上市。产品涵盖抗感染类、特色专科类（主要包括抗肿瘤药、消化系统药、肠外营养药）、大输液类、中成药及饮片类等。公司前三大股东分别为邱宇先生、邱炜先生、西藏莱美，其中西藏莱美为邱宇先生直接 100% 持股。

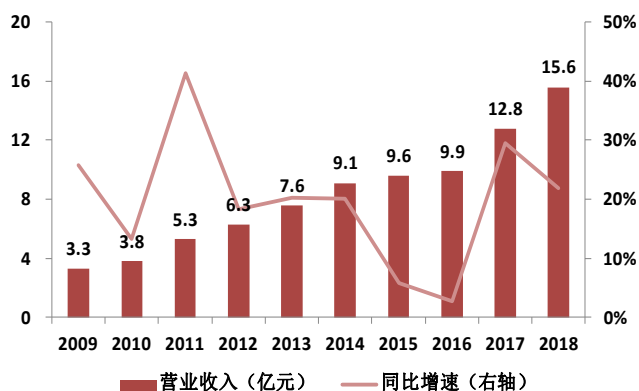
图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，西南证券整理

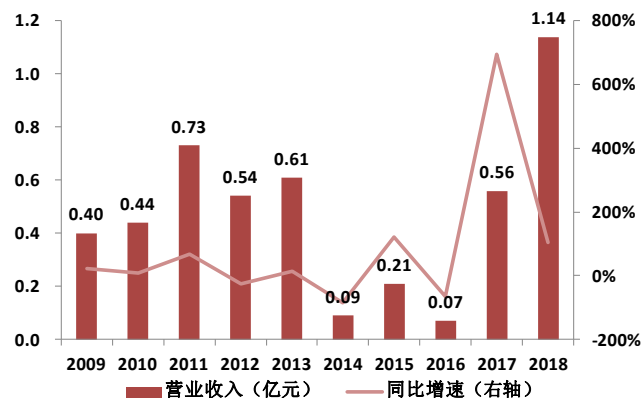
公司近期已经发布业绩快报，2018 年收入约为 15.6 亿元，同比增速约为 22%；在 2014-2018 年收入复合增速达 15%，其中 2016-2018 年复合增速约为 17.6%，收入为加速增长趋势，主要原因为特色专科药开始放量。2018 年归母净利润约为 1.1 亿元，同比增速约为 105%，我们估算其扣非净利润约为 0.7 亿元，同比增速接近 50%；2014 年-2016 年业绩较差，主要原因为药品降价、新药加大市场投入、公司折旧大幅增加等影响；2017 年净利润增速反弹主要是专科药规模上升，公司盈利能力提升。

图 2：公司上市以来营业收入增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司上市以来净利润增长情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 他达拉非为公司新代理的重磅品种，放量速度或超预期

勃起功能障碍 (ED) 人群数巨大，虽然通过药物等治疗可以短时间内改善症状，但仅有少部分患者可能治愈，属于长期用药领域。市面上常见的治疗 ED 的口服药物有西地那非、他达拉非、伐地那非，达泊西汀，酚妥拉明等，前三者均为 5 型磷酸二酯酶抑制剂。

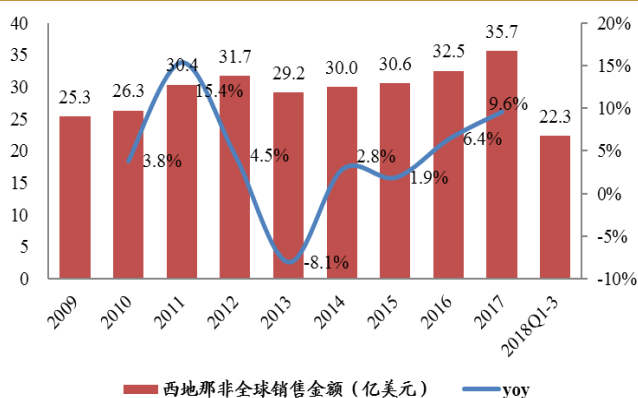
表 1: ED 药物比较

	西地那非	他达拉非	伐地那非	达泊西汀	酚妥拉明
机理	抑制 5 型磷酸二酯酶 (PDE-5)	抑制 5 型磷酸二酯酶 (PDE-5)	抑制 5 型磷酸二酯酶 (PDE-5)	抑制神经元对 5-羟色胺的再吸收	阻断 $\alpha$ 受体
优点	见效快、持续时间长、卓越的疗效、安全性和耐受性	安全可靠，耐受性好；药效不受高脂饮食和适量饮酒影响	用量少，只需 20mg；起效时间快，15 至 30 分钟之内见效；副作用小	能够在体内迅速消除且副反应发生率较低；具有良好的耐受性	静注迅即生效，停止静注后，作用在数分钟内即可消失
不良反应	头痛、头晕、面部潮红、鼻塞等	头痛、消化不良；背痛、肌痛、鼻咽炎、鼻充血和面部潮红	有不足 2% 的人会觉得轻微头痛，不良反应大多很轻微，通常会在短时间内消失	恶心、腹泻、头晕和头痛；副反应发生率较低	鼻塞、瘙痒、眩晕、腹痛、腹泻、恶心、呕吐和诱发溃疡病

数据来源：公开信息、西南证券整理

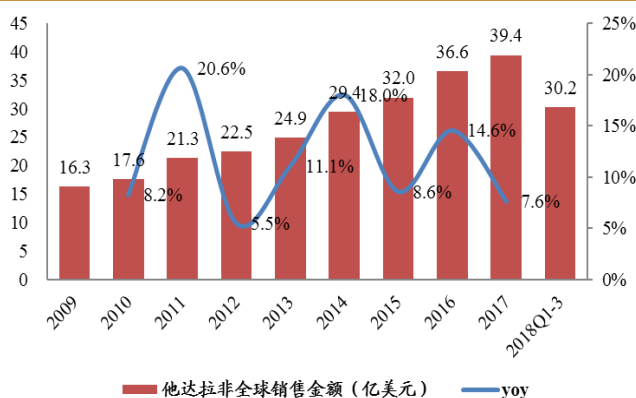
2017 年全球 PED5i 类药物规模约 83.2 亿美元，同比增长 4.9%，其中他达拉非和西地那非合计占比超过 95%；2017 年西地那非销售额 35.7 亿美元，同比增长 9.6%，2013-2017 年间复合增速约为 2.4%；2017 年他达拉非销售额 39.4 亿美元，同比增长 7.6%，2013-2017 年间复合增速约为 9.6%，增速快于西地那非。

图 4: 全球西地那非增长情况



数据来源：IQVIA、西南证券整理

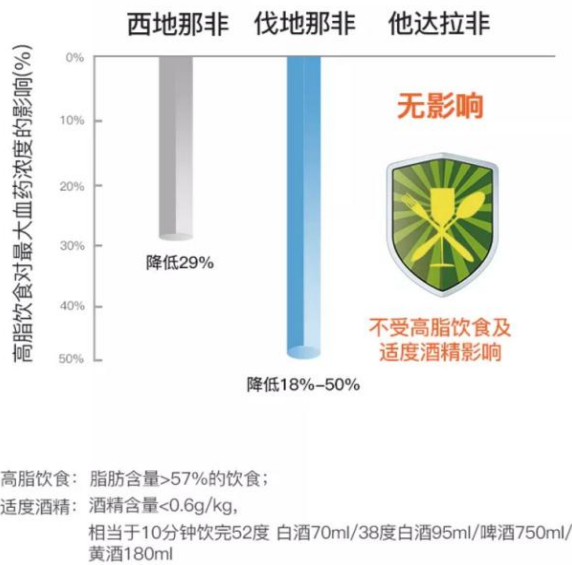
图 5: 全球他达拉非增长情况



数据来源：IQVIA、西南证券整理

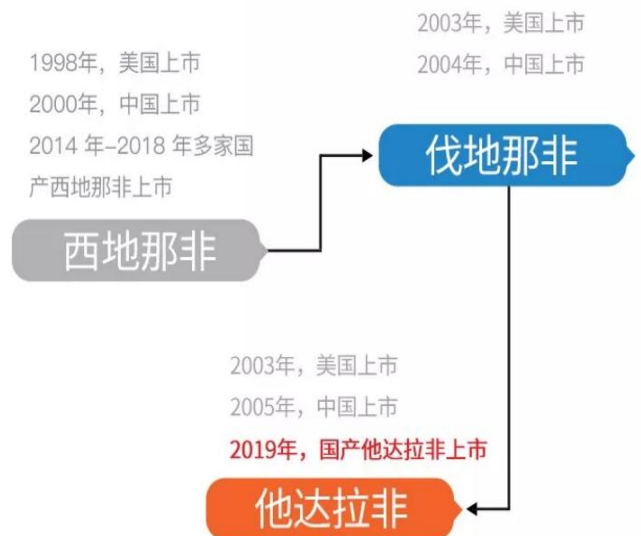
他达拉非与西地那非相比，其推荐使用剂量小、见效快且药效持续时间更长，并且不受进食影响（即在使用高脂肪餐后，受血药浓度影响，西地那非可能需要更长时间才会起效），不良反应二者并无太大差别。他达拉非原研厂商为礼来，2003 年上市，2005 年在中国上市。2019 年 2 月 18 日，长春海悦收到国家药监局批件，国内首仿他达拉非片 (商品名：欣炜歌) 正式获批，并将其国内销售代理权交给莱美。

图 6: PED5i 类药物高脂饮食后血药浓度比较



数据来源: 莱美大药房, 西南证券整理

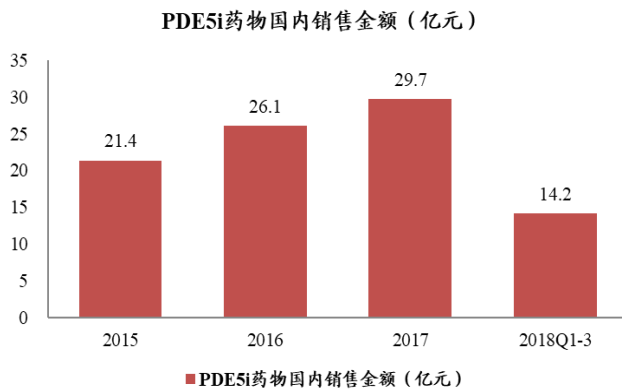
图 7: PED5i 类药物国内外上市时间表



数据来源: 莱美大药房, 西南证券整理

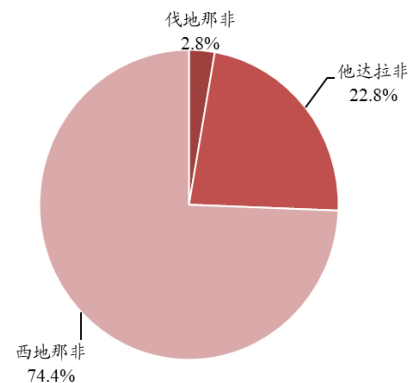
2017 年国内 PDE5i 药物销售总额约 30 亿元, 销售市场主要靠零售端及线上渠道, 西地那非零售端销售金额占比 95%以上 (IQVIA 数据)。西地那非约为 22 亿元, 凭借先发优势和辉瑞多年大力推广, 市场占比约为 74%; 他达拉非约为 7 亿元, 占比约为 23%, 其上市虽晚于西地那非, 但凭借“起效剂量小、起效时间快, 药效持续时间长”等优势, 在礼来的大力推广下, 或将超过西地拉非规模。

图 8: 国内 PDE5i 药物销售额



数据来源: IQVIA, 西南证券整理

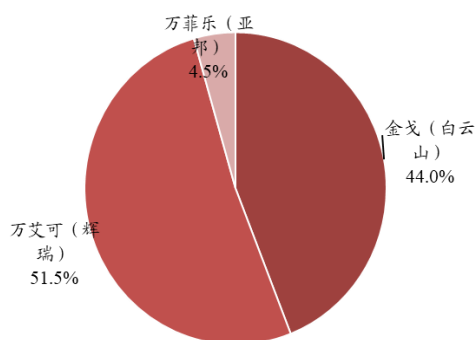
图 9: 2017 年国内 PDE5i 药物销售占比



数据来源: IQVIA, 西南证券整理

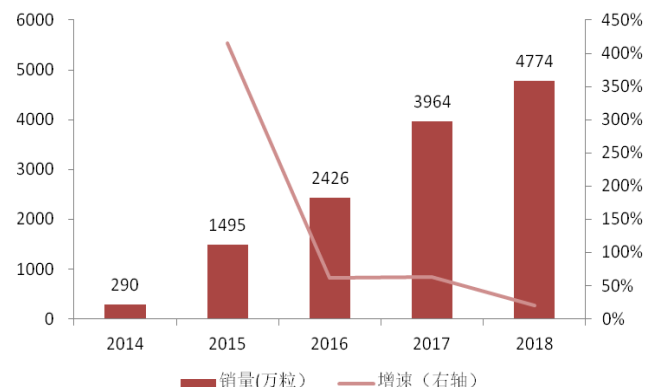
国内西地那非市场是以辉瑞万艾可、白云山金戈和亚邦万菲乐为主, 其中万艾可和金戈占据 95%以上市场规模, 市场集中度较高; 万艾可近三年来增长较为缓慢, 但白云山金戈自 2014 年首仿上市后, 年内销售约 290 万粒, 2018 年销量超过 4700 万粒, 可见该领域市场空间巨大。“欣炜歌”作为西地拉非升级版本, 或将复制白云山金戈的销售奇迹。

图 10: 国内西地那非市场份额情况



数据来源: IQVIA、西南证券整理

图 11: 白云山金戈历年销售量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

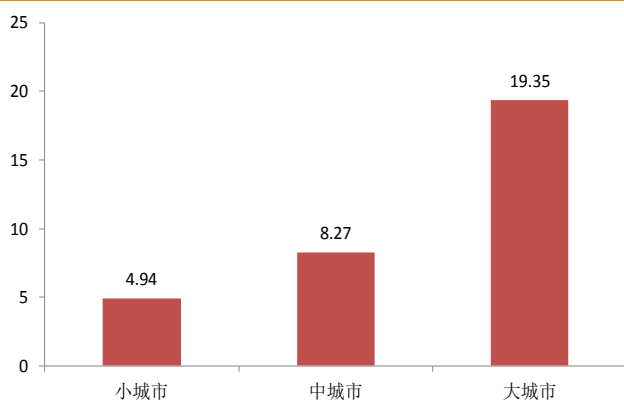
按照欣炜歌的整体进度估算, 我们预计 4 月份将开始铺货上市销售, 其不受带量采购影响价格稳定性强, 保守估计 2019 年他达拉非带来的收入增量或超过 2 亿元, 如后期与电商等新零售平台合作, 收入或将超预期。

### 3 核心产品纳米炭、艾司奥美拉唑进入快速放量阶段

#### 3.1 纳米炭示踪剂适应症及渗透率逐渐提升, 可拓展市场空间较大

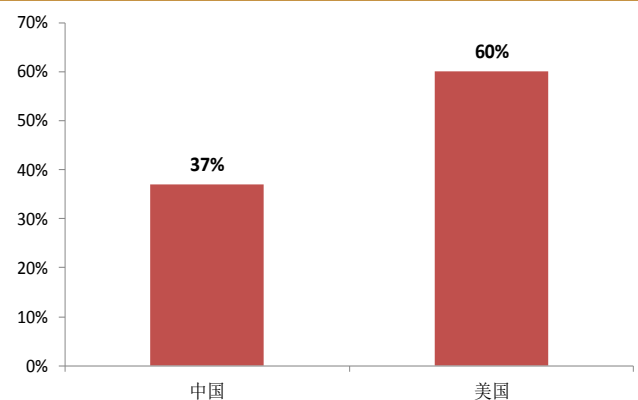
纳米炭混悬注射液 (卡纳琳) 是国内唯一获批的淋巴示踪剂, 其具有良好的淋巴趋向性, 在注射到局部组织以后, 能迅速被淋巴系统摄取, 将淋巴管网和淋巴结染成黑色, 达到淋巴示踪的目的。在实体肿瘤手术中注射后可以对肿瘤细胞进行染色, 方便医生切除肿瘤。卡纳琳主要在三级医院如川大华西医院等进行销售使用, 已经在甲状腺癌、乳腺癌、胃癌和肠癌等领域推广, 理论上是可以向实体瘤全领域拓展, 其前景看好。目前卡纳琳在甲状腺癌领域应用较广, 已经开展了大量学术工作, 并得到业内专家认可。其不属于医保, 降价压力小, 但可以避免手术风险, 故临床使用意愿较强。

图 12: 城市人群甲状腺肿瘤患病率 (1/10 万)



数据来源: 中国城市癌症最新数据 2017, 西南证券整理

图 13: 肿瘤患者手术比例 (2015)

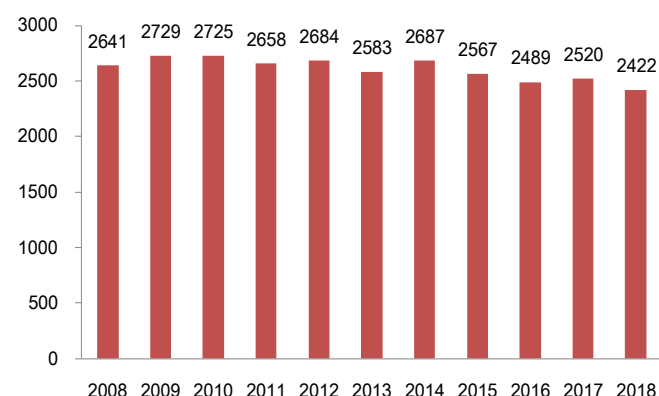


数据来源: 美国国家癌症中心、加州癌症登记中心、西南证券整理

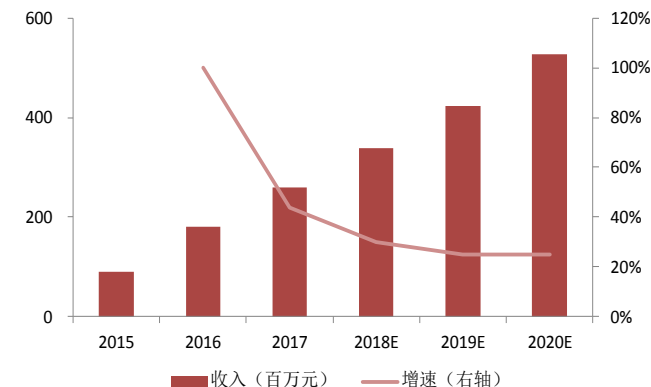


以甲状腺肿瘤为例,2017 年大中小城市人群甲状腺患病率分别约为 19.35/10 万、8.27/10 万、4.94/10 万 (来自于《中国城市癌症最新数据 2017》数据)。如仅按照“城市人口 8.3 亿人\*中城市发病率 8.27/10 万+乡村人口 5.6 亿人\*4.94/10 万”计算,预计患病群体近 10 万人。按照此逻辑,我们估计肠癌、胃癌等患病群体分别约为 34 万人、50 万人,三大肿瘤患者合计近 100 万人。目前国内肿瘤患者手术比例约为 37%,则每年仅算甲状腺、胃肠肿瘤手术约为 37 万例,保守估计对应市场空间接近 9 亿元。

从卡纳琳历年招标情况来看价格维护较好,50mg 规格基本上维持在 2400 元/支。过去 10 年时间内纳米碳产品中标价格基本保持稳定,两种规格产品中标单价降幅均在 10%以内,随着学术推广渗透率提升及适应症拓展,纳米炭示踪剂进入快速增长阶段。

**图 14: 纳米炭示踪剂 (1mg) 历年同规格中标平均价**


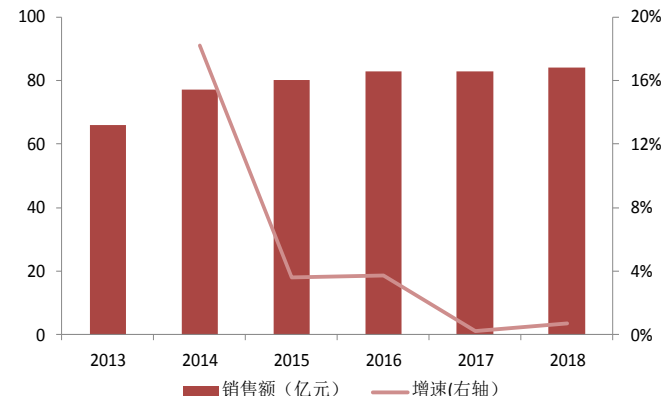
数据来源: 药智网, 西南证券整理

**图 15: 纳米炭示踪剂收入增长情况**


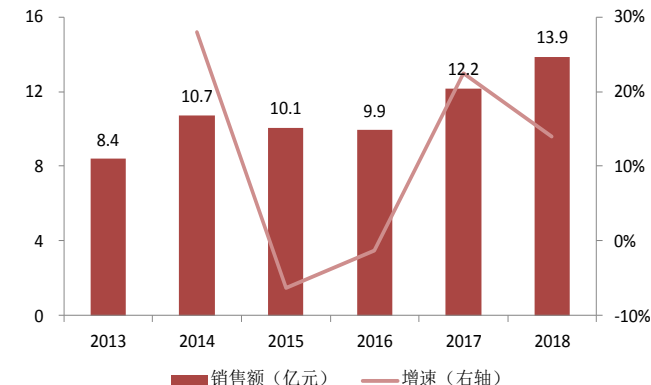
数据来源: 西南证券

### 3.2 艾司奥美拉唑已在多省完成招标, 进入放量阶段

艾司奥美拉唑 (原名: 埃索美拉唑) 是奥美拉唑的升级版, 属于质子泵抑制剂, 其具有抑酸能力强等功效, 可用于胃食管返流性疾病, 也与抗生素联用根除幽门螺杆菌等。该产品原研厂商均为阿斯利康, 受仿制药竞争影响, 其 2018 年全球销售收入约为 17 亿美元。2018 年国内样本医院销售 PPI 销售规模超过 80 亿元, 其中艾司奥美拉唑约为 14 亿元。

**图 16: 国内 PPI 抑制剂样本医院销售情况**


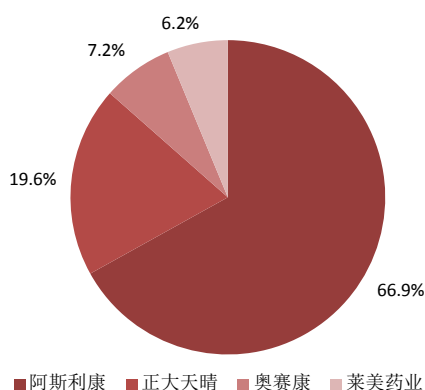
数据来源: PDB, 西南证券整理

**图 17: 艾司奥美拉唑样本医院销售情况**


数据来源: PDB, 西南证券整理

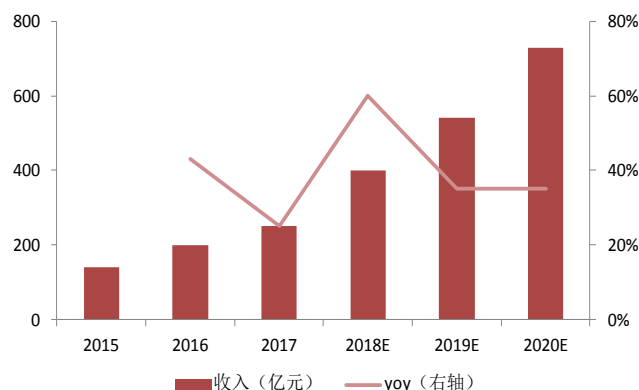
艾司奥美拉唑（莱美舒）为国内独家首仿 4 类新药，其具有快速、持久、稳定抑制胃酸及较高的 Hp 根除率。早于 2013 年拿到批件，2014 年开始上市销售，前期受制于招标进度销售低于预期。国内市场排前四位的分别为阿斯利康、正大天晴、奥赛康与莱美药业，其中莱美药业市场占比约为 18.8%。但正大天晴与奥赛康均为注射剂型，且随着对质子泵抑制剂注射剂型的使用限制，预计公司的口服剂型增长还将继续。

图 18：国内艾司奥美拉唑市场格局



数据来源：PDB，西南证券整理

图 19：莱美舒销售增长情况



数据来源：PDB、西南证券

随着各省招标推进，莱美舒现已招标全国 20 多个省份，且从各省中标价格来看维护较好，平均中标价格维持在 65 元/盒以上，我们预计莱美舒进入正式放量阶段。

表 2：艾司奥美拉唑在 22 个省份的中标价格情况（元/盒）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
累计中标省份	3	7	12	19	22	22
平均中标价	74.33	72.87	73.56	68.70	66.40	65.36
湖北	76.52	76.52	68.53	68.53		68.53
安徽	72.16	72.16		65.69		
山东	74.30				64.98	
四川		71.87		64.98		64.98
上海		73.91		68.71		
云南		74.20			64.98	
福建		68.53		57.78		
天津			68.53			
北京			64.98			
广西			88.00			
内蒙古			74.34			
西藏			77.00		73.38	
辽宁				64.98		
广东				67.75	67.75	62.58
黑龙江				67.75		
江西				88.00		

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
宁夏				70.29		
重庆				75.01		
江苏				64.98	64.98	
贵州					58.00	
海南					72.12	
陕西					64.98	

数据来源：药智网、西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

假设 1：他达拉非 2019-2020 年销售收入分别约为 2 亿元、4 亿元；

假设 2：纳米炭示踪剂 2018-2020 年销量增速分别约为 30%、25%、25%；艾司奥美拉唑 2018-2020 年销量增速分别约为 60%、35%、35%；

假设 3：2018-2020 年销售费用率分别约为 40%、39%、39%；管理费用率分别约为 11%、9%、7.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 3：业务收入拆分表

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>						
营业收入	963.98	990.22	1,282.07	1574.6	2060.8	2623.5
yoy		3%	29%	23%	31%	27%
毛利率	37%	42%	49%	60%	59%	59%
营业成本	606.59	576.12	655.88	628.8	837.7	1083.0
<b>特色专科类</b>						
收入	237.52	400.48	604.02	850.8	1086.6	1393.6
yoy		69%	51%	41%	28%	28%
毛利率	71%	59%	60%	60%	60%	60%
成本	70.01	164.03	238.88	340.3	434.6	557.5
<b>抗感染类</b>						
收入	333.38	331.77	360.93	379.0	397.9	417.8
yoy		0%	9%	5%	5%	5%
毛利率	29%	26%	30%	55%	50%	45%
成本	235.34	246.43	252.23	170.5	199.0	229.8
<b>中成药及饮片类</b>						
收入	101.75	96.20	133.18	153.2	176.1	202.6
yoy		-5%	38%	15%	15%	15%
毛利率	39%	56%	59%	80%	75%	70%
成本	62.17	42.75	54.06	30.6	44.0	60.8



百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>大输液类 (湖南康源)</b>						
收入	175.03	107.51	106.76	106.8	106.8	106.8
yoy		-39%	-1%	0%	0%	0%
毛利率	18%	25%	25%	50%	50%	50%
成本	144.18	80.71	80.00	53.4	53.4	53.4
<b>其他</b>						
收入	116.3	54.3	77.2	84.9	93.4	102.7
yoy		-53%	42%	10%	10%	10%
毛利率	18%	22%	60%	60%	50%	40%
成本	94.9	42.2	30.7	34.0	46.7	61.6
<b>他达拉非</b>						
收入					200.0	400.0
yoy						100%
毛利率					70%	70%
成本					60.0	120.0

数据来源：公司公告、西南证券

根据估值模型预测，我们预计 2018-2020 年 EPS 分别约为 0.14 元、0.19 元、0.28 元，对应市盈率分别约为 42 倍、31 倍、21 倍。随着他达拉非持续放量，我们预计 2021 年净利润或超过 3 亿元，则 2019-2021 年净利润复合增速约为 38%。

我们选取恒瑞医药、康弘药业、贝达医药、海思科、丽珠集团等五家龙头企业作为相对估值比较，可比公司平均估值约为 40 倍。给予公司 2019 年 40 倍目标估值，也即 PEG 约为 1.05，对应股价约为 7.60 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

序号	代码	证券简称	总市值	市盈率 PE		市净率 PB (MRQ)
				TTM	19E	
	300006.SZ	莱美药业	50	42	31	2.5
	中位值		243	47	36	8.2
	平均值		—	55	40	7
1	600276.SH	恒瑞医药	2637	65	50	13.4
2	002773.SZ	康弘药业	328	47	35	8.4
3	300558.SZ	贝达药业	177	112	72	8.2
4	002653.SZ	海思科	144	43	36	7.2
5	000513.SZ	丽珠集团	243	22	18	2.3

数据来源：wind、西南证券整理

## 5 风险提示

- 1) 产品销售或低于预期；
- 2) 药品降价风险；
- 3) 子公司亏损风险；
- 4) 其他不可预知风险。

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	1282.07	1574.62	2060.81	2623.50	净利润	46.06	118.55	150.98	228.83
营业成本	655.88	628.84	837.71	1083.04	折旧与摊销	113.30	63.33	63.33	63.33
营业税金及附加	19.61	24.08	31.52	40.13	财务费用	36.62	39.40	48.43	40.51
销售费用	341.19	629.85	803.72	1023.17	资产减值损失	32.84	10.00	-3.00	2.00
管理费用	177.02	173.21	185.47	196.76	经营营运资本变动	-58.65	-59.81	-199.03	-228.09
财务费用	36.62	39.40	48.43	40.51	其他	-108.78	-53.78	-0.01	0.42
资产减值损失	32.84	10.00	-3.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>61.39</b>	<b>117.68</b>	<b>60.69</b>	<b>107.00</b>
投资收益	21.73	54.00	0.00	0.00	资本支出	84.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-201.07	54.00	0.00	0.00
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>-116.70</b>	<b>54.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>48.30</b>	<b>123.24</b>	<b>156.96</b>	<b>237.89</b>	短期借款	55.60	481.90	-253.80	12.43
其他非经营损益	-0.41	0.00	0.00	0.00	长期借款	-97.80	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>47.89</b>	<b>123.24</b>	<b>156.96</b>	<b>237.89</b>	股权融资	-1.20	0.00	0.00	0.00
所得税	1.82	4.70	5.98	9.06	支付股利	-40.61	-13.89	-22.71	-22.65
净利润	46.06	118.55	150.98	228.83	其他	140.35	-383.12	-48.43	-40.51
少数股东损益	-9.50	5.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>56.33</b>	<b>84.89</b>	<b>-324.94</b>	<b>-50.73</b>
归属母公司股东净利润	55.56	113.55	150.98	228.83	<b>现金流量净额</b>	<b>0.18</b>	<b>256.57</b>	<b>-264.25</b>	<b>56.27</b>
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	213.76	470.33	206.08	262.35	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	511.08	602.48	790.99	1011.45	销售收入增长率	29.47%	22.82%	30.88%	27.30%
存货	346.01	329.80	441.16	572.14	营业利润增长率	1131.95%	155.15%	27.36%	51.57%
其他流动资产	11.26	13.83	18.10	23.04	净利润增长率	3575.69%	157.35%	27.36%	51.57%
长期股权投资	67.51	67.51	67.51	67.51	EBITDA 增长率	40.91%	14.00%	18.92%	27.17%
投资性房地产	5.76	5.76	5.76	5.76	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	780.55	721.81	663.08	604.34	毛利率	48.84%	60.06%	59.35%	58.72%
无形资产和开发支出	493.77	489.37	484.96	480.56	三费率	43.28%	53.50%	50.35%	48.04%
其他非流动资产	310.65	310.46	310.26	310.07	净利率	3.59%	7.53%	7.33%	8.72%
<b>资产总计</b>	<b>2740.35</b>	<b>3011.34</b>	<b>2987.91</b>	<b>3337.23</b>	ROE	2.67%	6.67%	7.93%	10.84%
短期借款	218.10	700.00	446.20	458.63	ROA	1.68%	3.94%	5.05%	6.86%
应付和预收款项	191.51	225.07	285.54	367.36	ROIC	4.39%	8.60%	10.29%	12.61%
长期借款	45.30	45.30	45.30	45.30	EBITDA/销售收入	15.46%	14.35%	13.04%	13.03%
其他负债	562.54	264.75	306.37	355.25	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1017.45</b>	<b>1235.11</b>	<b>1083.41</b>	<b>1226.55</b>	总资产周转率	0.49	0.55	0.69	0.83
股本	812.24	812.24	812.24	812.24	固定资产周转率	1.56	2.10	2.99	4.16
资本公积	583.22	583.22	583.22	583.22	应收账款周转率	4.15	3.97	4.13	4.07
留存收益	244.73	344.38	472.65	678.84	存货周转率	1.90	1.84	2.14	2.12
归属母公司股东权益	1691.51	1739.85	1868.12	2074.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.19%	—	—	—
少数股东权益	31.38	36.38	36.38	36.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1722.89</b>	<b>1776.23</b>	<b>1904.50</b>	<b>2110.68</b>	资产负债率	37.13%	41.02%	36.26%	36.75%
负债和股东权益合计	2740.35	3011.34	2987.91	3337.23	带息债务/总负债	25.89%	60.34%	45.37%	41.09%
					流动比率	1.30	1.35	1.62	1.79
					速动比率	0.88	1.03	1.13	1.24
					股利支付率	73.09%	12.23%	15.04%	9.90%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.07	0.14	0.19	0.28
					每股净资产	2.12	2.19	2.34	2.60
					每股经营现金	0.08	0.14	0.07	0.13
					每股股利	0.05	0.02	0.03	0.03
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	198.22	225.97	268.72	341.74					
PE	85.23	41.70	31.36	20.69					
PB	2.75	2.67	2.49	2.24					
PS	3.69	3.01	2.30	1.80					
EV/EBITDA	23.97	20.73	17.47	13.61					
股息率	0.86%	0.29%	0.48%	0.48%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn