

自有产品高增长，进入快速发展阶段

投资要点

- **事件:** 公司 2019Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 3.4 亿元、0.4 亿元，同比增速分别约为 -9.4%、20.7%。
- **自有产品高增长，进入快速发展阶段。** 2019Q1 公司营业收入约为 3.4 亿元，同比下降约为 9.4%，主要原因为受到因两票制影响代理业务收入大幅度下降，但公司的自有产品实现收入 2.7 亿元，同比增长 42%。盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片收入同比增长 29.97%，馥感琳口服液、益气健脾口服液等核心品种收入稳步增长，芬香清解口服液、参柏洗液等产品收入进入快速增长阶段。公司期间内扣非净利润约为 0.4 亿元，同比增长约 20.7%，远高于收入增速，具体分析如下：1) 毛利率约为 80.4%，同比提升约 19 个百分点，主要是代理收入下降所致。我们估算 2019Q1 代理收入占比约为 20%，较 2018 年下降约 32 个百分点，且年报数据中代理业务毛利率约为 40% 远低于自有产品，Q1 收入结构变化导致整体毛利率提升；2) 期间费用率约为 62%、同比提升约 13 个百分点，低于毛利率提升幅度。其中销售费用约为 1.7 亿元，同比提升约 12.5%，低于自有产品增速，整体控制较好；管理研发费用合计约为 0.38 亿元，同比增长约 42%，其中研发费用增速超过 80%。
- **儿童药生产企业全国布局，产品协同拉动增长。** 1) 公司产品规格齐全储备丰富，共拥有 95 个品种 134 个药品注册批件，其中独家产品 11 个。且涵盖疾病谱广，涉及儿科常见疾病、心脑血管疾病、肾脏疾病、消化系统疾病、糖尿病、肝病等多个领域，2018 年与台湾晟德大药厂在广州设立合资企业，首批合作引进 50 个儿童药品，其中独家品种（含独家剂型）23 个，产品线将更加完善；2) 以学术推广为主导，全国销售布局积极。已经建立起从全国级到省市级，涵盖中西医的儿童专家体系，通过学术推广树立产品品牌地位。同时通过渠道管理扁平化，精细化驻地化营销管理模式，进行全国销售布局，2018 年广东省以外市场收入同比增长 67%，预计 2019 年省外仍将保持快速增长；3) **产品快速增长，协同作用明显。** 盐酸克林霉素系列为广谱抗菌素，经典儿科药且用量明确，受益于限制大输液政策，市场格局好且近年来增长明显，预计 2019 年全年增速超过 20%。二线品种如芬香清解口服液、馥感琳口服液、益气健脾口服液、参柏洗液等在产品协同作用带动下，预计全年增速或超过 50%。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.59 元、1.97 元和 2.38 元，对应估值分别约为 31 倍、25 倍和 20 倍。公司核心产品儿童克林霉素系列稳定增长，二线产品在协同作用带动下高速增长，处于快速发展阶段，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 产品销量或低于预期的风险；其他不可预知风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1429.55	1573.58	1860.53	2223.84
增长率	3.57%	10.07%	18.24%	19.53%
归属母公司净利润 (百万元)	208.22	256.44	317.32	384.09
增长率	32.88%	23.16%	23.74%	21.04%
每股收益 EPS (元)	1.29	1.59	1.97	2.38
净资产收益率 ROE	15.98%	16.80%	17.59%	17.96%
PE	38	31	25	20
PB	6.05	5.16	4.37	3.68

数据来源: Wind, 西南证券

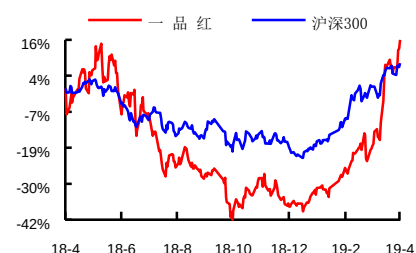
西南证券研究发展中心

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

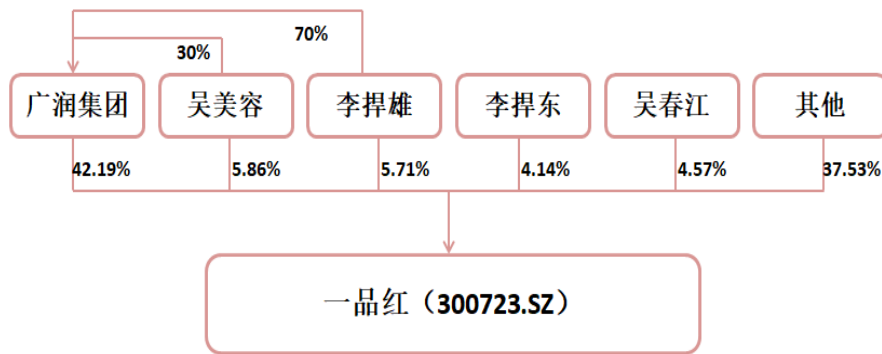
总股本(亿股)	1.61
流通 A 股(亿股)	0.47
52 周内股价区间(元)	24.49-48.7
总市值(亿元)	78.50
总资产(亿元)	15.69
每股净资产(元)	8.36

相关研究

1 以儿童药为特色的医药生产销售企业

公司产品涉及儿科常见疾病、心脑血管疾病、肾脏疾病、消化系统疾病、糖尿病、肝病等多个领域。公司大股东为广润集团，其中董事长李捍雄股份占比为 70%。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品以儿童药为主，收入占比约为 63%。其中核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯系列收入超过 4 亿元，2019Q1 仍维持 30% 左右增长。其余产品如芩香清解口服液、馥感喉口服液、益气健脾口服液、参柏洗液均围绕儿科领域。2018 年与台湾晟德大药厂在广州设立合资企业，首批合作引进 50 个儿童药品，其中独家品种（含独家剂型）23 个，产品线将更加完善。

表 1：公司核心产品概况

药品名称	适应症	产品特点及优势
盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	革兰氏阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病。	2017 年国家医保目录单列产品、2018 年国家基本药物目录产品。独家专利品种、非限制类口服抗菌药物；高新技术产品；广东省优秀品牌产品；国内外多个权威指南推荐；药物经济学评价报告显示，经济性优于同类产品；入选《国家基本药物处方集》（2012 年版）、《儿童处方集》等。
盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒	革兰氏阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病。	2017 年国家医保目录产品、专利品种、非限制类口服抗菌药物；高新技术产品；国内外多个权威指南推荐，入选《中国国家处方集》《中国药典,2015 版》《中国国家处方集（儿童版）》等。
芩香清解口服液	用于小儿上呼吸道感染表里俱热症。	2017 年国家医保目录产品，独家专利品种，高新技术产品；《广东省手足口病诊疗指南（2018 年版）》推荐作为手足口病普通型基础用药，《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》推荐用于儿童上呼吸道感染治疗，“十三五”创新教材《中药调剂学》儿科常用中成药
馥感喉口服液	用于小儿气虚感冒所引起的发热、咳嗽、气喘、咽喉肿痛。	中药保护品种；独家专利产品、高新技术产品；2400 例上市后再评价研究列入“国家十二五重大新药专项儿童用药品种”、“十三五国家科技重大专项—儿童用药品种”；《广东省手足口病诊疗指南（2018 年版）》等多个权威指南推荐用于治疗儿童感冒、反复呼吸道感染、手足口病、哮喘等疾病治疗。
益气健脾口服液	儿童症见自汗、盗汗、消化不良、伤食、脾虚痞积。	地方医保、地方基药、高新技术产品；独家品种；《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》推荐用药。
参柏洗液	清热燥湿，杀虫止痒。用于慢性湿疹。	独家专利产品；《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》推荐用于儿童湿疹，《中成药临床应用指南-妇科疾病分册》推荐用于慢性盆腔炎。

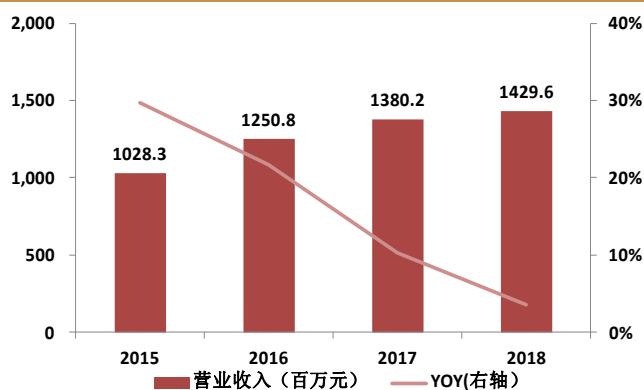
数据来源：公司公告，西南证券整理

国家食药监局相关数据显示,国内 3500 多种化学药品制剂中,供应儿童专用的药品不足 60 种,90% 的药品无适用于儿童剂型。而国内 18 个药品注册批件中,儿童专用药物 3000 个,所占比例不 2% (以上为公司 2018 年年报信息)。由于儿童用药研发难度大,且对疗效和安全性要求更高,临床试验的风险和难度也较大。公司具有国家/省级研发平台,且国内外紧密配合,坚持研发高投入。2017-2018 年研发投入/营业收入比例在 6% 以上,2018 年研发支出约为 0.9 亿元,同比增长约 12.7%,高于收入增速。在儿童药领域的持续研发投入,也将增强其产品线壁垒。

2 自产产品高增长, 盈利能力提升

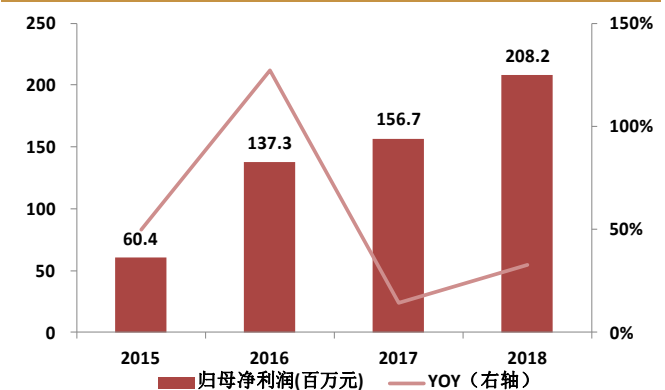
公司 2015-2018 年收入和归母净利润复合增速分为 12% 和 51%。其中 2018 年收入增速约为 4%, 该年度增速下滑与公司在两票制背景下收缩代理业务有关。2018 年公司归母净利润增速约为 33%, 主要原因为高毛利的自产产品占比提升, 且随着广东省以外市场收入规模快速增长, 公司盈利能力继续加强。

图 2: 公司 2015-2018 收入增长趋势



数据来源: Wind, 西南证券整理

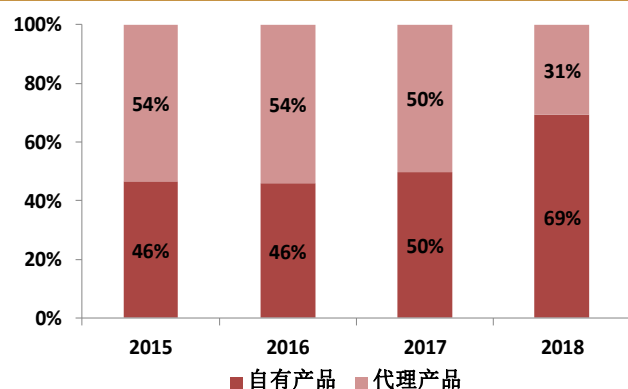
图 3: 公司 2015-2018 归母净利润增长趋势



数据来源: Wind, 西南证券整理

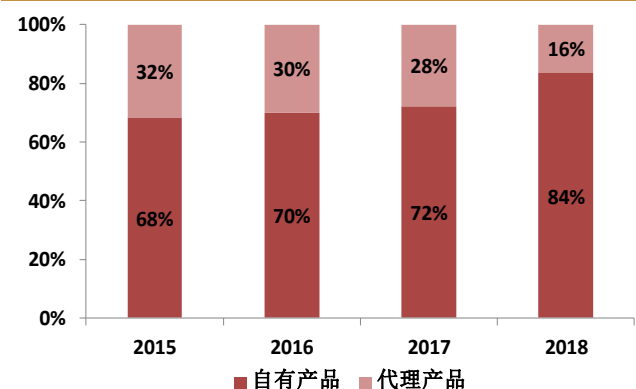
受行业两票制影响,2018 年公司代理业务收入占比下降近 20 个百分点, 约为 31%; 与此同时,2018 年代理业务毛利占比下降至 16%。我们估算 2019Q1 代理收入占比约为 20%, 较 2018 年下降约 32 个百分点, 且年报数据中代理业务毛利率约为 40% 远低于自有产品, Q1 收入结构变化导致公司整体毛利率提升。

图 4: 公司 2015-2018 年收入结构变化趋势



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司 2015-2018 年毛利结构变化趋势



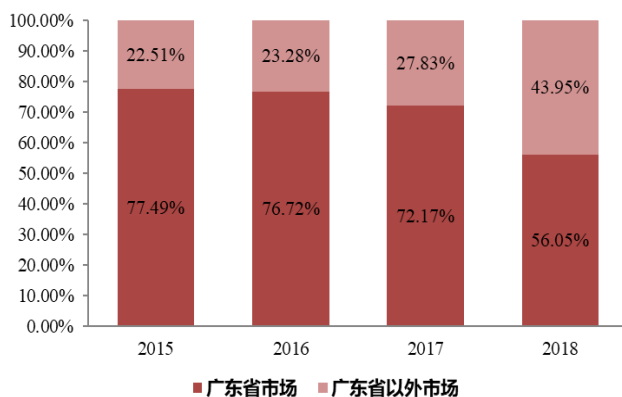
数据来源: Wind, 西南证券整理

在公司自产产品中，盐酸克林霉素系列为广谱抗菌素，经典儿科药且用量明确，受益于限制大输液政策，市场格局好且近年来增长明显，预计 2019 年全年增速超过 20%。二线品种如芬香清解口服液、馥感林口服液、益气健脾口服液、参柏洗液等在产品协同作用带动下，预计全年增速或超过 50%。

3 依靠网络优势，进行省外区域扩张

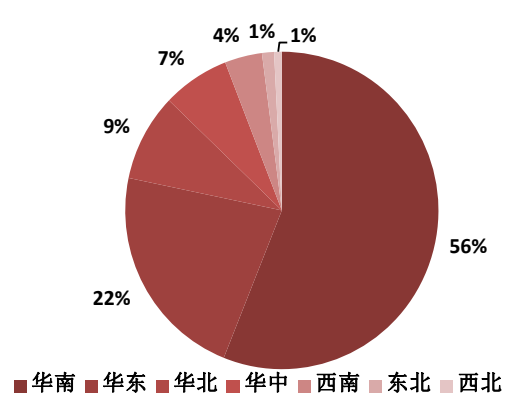
公司已经建立起从全国级到省市级，涵盖中西医的儿童专家体系，通过学术推广树立产品品牌地位。同时通过渠道管理扁平化，精细化驻地化营销管理模式，进行全国销售布局，2018 年广东省以外市场收入同比增长 67%，预计 2019 年省外仍将保持快速增长。

图 6：广东省省内和省外销售占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：销售区域情况（2018 年）



数据来源：Wind，西南证券整理

4 估值与评级

相关假设

- 预计 2019-2021 年盐酸克林霉素系列销量增速分别约为 20%、15%、10%；
- 预计 2019-2021 年二线产品系列销量增速分别约为 60%、35%、35%；
- 预计代理业务受两票制影响或规模下降，2019-2021 年收入增速分别约为 -60%、-50%、-100%；
- 预计 2019-2021 年销售费用约为 50% 左右，管理费用约为 12% 左右。

表 1：公司业务分拆表

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	1251	1380	1430	1574	1860	2224
yoy		10.4%	3.6%	10.1%	18.2%	19.5%
营业成本	599	580	394	273	265	266
毛利率	52.1%	58.0%	72.5%	82.6%	85.8%	88.0%
自有业务						

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	574	686	953	1342	1701	2138
yoy		19.4%	39.0%	40.7%	26.8%	25.7%
其中：盐酸克林霉素	392	421	459	551	633	697
yoy		7.2%	9.1%	20.0%	15.0%	10.0%
其中：其他产品	182	265	494	791	1068	1441
yoy		45.7%	86.3%	60.0%	35.0%	35.0%
成本	118	109	126	161	204	257
毛利率	79.4%	84.2%	86.8%	88.0%	88.0%	88.0%
代理业务						
收入	676	694	425	170	85	0
yoy		2.7%	-38.9%	-60.0%	-50.0%	-100.0%
成本	481	471	262	105.28	52.64	0.00
毛利率	28.8%	32.1%	38.3%	38.0%	38.0%	38.0%
其它						
收入			52	62	74	86
yoy				20.0%	20.0%	15.0%
成本			6	7	8	9
毛利率			89.2%	89.0%	89.0%	89.0%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计 2019-2021 年营业收入分别约为 15.7 亿元、18.6 亿元、22.2 亿元，未来三年复合增速约为 15.9%；2019-2021 年净利润分别为 2.6 亿元、3.2 亿元和 3.8 亿元，未来三年复合增速约为 22.6%。

相对估值

我们选取恒瑞医药、海思科、莱美药业为处方药代表标的，选取山大华特、亚宝药业及葵花药业为儿童药代表标的，作为相对估值分析，6 家可比公司 2019 年平均估值约为 32 倍。

表 2：可比公司估情况

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			市净率 PB
			TTM	19E	20E	
300723	一品红	78	36	31	25	5.8
平均值			42	32	25	5.7
600276	恒瑞医药	2851	66	54	43	14.0
002653	海思科	148	44	37	29	7.3
300006	莱美药业	63	55	40	28	3.7
000915	山大华特	56	43	21	16	3.5
600351	亚宝药业	65	25	24	19	2.3
002737	葵花药业	106	19	15	13	3.2

数据来源：wind、西南证券整理

我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.59 元、1.97 元和 2.38 元，对应估值分别约为 31 倍、25 倍和 20 倍，2019 年估值水平与可比公司相当。由于公司核心产品儿童克林霉素系列稳定增长，二线产品在协同作用带动下高速增长，处于快速发展阶段，首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

产品销量或低于预期的风险；其他不可预知风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1429.55	1573.58	1860.53	2223.84	净利润	207.69	255.94	316.82	383.59
营业成本	393.47	273.11	264.97	266.00	折旧与摊销	36.05	34.80	34.80	34.80
营业税金及附加	17.77	19.56	23.13	27.65	财务费用	16.30	10.92	-3.71	-4.83
销售费用	614.08	786.79	986.08	1223.11	资产减值损失	10.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.28	188.83	223.26	266.86	经营营运资本变动	627.40	54.46	-60.48	-72.02
财务费用	16.30	10.92	-3.71	-4.83	其他	-659.73	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	10.88	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	238.60	356.12	287.43	341.54
投资收益	22.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-22.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	430.66	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	408.45	0.00	0.00	0.00
营业利润	234.83	294.37	366.80	445.04	短期借款	140.50	-140.50	0.00	0.00
其他非经营损益	8.88	9.29	8.16	8.66	长期借款	-250.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	243.71	303.65	374.96	453.70	股权融资	39.96	0.00	0.00	0.00
所得税	36.02	47.71	58.14	70.11	支付股利	-24.00	-31.89	-39.28	-48.60
净利润	207.69	255.94	316.82	383.59	其他	114.29	-149.76	3.71	4.83
少数股东损益	-0.54	-0.50	-0.50	-0.50	筹资活动现金流净额	19.88	-322.15	-35.56	-43.77
归属母公司股东净利润	208.22	256.44	317.32	384.09	现金流量净额	666.93	33.97	251.87	297.76
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	751.60	785.58	1037.44	1335.20	成长能力				
应收和预付款项	361.53	293.32	360.73	440.35	销售收入增长率	3.57%	10.07%	18.24%	19.53%
存货	78.11	54.22	52.60	52.81	营业利润增长率	29.24%	25.35%	24.61%	21.33%
其他流动资产	27.12	29.85	35.29	42.18	净利润增长率	34.15%	23.24%	23.79%	21.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.56%	18.42%	17.00%	19.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	197.55	170.68	143.81	116.94	毛利率	72.48%	82.64%	85.76%	88.04%
无形资产和开发支出	349.59	341.66	333.72	325.79	三费率	50.06%	62.69%	64.80%	66.78%
其他非流动资产	15.45	15.45	15.45	15.45	净利率	14.53%	16.26%	17.03%	17.25%
资产总计	1780.95	1690.75	1979.05	2328.73	ROE	15.98%	16.80%	17.59%	17.96%
短期借款	140.50	0.00	0.00	0.00	ROA	11.66%	15.14%	16.01%	16.47%
应付和预收款项	94.47	74.59	86.37	100.93	ROIC	18.14%	28.06%	33.83%	38.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.09%	21.61%	21.39%	21.36%
其他负债	246.70	92.83	91.82	91.95	营运能力				
负债合计	481.67	167.42	178.18	192.87	总资产周转率	0.88	0.91	1.01	1.03
股本	161.47	161.47	161.47	161.47	固定资产周转率	8.13	9.63	13.63	20.28
资本公积	668.56	668.56	668.56	668.56	应收账款周转率	7.31	6.51	7.59	7.34
留存收益	501.20	725.75	1003.79	1339.27	存货周转率	3.72	4.13	4.96	5.05
归属母公司股东权益	1298.42	1522.97	1801.01	2136.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.11%	—	—	—
少数股东权益	0.86	0.36	-0.14	-0.64	资本结构				
股东权益合计	1299.28	1523.33	1800.87	2135.86	资产负债率	27.05%	9.90%	9.00%	8.28%
负债和股东权益合计	1780.95	1690.75	1979.05	2328.73	带息债务/总负债	29.17%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.88	10.70	12.44	13.95
					速动比率	2.70	10.20	12.00	13.55
					股利支付率	11.53%	12.44%	12.38%	12.65%
					每股指标				
					每股收益	1.29	1.59	1.97	2.38
					每股净资产	8.05	9.43	11.15	13.23
					每股经营现金	1.48	2.21	1.78	2.12
					每股股利	0.15	0.20	0.24	0.30
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	287.19	340.09	397.89	475.02					
PE	37.77	30.66	24.78	20.47					
PB	6.05	5.16	4.37	3.68					
PS	5.50	5.00	4.23	3.54					
EV/EBITDA	25.68	20.77	17.12	13.71					
股息率	0.31%	0.41%	0.50%	0.62%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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
	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