

收入增速符合预期，专科药高速增长

投资要点

- 事件:**公司2018年营业收入、扣非净利润分别约为15.6亿元、0.43亿元，同比增速分别约为21.9%、-8.5%；2019Q1营业收入、扣非净利润分别约为3.1亿元、0.19亿元，同比增速分别约为-4.3%、11.4%。
- 收入增速符合预期，专科药为核心看点。**公司2018年营业收入约为15.6亿元，同比增长约21.9%，其中特色专科药收入约为9.3亿元，同比增速约为54.7%。由于公司加大招投标和进院力度，艾司奥美拉唑收入增速约为62%，估计其收入规模或超过4亿元；纳米炭悬混注射液在甲状腺领域的市场优势地位明显，估计其收入规模或超过3.5亿元，增速或超过40%；大输液板块湖南康源收入约为1.5亿元，同比增速约为43%。公司2018年扣非净利润约为0.43亿元，同比增速约-8.5%，具体分析如下：1)公司毛利率约为61%，同比提升约12个百分点，主要原因为高毛利的专科药占比提升，大输液及抗感染药销售模式调整所致；2)期间费用约为53.4%，同比提升约10个百分点。其中销售费用约为6亿元，同比增长约76.5%；为销售模式变化及市场研发投入增加所致；此外受短期借款规模上升影响，公司财务费用约为0.5亿元，同比增加约43%；3)2018年归母利润约为0.98亿元，低于前期业绩快报数据，原因为海外投资项目计提减值所致。单季度来看，2019Q1营业收入、扣非净利润分别约为3.1亿元、0.19亿元，同比增速分别约为-4.3%、11.4%，符合前期业绩预告范围。其中特色专科药收入增速约为6.8%，受销售模式变化影响大输液收入增速约为34.6%。与2018年水平相比，2019Q1销售费用率基本持平，管理研发费用和财务费用率有提升，为季节性因素。公司近期代理的他达拉非片在2019Q1未实现销售，预计2019Q2将贡献业绩，且呈现逐季增加趋势。
- 欣炜歌开始铺货销售，看好公司业绩增长。**1)他达拉非(欣炜歌)为公司新代理的重磅品种，该药物为礼来原研，适应症为勃起功能障碍(ED)。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。他达拉非具有作用时间长且不受酒精及饮食限制等优点，对标产品白云山金戈2018年销量超过4700万粒，市场空间巨大。欣炜歌4月已经开始铺货上市销售，保守估计2019年他达拉非带来的收入增量或超过2亿元，如与天猫、京东等新零售平台合作则收入将超预期；2)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。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，专家认可度高。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。已经在甲状腺癌、乳腺癌、胃癌、肠癌等领域使用，未来或将向整个实体瘤推广，前景看好。预计随着渗透率提升及适应症拓展，收入或将快速增长；3)艾司奥美拉唑肠溶胶囊(莱美舒)为国内独家首仿4类新药，口服剂型且视同通过一致性评价，竞争格局好历史中标价格维持在65元/盒以上较为稳定。随着各省份继续推进，且政策对PPI注射剂型的使用限制也将利好口服，估计2019年收入仍将快速增长；4)子公司湖南康源亏损或收窄。湖南康源在2018年亏损约0.28亿元，将继续打造高端大输液基地，2019年看点是混药器上市销售，如能顺利实现预定销售规划，湖南康源有望减亏。
- 盈利预测与评级。**我们预计2019-2021年EPS分别为0.19元、0.30元和0.46元，对应估值分别约为44倍、27倍和18倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:**产品销量或低于预期、药品降价风险、子公司亏损幅度加大风险、其他不可预知风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1562.37	2122.69	2829.36	3741.26
增长率	21.86%	35.86%	33.29%	32.23%
归属母公司净利润(百万元)	98.00	151.60	245.85	373.40
增长率	76.39%	54.69%	62.17%	51.88%
每股收益EPS(元)	0.12	0.19	0.30	0.46
净资产收益率ROE	5.29%	8.21%	11.92%	15.57%
PE	68	44	27	18
PB	3.84	3.59	3.21	2.76

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

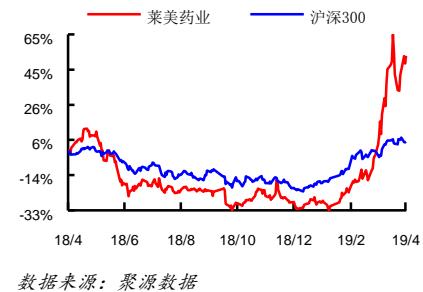
分析师: 何治力

执业证号: S1250515090002

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



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)	3.55-8.8
总市值(亿元)	66.28
总资产(亿元)	30.97
每股净资产(元)	2.10

相关研究

- 莱美药业(300006):扣非业绩稳定增长，专科药贡献占比提升 (2019-04-10)
- 莱美药业(300006):欣炜歌放量或超预期，公司发展进入快车道 (2019-03-29)

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	1562.37	2122.69	2829.36	3741.26	净利润	91.13	151.60	245.85	373.40
营业成本	612.51	796.54	1039.51	1351.71	折旧与摊销	108.85	3.22	3.22	3.22
营业税金及附加	28.69	38.99	51.96	68.71	财务费用	52.52	65.84	89.08	104.61
销售费用	602.23	827.85	1089.30	1421.68	资产减值损失	32.17	10.00	10.00	10.00
管理费用	136.23	201.66	254.64	336.71	经营营运资本变动	-40.78	-403.58	-350.33	-434.36
财务费用	52.52	65.84	89.08	104.61	其他	-18.01	-7.44	-10.70	-10.07
资产减值损失	32.17	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流量净额	225.89	-180.37	-12.88	46.80
投资收益	32.23	0.00	0.00	0.00	资本支出	748.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1067.41	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-319.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	109.50	181.82	294.86	447.84	短期借款	414.36	374.07	202.95	185.88
其他非经营损益	-0.20	0.00	0.00	0.00	长期借款	2.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	109.30	181.82	294.86	447.84	股权融资	-2.75	0.00	0.00	0.00
所得税	18.17	30.22	49.01	74.44	支付股利	0.00	-24.50	-30.32	-36.88
净利润	91.13	151.60	245.85	373.40	其他	-306.92	-271.57	-89.08	-104.61
少数股东损益	-6.87	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量净额	107.38	77.99	83.55	44.39
归属母公司股东净利润	98.00	151.60	245.85	373.40	现金流量净额	20.00	-102.37	70.67	91.19
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	314.64	212.27	282.94	374.13	成长能力				
应收和预付款项	619.23	793.29	1067.89	1415.10	销售收入增长率	21.86%	35.86%	33.29%	32.23%
存货	311.74	402.86	527.22	686.19	营业利润增长率	126.70%	66.05%	62.17%	51.88%
其他流动资产	41.66	7.67	10.22	13.52	净利润增长率	97.85%	66.34%	62.17%	51.88%
长期股权投资	234.40	234.40	234.40	234.40	EBITDA 增长率	36.65%	-7.38%	54.32%	43.52%
投资性房地产	11.09	11.09	11.09	11.09	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	60.80%	62.47%	63.26%	63.87%
无形资产和开发支出	517.98	514.82	511.65	508.49	三费率	50.63%	51.60%	50.65%	49.80%
其他非流动资产	1090.02	1089.96	1089.90	1089.84	净利率	5.83%	7.14%	8.69%	9.98%
资产总计	3140.78	3266.35	3735.31	4332.76	ROE	5.29%	8.21%	11.92%	15.57%
短期借款	632.46	1006.52	1209.47	1395.35	ROA	2.90%	4.64%	6.58%	8.62%
应付和预收款项	110.82	211.08	261.57	336.61	ROIC	9.24%	15.42%	18.03%	20.51%
长期借款	48.00	48.00	48.00	48.00	EBITDA/销售收入	17.34%	11.82%	13.68%	14.85%
其他负债	625.46	154.32	154.32	154.32	营运能力				
负债合计	1416.74	1419.92	1673.36	1934.28	总资产周转率	0.53	0.66	0.81	0.93
股本	812.24	812.24	812.24	812.24	固定资产周转率	4.02	—	—	—
资本公积	580.47	580.47	580.47	580.47	应收账款周转率	3.48	3.55	3.64	3.58
留存收益	302.12	429.22	644.74	981.26	存货周转率	1.85	2.22	2.22	2.22
归属母公司股东权益	1699.54	1821.93	2037.46	2373.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.99%	—	—	—
少数股东权益	24.50	24.50	24.50	24.50	资本结构				
股东权益合计	1724.04	1846.43	2061.96	2398.48	资产负债率	45.11%	43.47%	44.80%	44.64%
负债和股东权益合计	3140.78	3266.35	3735.31	4332.76	带息债务/总负债	48.03%	74.27%	75.15%	74.62%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	1.06	1.16	1.28	1.44
EBITDA	270.87	250.88	387.17	555.67	速动比率	0.80	0.83	0.93	1.04
PE	67.63	43.72	26.96	17.75	股利支付率	0.00%	16.16%	12.33%	9.88%
PB	3.84	3.59	3.21	2.76	每股指标				
PS	4.24	3.12	2.34	1.77	每股收益	0.12	0.19	0.30	0.46
EV/EBITDA	22.42	25.30	16.74	11.83	每股净资产	2.12	2.27	2.54	2.95
股息率	0.00%	0.37%	0.46%	0.56%	每股经营现金	0.28	-0.22	-0.02	0.06
					每股股利	0.00	0.03	0.04	0.05

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	yl@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	sunyao Yao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn