

银杏内酯持续放量，收入与业绩加速增长

投资要点

- **业绩总结：**公司2019年上半年实现营业收入22.6亿元，同比增长22.6%；实现归母净利润2.4亿元，同比增长20.4%。
- **收入与业绩增长加速，银杏二萜内酯等新品种增长突出。**2019Q2实现收入与归母净利润分别为11.8亿、1.3亿，同比增长24.6%、22.6%。公司收入与业绩加速增长的主要是由银杏二萜内酯、金振口服液、桂枝茯苓胶囊等新品种的快速放量驱动。公司最大单品热毒宁受医院二次议价、二级医院以下销售受限等政策影响下，销售收入基本趋于平稳。样本医院数据显示，公司右美同增速超过30%，是公司过亿品种中增速最快单品。2019H1，公司综合毛利率为79.6%，同比提升4.4个百分点，主要得益于银杏二萜内酯、金振口服液等品种的快速放量。2019H1销售费用率为49.2%，高于去年同期3.1个百分点；管理费用率为3.6%，与去年同期基本持平。
- **以中药为核心，加大研发投入，积极布局化药创新药领域。**2019H1公司研发投入2.7亿元，同比增长49%，研发费用占营业收入比例为11.8%，绝对数额与占收入比例均已达到国内主流药企的水平。在研发领域，公司以中药产业为核心的同时积极的布局化学药产业；2016年9月，公司和南京华威医药成立合资子公司“康缘华威”，公司持股60%，作为公司化药研发平台。公司已经取得了显著的研发成果，2019H1公司获得2个1类化学创新药临床批件，在研1类化药总数已达6个，涉及抗肿瘤、老年痴呆、精神分裂等重大适应症。此外，公司持续围绕已上市中药大品种，开展循证医学临床再评价研究和基础研究，完成金振口服液等多个品种的物质基础及作用机制研究，稳步推进银杏二萜内酯葡胺注射液等5个品种临床试验。
- **盈利预测与评级。**预计2019-2021年EPS分别为0.88元、1.10元、1.32元，未来三年归母净利润将保持22%的复合增长率。受益于新进医保，银杏二萜内酯、金振口服液等品种快速放量，驱动公司短期业绩快速增长；化药平台的布局，为公司中长期发展提供众多仿制与创新药品种。参考中药行业估值情况，行业可比公司平均估值2019年为13.8倍PE，公司当前PE18倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**热毒宁销售持续受临床限制而下滑、药品研发进度不达预期等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3823.80	4691.74	5714.85	6746.75
增长率	16.77%	22.70%	21.81%	18.06%
归属母公司净利润（百万元）	431.39	524.22	651.56	783.02
增长率	15.41%	21.52%	24.29%	20.17%
每股收益EPS（元）	0.73	0.88	1.10	1.32
净资产收益率ROE	11.24%	12.07%	13.16%	13.80%
PE	22	18	15	12
PB	2.48	2.20	1.93	1.69

数据来源：Wind，西南证券

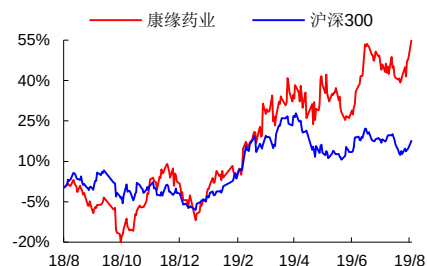
西南证券研究发展中心

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：陈进
 执业证号：S1250517100002
 电话：021-68416017
 邮箱：cj@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)	5.93
流通A股(亿股)	5.75
52周内股价区间(元)	8.44-16.25
总市值(亿元)	96.34
总资产(亿元)	59.73
每股净资产(元)	6.21

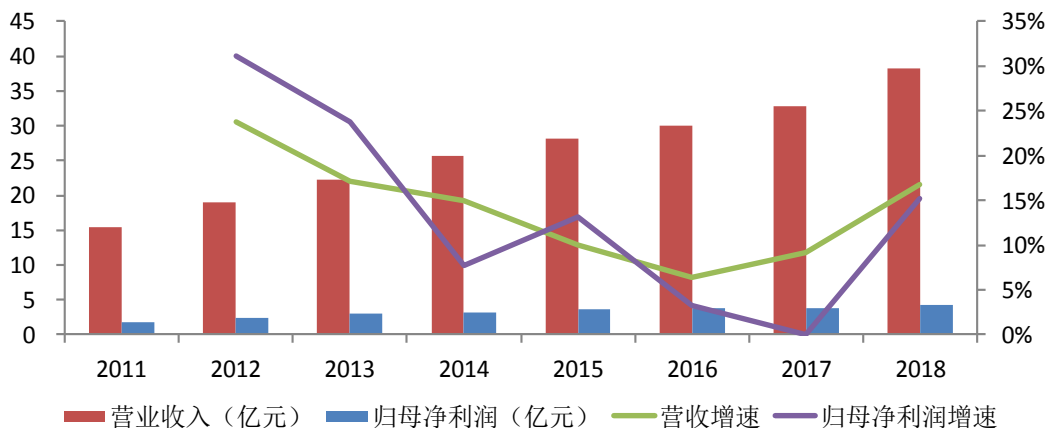
相关研究

1 公司主营：中药现代化标杆企业

公司拥有国内最现代化的中药研发与生产技术，是中药现代化代表企业之一。公司目前主要产品线聚焦呼吸系统疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域，呼吸系统产品线的代表品种有热毒宁注射液、金振口服液、杏贝止咳颗粒等；妇科产品线的代表品种有桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊等；心脑血管产品线的代表品种有银杏二萜内酯葡胺注射液、天舒胶囊、龙血通络胶囊、益心舒片、大林红景天胶囊、苈蓉总苷胶囊等；骨科产品线的代表品种有腰痹通胶囊、复方南星止痛膏、淫羊藿总黄酮胶囊、抗骨增生胶囊等；同时还拥有主治小儿多发性抽动症的九味熄风颗粒等儿科品种。

2011-2018 年，公司营业收入由 15.4 亿增长至 38.2 亿元，复合增速为 13.9%；公司归母净利润由 1.8 亿增长至 4.3 亿元，复合增速为 13%。

图 1：2011-2018 年公司营业收入与归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

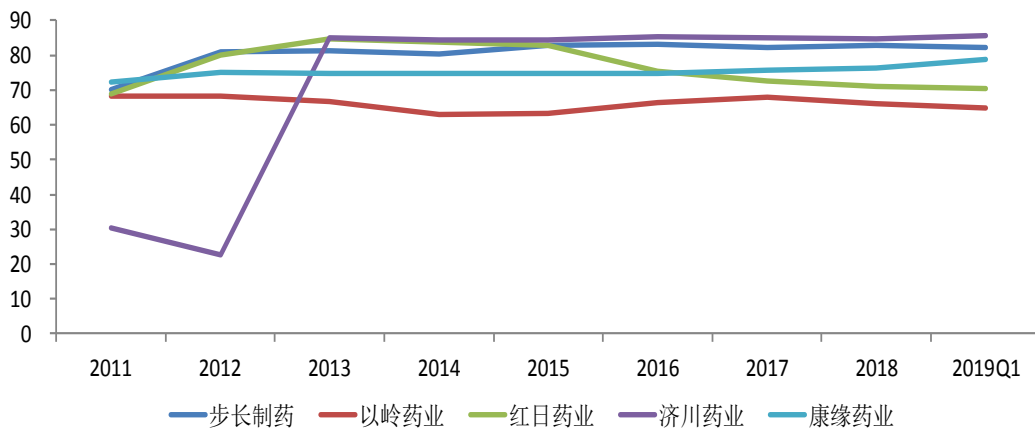
2 经营情况：银杏等新品种放量明显，加大化药研发投入

热毒宁注射液是公司最核心的产品，占公司收入比例长期保持在 50% 左右。2017 年，国家新版医保出台后，热毒宁被限制在二级及以上医院重症患者使用，对该产品销售推广造成较大的影响。

热毒宁受限的同时，公司银杏二萜内酯注射液、金振口服液等品种新进国家医保目录，并实现快速放量，银杏二萜内酯增速尤为明显，预计 2019 年该品种销售额将突破 8 亿元；该品种在 2017 年进入新版医保目录之前，销售额不足 1 亿元。增长放量同样明显的有金振口服液、桂枝茯苓胶囊等重点品种，这些品种是未来驱动公司成长的核心品种。

公司新品种不断放量增长，带动公司整体毛利率有较明显的提升，2019H1 公司综合毛利率为 79.6%，同比提升 4.4 个百分点。与同行业公司对比，公司综合毛利率处于中游水平，并有进一步提高的趋势。

图 2：2011-2019Q1 公司毛利率与同行业公司对比情况



数据来源：wind，西南证券整理

公司重视中药的同时加大了化学药物的研发投入，2016 年 9 月，公司和南京华威医药成立合资子公司“康缘华威”，公司持股 60%，作为公司化药研发平台。该化药研发平台目前已经累计研发化药仿制药品种超过 10 个，1 类创新药 6 个，是公司实现由中药单业务向中药与化药创新药并重发展的重要平台。

表 1：公司在研化药创新药品种信息

名称	分类	研发进展	适应症
氟诺派齐片	化药 1 类	I 期临床试验中	老年痴呆
马来酸 TPN672 片	化药 1 类	I 期临床准备	精神分裂
KY0467 颗粒	化药 1 类	I 期临床准备	儿童手足口病
KY1701 片	化药 1 类	I 期临床准备	乳腺癌
SIPI-2011 原料及制剂	化药 1 类	I 期临床准备	心律失常
KYH2017091 原料及片	化药 1 类	I 期临床准备	前列腺增生

数据来源：wind

3 盈利预测

核心产品关键假设：

假设 1：注射剂：受益于银杏内酯新进医保持续放量，预计 2019-2021 年注射剂销量增速分别为 40%、25%、20%，毛利率分别为 82%、83%、84%；

假设 2：胶囊：受益于桂枝茯苓胶囊快速增长，预计 2019-2021 年胶囊销量增速分别为 15%、10%、10%，毛利率维持 74.5%左右；

假设 3：口服液：受益于金振口服液新进医保持续放量，预计 2019-2021 年口服液销量增速分别为 45%、30%、25%，毛利率维持 82%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计：营业收入	3823.81	4691.74	5714.84	6746.76
yoy	16.77%	22.70%	21.81%	18.06%
合计：营业成本	904.94	994.80	1,154.80	1,299.18
毛利率	76.33%	78.80%	79.79%	80.74%
注射剂				
收入	1991.27	2367.54	2959.43	3551.31
yoy	17.75%	40.00%	25.00%	20.00%
成本	402.41	426.16	503.10	568.21
毛利率	79.79%	82.00%	83.00%	84.00%
胶囊				
收入	813.99	936.09	1029.70	1132.67
yoy	-5.19%	15.00%	10.00%	10.00%
成本	219.46	243.38	262.57	283.17
毛利率	73.04%	74.00%	74.50%	75.00%
口服液				
收入	487.30	706.59	918.56	1148.20
yoy	81.82%	45.00%	30.00%	25.00%
成本	114.06	130.72	165.34	200.94
毛利率	76.59%	81.50%	82.00%	82.50%
片剂				
收入	295.80	325.38	351.41	368.98
yoy	20.59%	10.00%	8.00%	5.00%
成本	102.41	107.38	114.21	118.07
毛利率	65.38%	67.00%	67.50%	68.00%
贴剂				
收入	176.64	247.30	296.76	341.27
yoy	6.82%	40.00%	20.00%	15.00%
成本	41.87	53.17	62.32	69.96
毛利率	76.30%	78.50%	79.00%	79.50%
颗粒剂、冲剂				
收入	49.07	98.14	147.21	191.37
yoy	30.09%	100.00%	50.00%	30.00%
成本	16.75	26.50	39.01	49.76
毛利率	65.87%	73.00%	73.50%	74.00%
其他业务				
收入	9.74	10.71	11.79	12.96
yoy	12.08%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	7.98	7.50	8.25	9.07
毛利率	18.07%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源：wind，西南证券

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88 元、1.10 元、1.32 元，未来三年归母净利润将保持 22% 的复合增长率。受益于新进医保，银杏二萜内酯、金振口服液等品种快速放量，驱动公司短期业绩快速增长；化药平台的布局，为公司中长期发展提供众多仿制与创新药品种。参考中药行业估值情况，行业可比公司平均估值 2019 年为 13.8 倍 PE，公司当前 PE 18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：行业可比公司估值情况

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603858.SH	步长制药	220	18.9	20	21.2	22.5	11.6	11.0	10.4	9.8
002603.SZ	以岭药业	130	6	7.2	8.4	9.7	21.7	18.1	15.5	13.4
600535.SH	天士力	255	15.5	17.7	20.3	23.4	16.5	14.4	12.6	10.9
600566.SH	济川药业	240	16.9	20.6	24.9	30.1	14.2	11.7	9.6	8.0
平均							16.0	13.8	12.0	10.5

数据来源：wind，西南证券整理。注：wind 一致预期截止 2019-8-20

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	3823.80	4691.74	5714.85	6746.75	净利润	437.60	528.22	655.56	787.02
营业成本	904.94	994.81	1154.80	1299.18	折旧与摊销	160.74	271.25	279.69	284.88
营业税金及附加	73.89	92.83	112.98	132.91	财务费用	43.97	33.07	15.53	0.99
销售费用	1888.34	2298.95	2828.85	3373.38	资产减值损失	-4.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	149.65	670.92	857.23	1045.75	经营营运资本变动	-2.36	-391.21	-455.41	-464.36
财务费用	43.97	33.07	15.53	0.99	其他	0.47	-2.10	-1.86	-2.05
资产减值损失	-4.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	636.39	439.21	493.51	606.48
投资收益	2.79	2.00	2.00	2.00	资本支出	-211.92	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-116.17	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-328.10	-38.00	-38.00	-38.00
营业利润	500.63	603.17	747.47	896.55	短期借款	-45.18	-228.06	-285.79	-121.15
其他非经营损益	-4.62	-4.46	-4.42	-4.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	496.00	598.71	743.05	892.05	股权融资	3.11	0.00	0.00	0.00
所得税	58.40	70.49	87.49	105.03	支付股利	-36.99	-42.69	-51.87	-64.47
净利润	437.60	528.22	655.56	787.02	其他	-152.81	-33.07	-15.53	-0.99
少数股东损益	6.22	4.00	4.00	4.00	筹资活动现金流净额	-231.87	-303.81	-353.20	-186.62
归属母公司股东净利润	431.39	524.22	651.56	783.02	现金流量净额	76.43	97.40	102.31	381.86
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	371.77	469.17	571.49	953.34	成长能力				
应收和预付款项	2210.10	2752.71	3344.88	3936.39	销售收入增长率	16.77%	22.70%	21.81%	18.06%
存货	248.88	273.94	318.22	358.36	营业利润增长率	13.28%	20.48%	23.92%	19.94%
其他流动资产	3.44	4.22	5.14	6.07	净利润增长率	15.71%	20.71%	24.11%	20.05%
长期股权投资	4.00	4.00	4.00	4.00	EBITDA 增长率	9.05%	28.66%	14.90%	13.40%
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	2009.27	1789.62	1561.54	1328.25	毛利率	76.33%	78.80%	79.79%	80.74%
无形资产和开发支出	506.80	496.20	485.61	475.02	三费率	54.45%	64.00%	64.77%	65.51%
其他非流动资产	248.69	247.68	246.68	245.67	净利率	11.44%	11.26%	11.47%	11.67%
资产总计	5602.95	6037.55	6537.55	7307.12	ROE	11.24%	12.07%	13.16%	13.80%
短期借款	635.00	406.94	121.15	0.00	ROA	7.81%	8.75%	10.03%	10.77%
应付和预收款项	323.34	435.42	501.73	565.42	ROIC	11.47%	12.70%	14.31%	15.76%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.45%	19.34%	18.25%	17.53%
其他负债	752.39	817.43	933.22	1037.71	营运能力				
负债合计	1710.72	1659.79	1556.10	1603.13	总资产周转率	0.70	0.81	0.91	0.97
股本	616.45	592.88	592.88	592.88	固定资产周转率	2.04	2.57	3.46	4.70
资本公积	528.75	552.32	552.32	552.32	应收账款周转率	3.32	3.46	3.40	3.37
留存收益	2737.81	3219.34	3819.03	4537.57	存货周转率	3.95	3.77	3.87	3.81
归属母公司股东权益	3768.01	4249.53	4849.23	5567.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.74%	—	—	—
少数股东权益	124.22	128.22	132.22	136.22	资本结构				
股东权益合计	3892.23	4377.76	4981.45	5703.99	资产负债率	30.53%	27.49%	23.80%	21.94%
负债和股东权益合计	5602.95	6037.55	6537.55	7307.12	带息债务/总负债	37.12%	24.52%	7.79%	0.00%
					流动比率	1.76	2.24	2.91	3.49
					速动比率	1.60	2.06	2.69	3.25
					股利支付率	8.57%	8.14%	7.96%	8.23%
					每股指标				
					每股收益	0.73	0.88	1.10	1.32
					每股净资产	6.56	7.38	8.40	9.62
					每股经营现金	1.07	0.74	0.83	1.02
					每股股利	0.06	0.07	0.09	0.11
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	705.34	907.48	1042.68	1182.42					
PE	22.33	18.38	14.79	12.30					
PB	2.48	2.20	1.93	1.69					
PS	2.52	2.05	1.69	1.43					
EV/EBITDA	14.24	10.28	8.58	7.14					
股息率	0.38%	0.44%	0.54%	0.67%					

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn