

肝素原料药持续高景气，制剂出口打开成长空间

投资要点

- **事件：**公司注射用硼替佐米获 ANDA 暂时批准，2020 年以来包括米力农注射液、度骨化醇注射液、肝素钠注射液 USP 在内的产品连获 ANDA 签发批准。苯磺顺阿曲库铵注射液在国内获批开展临床试验。
- **抗肿瘤明星制剂硼替佐米获 ANDA 暂批。**硼替佐米是全球第一种人工合成的用于临床治疗的新型蛋白酶体竞争性抑制剂，由仟禧制药开发(后被 Takeda 收购)，自 2003 年上市以来便成为多发性骨髓瘤治疗的首选药物。据 Takeda 财报，2017-2019Q1-3 硼替佐米在美销售额分别为 10.5、9.8、8.4 亿美元，市场需求相对平稳。此次公司下属香港健友获得 ANDA 硼替佐米暂批，待原专利 2022 年 7 月到期后将成为首批硼替佐米仿制替代药在美上市销售，公司将进一步打开美国抗肿瘤制剂市场。PDB 显示 2019 年硼替佐米在国内样本医院市场规模为 5.1 亿人民币，较 2018 年增长 11.0%，原研进口西安杨森占领 65.2% 的市场。公司已于 2019 年 12 月提交国内审批，根据国内硼替佐米仿制药上市的市场规律，预估产品上市后的一至两年内可获得 5%-10% 的市场份额。
- **制剂产品获批速度加快，打开制剂出口空间。**公司目前共拥有 20 项 ANDA 批准，涵盖 12 种制剂产品。2017-2019 分别获批 1 项、6 项、6 项，2020 年来获批 3 项，暂批 1 项。公司在 2018 年报中披露 12 项已申报制剂项目，且多为中美同时申报；2019 新增研究项目 10 项。预计未来公司每年会有 3-5 项产品获批上市，制剂产品销量持续增长值得期待。
- **肝素原料药核心业务有望继续增长。**2019 年肝素出口均价同比增长 6.4%。目前全球肝素原料药的需求平稳增长，上游原料肝素粗品中国供给端受到非洲猪瘟的影响将进一步推高肝素原料药价格。公司肝素粗品储备丰富，截至 2019Q3，存货达到 28 亿元，主要为原材料。若价格升高预期兑现，公司将会因其巨大的成本优势推动业绩增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.82 元、1.11 元和 1.45 元，对应估值分别为 68 倍、50 倍和 39 倍。肝素原料药保持高景气度，公司制剂出口将持续放量。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**ANDA 获批不及预期；肝素原料药价格及销量不及预期；制剂产品销售不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1700.33	2458.40	3376.18	4314.18
增长率	52.81%	44.58%	37.33%	27.78%
归属母公司净利润（百万元）	424.55	587.70	795.79	1041.07
增长率	35.11%	38.43%	35.41%	30.82%
每股收益 EPS（元）	0.59	0.82	1.11	1.45
净资产收益率 ROE	17.54%	20.13%	22.11%	23.24%
PE	95	68	50	39
PB	16.59	13.75	11.16	8.96

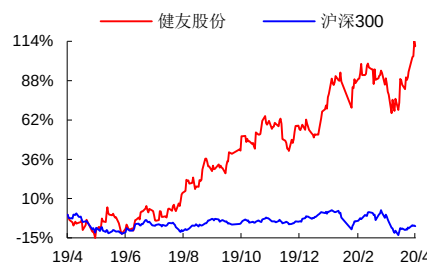
数据来源：Wind，西南证券

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：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxu@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)	7.18
流通 A 股(亿股)	3.71
52 周内股价区间(元)	25.45-56.78
总市值(亿元)	401.63
总资产(亿元)	45.37
每股净资产(元)	3.90

相关研究

目 录

1 健友股份：公司是肝素原料药及制剂一体化供应商	1
2 盈利预测与估值	5
2.1 盈利预测	5
2.2 相对估值	6
3 风险提示	6

图 目 录

图 1: 公司 2013-2019Q1-Q3 营收及增速 (百万元)	1
图 2: 公司 2013-2019Q1-Q3 归母净利润及增速 (百万元)	1
图 3: 2017-2018 公司分业务收入 (百万元)	1
图 4: 2016-2018 公司分地区收入 (百万元)	1
图 5: 2017-2019Q1-Q3 Takeda 硼替佐米美国销售额 (亿美元)	2
图 6: 2019 国内样本医院硼替佐米销售格局 (百万元, 占有率)	2

表 目 录

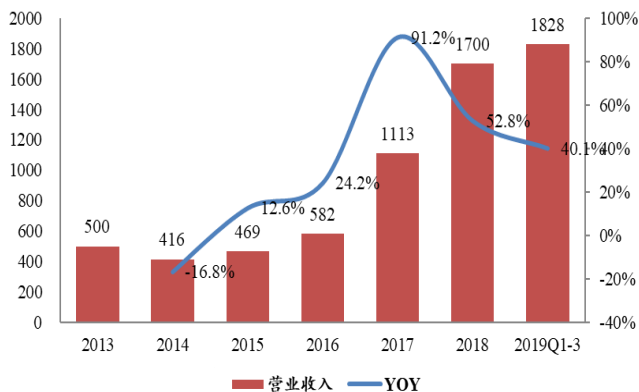
表 1: 健友股份持有 ANDA 产品目录	3
表 2: 公司已申报项目 (至 2018 年底)	4
表 3: 2019 年公司新增研究项目	4
表 4: 分业务收入及毛利率	5
表 5: 可比公司估值	6
附表: 财务预测与估值	7

1 健友股份：公司是肝素原料药及制剂一体化供应商

公司以特色原料药肝素及低分子肝素制剂的生产、加工、销售为主要业务，近两年逐步开展抗肿瘤药物及其他适应症产品的研发、生产、销售业务。肝素是临床上广泛应用的抗凝血类药物。公司已通过 FDA 及欧盟 EDQM 认证，是国际上高品质肝素原料药的重要供应商之一。公司生产的肝素原料药供应辉瑞、赛诺菲多家著名医药公司。在制剂生产方面，公司拥有经 FDA 审核合格的无菌注射剂生产线三条，目前已有卡铂注射液、阿曲库铵注射液等制剂产品在美销售；国内市场主营制剂产品是低分子肝素注射液。

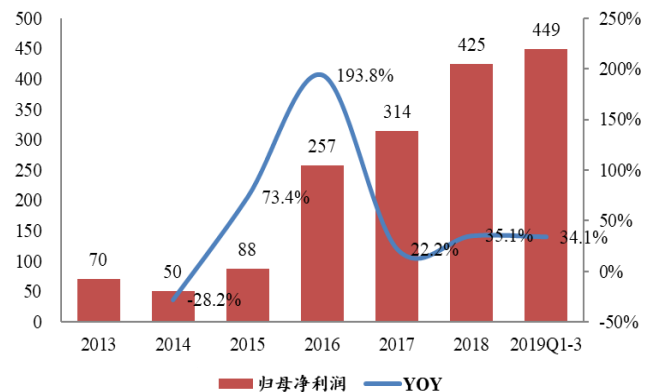
2013-2019Q1-3 期间，公司的营业收入由 5.0 亿元增长至 18.3 亿元，2013-2018 复合增长率为 27.7%，归母净利润由 7000 万元增长至 4.5 亿元，复合增长率为 43.3%。公司业绩保持持续稳定增长的势头。

图 1：公司 2013-2019Q1-Q3 营收及增速（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

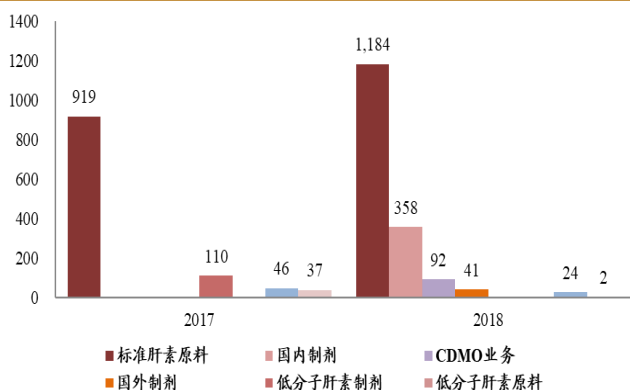
图 2：公司 2013-2019Q1-Q3 归母净利润及增速（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

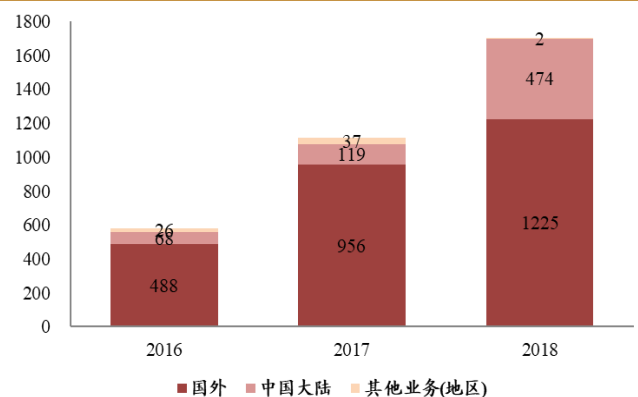
公司主营业务结构：从细分业务来看，公司的营收由肝素原料、国内制剂、国外制剂、CDMO 及少量其他产品构成。

图 3：2017-2018 公司分业务收入（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2016-2018 公司分地区收入（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

标准肝素原料药为营业收入的构成主体。2017 年肝素原料药营收 9.2 亿元，占总营收 82.6%，2018 年营收 11.8 亿元，占比为 69.6%；肝素原料药营收同比增长 28.8%。根据 Wind 海关出口数据，2019 年肝素出口全年均价为 560.0 万美元/吨，2018 年全年均价为 527.2

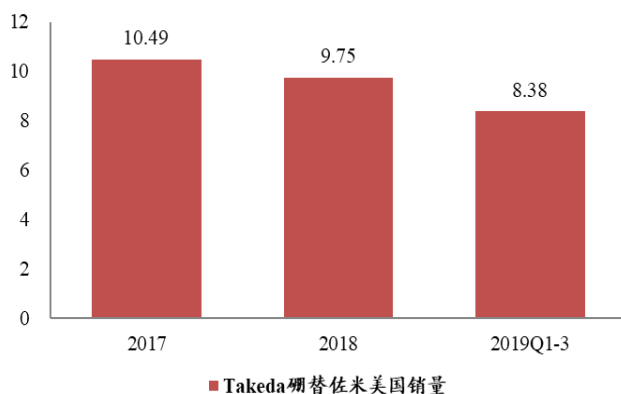
万美元/吨，价格同比上涨 6.4%；出口数量同比维持稳定；肝素市场体量稳健扩增。中国是肝素原料药的主要出口市场，上游肝素粗品的供给受到非洲猪瘟影响，预计未来供应难度增大，上游原料价格极可能上涨；下游制剂企业需求稳步增加，造成肝素原料药的供给失衡，推动原料药价格上升。公司在 2015 年肝素价格达到低点时适时逐渐建立肝素粗品库存，形成了巨大的成本优势，未来能够提高公司在下游供给时的议价能力，同时拉升自产肝素制剂的利润空间。

制剂产品逐渐丰富，开拓国内外制剂市场：2017 年制剂业务占总营收比为 9.8%，2018 年达到 23.4%，在肝素原料药营业收入保持高速增长的同时，制剂业务的营收比重开始扩大；同时内销市场份额快速增加，公司在制剂领域的布局实现多地开花。

2014-2015 年，公司利用自身肝素原料自产自用优势挺进国内肝素制剂领域，早期产品包括依诺肝素钠注射液、达肝素钠注射液、那曲肝素钙注射液。随后公司开始布局进军国外高端注射剂市场，研发新品类制剂并积极在美国及欧盟申报，2018 年开始产品逐渐获批上市，形成收入。公司目前拥有包括 12 类制剂产品的 20 项 ANDA 批文（表 1）。

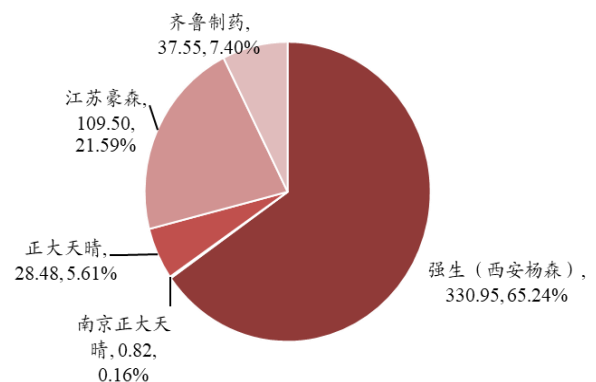
公司此次获批的抗肿瘤制剂硼替佐米由原研 Takeda, Fresenius Kabi 和 Dr. Reddy's 先后于 2003、2017、2019 年在美国上市销售，目前 Takeda 掌握超过 98% 的美国市场。强生负责 Takeda 硼替佐米除美国外的全球市场销售。Takeda 财报显示，2017-2019Q3 硼替佐米在美销售额分别为 10.5、9.8、8.4 亿美元，市场需求相对平稳。预计仿制药上市后因价格优势将会增大市场容量，受益于完善的美国销售渠道，公司将进一步打开美国抗肿瘤制剂市场。PDB 显示 2019 年硼替佐米在国内样本医院市场规模为 5.1 亿人民币，较 2018 年增长 11%，原研进口西安杨森占领 65.2% 的市场。另有 4 家企业的仿制药上市销售，分别是豪森、齐鲁、正大天晴，PDB 显示 2019 样本医院市占率 21.6%、7.4%、5.8%。公司已于 2019 年 12 月提交国内审批，根据国内硼替佐米仿制药上市的市场规律，预估产品上市后的一至两年内可获得 5%-10% 的市场份额。

图 5：2017-2019Q1-Q3 Takeda 硼替佐米美国销售额（亿美元）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 6：2019 国内样本医院硼替佐米销售格局（百万元，占有率）



数据来源：PDB，西南证券整理

依诺肝素、肝素钠 (10,000 UNITS/ML)、度骨化醇、米力农注射液将在 2020 年开启美国市场。公司储备研发项目丰富，2018 年报披露 12 个项目已申报（表 2），2019 新增研究项目 10 个（表 3）。公司通过拓展产品线的深度和广度分散了单一品类制剂受到市场波动影响的风险，丰富了业绩增长点，进一步推动未来营收增长。

公司的 CDMO 业务增长迅速。2016-2019 全球 CRO/CDMO 市场规模保持 10% 的年均增速, 其中主要的增量在中国, 未来国内的 CDMO 市场规模将持续增长。2018 年公司 CDMO 业务收入 9211 万元, 占总收入比重为 5.4%。公司拥有丰富的高端无菌制剂研发、生产技术经验, 在该领域的竞争力强, 未来 CDMO 业务有望成为公司业绩增长点。

表 1: 健友股份持有 ANDA 产品目录

申请号	商品名	中文名	规格	申请机构	批准时间
A211671	MILRINONE LACTATE	米力农	EQ 1MG BASE/ML	南京健友	2020-03-24
A212060	HEPARIN SODIUM PRESERVATIVE FREE	肝素钠	10,000 UNITS/ML	南京健友	2020-04-02
A211670	DOXERCALCIFEROL	度骨化醇	4MCG/2ML (2MCG/ML)	MEITHEAL	2020-02-24
A211004	HEPARIN SODIUM	肝素钠	20,000 UNITS/ML	南京健友	2019-05-28
A211007	HEPARIN SODIUM	肝素钠	1,000 UNITS/ML	南京健友	2019-05-28
A211007	HEPARIN SODIUM	肝素钠	5,000 UNITS/ML	南京健友	2019-05-28
A211007	HEPARIN SODIUM	肝素钠	10,000 UNITS/ML	南京健友	2018-12-14
A211005	HEPARIN SODIUM	肝素钠	1,000 UNITS/ML	南京健友	2019-11-29
A206834	ENOXAPARIN SODIUM	依诺肝素钠	30MG/0.3ML (100MG/ML)	南京健友	2019-11-29
A206834	ENOXAPARIN SODIUM	依诺肝素钠	40MG/0.4ML (100MG/ML)	南京健友	2019-11-29
A206834	ENOXAPARIN SODIUM	依诺肝素钠	60MG/0.6ML (100MG/ML)	南京健友	2019-11-29
A206834	ENOXAPARIN SODIUM	依诺肝素钠	80MG/0.8ML (100MG/ML)	南京健友	2019-11-29
A206834	ENOXAPARIN SODIUM	依诺肝素钠	100MG/ML (100MG/ML)	南京健友	2019-11-29
A206834	ENOXAPARIN SODIUM	依诺肝素钠	120MG/0.8ML (150MG/ML)	南京健友	2019-11-29
A206834	ENOXAPARIN SODIUM	依诺肝素钠	150MG/ML (150MG/ML)	MEITHEAL	2019-04-25
A211669	CISATRACURIUM BESYLATE	苯磺顺阿曲库铵	EQ 2MG BASE/ML	MEITHEAL	2019-04-25
A211668	CISATRACURIUM BESYLATE	苯磺顺阿曲库铵	EQ 2MG BASE/ML	MEITHEAL	2019-04-25
A211668	CISATRACURIUM BESYLATE	苯磺顺阿曲库铵	EQ 10MG BASE/ML	MEITHEAL	2019-08-22
A211003	LEVOLEUCOVORIN CALCIUM	左亚叶酸钙	EQ 50MG BASE/VIAL	MEITHEAL	2019-08-16
A211002	LEVOLEUCOVORIN CALCIUM	左亚叶酸钙	EQ 175MG BASE/17.5ML (EQ 10MG BASE/ML)	MEITHEAL	2019-08-16
A211002	LEVOLEUCOVORIN CALCIUM	左亚叶酸钙	EQ 250MG BASE/25ML (EQ 10MG BASE/ML)	MEITHEAL	2018-04-27
A210334	PHENYLEPHRINE HYDROCHLORIDE	盐酸去氧肾上腺素	10MG/ML (10MG/ML)	MEITHEAL	2018-04-27
A210333	PHENYLEPHRINE HYDROCHLORIDE	盐酸去氧肾上腺素	50MG/5ML (10MG/ML)	MEITHEAL	2018-04-27
A210333	PHENYLEPHRINE HYDROCHLORIDE	盐酸去氧肾上腺素	100MG/10ML (10MG/ML)	MEITHEAL	2017-11-09
A206190	CYTARABINE	阿糖胞苷	20MG/ML	MEITHEAL	2018-07-17
A205696	CYTARABINE	阿糖胞苷	100MG/ML	MEITHEAL	2018-04-20
A205030	BLEOMYCIN SULFATE	硫酸博莱霉素	EQ 15 UNITS BASE/VIAL	MEITHEAL	2018-04-20
A205030	BLEOMYCIN SULFATE	硫酸博莱霉素	EQ 30 UNITS BASE/VIAL	MEITHEAL	2012-08-08
A201166	TOPOTECAN HYDROCHLORIDE	盐酸托泊替康	EQ 4MG BASE/VIAL	MEITHEAL	2012-02-17
A091489	ATRACURIUM BESYLATE	苯磺阿曲库铵	10MG/ML	MEITHEAL	2012-02-17
A091488	ATRACURIUM BESYLATE	苯磺阿曲库铵	10MG/ML	MEITHEAL	2005-06-14
A077096	CARBOPLATIN	卡铂	50MG/5ML (10MG/ML)	MEITHEAL	2005-06-14
A077096	CARBOPLATIN	卡铂	150MG/15ML (10MG/ML)	MEITHEAL	2005-06-14
A077096	CARBOPLATIN	卡铂	450MG/45ML (10MG/ML)	MEITHEAL	2005-06-14
A077096	CARBOPLATIN	卡铂	600MG/60ML (10MG/ML)	MEITHEAL	2013-06-03

数据来源: FDA, 西南证券整理

表 2：公司已申报项目（至 2018 年底）

研发项目	药品信息	注册所处阶段	进展情况
RD-014	化药 4 类；肌松剂、麻醉用药；	中国已申报	中国资料技术审核中
		美国已申报并受理	美国资料技术审核中
RD-2017-NF002	化药 4 类；血栓用药	中国已申报	资料技术审核中
RD-2017-ND003	化药 3 类	中国已申报尚未受理	中国资料形式审核
		美国已申报并受理	美国资料技术审核中
RD-2017-NM001	化药 4 类	中国已申报尚未受理	中国资料形式审核
		美国已申报并受理	美国资料技术审核中
P17G01	200 mg/瓶	美国已批准	中国申报准备阶段
	1g/瓶	中国申报准备阶段	
P16B01	25 mg/瓶	美国已申报	资料审核阶段
	100 mg/瓶	中国已申报	
P16L01	50 mg/瓶	美国已申报 中国申报准备阶段	中国申报准备阶段
P16M01	500 mg/瓶	美国已申报 中国已申报	资料审核阶段
P16L02	175mg/17.5mL/250mg/25mL	美国已申报	资料审核阶段
P17A01	100mg/瓶	美国已申报	资料审核阶段
P17G02	200mf/5.26mL, 1g/26.3mL, 2g/52.6mL	美国已申报	资料审核阶段
RD-2017-CB003	60mg/10mL	美国已申报	资料审核阶段
		中国已申报	

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：2019 年公司新增研究项目

项目名称	药品信息
RD-2018-ND002	化药 4 类，抗微生物用药
RD-2018-NF017	化药 4 类，抗肿瘤用药
RD-2018-NL022	化药 4 类，血液系统用药
RD-2018-NL016	化药 3 类，神经系统用药
RD-2018-NS023	化药 4 类，麻醉剂
RD-2018-NP024	化药 4 类，抗肿瘤用药
RD-2018-NP025	化药 4 类，消化系统用药
P17D01	化药 4 类，抗微生物用药
P18D01	抗肿瘤用药
P17C01	抗肿瘤用药

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 预计 2019-2021 年公司肝素原料药产品销量增速分别为 48.3%、38.3% 和 28.3%，毛利率分别为 43.9%、45.9%、46.4%；

假设 2: 预计 2019-2021 年公司国内制剂产品销量增速分别为 45.0%、35.0% 和 25.0%，毛利率分别为 80.0%、73.0%、73.0%；

假设 3: 预计 2019-2021 年公司国外制剂产品销量增速分别为 35.0%、33.0% 和 31.0%，毛利率均为 31.6%；

假设 4: 预计 2019-2021 年公司 CDMO 业务销量增速分别为 40.0%、35.0% 和 30.0%，毛利率分别为 41.8%、43.8%、43.8%。

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 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	1700.3	2458.4	3376.2	4314.2
	增速	52.8%	44.6%	37.3%	27.8%
	毛利率	49.5%	50.5%	50.7%	51.0%
标准肝素原料	收入	1183.7	1755.8	2428.9	3117.0
	增速	28.8%	48.3%	38.3%	28.3%
	毛利率	40.5%	43.9%	45.9%	46.4%
国内制剂	收入	357.5	518.4	699.8	874.8
	增速	228.7%	45.0%	35.0%	25.0%
	毛利率	81.7%	80.0%	73.0%	73.0%
CDMO 业务	收入	92.1	129.0	174.1	226.3
	增速	161.2%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	41.8%	41.8%	43.8%	43.8%
国外制剂	收入	40.9	55.2	73.4	96.1
	增速	15.0%	35.0%	33.0%	31.0%
	毛利率	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%
其他收入	收入	24.4	24.4	24.4	24.4
	增速	-47.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	72.3%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	收入	1.7	1.8	1.9	2.0
	增速	-95.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	1.2%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：Wind，西南证券(注：其他收入来自主营业务中的其他产品，其他业务为除主营业务外的业务活动。)

2.2 相对估值

参考国内可比公司，行业平均 2019-2021 年估值分别为 50 倍、35 倍和 24 倍，低于公司 2019-2021 年 68 倍、50 倍和 39 倍估值。首次覆盖给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19E	20E	21E
000739.SZ	普洛药业	18.86	0.47	0.63	0.83	40.13	29.92	22.69
002399.SZ	海普瑞	22.35	0.87	0.84	1.07	25.69	26.69	20.91
300630.SZ	普利制药	67.72	1.09	1.83	2.78	62.13	37.08	24.33
603456.SH	九洲药业	21.07	0.3	0.46	0.73	70.23	45.40	29.03
平均值						49.54	34.77	24.24

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截止至 2020 年 4 月 10 日收盘）

3 风险提示

- 1) ANDA 获批不及预期；
- 2) 肝素原料药价格及销量不及预期；
- 3) 制剂产品销售不及预期。

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	1700.33	2458.40	3376.18	4314.18	净利润	424.55	587.70	795.79	1041.07
营业成本	859.24	1216.52	1665.74	2114.28	折旧与摊销	40.18	29.76	33.39	37.28
营业税金及附加	4.01	9.52	11.12	14.37	财务费用	-0.31	19.55	37.92	51.57
销售费用	247.68	407.28	559.32	697.46	资产减值损失	-0.57	0.31	0.24	-0.01
管理费用	37.42	170.90	234.69	299.89	经营营运资本变动	60.51	-1006.85	-960.89	-984.03
财务费用	-0.31	19.55	37.92	51.57	其他	-461.99	-0.46	-11.46	-5.79
资产减值损失	-0.57	0.31	0.24	-0.01	经营活动现金流净额	62.37	-369.99	-105.01	140.10
投资收益	8.95	9.29	8.76	8.97	资本支出	-93.86	-90.00	-90.00	-90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	298.11	9.29	8.76	8.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	204.25	-80.71	-81.24	-81.03
营业利润	460.43	643.60	875.91	1145.58	短期借款	-2.93	517.40	488.56	301.75
其他非经营损益	7.29	6.08	6.46	6.35	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	467.72	649.69	882.37	1151.94	股权融资	24.90	0.00	0.00	0.00
所得税	43.17	61.98	86.57	110.86	支付股利	-63.53	-84.91	-117.54	-159.16
净利润	424.55	587.70	795.79	1041.07	其他	-14.26	-23.26	-37.92	-51.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-55.82	409.24	333.10	91.02
归属母公司股东净利润	424.55	587.70	795.79	1041.07	现金流量净额	217.70	-41.46	146.85	150.08
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	434.80	393.34	540.19	690.27	成长能力				
应收和预付款项	305.58	481.68	672.79	835.99	销售收入增长率	52.81%	44.58%	37.33%	27.78%
存货	1951.51	2764.13	3787.53	4809.02	营业利润增长率	30.64%	39.78%	36.09%	30.79%
其他流动资产	146.13	211.28	290.15	370.77	净利润增长率	35.11%	38.43%	35.41%	30.82%
长期股权投资	3.83	3.83	3.83	3.83	EBITDA 增长率	28.52%	38.50%	36.70%	30.32%
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	471.23	533.45	592.04	646.75	毛利率	49.47%	50.52%	50.66%	50.99%
无形资产和开发支出	73.64	71.87	70.09	68.31	三费率	16.75%	24.31%	24.64%	24.31%
其他非流动资产	15.60	15.40	15.20	14.99	净利率	24.97%	23.91%	23.57%	24.13%
资产总计	3402.32	4474.97	5971.82	7439.92	ROE	17.54%	20.13%	22.11%	23.24%
短期借款	319.95	837.35	1325.91	1627.66	ROA	12.48%	13.13%	13.33%	13.99%
应付和预收款项	575.58	610.17	913.08	1170.44	ROIC	16.75%	19.04%	19.06%	19.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.42%	28.19%	28.06%	28.61%
其他负债	85.68	107.25	134.38	161.46	营运能力				
负债合计	981.21	1554.77	2373.36	2959.55	总资产周转率	0.56	0.62	0.65	0.64
股本	552.43	718.47	718.47	718.47	固定资产周转率	6.56	9.39	11.32	12.84
资本公积	512.73	346.68	346.68	346.68	应收账款周转率	8.38	9.33	8.19	8.17
留存收益	1372.53	1875.33	2553.58	3435.49	存货周转率	0.53	0.51	0.51	0.49
归属母公司股东权益	2421.11	2920.20	3598.46	4480.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.07%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2421.11	2920.20	3598.46	4480.37	资产负债率	28.84%	34.74%	39.74%	39.78%
负债和股东权益合计	3402.32	4474.97	5971.82	7439.92	带息债务/总负债	32.61%	53.86%	55.87%	55.00%
					流动比率	3.00	2.53	2.26	2.29
					速动比率	0.94	0.71	0.64	0.65
					股利支付率	14.96%	14.45%	14.77%	15.29%
					每股指标				
					每股收益	0.59	0.82	1.11	1.45
					每股净资产	3.37	4.06	5.01	6.24
					每股经营现金	0.09	-0.51	-0.15	0.19
					每股股利	0.09	0.12	0.16	0.22
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	500.30	692.92	947.21	1234.44					
PE	94.60	68.34	50.47	38.58					
PB	16.59	13.75	11.16	8.96					
PS	23.62	16.34	11.90	9.31					
EV/EBITDA	61.47	58.58	43.22	33.28					
股息率	0.16%	0.21%	0.29%	0.40%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn