

2020Q1 奠定全年业绩基础, 核医药布局稀缺性突出

投资要点

- 业绩总结:** 公司2019年实现营业收入29.9亿元, 同比增长28.3%, 实现归母净利润1.5亿元, 同比下降44.8%; 2020年一季度实现收入7.1亿元, 同比增长33.6%, 实现归母净利润0.7亿元, 同比增长14.5%。
- 2019年受商誉减值等影响显著, 2020Q1业绩奠定全年快速增长基础。** 2019年受商誉减值及安迪科公允价值变动等因素影响, 净利润大幅下降, 扣除影响后, 预计归母净利润实际增速超过30%。2020Q1受益于肝素高景气度, 弥补了核药的部分下滑, 业绩略超预期, 考虑到核药业务Q2逐步恢复, 全年业绩有望继续保持快速增长。另外, 在经营现金流方面, 2019年、2020Q1分别增长41.2%、159.5%, 自身造血能力突出。
- 核药继续快速增长, 安迪科超额完成业绩承诺。** 2019年公司核药业务收入规模达10.6亿元, 同比增长22%, 其中核心子公司安迪科收入3.9亿元, 同比增长28.9%, 扣非净利润1.3亿元, 同比增长25%, 超额完成业绩承诺, 随着行业空间确定性扩容+公司核药房建设顺利, 未来三年复合增速有望超过30%。另外, 云克药业2019年收入4.5亿元, 同比增长15.5%, 表现稳健, 考虑到云克注射液2019年进入了专家共识, 将为后续进入医保及持续放量奠定基础。
- 2022年国内核药市场超百亿, 公司战略性聚焦核药。** 2017年国内核药市场规模达到44亿元, 预计2022年市场规模将达到106亿元。我国核医学人均支出不到美国的1/10, 未来提升空间巨大。中国同辐和东诚药业作为国内核药市场的主要竞争者, 合计占超过70%的市场, 呈现双寡头竞争格局, 竞争优势显著。公司作为核药领域的后来者, 于2015年开始通过外延方式快速抢占市场, 目前拥有诊断、治疗等多个主要核药产品, 其中PET/SEPCT显影剂竞争优势显著, 云克注射液属于国内独家产品, 东诚欣科是国内^[125I]籽源和^[14C]尿素胶囊的主要供应商, 公司目前占据国内30%以上的核药市场。另外, 公司在研产品线丰富, 将为公司中长期成长奠定了基础。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年归母净利润分别为4.5亿元、5.7亿元、7亿元, 鉴于公司在核药领域布局完善, 竞争优势显著, 安迪科等主要核药业务业绩增长确定性高且稀缺性突出, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原料药价格或大幅下降; 新产品研发进展或不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2992.76	3808.35	4377.15	4985.91
增长率	28.29%	27.25%	14.94%	13.91%
归属母公司净利润(百万元)	154.71	446.71	567.62	702.04
增长率	-44.83%	188.73%	27.07%	23.68%
每股收益EPS(元)	0.19	0.56	0.71	0.88
净资产收益率ROE	6.14%	11.13%	12.29%	13.27%
PE	79	27	21	17
PB	2.84	2.62	2.38	2.13

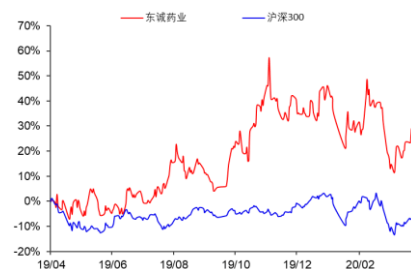
数据来源: Wind, 西南证券

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: 刘闯
执业证号: S1250519060002
电话: 021-58352031
邮箱: liuch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	8.02
流通A股(亿股)	6.62
52周内股价区间(元)	10.7-18.09
总市值(亿元)	121.94
总资产(亿元)	70.81
每股净资产(元)	5.44

相关研究

- 东诚药业(002675): 业绩符合预期, 核药继续稳健增长 (2019-10-30)

目 录

1 持续拓展核药业务，聚焦打造核医药平台	1
1.1 原料药起家，华丽转型进入核医药领域	1
1.2 2015 年以来收入规模持续增长，2019 年核药毛利占比超 50%.....	2
2 核医药市场前景广阔，公司产品线布局丰富	3
2.1 国内 2022 年核药市场超百亿，市场呈双寡头竞争格局	3
2.2 公司核药产品线布局丰富，核药房业务高增长+稀缺性突出.....	4
3 盈利预测与估值.....	9
3.1 盈利预测	9
3.2 估值.....	10
4 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司上市以来主要发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构及集团主要构成.....	2
图 3: 公司 2019 年主营业务结构情况（百万元）.....	2
图 4: 公司 2019 年主营业务毛利情况（百万元）.....	2
图 5: 公司 2012 年以来营业收入及增速.....	3
图 6: 公司 2012 年以来净利润及增速.....	3
图 7: 核医学药物分为诊断+治疗类型.....	3
图 8: 国内核药市场规模及增速.....	4
图 9: 中国和美国核医学人均支出对比（元）.....	4
图 10: 国内核药应用市场分布（2017 年）.....	4
图 11: 国内影像诊断和治疗用核药市场竞争格局（2017 年）.....	4
图 12: 公司核医药战略布局.....	5
图 13: 公司核药业务收入及增速.....	5
图 14: 核药子公司贡献利润及占公司整体利润的比例.....	5
图 15: PET/CT 检查疾病分布情况.....	6
图 16: 2015 年全球 PET/CT 每百万人保有量（台）.....	6
图 17: 安迪科扣非净利润持续快速增长（百万元）.....	7
图 18: 安迪科核药房数量及预测（个）.....	7
图 19: 云克药业收入规模及增速.....	7
图 20: 云克药业净利润规模及增速.....	7
图 21: 国内呼气试验产品市场规模.....	8
图 22: 呼气试验产品市场竞争格局（2017 年）.....	8

表 目 录

表 1: 公司部分核药在研产品管线.....	9
表 2: 分业务收入及毛利率.....	9
表 3: 可比公司估值.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

1 持续拓展核药业务，聚焦打造核医药平台

1.1 原料药起家，华丽转型进入核医药领域

东诚药业成立于 1998 年，目前业务覆盖了核医药、原料药、制剂等，其中核医药产品包括 PET 显影剂 ^{18}F -FDG、SPECT 显影剂 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 标记药物、云克注射液、碘 ^{125}I 密封籽源、碘 ^{131}I 化钠口服液、尿素 ^{14}C 呼气试验药盒等，原料药产品包括肝素钠原料药、硫酸软骨素等，制剂产品包括注射用那屈肝素钙、盐酸氨溴索分散片等。

根据公司业务布局情况，我们将公司分为三个主要阶段：

第一阶段：2015 年以前，公司主要以肝素钠原料药为主，2013 年收购大洋制药拓展制剂业务；

第二阶段：2015 年公司收购云克药业，正式进入核医药领域，2016 年至 2018 年先后收购了 GMS（中国）、上海益泰医药和安迪科，加码布局核医药业务，2016 年收购中泰生物，进一步补强硫酸软骨素原料药业务；

第三阶段：2019 年公司进一步聚焦核医药业务，通过收购加快了核药房布局，并通过合作引进的方式加强诊断、治疗相关核药布局，为公司打造核医药平台进一步夯实基础。

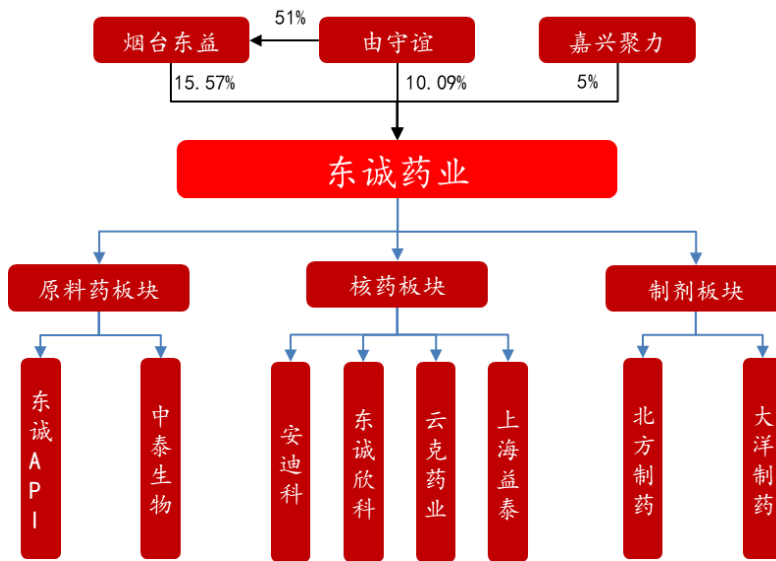
图 1：公司上市以来主要发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实际控制人由守谊先生直接持有公司 10.09% 的股权，通过烟台东益生物控制公司 15.57% 的股权。公司目前拥有三大业务板块，其中原料药板块主要以东诚 API 和子公司中泰生物为主，核药板块主要以子公司安迪科、东诚新科、云克药业和上海益泰为主，制剂板块主要以北方制药和大洋制药为主。

图 2：公司股权结构及集团主要构成

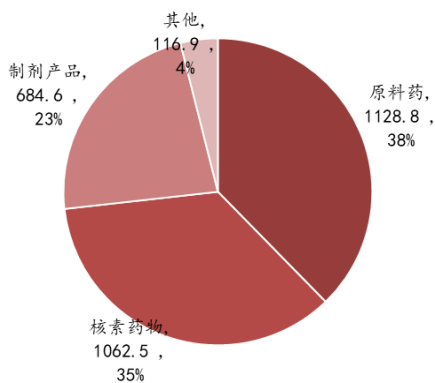


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 2015 年以来收入规模持续增长，2019 年核药毛利占比超 50%

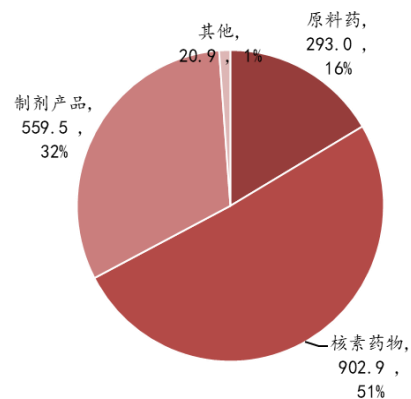
公司收入主要来自原料药、核素药物和制剂产品，2019 年原料药收入 11.3 亿元，占比 38%，核素药物收入 10.6 亿元，占比 35%，制剂产品收入 6.8 亿元，占比 23%。毛利方面，2019 年核素药物实现毛利 9 亿元，占比高达 51%，制剂产品毛利 5.6 亿元，占比 32%，原料药毛利 2.9 亿元，占比 16%。

图 3：公司 2019 年主营业务结构情况（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

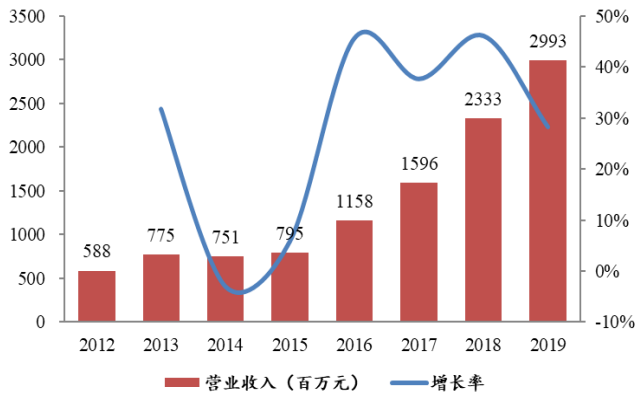
图 4：公司 2019 年主营业务毛利情况（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

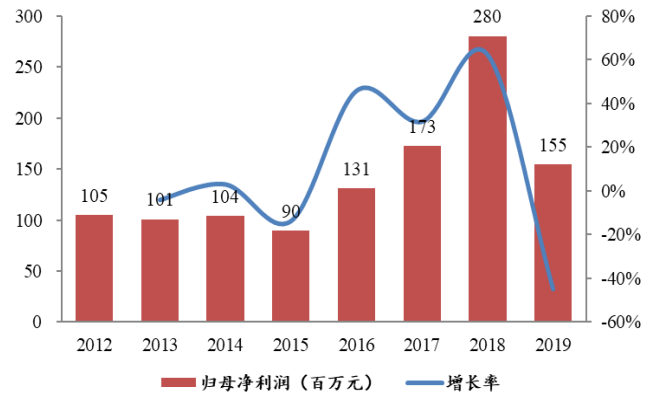
借助内生发展和外延并购，2015 年以后公司营业收入和净利润均实现了快速增长。2015 年至 2019 年公司营业收入从 8 亿元增长至 30 亿元，年均复合增长率为 39.3%，归母净利润从 0.9 亿增长至 1.5 亿元，由于商誉计提等原因，2019 年归母净利润下滑显著。

图 5：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2012 年以来净利润及增速



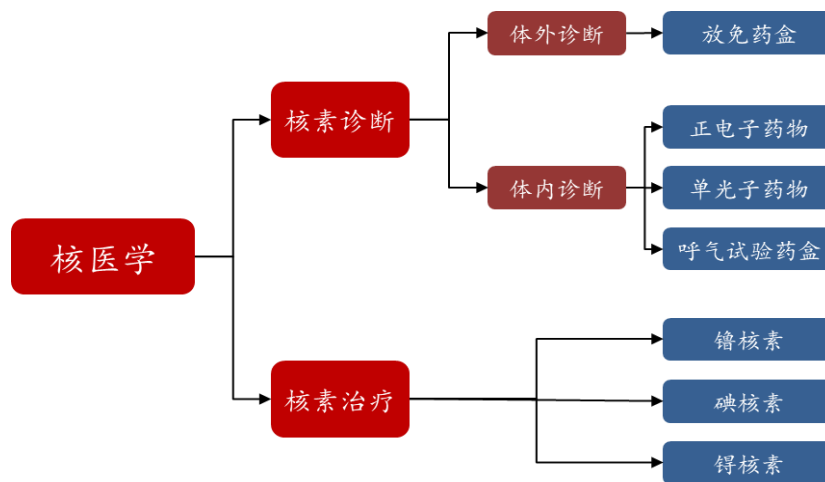
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 核医药市场前景广阔，公司产品线布局丰富

2.1 国内 2022 年核药市场超百亿，市场呈双寡头竞争格局

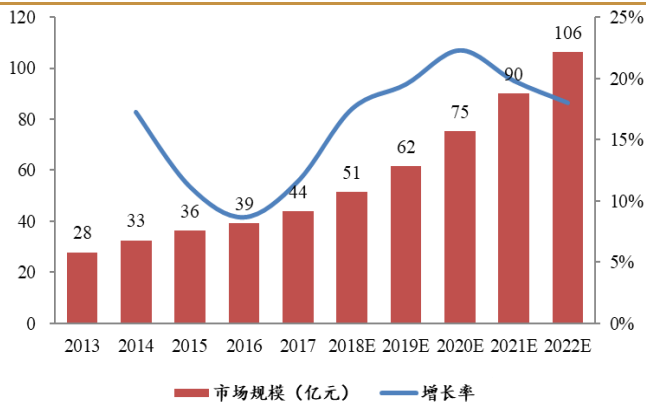
核医学是以放射性核素及其标记化合物为基础，将核技术应用于疾病的研究、诊断和治疗等方面，临床上可主要分为核素治疗和核素诊断两大类，其中核素诊断主要以体内诊断为主，包括正电子药物（PET 显影剂）、单光子药物（SPECT 显影剂）和呼气试验药盒（尿素 ¹⁴C、尿素 ¹³C）等。

图 7：核医学药物分为诊断+治疗类型

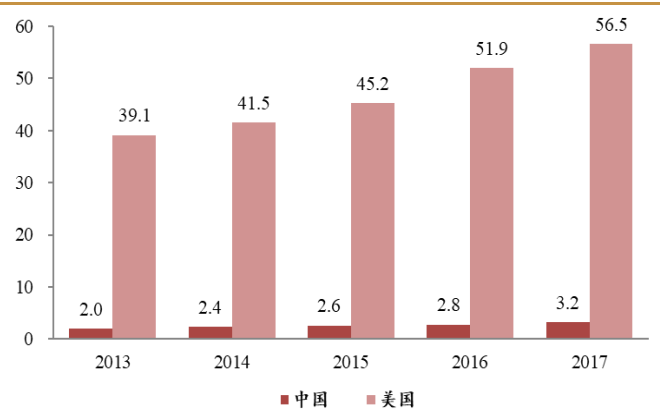


数据来源：公司公告，西南证券整理

2013 年国内核药市场规模为 28 亿元，2017 年达到 44 亿元，预计 2022 年市场规模将达到 106 亿元，2017-2022 年均复合增速达到 19.4%。但是，相比于美国核药消费水平，我国核医学人均支出不到美国的 1/10，提升空间巨大。

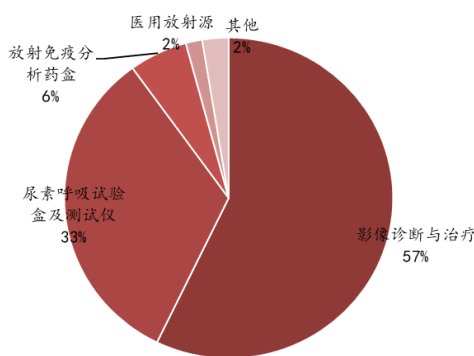
图 8：国内核药市场规模及增速


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

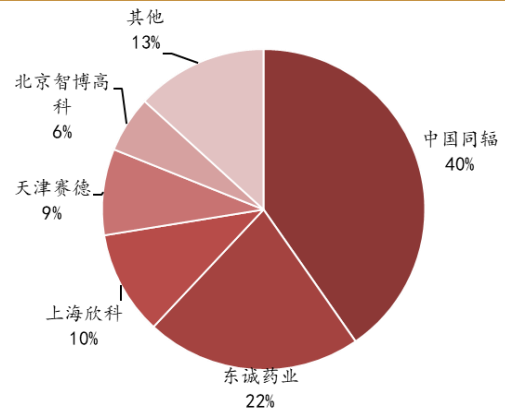
图 9：中国和美国核医学人均支出对比（元）


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

核药的临床应用较为广泛，主要用于影像诊断与治疗、尿素呼吸试验测算、放射免疫诊断等。影像诊断与治疗作为核药最大的临床应用，占据 57% 的核药市场份额，其中，中国同辐和东诚药业是市场主要的竞争者，其中中国同辐占据 40%，东诚药业占据 22%，上海欣科（东诚药业控股子公司）占据 11%，中国同辐和东诚药业呈现双寡头竞争格局，市场竞争优势显著高于其他厂家。

图 10：国内核药应用市场分布（2017 年）


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 11：国内影像诊断和治疗用核药市场竞争格局（2017 年）


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

2.2 公司核药产品线布局丰富，核药房业务高速增长+稀缺性突出

2014 年公司开启战略转型，高起点迈入核医药产业，先后快速收购了云克药业、上海益泰、东诚欣科、安迪科等多家优质核药公司，建立了以安迪科为代表的正电子药物生产与销售平台、以上海欣科为代表的放射性药物即时标记与配送平台（核药房）、以云克药业为代表的治疗性核药平台、以上海益泰为代表的放射性药物研发平台，并与海外知名企业、国内多家顶尖医院建立了项目合作。

目前，公司已成为国内为数不多的在核医药产业链的关键环节均具有完备资质和布局的核药企业。

图 12: 公司核医药战略布局

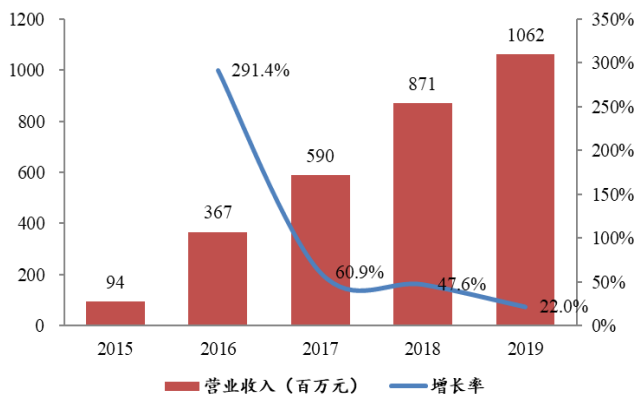


数据来源: 公司网站, 西南证券整理

- 1) 以安迪科为代表的正电子药物发展平台: 目前已在南京、北京、广州、上海、武汉等超过 20 个城市建立了配送服务中心和药品生产基地, 具备完善的核药和核医学解决方案的提供商。
- 2) 以东诚欣科为代表的单光子药物平台: 在国内开创了通过设立核药中心向医疗机构提供放射性药品的业务模式, 目前拥有 7 个放射性核药中心。另外, 东诚欣科的 $[^{125}\text{I}]$ 籽源和 $[^{14}\text{C}]$ 尿素胶囊是国内的主要供应商。
- 3) 以云克为代表的治疗药物平台: 云克注射液是我国少数拥有自主知识产权的核素药物之一, 普遍用于治疗类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、甲亢突眼等疾病。
- 4) 以上海益泰为代表的研发平台: 目前平台下主要研发产品有 $[^{188}\text{Re}]$ -HEDP 注射液, 主要用于恶性肿瘤骨转移的镇痛治疗, 具有广阔的市场前景。

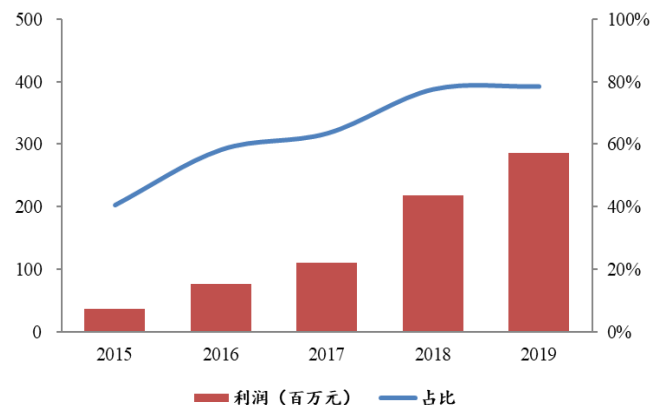
2015 年公司进入核药领域以来, 核药收入规模快速增长, 2019 年收入达到 10.6 亿元, 同比增长 22%。利润方面, 公司主要核药子公司利润贡献持续快速增长, 2019 年公司核药子公司利润占公司实际利润的比例接近 80%。

图 13: 公司核药业务收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 核药子公司贡献利润及占公司整体利润的比例



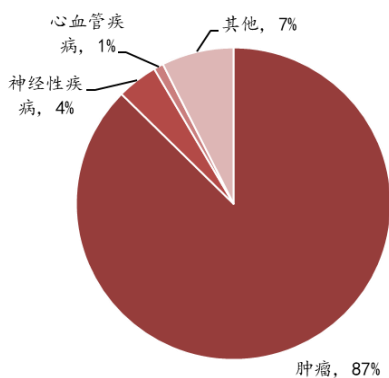
数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (注: 数据为测算值)

2.2.1 18F-FDG：公司最核心资产，业绩确定性高+稀缺性突出

安迪科作为公司目前最主要的核药领域子公司，核心产品主要是 ^{18}F -FDG（氟 ^{18}F 脱氧葡萄糖注射液），作为 PET/CT 最常用的检查显影剂，主要用于恶性肿瘤的早期诊断筛选、肿瘤分期、疗效评价、愈后评估等。根据 2018 年全国核医学现状普查结果显示，PET/CT 主要用于肿瘤检查，占比高达 87%，其他疾病检查包括神经性疾病、心血管疾病等。

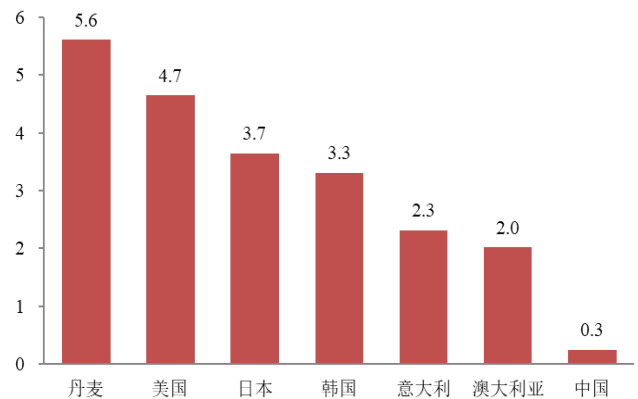
《2019 年全国癌症报告》显示，2015 年中国恶性肿瘤发病约 392.9 万人，死亡约 233.8 万人，近十多年来恶性肿瘤发病率每年保持约 3.9% 的增幅。PET/CT 作为精准医疗的重要检查手段，在肿瘤治疗等方面越来越发挥重要作用。

图 15：PET/CT 检查疾病分布情况



数据来源：全国核医学现状普查结果，西南证券整理

图 16：2015 年全球 PET/CT 每百万人保有量（台）

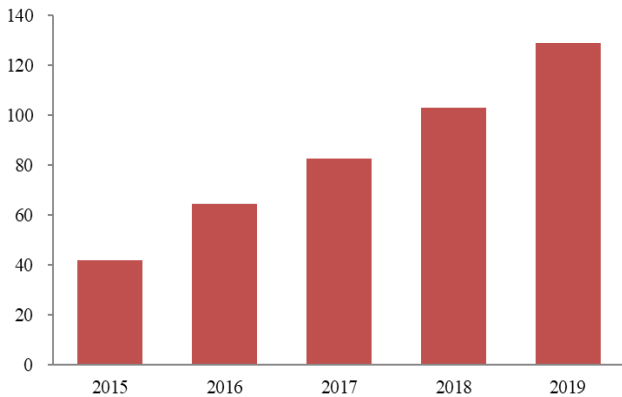


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

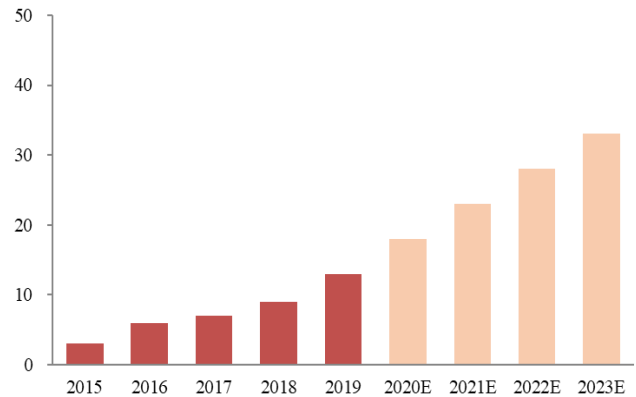
由于 PET/CT 受到国家管控、机器成本高等多方面原因，截止 2017 年底中国仅有近 300 多台 PET/CT 装机量，人均保有量远低于欧美等发达国家。根据《2018-2020 年大型医用设备配置规划》，将新增 377 台 PET/CT，累计规划配置达到近 710 台。随着 PET/CT 审批权限由国家下放到省级以及设备价格较低的国产设备崛起等，国内 PET/CT 装机量有望持续增长。参考美国等发达国家人均水平，中国 PET/CT 保有装机量有 10 倍增长空间，相应的显影剂市场容量至少有 10 倍以上的空间。

^{18}F -FDG 目前仅有东诚药业（安迪科）、中国同辐和江苏华益有批文，其中江苏华益于 2019 年才拿到注册证，尚未正式产生实际销售。考虑到核药房建设审批难度较大、周期长以及资金需求大等多方面因素，东诚药业和中国同辐将凭借先发优势形成长期双寡头竞争格局。2018 年国内 ^{18}F -FDG 市场中，安迪科、中国同辐和医院自制约占 30% 市场份额。考虑到运营成本、经济效益、安全等因素，预计医院自制的市场份额将逐步下降，东诚药业有望凭借核药房布局的速度优势快速潜在市场。

2015 年至 2019 年，安迪科收入规模由 1.6 亿增长至 3.8 亿元，年均复合增长 24.2%，扣非净利润由 0.4 亿元增长至 1.3 亿元，年均复合增长 32.6%，业绩表现亮眼。安迪科目前已投入运营 13 个核药房，其中，2018 年新增了三个核药房，2019 年新增了四个核药中心，正在建设 15 个以正电子为主的核药中心，按照每年新增 5 个核药房的建设速度，预计 2023 年公司投入运营的核药中心将超过 30 个，为安迪科未来 5-10 年的持续快速增长奠定了坚实的基础。

图 17：安迪科扣非净利润持续快速增长（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：安迪科核药房数量及预测（个）


数据来源：公司公告，西南证券整理

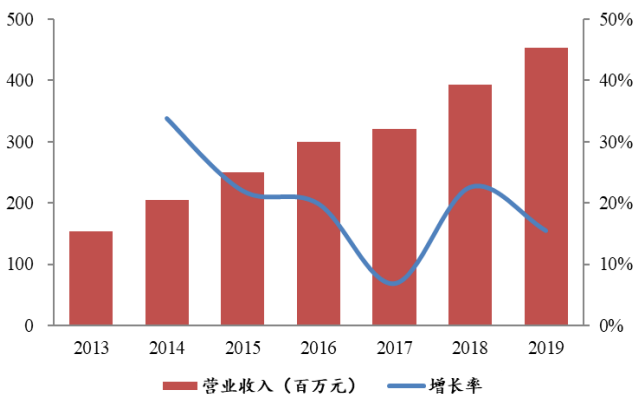
参考过去两年新增核药房的情况以及未来几年的新增预测，安迪科业绩将于 2020 年下半年开始加速增长（2020 年上半年受疫情影响），预计未来三年复合增速将超过 30%，将成为公司整体业绩的主要增长点。

2.2.2 云克注射液：2019 年进入专家共识，打开成长空间

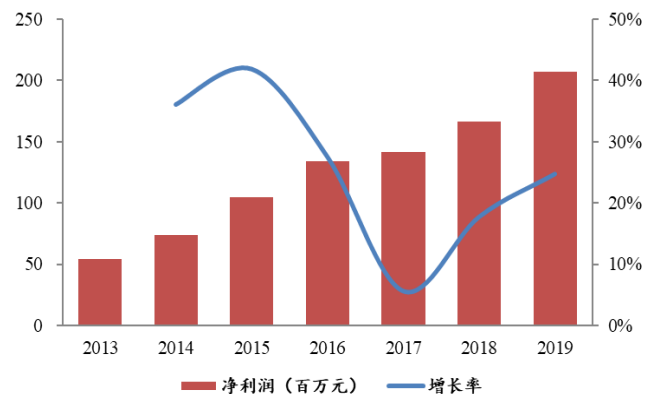
类风湿性关节炎（RA）是一种累及周围关节为主的多系统性炎症性的自身免疫疾病，临床表现为受累关节疼痛、肿胀、功能下降，病变呈持续、反复发作过程，随着病程的进展，致残率极高。流行病学调查显示，类风湿性关节炎的全球发病率为 0.5%~1%，中国大陆地区病率为 0.42%，总患病人群约 500 万，男女患病比率约为 1:4。类风湿性关节炎不仅造成患者身体机能、生活质量和社会参与度下降，也会给患者家庭带来较大的经济负担。

云克是我国首个用于 RA 临床治疗的核素药物，以在临床应用多年，通过与全国逾百家科研机构进行科研协作，对云克的治疗机理及临床疗效等进行了多方实验及临床验证。云克能通过独特的免疫调节机制，降低 IL-1、IL-6、TNF- α 、MMP3 等多种标志性细胞因子水平，抑制破骨细胞活性，同时促进成骨细胞分裂增殖，修复骨侵蚀，恢复关节功能。

云克药业收入由 2013 年的 1.5 亿元增长至 2019 年的 4.5 亿元，年均复合增长 19.8%，净利润由 2013 年 0.5 亿元增长至 2019 年 2.1 亿元，年均复合增长 24.9%。

图 19：云克药业收入规模及增速


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 20：云克药业净利润规模及增速


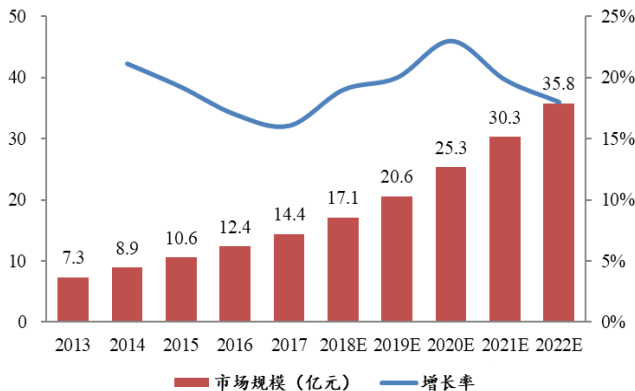
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

2019 年 8 月《⁹⁹Tc 钼亚甲基二膦酸盐注射液治疗类风湿关节炎专家共识》成功发表，肯定了云克注射液在治疗类风湿性关节炎、骨质疏松方面具有良好作用，且安全性高。2020 年初，由中华医学会疼痛学分会主任委员刘延青教授牵头组织的《骨代谢异常相关疼痛病诊疗中国专家共识》正式发表，共识指出云克注射液在具有抑制骨吸收和促进骨形成及抗炎等基于多种机制的治疗效果，可广泛用于过重骨代谢异常相关疼痛病的治疗。随着云克注射液写入专家共识，进一步打开了该产品的成长空间。

2.2.3 尿素呼气试验产品：2022 年市场达 36 亿，公司有望打开成长空间

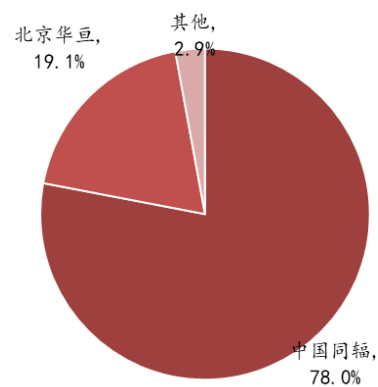
幽门螺旋杆菌 (Hp) 作为引发胃炎、胃溃疡、胃癌等消化道疾病的重要因素之一，在国内感染感染率达到 50% 左右。随着消费水平的提升以及体检意识的提升等因素，幽门螺旋杆菌潜在的检测市场需求量巨大。尿素 ¹⁴C 和 ¹³C 呼气试验作为目前检测 Hp 检测的重要方式之一，2017 年呼吸试验药盒和测试仪市场规模高达 14.4 亿元，预计 2020 年将达到 35.8 亿元，年均复合增长率达到 20%。

图 21：国内呼气试验产品市场规模



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 22：呼气试验产品市场竞争格局 (2017 年)



数据来源：Wind, 西南证券整理

目前，呼气试验产品主要由中国同辐和北京华亘占据，其中 2017 年中国同辐占据 78% 的市场份额。东诚药业控股子公司东诚欣科由于历史原因，目前只给中国同辐的呼气试验产品做代加工，利润水平极低。2019 年 8 月，东诚药业与以色列 Exalenz 公司签署独家经销协议，在中国大陆独家经销尿素 [¹³C] 呼气试验产品，另外公司在尿素 [¹⁴C] 呼气试验产品方面有望实现突破，未来在尿素呼气试验产品领域实现了快速增长。

2.2.4 在研产品线丰富，奠定中长期成长基础

核医药作为公司战略发展方向，公司持续加大核药产品布局。目前，公司通过自研和合作的方式在核药领域储备了多个项目，其中国家 I 类新药铼 [¹⁸⁸Re] 依替膦酸盐注射液目前正处于 II b 期临床试验中，主要用于恶性肿瘤骨转移的镇痛治疗，市场前景广阔，安迪科在研产品氟 [¹⁸F] 化钠注射液骨扫描显像剂，目前已完成临床试验前期准备工作，即将开展临床试验研究。

另外，公司先后与韩国 DCB 公司、礼来公司、GE 医疗、北京肿瘤医院等国内外知名公司与院所就引进核素产品达成战略合作，其中与韩国 DCB 公司合作的 ¹⁸F-PP-CIT 产品主要用于帕金森症的诊断，目前已完成技术文件转移，与礼来公司、日本 NMP 公司、GE 医疗公司就放射性药物方面合作正在进行中，部分项目合作即将落地。

表 1：公司部分核药在研产品管线

产品	适应症	进展
铯[188Re]-依替膦酸盐注射液	用于恶性肿瘤骨转移的镇痛治疗	IIb 临床试验
氟[18F]化钠注射液	恶性肿瘤骨转移诊断骨扫描显像剂	即将开展临床试验
钇[90Y]微球	肝癌治疗	临床前
硼中子俘获治疗 BNCT	癌症治疗	临床前
18F-FP-CIT	帕金森症诊断（PET/CT）	已完成技术文件转移
99mTc-SLN-F	特异性乳腺癌前哨淋巴结显像	技术资料转移

数据来源：公司公告，西南证券整理

目前，公司多项核药产品处于临床研究中，同时积极引进外部核药项目，积极打造具有发展潜力的核医药平台，为公司中长期发展奠定了坚实基础。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：原料药 2020-2022 年销量增速为 50%、5%、5%，价格相对稳定，毛利率略有下滑，2020-2022 年毛利率分别为 30%、29%、28%；

假设 2：制剂产品 2020-2022 年销量增速为 10%、20%、20%，价格相对稳定，2020-2022 年毛利率分别为 82%、82%、82%；

假设 3：核素产品 2020-2022 年销量增速为 15%、25%、20%，价格相对稳定，2020-2022 年毛利率分别为 85%、85%、85%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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		2019A	2020E	2021E	2022E
原料药	收入	1128.8	1693.1	1777.8	1866.7
	增速	21.6%	50.0%	5.0%	5.0%
	成本	835.8	1185.2	1262.2	1344.0
	毛利率	26%	30%	29%	28%
制剂产品	收入	684.6	753.1	903.7	1084.5
	增速	51.9%	10.0%	20.0%	20.0%
	成本	125.1	135.6	162.7	195.2
	毛利率	82%	82%	82%	82%
核素产品	收入	1062.5	1221.9	1527.3	1832.8
	增速	22.0%	15.0%	25.0%	20.0%
	成本	159.6	183.3	229.1	274.9
	毛利率	85%	85%	85%	85%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
其他	收入	116.9	140.3	168.3	202.0
	增速	40.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	96.0	112.2	134.6	161.6
	毛利率	18%	20%	20%	20%
合计	收入	2992.8	3808.4	4377.1	4985.9
	增速	28.3%	27.3%	14.9%	13.9%
	成本	1216.5	1616.2	1788.6	1975.7
	毛利率	59%	58%	59%	60%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 估值

我们选取健友股份和海普瑞作为可比公司，2020 年两家公司平均 PE 为 39 倍。公司依托原料药转型核药，打开了未来成长空间。我们给予公司 2020 年 35 倍 PE，目标价 19.60 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
603707	健友股份	390	4.2	5.9	8.1	10.7	93	66	48	36
002399	海普瑞	289	6.2	10.8	10	12.5	46	27	29	23
平均值							70	47	39	30

数据来源：Wind, 西南证券整理

4 风险提示

原料药价格或大幅下降；新产品研发进展或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2992.76	3808.35	4377.15	4985.91	净利润	293.64	587.77	727.71	888.66
营业成本	1216.52	1616.24	1788.65	1975.71	折旧与摊销	99.06	54.19	54.19	54.19
营业税金及附加	31.98	38.08	43.77	49.86	财务费用	57.37	53.48	42.90	37.43
销售费用	832.85	1009.21	1181.83	1346.19	资产减值损失	-172.37	0.00	0.00	0.00
管理费用	166.70	418.92	481.49	548.45	经营营运资本变动	396.31	-401.04	-89.71	-111.29
财务费用	57.37	53.48	42.90	37.43	其他	22.37	-18.00	-17.00	-21.00
资产减值损失	-172.37	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	696.38	276.40	718.09	847.99
投资收益	15.08	18.00	19.00	20.00	资本支出	-68.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-67.75	0.00	0.00	0.00	其他	-141.20	23.05	19.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-209.58	23.05	19.00	20.00
营业利润	393.77	690.42	857.51	1048.26	短期借款	82.18	-321.75	-235.18	0.00
其他非经营损益	1.99	13.50	14.00	16.00	长期借款	-273.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	395.76	703.92	871.51	1064.26	股权融资	-25.33	0.00	0.00	0.00
所得税	102.12	116.15	143.80	175.60	支付股利	0.00	-30.94	-89.34	-113.52
净利润	293.64	587.77	727.71	888.66	其他	-336.56	-390.69	-42.90	-37.43
少数股东损益	138.93	141.07	160.10	186.62	筹资活动现金流净额	-552.89	-743.38	-367.42	-150.95
归属母公司股东净利润	154.71	446.71	567.62	702.04	现金流量净额	-71.62	-443.93	369.66	717.03
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	824.76	380.84	750.50	1467.53	成长能力				
应收和预付款项	1072.11	1496.87	1694.48	1911.61	销售收入增长率	28.29%	27.25%	14.94%	13.91%
存货	887.86	1179.58	1303.41	1440.94	营业利润增长率	-15.78%	75.34%	24.20%	22.24%
其他流动资产	293.49	306.52	319.13	332.62	净利润增长率	-24.47%	100.17%	23.81%	22.12%
长期股权投资	24.46	24.46	24.46	24.46	EBITDA 增长率	-11.17%	45.06%	19.61%	19.41%
投资性房地产	0.10	0.10	0.10	0.10	获利能力				
固定资产和在建工程	1115.92	1081.29	1046.65	1012.02	毛利率	59.35%	57.56%	59.14%	60.37%
无形资产和开发支出	2822.57	2806.30	2790.03	2773.76	三费率	35.32%	38.90%	38.98%	38.75%
其他非流动资产	253.69	250.40	247.12	243.83	净利率	9.81%	15.43%	16.63%	17.82%
资产总计	7294.96	7526.36	8175.88	9206.87	ROE	6.14%	11.13%	12.29%	13.27%
短期借款	556.93	235.18	0.00	0.00	ROA	4.03%	7.81%	8.90%	9.65%
应付和预收款项	836.98	922.93	1062.47	1202.48	ROIC	7.02%	12.82%	14.72%	17.38%
长期借款	6.16	6.16	6.16	6.16	EBITDA/销售收入	18.38%	20.96%	21.81%	22.86%
其他负债	1115.98	1079.32	1186.11	1301.97	营运能力				
负债合计	2516.04	2243.60	2254.74	2510.61	总资产周转率	0.42	0.51	0.56	0.57
股本	802.21	802.76	802.76	802.76	固定资产周转率	3.91	5.06	6.10	7.30
资本公积	2322.43	2321.88	2321.88	2321.88	应收账款周转率	3.11	3.20	2.95	2.97
留存收益	1115.08	1530.85	2009.12	2597.64	存货周转率	1.63	1.56	1.44	1.44
归属母公司股东权益	4292.71	4655.49	5133.76	5722.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.78%	—	—	—
少数股东权益	486.20	627.27	787.37	973.98	资本结构				
股东权益合计	4778.92	5282.76	5921.13	6696.27	资产负债率	34.49%	29.81%	27.58%	27.27%
负债和股东权益合计	7294.96	7526.36	8175.88	9206.87	带息债务/总负债	22.38%	10.76%	0.27%	0.25%
					流动比率	1.27	1.56	1.87	2.12
					速动比率	0.90	1.01	1.27	1.53
					股利支付率	0.00%	6.93%	15.74%	16.17%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	550.19	798.09	954.60	1139.88	每股收益	0.19	0.56	0.71	0.88
PE	78.81	27.30	21.48	17.37	每股净资产	5.35	5.80	6.40	7.13
PB	2.84	2.62	2.38	2.13	每股经营现金	0.87	0.34	0.90	1.06
PS	4.07	3.20	2.79	2.45	每股股利	0.00	0.04	0.11	0.14
EV/EBITDA	21.40	14.56	11.54	9.03					
股息率	0.00%	0.25%	0.73%	0.93%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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