

## 业绩保持稳定增长，布局心血管植入器械领域

### 投资要点

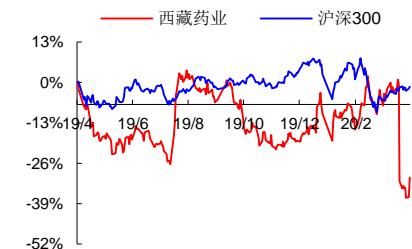
- 业绩总结:** 公司 2019 年实现营收 12.6 亿元，同比增长 22.2%；归母净利润为 3 亿元，同比增长 44.9%。扣非归母净利润 3 亿元，同比增长 99.3%。2020Q1 实现营收 3 亿元，同比下降 0.1%；归母净利润为 1.3 亿元，同比增长 81.8%。扣非归母净利润 0.9 亿元，同比增长 21.6%。
- 2019 新活素放量带动毛利提升，2020Q1 营收保持平稳:** 2019 报告期内，公司核心产品新活素销售贡献收入 8 亿元，同比上升 46.8%，销量同比增长 47.7%；依姆多营收 2.7 亿元，同比上升 15%。报告期内整体毛利率 83.6%，同比上升 3.63pp，系高毛利产品新活素销量增长所致；销售费用率 49.6%，同比上升 2.48pp，系公司新活素销量增长引起。2020Q1 营收同比持平，归母净利润增长较快，主要由报告期内收到产业扶贫资金 0.48 亿元所致，扣除此影响后，扣非归母净利润同比增长 21.6%。
- 新活素持续放量，顺利进入 2019 医保目录。** 2019 年，新活素销量 175 万支，同比增长 47.7%，自进入 2017 医保目录以来放量效应显著，2016-2019 销量复合增长率 67.8%。2019 年 11 月新活素顺利进入新医保目录，降价幅度 23.9%，持续放量值得期待，2020Q1 营收未受显著影响。公司新活素专利起止期限为 2011 年 12 月 30 日至 2031 年 12 月 29 日，具备高技术壁垒与长期竞争力。新活素推广费合理。预计随着国内疫情缓和，新活素销量将保持高速增长。
- 公司投资布局心血管植入器械领域。** 公司拟出资 7000 万元投资北京阿迈特，持股比例 9.86%。北京阿迈特从事心血管介入产品研发，拥有全球领先的 3D4 轴精密快速打印专利技术，目前有包括支架定位系统在内的 4 项在研项目，其中两项处于临床试验阶段，一项申报临床，一项处于开发阶段。投资后公司将获得上述 4 项产品中国市场独家销售推广权。公司在心血管领域积累多年，未来阿迈特产品成功上市后，将丰富公司业绩的增长点。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.63 元、2.02 元、2.43 元，未来三年归母净利润增速约 25%。考虑公司新活素进入新医保后的放量效应及公司在心血管植入领域的布局，我们给予公司 2020 年 21 倍 PE，对应目标价 34.23 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 新活素销量不及预期；依姆多销量不及预期。

### 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: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	2.48
流通 A 股(亿股)	2.48
52 周内股价区间(元)	24.36-40.33
总市值(亿元)	66.62
总资产(亿元)	28.86
每股净资产(元)	14.62

### 相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	1256.02	1609.28	2165.37	2616.43
增长率	22.20%	28.13%	34.56%	20.83%
归属母公司净利润 (亿元)	312.32	404.62	499.76	602.09
增长率	44.86%	29.55%	23.51%	20.48%
每股收益 EPS (元)	1.26	1.63	2.02	2.43
净资产收益率 ROE	12.97%	15.12%	16.13%	16.72%
PE	21	16	13	11
PB	2.73	2.47	2.14	1.84

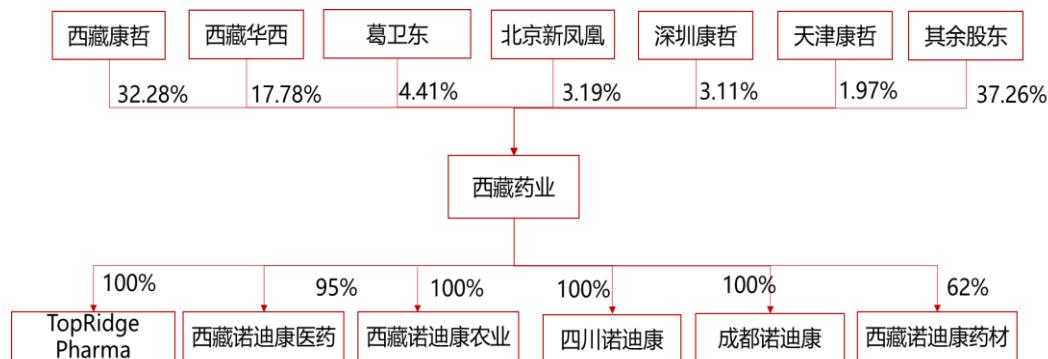
数据来源: Wind, 西南证券

## 1 西藏药业：主营心血管一线药物及特色中医药

西藏药业是西藏地区第一家上市药企，于 1999 年 7 月在上海交易所挂牌上市。公司主要生产、销售胶囊剂、生物制剂、颗粒剂、涂膜剂等；主要产品涉及心脑血管、肝胆、扭挫伤及风湿、类风湿、感冒等领域，其中新活素、依姆多、诺迪康胶囊在心血管疾病的治疗中有较强竞争力，为公司核心优势产品。

截止至 2020 年一季度，西藏康哲企业管理有限公司为公司第一大股东，并与深圳市康哲药业有限公司、天津康哲医药科技发展有限公司为一致行动人，共持有公司 37.4% 的股权。

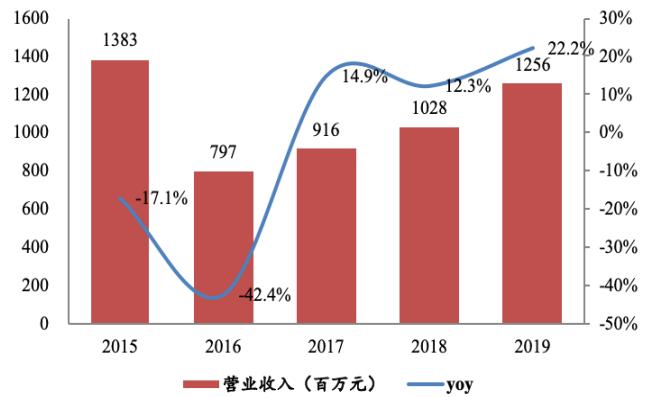
图 1：公司股权结构



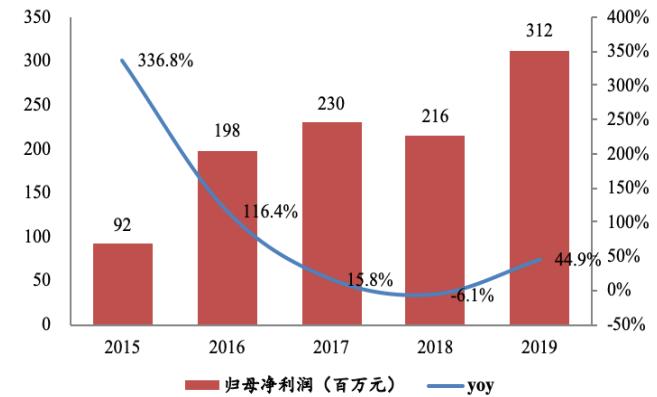
数据来源：wind，西南证券整理

公司主营心血管药品（新活素、依姆多、诺迪康）、及少量藏药、中医药产品。新活素（注射用人脑利肽）是公司具自主知识产权的一类新药，为急性心衰的一线治疗药物，临幊上具有不可替代性。新活素于 2017 年首次进入医保目录，2019 年 11 月再次成功进入新版医保目录。公司另外两类心血管药品诺迪康胶囊及依姆多也于 2018 年进入基药目录。

**营收与净利润自新活素放量后增速明显提升。**2015 年以来，公司营业收入与净利润总体实现平稳增长。2015 年 9 月公司转让经营不善的子公司四川本草堂后，不再将其纳入合并报表范围。2016-2019 期间，公司的营业收入由 8 亿元增长到 12.6 亿元，复合增长率 16%，系 2017 年公司新活素产品进入医保目录后销量大增导致。2016-2019 期间公司归母净利润由 2 亿元增长到 3 亿元，复合增长率为 16%；其中 2018 年公司归母净利润下降是由于当期计提依姆多资产组减值 5735 万元及联合投资银行不良债权类项目减值 2826 万元等非经常项目引起。2019 年营业收入同比增长 22%，新活素销量提高带动公司业绩快速增长。

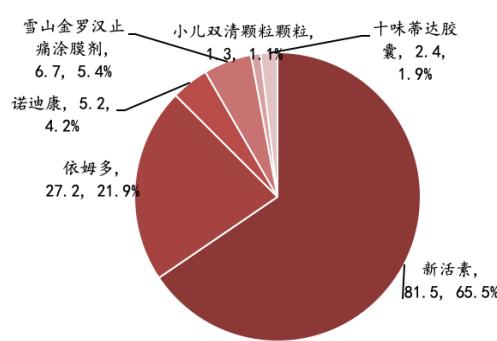
**图 2: 2015-2019 公司营业收入及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 3: 2015-2019 公司归母净利润及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

**公司的主营业务结构:** 从细分业务来看, 公司的主营医药制造业务, 主营产品包括心血管药物 (新活素、依姆多、诺迪康)、外用药 (雪山金罗汉止痛涂膜剂)、肝胆药 (十味蒂达胶囊) 及感冒药 (小儿双清颗粒)。

**图 4: 2019 年公司分产品收入情况(百万元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 5: 2015-2019 年公司新活素销量及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**新活素是公司核心产品。**从业务收入占比来看, 新活素是公司营业收入的主要来源, 2018-2019 公司新活素销售贡献的收入分别占营业收入的 54%、64.9%。新活素, 药品名为注射用重组人脑利肽, 是急性心衰的一线急救药物, 能快速改善心衰患者的心衰症状和体征。公司新活素在国内相对形成了市场垄断。新活素在 2017 年进入医保目录后, 销量由 2016 年的 37 万支, 增长到 2019 年的 175 万支, 复合增长率高达 67.8%, 以价换量效应凸显; 同时, 新活素销量的高速增长带动公司营业收入、归母净利润协同增长。2019 年 11 月, 新活素顺利纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》(2019 年版)乙类范围, 医保支付标准为 445 元/瓶, 降价幅度约 23.9%, 根据 2017 年首次降价进入医保后的销量复合增长率 (67.8%) 推算, 此次降价后将会迎来新一轮的放量效应, 当年即可弥补降价对营业利润的影响。

**依姆多国内市场交由康哲推广, 销量增长值得期待。**依姆多, 药品名为单硝酸异山梨酯缓释片, 是由阿斯利康研发并推向市场的用于冠心病的长期治疗、心绞痛的预防以及心肌梗死后持续心绞痛治疗的药物。2018 年, 依姆多进入国家基药目录。经查 PDB 数据库, 2019

年单硝酸异山梨酯片剂在国内样本市场的销售额为 2.3 亿元，78%的单硝酸异山梨酯片剂销售额由鲁南贝特贡献，阿斯利康依姆多占据 15.7%的销售额。2016 年，公司斥资 1.9 亿美元收购原研阿斯利康依姆多的商标、生产技术等相关资产，至 2019 年底，公司已完成依姆多中国市场和海外约 40 个国家和地区的全部市场交接，国外地区由公司负责销售推广，国内市场由康哲管理负责销售推广。康哲管理在心血管药品的销售推广方面渠道丰富，已成功帮助公司推广新活素，依姆多依靠原研技术+康哲销售双重优势将逐渐拓展国内市场份额。

**公司布局心血管介入器械领域，丰富公司未来业绩增长点。**公司近日发布公告拟出资 7000 万投资北京阿迈特公司换取目标公司 9.86%股权，及目标公司四项在研项目的中国市场独家开发权。北京阿迈特从事心血管介入产品研发，拥有全球领先的 3D4 轴精密快速打印专利技术，目前 4 项在研项目分别为支架定位系统、全降解冠脉药物洗脱支架系统、全降解外周血管药物洗脱支架系统及非顺应性球囊扩张导管项目，分别处于临床数据收集阶段、临床一期、临床申报及研发阶段，项目梯队布局合理。公司主营心血管药物，长期以来新活素是公司业绩的主要来源。此次公司投资心血管器械领域，补充了公司的产品线，未来产品成功上市后，将丰富公司的业绩来源。

## 2 盈利预测与估值

**核心假设：**

- 1) 新活素降价进入新医保目录，放量效应有望持续凸显，预计 2020-2022 年公司心血管药物销量增速分别为 30%、30%和 22%；降价后毛利率略有下降，预计 2020-2022 公司心血管药物毛利率为 83.5%；
- 2) 外用药物销售保持平稳增长，预计 2020-2022 年公司外用药物销量增速保持 13%，毛利率保持 71%。

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	1256.0	1609.3	2165.4	2616.4
	增速	22.2%	28.1%	34.6%	20.8%
	毛利率	83.5%	82.4%	80.7%	80.9%
心血管药物	收入	1138.5	1480.0	1924.0	2347.3
	增速	23.0%	30.0%	30.0%	22.0%
	毛利率	85.0%	83.5%	83.5%	83.5%
外用药物	收入	67.4	76.2	86.1	97.3
	增速	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
	毛利率	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%
肝胆药物	收入	23.7	25.4	27.3	29.4
	增速	7.0%	7.0%	7.5%	8.0%
	毛利率	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%
其他	收入	13.3	13.3	16.0	19.2
	增速	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	77.0%	77.0%	77.0%	77.0%

数据来源：西南证券

我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.63 元、2.02 元、2.43 元。参考国内可比公司，2020-2022 行业平均估值为 17 倍、15 倍、14 倍，考虑到公司新活素降价后的放量效应及心血管植入器械布局，给予公司 2020 年 21 倍 PE，对应目标价 34.23 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000999.SZ	华润三九	28.79	1.89	2.14	2.01	15.20	13.45	14.30
600085.SH	同仁堂	25.06	0.74	0.80	0.91	33.76	31.22	27.58
600329.SH	中新药业	13.95	0.93	1.09	1.29	14.94	12.82	10.79
600479.SH	千金药业	8.74	0.66	0.74	0.82	13.19	11.80	10.69
600535.SH	天士力	13.76	0.69	0.78	0.81	20.04	17.56	17.09
600557.SH	康缘药业	14.68	0.99	1.17	1.42	14.84	12.51	10.32
600566.SH	济川药业	20.81	2.24	2.52	2.87	9.31	8.25	7.26
平均值						17.33	15.37	14.01

数据来源：Wind（预测时间为 2020 年 4 月 28 日），西南证券整理

### 3 风险提示

新活素销量不及预期；依姆多销量不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1256.02	1609.28	2165.37	2616.43	净利润	317.37	410.80	507.23	611.28
营业成本	206.64	283.48	418.58	499.53	折旧与摊销	76.88	73.69	72.83	72.83
营业税金及附加	14.96	20.79	27.03	32.79	财务费用	-11.55	-6.26	-8.50	-12.66
销售费用	623.04	798.27	1074.11	1297.86	资产减值损失	-1.21	0.37	1.63	-0.88
管理费用	58.83	96.80	129.12	155.02	经营营运资本变动	96.17	-53.05	-31.89	-50.80
财务费用	-11.55	-6.26	-8.50	-12.66	其他	11.94	5.52	3.35	3.92
资产减值损失	-1.21	0.37	1.63	-0.88	经营活动现金流净额	489.59	431.07	544.65	623.71
投资收益	-2.70	-5.40	-3.21	-3.77	资本支出	-105.11	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	-0.24	-0.12	-0.14	-0.15	其他	-118.38	-75.52	-3.35	-3.92
其他经营损益	0.00	48.11	45.00	40.00	投资活动现金流净额	-223.50	-105.52	-33.35	-33.92
<b>营业利润</b>	<b>351.22</b>	<b>458.42</b>	<b>565.05</b>	<b>680.84</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.44	-0.26	0.42	0.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>352.67</b>	<b>458.16</b>	<b>565.48</b>	<b>681.20</b>	股权融资	-85.01	0.00	0.00	0.00
所得税	35.30	47.36	58.25	69.92	支付股利	-66.46	-62.46	-80.92	-99.95
<b>净利润</b>	<b>317.37</b>	<b>410.80</b>	<b>507.23</b>	<b>611.28</b>	其他	-1.06	-71.40	8.50	12.66
少数股东损益	5.05	6.18	7.47	9.19	筹资活动现金流净额	-152.52	-133.86	-72.42	-87.29
归属母公司股东净利润	312.32	404.62	499.76	602.09	<b>现金流量净额</b>	<b>118.06</b>	<b>191.69</b>	<b>438.88</b>	<b>502.49</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	740.34	932.03	1370.91	1873.40	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	363.69	565.86	740.70	880.56	销售收入增长率	22.20%	28.13%	34.56%	20.83%
存货	74.60	101.98	149.12	179.22	营业利润增长率	43.91%	30.52%	23.26%	20.49%
其他流动资产	162.40	97.52	100.12	102.23	净利润增长率	45.52%	29.44%	23.47%	20.51%
长期股权投资	60.97	130.97	130.97	130.97	EBITDA 增长率	34.64%	26.24%	19.69%	17.74%
投资性房地产	34.25	34.25	34.25	34.25	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	190.22	207.81	225.40	242.99	毛利率	83.55%	82.38%	80.67%	80.91%
无形资产和开发支出	1097.44	1037.02	976.59	916.17	三费率	53.37%	55.23%	55.17%	55.05%
其他非流动资产	43.32	42.46	42.46	42.46	净利润率	25.27%	25.53%	23.42%	23.36%
<b>资产总计</b>	<b>2767.23</b>	<b>3149.90</b>	<b>3770.53</b>	<b>4402.25</b>	ROE	12.97%	15.12%	16.13%	16.72%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.47%	13.04%	13.45%	13.89%
应付和预收款项	68.29	90.45	126.85	152.61	ROIC	17.42%	22.90%	26.84%	30.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.16%	32.68%	29.07%	28.32%
其他负债	252.15	341.97	499.90	594.53	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>320.44</b>	<b>432.43</b>	<b>626.75</b>	<b>747.14</b>	总资产周转率	0.47	0.54	0.63	0.64
股本	177.10	247.94	247.94	247.94	固定资产周转率	8.44	10.62	15.57	20.65
资本公积	1326.48	1255.65	1255.65	1255.65	应收账款周转率	3.66	4.02	3.82	3.73
留存收益	855.82	1197.97	1616.81	2118.95	存货周转率	3.00	3.20	3.30	3.01
归属母公司股东权益	2437.06	2701.56	3120.39	3622.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.03%	—	—	—
少数股东权益	9.73	15.91	23.38	32.57	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2446.79</b>	<b>2717.47</b>	<b>3143.77</b>	<b>3655.10</b>	资产负债率	11.58%	13.73%	16.62%	16.97%
负债和股东权益合计	2767.23	3149.90	3770.53	4402.25	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	流动比率	4.33	4.02	3.83	4.12
EBITDA	416.55	525.85	629.38	741.02	速动比率	4.09	3.78	3.59	3.88
PE	21.33	16.47	13.33	11.06	股利支付率	21.28%	15.44%	16.19%	16.60%
PB	2.73	2.47	2.14	1.84	<b>每股指标</b>				
PS	5.30	4.14	3.08	2.55	每股收益	1.26	1.63	2.02	2.43
EV/EBITDA	9.08	10.45	8.03	6.14	每股净资产	9.83	10.90	12.59	14.61
股息率	1.00%	0.94%	1.21%	1.50%	每股经营现金	1.97	1.74	2.20	2.52
					每股股利	0.27	0.25	0.33	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
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tlr@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn