

# 仙琚制药 (002332): 甾体激素行业龙头, 原料药搬迁升级+国际化制剂布局助力腾飞

单击此处输入文字。

**公司是甾体行业原料药制剂一体化的标杆性企业, 深耕原料制剂一体化。**主要生产皮质激素类药物、性激素类药物和麻醉与肌松类药物三大类, 原料药和制剂均处于国内领先地位: 妇科领域主要为黄体酮及米非司酮; 麻醉肌松主要为顺阿曲库铵和罗库溴铵; 呼吸类以莫米松为主; 原料药板块主要以皮质激素和性激素为主。公司目前在国内拥有杨府原料药生产区(原料药产品)、临海川南生产区(原料药中间体)、杨府制剂生产区(制剂产品及未来国际化拓展)三个核心制造平台。在国外以意大利 Newchem 公司为主拥有两个标准化原料药工厂(为欧美规范市场高端客户提供高品质产品及服务)。

**原料药方面:** 公司已于 2017 年完成产业升级, 采用新工艺生产, 成本更低收率更高, 且 2019 年起公司原料药陆续转移至杨府新厂区, 随着搬迁完成及新产品导入和认证, 我们预计公司将突破原先产能桎梏, 进一步拓展规范市场, 加速原料药业绩贡献; 此外海外原料药公司一直维持稳定贡献。

国内制剂增长稳定, 黄体酮新凝胶剂型处于 BE 阶段, 未来有望加速进口替代, 麻醉肌松毛利率较高增长较快, 呼吸领域莫米松为国内独家, 也有望加速进口替代。海外制剂方面, 公司计划建设制剂国际化项目, 全球甾体制剂销售额可观, 公司作为国内甾体原料+制剂一体化的龙头, 布局制剂国际化不仅可以发挥公司海外高端原料药的优势, 打通海外的全产业链, 而且可以往下游制剂延伸, 不断提升产品附加值, 获取更多利润。

**公司盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.09、6.33 和 7.95 亿元, 对应 EPS 分别为 0.56、0.69 和 0.87 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 30.1、24.25 和 19.30 倍, 看好公司作为甾体原料药一体化企业, 在增强原料药实力的同时将海外产业链延伸至制剂段, 完成全球化原料药+制剂综合平台的搭建, 首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示:** 甾体原料药价格下跌风险、原料药产品不及预期、制剂销售不及预期、制剂国际化建设不及预期。

## 财务指标预测

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,621.75	3,708.55	4,057.15	4,699.40	5,566.90
增长率(%)	26.97%	2.40%	9.40%	15.83%	18.46%
归母净利润(百万元)	301.36	410.37	509.19	632.87	795.14
增长率(%)	45.85%	36.17%	24.08%	24.29%	25.64%
净资产收益率(%)	11.45%	13.95%	10.39%	12.87%	16.13%
每股收益(元)	0.33	0.45	0.56	0.69	0.87
PE	50.76	37.22	30.14	24.25	19.30
PB	5.83	5.22	3.51	3.50	3.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

2020年06月17日

推荐/首次

仙琚制药 公司报告

## 公司简介:

公司是甾体行业原料药制剂一体化的标杆性企业, 深耕原料制剂一体化。主要生产皮质激素类药物、性激素类药物和麻醉与肌松类药物等三大类, 原料药和制剂均处于国内领先地位: 妇科领域主要为黄体酮及米非司酮; 麻醉肌松主要为顺阿曲库铵和罗库溴铵等; 呼吸类以莫米松、环索奈德为主; 皮肤类以激素软膏为主; 原料药板块主要以皮质激素和性激素为主。

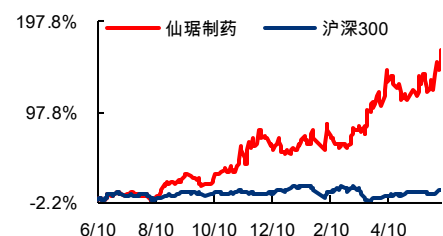
## 未来 3-6 个月重大事项提示:

2019-06-18 临时股东大会

## 交易数据

52 周股价区间(元)	16.75-6.2
总市值(亿元)	153.47
流通市值(亿元)	151.42
总股本/流通 A 股(万股)	91,621/90,401
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.58

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 首席分析师: 胡博新

010-66554088

hboxin@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050003

## 研究助理: 许睿

010-66554090

xurui@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 仙琚制药：甾体行业龙头，原料药搬迁升级+国际化制剂布局助力腾飞.....	3
1.1 甾体激素市场广阔，工艺壁垒高，竞争格局良好 .....	3
1.2 公司是甾体激素领域原料制剂一体化标杆企业，未来发展前景广阔 .....	3
1.3 公司历史业绩优异，妇科计生稳健发展，麻醉肌松和呼吸制剂增长迅猛 .....	5
2. 原料药搬迁升级加速业绩贡献，海外制剂布局踏入建设期 .....	7
2.1 工艺切换完成引领产业升级，原料药新平台陆续导入产品加速业绩贡献 .....	7
2.2 国内制剂增长稳健，制剂国际化项目深化全球化布局 .....	9
3. 盈利预测与投资评级 .....	11
4. 风险提示.....	11

## 插图目录

图 1： 中国甾体药物市场规模（亿元） .....	3
图 2： 公司发展历程.....	4
图 3： 公司股权架构.....	4
图 4： 历年公司收入及净利润（百万） .....	5
图 5： 历年公司各个板块收入情况（亿元） .....	6
图 6： 各个板块收入结构.....	7
图 7： 各个板块毛利率（%） .....	7
图 8： 主要甾体原料药的价格.....	7
图 9： 主要甾体原料药的价格.....	8
图 10： 公司获得的 FDA 和欧盟文号.....	9
图 11： NewChem 获得的 FDA 和欧盟文号.....	9
图 12： NewChem 历年收入及净利润.....	9
图 13： 全球主要地区辅助生殖主要市场增速 .....	10
图 14： 黄体酮不同剂型市场格局 .....	10

## 表格目录

表 1： 仙琚制药主要产品线.....	5
表 2： 公司制剂国际化项目概况.....	10

# 1. 仙琚制药：甾体行业龙头，原料药搬迁升级+国际化制剂布局助力腾飞

## 1.1 甾体激素市场广阔，工艺壁垒高，竞争格局良好

甾体行业市场广阔，行业壁垒较高玩家少。甾体药物诞生于上世纪 40 年代，90 年代之后为迎合全球甾体药物行业快速发展，我国甾体药物厂商数量和产量不断提升，国内对双烯类甾体药物原料需求相应增长，促进国内双烯类甾体药物原料生产规模的大幅扩张，我国也逐步成为全球范围内双烯类甾体药物原料的供应大国，2010 年开始国内头部厂家开始研发以雄烯二酮为原料的生物技术路线并大规模使用，目前甾体药物原料产业处于传统生产工艺和生物技术路线并存的状态。

目前全球甾体药物销售额早已超过千亿美金，是世界药物中仅次于抗生素的第二大类药物，我国甾体药物年产量约占世界总产量的 1/3，并且未来数年甾体药物市场规模仍将呈显著的上升态势，产品需求量将越来越大，这给以甾体药物为主业的国内公司带来广阔的发展前景。

图1：中国甾体药物市场规模（亿元）



资料来源：中国产业研究报告网，东兴证券研究所

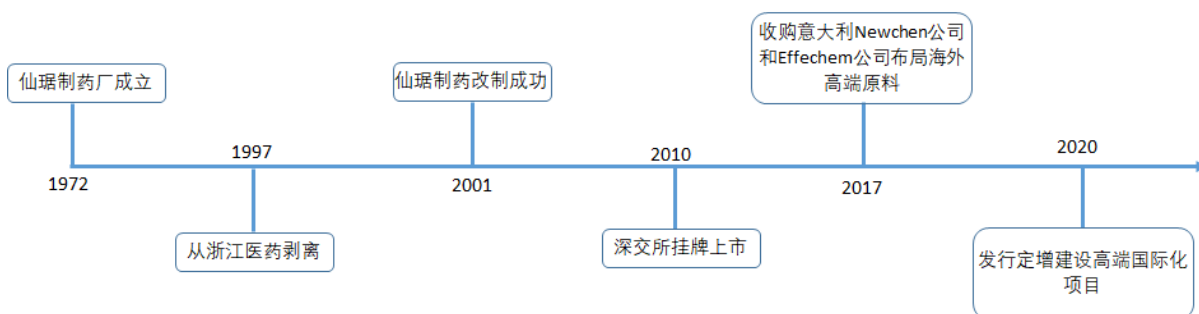
**行业壁垒较高，行业集中度进一步提高。**甾体药物的合成步骤多、反应复杂，收率低，特别是分离纯化困难，使得整个行业壁垒较高，技术难点很难被突破，此外国内外不断增长的甾体药物市场对原料需求依然旺盛，导致国内双烯原料价格不断上涨，随之而来环保压力也加重厂家的成本压力，未来采用生物技术路线生产厂家将继续受益，而其中仙琚、天药等头部厂家早已完成工艺切换，未来行业集中度进一步提高。

另外从全球范围内来看，甾体药物生产厂家较少，主要为大型跨国制药公司例如辉瑞、拜耳、默沙东、赛诺菲-安万特等，国内甾体厂家主要有仙琚制药、天药股份和溢多利等，因此竞争格局良好。

## 1.2 公司是甾体激素领域原料制剂一体化标杆企业，未来发展前景广阔

仙琚制药前身为仙居制药厂，创建于 1972 年，1997 年从浙江医药股份公司剥离并随后完成改制，2010 年在深交所挂牌上市。2017 年仙琚制药收购意大利 Newchen 公司和 Effechem 公司谋求布局海外高端原料药，2019 年公司完成城南老区厂区搬迁工作，杨府新厂区原料药产能亟待释放，原料药业绩有望加速。2020 年 4 月公司计划发行定增建设高端制剂国际化项目，将海外布局进一步向制剂端延伸。

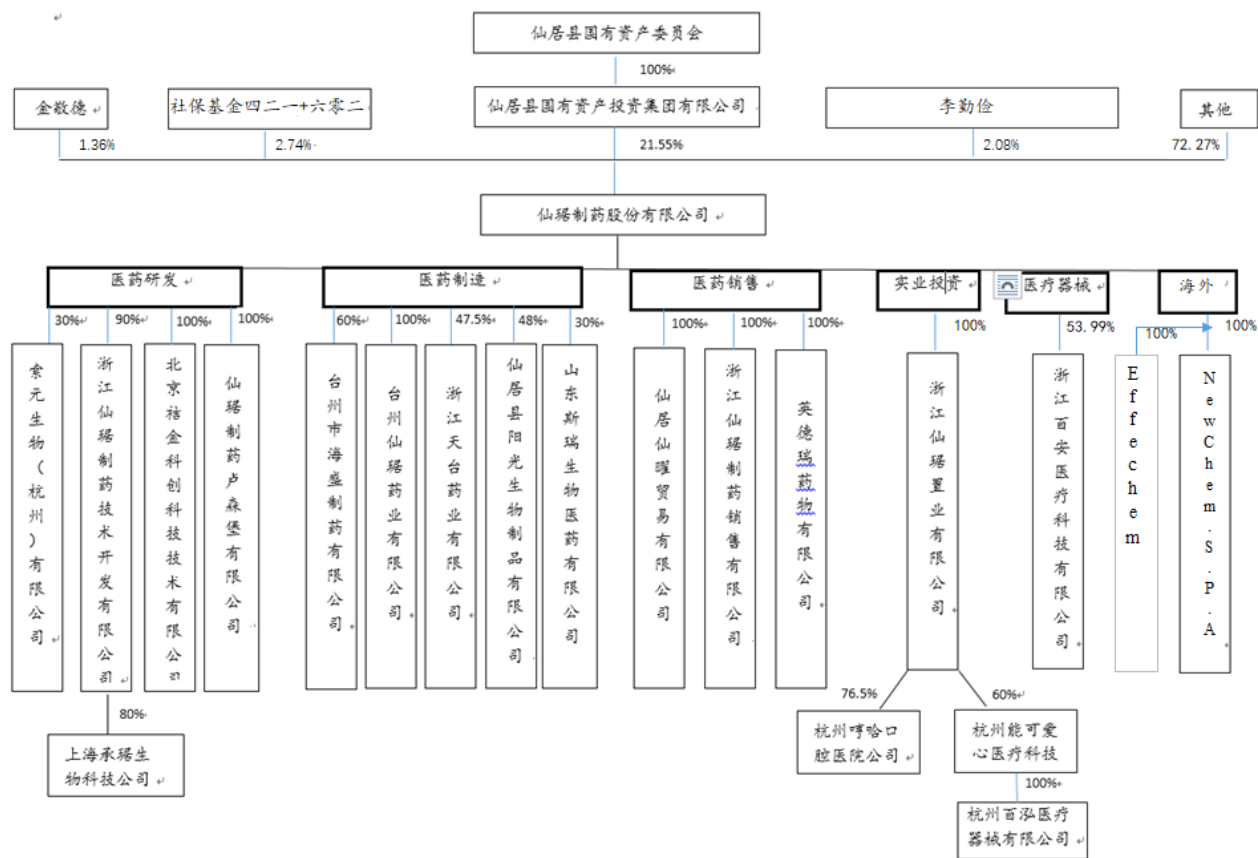
图2: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

仙琚制药是由仙居县国资委控股, 仙居县国有资产委员会持股 21.55%, 前董事长金敬德持股 1.36%。仙琚制药下辖有医药研发、医药制造、医药销售、实业投资、医疗器械等 6 大板块共计 20 余家子公司, 体系布局完善。

图3: 公司股权架构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司产品独树一帜, 主营甾体原料药和制剂, 甾体药物对机体有重要调节作用, 具有很强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克作用, 广泛用于治疗风湿性关节炎、支气管哮喘、湿疹等皮肤病、过敏性休克、前列腺炎等内分泌疾病, 也可用于避孕、安胎、减轻女性更年期症状、手术麻醉等方面。

公司是甾体行业原料药制剂一体化的标杆性企业, 原料制剂一体化的模式可以帮助公司支撑市场份额和维持利润空间, 并保持向高端产品延伸的可持续性, 同时还可降低因上游原材料变化带来的风险。公司主要生产皮质激素类药物、性激素类药物(妇科及计生用药)和麻醉与肌松类药物等三大类, 原料药和制剂均处于国内领先地位: 妇科领域主要为黄体酮及米非司酮; 麻醉肌松主要为顺阿曲库铵和罗库溴铵等; 呼吸类以莫米松、环索奈德为主; 皮肤类以激素软膏为主; 原料药板块主要以皮质激素和性激素为主

表1: 仙琚制药主要产品线

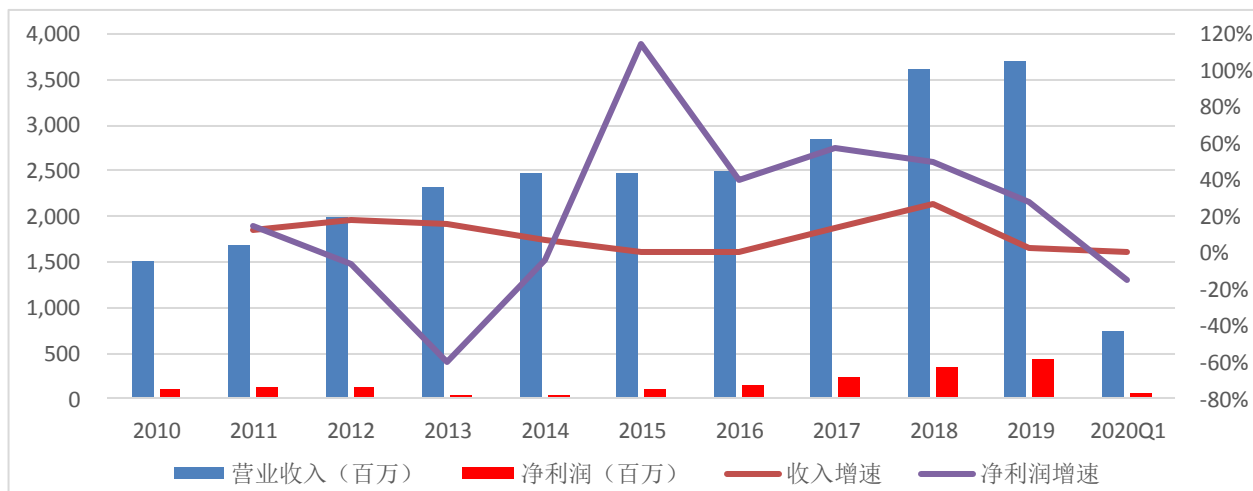
品类	名称	规格	是否医保	适应症
妇科计生	黄体酮胶囊	50mg 硬胶囊剂	乙类	调经, 保胎, 以及先兆及习惯性流产
	黄体酮注射液	10mg/20mg	甲类	
	米非司酮片	10mg/25mg/200mg	乙类	终止特定时间内的妊娠
麻醉肌松	苯磺酸顺阿曲库铵注射液	5mg	乙类	全麻附属用药, 维持手术中的肌肉松弛
	罗库溴铵注射液	25mg/50mg	乙类	
	维库溴铵注射液	4mg	甲类	局部麻醉用药
	盐酸罗哌卡因注射液	20mg/75mg	否	
呼吸	糠酸莫米松鼻喷剂	50μg*60 掀/瓶	否	用于预防季节性的鼻炎
	环索奈德气雾剂	100μg/200μg /掀	否	治疗哮喘及过敏性鼻炎
	噻托溴铵粉雾剂	18μg	否	慢阻肺的维持治疗
皮肤	糖酸莫米松乳膏	5mg	乙类	治疗皮质类固醇有效的皮肤病
	丙酸氟替卡松乳膏		否	
原料药	皮质激素、性激素类			

资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

### 1.3 公司历史业绩优异, 妇科计生稳健发展, 麻醉肌松和呼吸制剂增长迅猛

公司过往历史业绩优异, 营收从 2010 年的 1.5 亿增长至 2019 年的 3.7 亿, 净利润从 2010 年的 1.14 亿增长至 4.43 亿, 收入年均复合增速为 9.5%, 净利润年均复合增速为 14.5%, 保持较快增长。

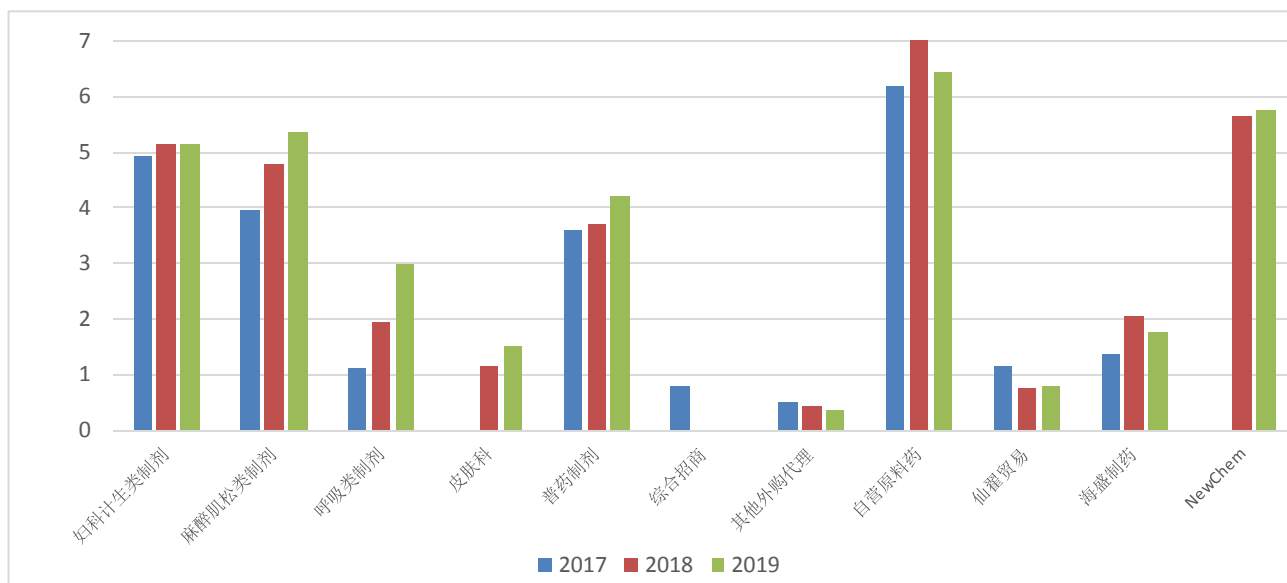
图4: 历年公司收入及净利润 (百万)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

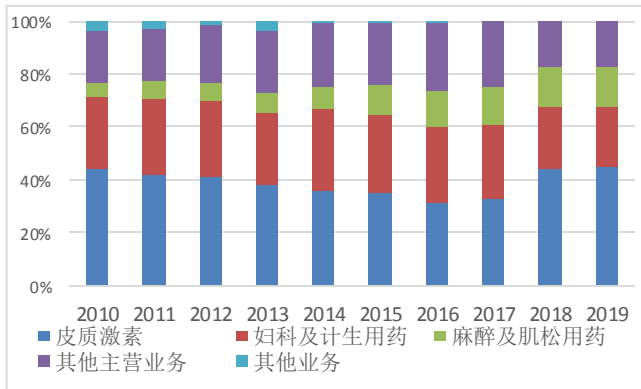
根据公司业务结构将制剂分为妇科计生、麻醉肌松、呼吸类、皮肤、普药及招商板块，将原料药分为自营、海盛制药、仙翟贸易和 NewChem。可以看出公司主要收入仍然在制剂端，且妇科计生类制剂基本保持稳定，未来主要的增长动力来自麻醉肌松和呼吸类制剂，2019 年麻醉肌松和呼吸制剂收入同比增速分别为 12%和 55%，呼吸类制剂潜力更足，糠酸莫米松鼻喷剂及噻托溴铵粉雾剂仍有较大增长空间。此外自营原料药由于 2019 年逐步实施产能搬迁和生产地址变更使得收入同比下降，杨府新厂区完全投入使用后不仅能够承受老厂区的全部产能，同时能够将 NewChem 部分产品转至国内生产，促进原料药产品收入增长。

图5：历年公司各个板块收入情况（亿元）

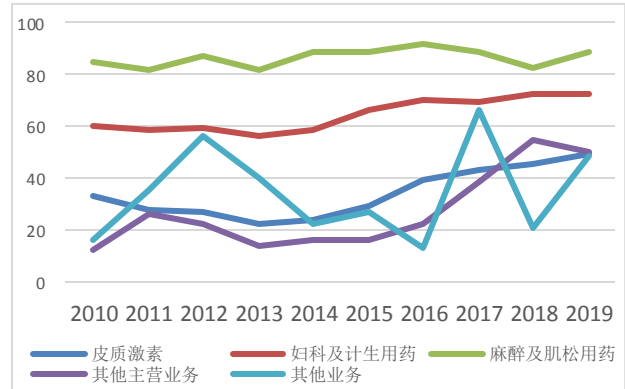


资料来源：Wind，东兴证券研究所

从收入板块来看，皮质激素、妇科计生和麻醉肌松三大板块为公司主要收入来源，妇科计生为制剂中主要收入贡献（皮质激素收入中包括较多原料药收入）；此外麻醉肌松也占据较大比例，且麻醉肌松毛利率较高，历年平均毛利率基本在 80%以上，未来呼吸将逐步成为贡献主力。

**图6: 各个板块收入结构**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图7: 各个板块毛利率 (%)**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

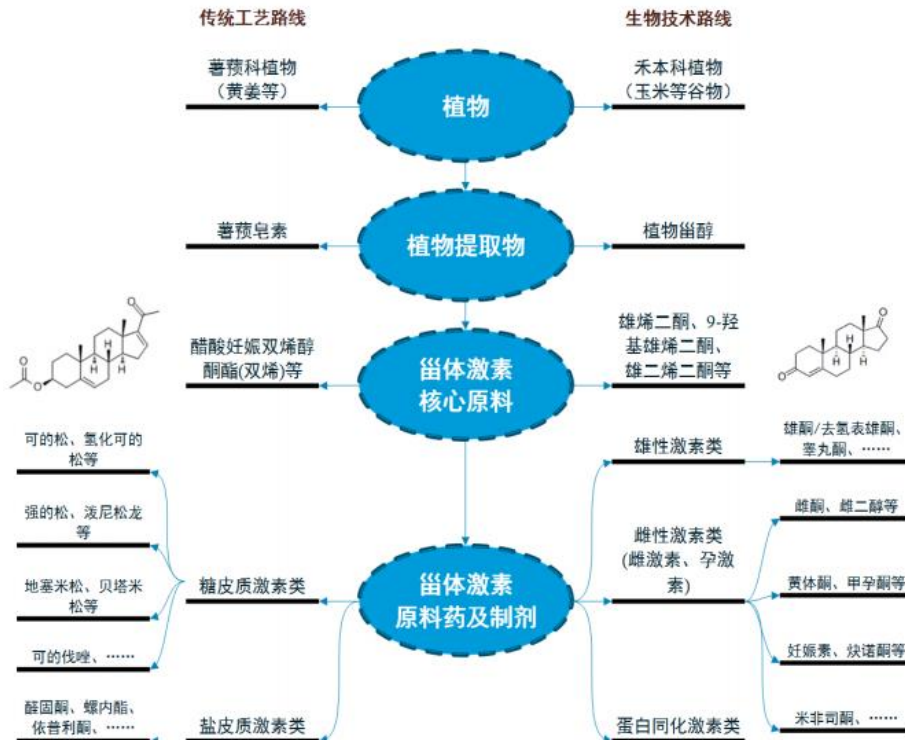
## 2. 原料药搬迁升级加速业绩贡献, 海外制剂布局踏入建设期

公司目前在国内拥有杨府原料药生产区 (承接城南厂区及未来新原料药产品)、临海川南生产区 (重要原料药中间体)、杨府制剂生产区 (四大治疗领域制剂产品及未来国际化拓展空间预留) 三个核心制造平台。在国外以意大利 Newchem 公司为主体拥有两个标准化原料药工厂 (为欧美规范市场高端客户提供高品质产品及服务)。

### 2.1 工艺切换完成引领产业升级, 原料药新平台陆续导入产品加速业绩贡献

甾体药物的合成步骤多、反应复杂, 收率低, 特别是分离纯化困难, 使得整个行业壁垒较高, 技术难点很难被突破。双烯和雄烯二酮 (4-AD) 分别是两条甾体药物制备路径中的核心原材料, 雄烯二酮则主要是由植物甾醇经过生物发酵制成, 相比较而言, 植物甾醇来源广泛, 而且生物发酵对环境污染小, 不仅可以减轻环保压力, 而且避免资源浪费和节省成本。公司已于 2017 年完成产业升级, 采用 4-AD 的新工艺进行生产, 成本更低, 收率更高。

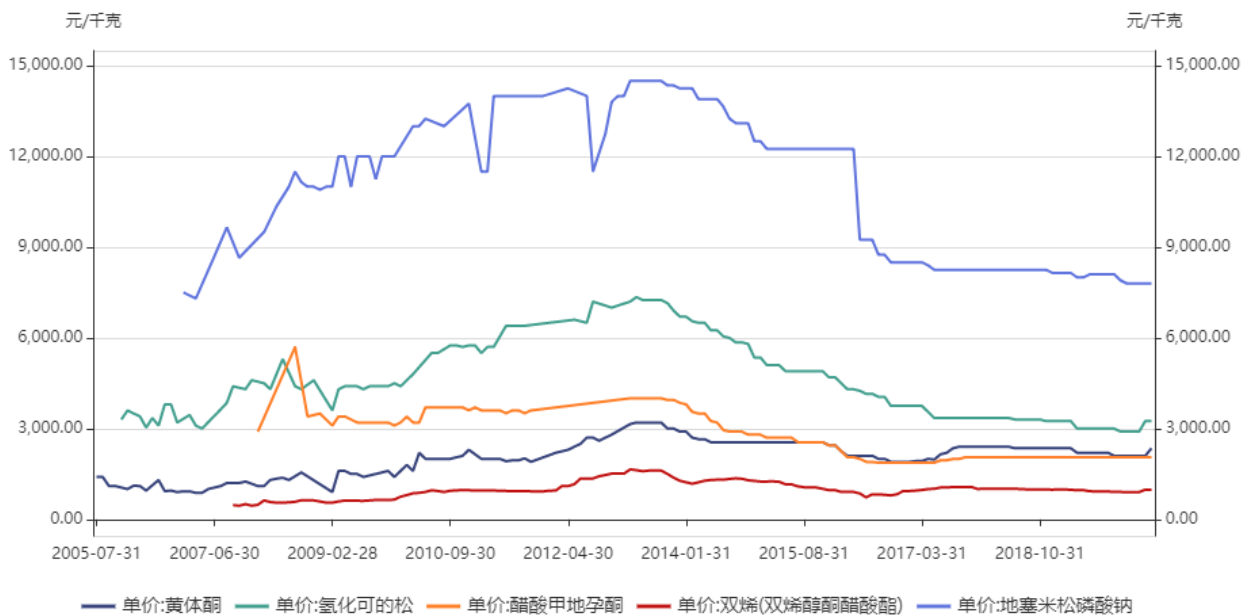
**图8: 主要甾体原料药的价格**



资料来源: 赛托生物招股书, 东兴证券研究所

从国内甾体激素主要原料药报价来看, 自 2017 年后主要甾体激素原料药价格基本趋于稳定, 甚至略有下行, 而 2016 年上半年开始双烯价格的上涨和随之而来的环保压力也加重了行业内的中小企业生存压力, 使得行业集中度进一步提高, 已经切换至新工艺的头部厂家多有获益。

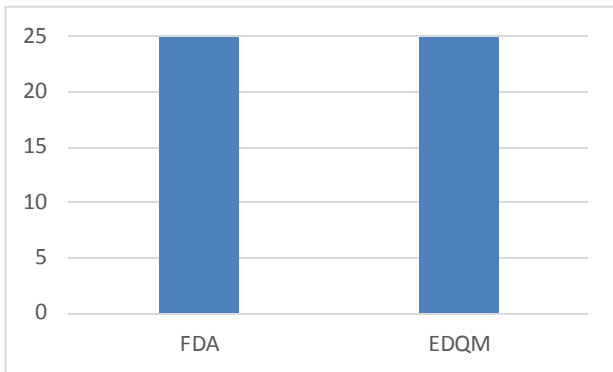
图9: 主要甾体原料药的价格



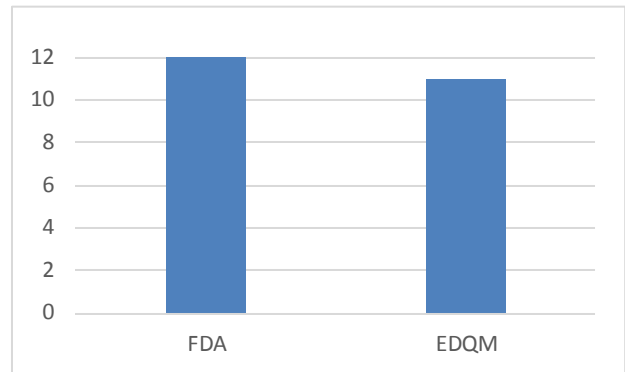
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司原料药海外布局历史悠久, 拥有较多欧美获批品种。公司自 90 年代初期即开始布局海外原料药销

售, 1996 年获得首个维库溴铵的 DMF 批准文号, 截至目前公司已获得 24 个 FDA 的 DMF 文号 (其中 15 个为激活状态), 获得欧盟许可产品的有效文号为 25 个。此外公司在 2017 年收购的意大利 NewChem 高端原料药公司也拥有多个欧美原料药文号, 获得 FDA 的 DMF 文号 12 个, 获得欧盟许可产品的有效文号为 11 个。

**图10: 公司获得的 FDA 和欧盟文号**


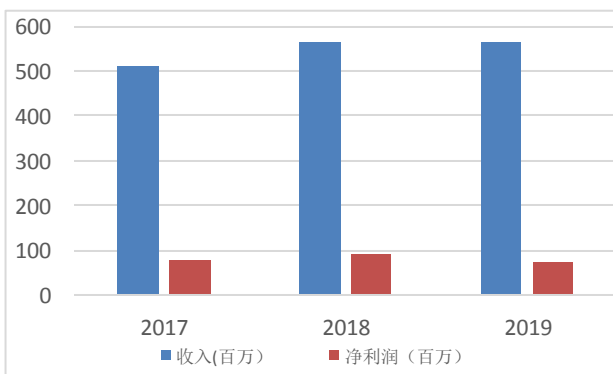
资料来源: FDA&EDQM, 东兴证券研究所

**图11: NewChem 获得的 FDA 和欧盟文号**


资料来源: FDA&EDQM, 东兴证券研究所

**杨府新厂区承接城南老厂区工程, 打开原料药增长天花板。**由于公司原有原料药产能在城南老厂区, 该地靠近居民区且不符合环保标准, 因此 2019 年起公司的原料药产品陆续由城南老厂区转移至杨府新厂区, 公司所有原料药产品在城南厂区均已全部通过 GMP 认证, 目前正处于逐步搬迁到杨府原料药新厂区的过程中, 目前已有多个品种在新厂区通过 GMP 认证, 后续认证将持续开展。新厂区拥有符合欧美规范的环保标准和更先进更富足的产能, 随着本次搬迁完成及产品的陆续导入和认证, 我们预计公司将突破原先的产能桎梏, 进一步拓展规范市场, 加速原料药的业绩贡献,

此外 NewChem 作为意大利甾体激素原料药公司, 也拥有较多原料药品种及高端产能, 自 2017 年收购以来收入稳定, 未来能够为公司制剂出口及国内制剂申报提供更多的品种及储备。

**图12: NewChem 历年收入及净利润**


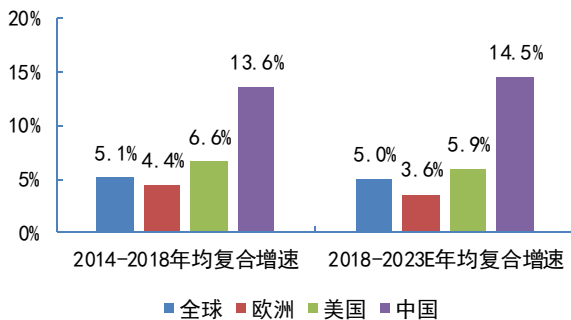
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 2.2 国内制剂增长稳健, 制剂国际化项目深化全球化布局

根据前文所述, 公司制剂主要领域主要为妇科计生、麻醉肌松、呼吸及皮肤四大产品线, 黄体酮 (益玛

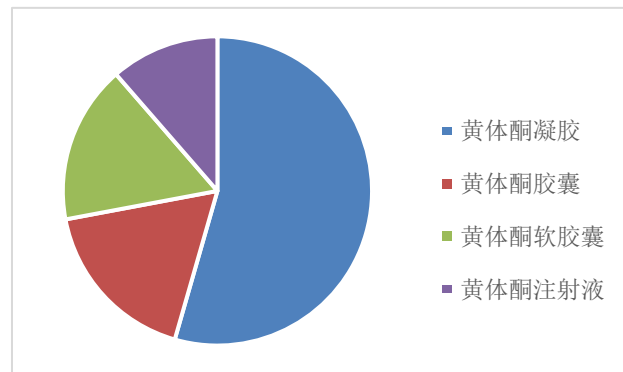
欣) 是公司的明星产品, 单品贡献收入比例最高, 其中黄体酮胶囊剂和注射剂稳定增长。此外公司的黄体酮凝胶新剂型正处于 BE 阶段, 黄体酮阴道缓释凝胶由默克雪兰诺原研, 主要用于辅助生育技术中黄体酮的补充治疗, 辅助生殖中国市场潜力巨大, 2014 年-2018 年, 全球辅助市场规模由 204 亿美元增加到 248 亿美元, CAGR=5.1%。其中中国市场由 23 亿美元增加到 38 亿美元, CAGR=13.6%, 远超总体增速。由于凝胶剂型副作用小, 作用精准和使用方便舒适, 自 08 年上市以来就迅速抢占市场, 目前凝胶剂型已经占总市场半数以上, 未来公司黄体酮凝胶大概率成为国内首仿, 进一步提升公司黄体酮系列产品增长潜力。

图 13: 全球主要地区辅助生殖主要市场增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

图 14: 黄体酮不同剂型市场格局



资料来源: FDA&amp;EDQM, 东兴证券研究所

此外麻醉肌松线属于公司的高毛利产品线, 根据米内网样本医院数据, 麻醉肌松市场以每年 10% 左右的增速扩大, 顺阿曲库铵注射液和罗库溴铵注射液是公司麻醉肌松线的两大主力品种, 均是国家医保乙类产品, 也是目前肌松药市场上占比份额较大的两大肌松药, 未来仍有望保持快速增长。在呼吸领域中, 公司糠酸莫米松属于国内独家, 目前市场上的莫米松鼻用制剂只有默沙东和仙琚两家, 竞争格局良好, 未来有望加速进口替代。

公司于今年 4 月份公布定增计划, 募集资金建设制剂国际化项目, 预计投资总额为 7.94 亿元, 项目建成后形成年产 500 万瓶抗胆碱能类吸入剂、1,200 万瓶双动力鼻喷雾剂、2,500 万瓶皮质激素类注射剂及 1,000 万瓶麻醉镇静注射剂的综合生产能力。

表 2: 公司制剂国际化项目概况

定增产品	设计产能	国内现有相关制剂产品
抗胆碱能吸入剂	500 万瓶	塞托溴铵粉雾剂等
双动力鼻喷雾剂	1200 万瓶	糠酸莫米松鼻喷剂等
皮质激素类注射剂	2500 万瓶	塞托溴铵粉雾剂等
麻醉镇痛注射剂	100 万瓶	盐酸罗哌卡因注射液等

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

纵观全球市场, 甾体激素在国际范围内应用, 众多甾体制剂全球销售额超过 10 亿美金, 给公司制剂国际化带来广阔发展前景, 作为国内甾体原料+制剂一体化的龙头, 公司布局制剂国际化不仅可以发挥公司海外高端原料药的优势, 打通海外的全产业链, 而且可以往下游制剂延伸, 不断提升产品附加值, 获取更多利润。

制剂国际化项目建设期预计约为 5 年, 第一阶段建设期 3 年, 第二阶段在第一阶段建成投产后开建, 建

设期 2 年, 预计完全建成投产后预计年实现销售收入 8.76 亿元, 实现净利润 2.46 亿元, 净利率接近 30%, 且占 2019 年净利润 56%, 投资效益明显。

### 3. 盈利预测与投资评级

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.09、6.33 和 7.95 亿元, 对应 EPS 分别为 0.56、0.69 和 0.87 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 30.1、24.25 和 19.30 倍, 看好公司作为甾体原料药一体化企业, 在增强原料药实力的同时将海外产业链延伸至制剂段, 完成全球化原料药+制剂综合平台的搭建, 首次覆盖给予“推荐”评级。

### 4. 风险提示

甾体原料药价格下跌风险、原料药产品不及预期、制剂销售不及预期、制剂国际化建设不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	2721	2857	3601	3601	3601	<b>营业收入</b>	3622	3709	4057	4699	5567
货币资金	892	1028	1541	1541	1541	<b>营业成本</b>	1482	1463	1846	2021	2338
应收账款	717	713	998	998	998	营业税金及附加	34	35	50	50	50
其他应收款	21	31	151	151	151	营业费用	1195	1127	1193	1457	1726
预付款项	30	34	102	102	102	管理费用	258	284	333	385	456
存货	661	672	511	511	511	财务费用	73	64	13	13	13
其他流动资产	31	55	255	255	255	资产减值损失	33.74	-18.89	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2722	2968	4184	4116	4101	公允价值变动收益	0.00	0.00	8.00	8.00	8.00
长期股权投资	167	168	43	43	43	投资净收益	10.22	14.74	0.50	0.50	0.50
固定资产	1125	1450	842	1267	1175	<b>营业利润</b>	431	543	631	782	992
无形资产	213	197	648	220	297	营业外收入	8.63	2.95	3.00	3.00	3.00
其他非流动资产	16	15	66	0	0	营业外支出	9.49	19.04	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	5443	5824	7786	7717	7702	<b>利润总额</b>	430	527	633	784	994
<b>流动负债合计</b>	1606	1747	2145	2141	2156	所得税	85	85	114	141	179
短期借款	696	535	1491	1491	1491	<b>净利润</b>	345	442	519	643	815
应付账款	330	311	260	260	260	少数股东损益	44	32	10	10	20
预收款项	30	27	70	75	80	归母净利润	301	410	509	633	795
一年内到期的非流动负债	5	276	97	97	97	EBITDA	827	923	756	907	1117
<b>非流动负债合计</b>	1127	1019	612	522	460	<b>EPS (元)</b>	0.33	0.45	0.56	0.69	0.87
长期借款	1071	960	960	960	960	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	2733	2766	2757	2663	2616	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	79	117	127	137	157	营业收入增长	26.97%	2.40%	9.40%	15.83%	18.46%
实收资本(或股本)	916	916	1027	1027	1027	营业利润增长	44.89%	26.01%	16.15%	23.90%	26.87%
资本公积	892	852	852	852	852	归属于母公司净利润增长	45.85%	36.17%	24.08%	24.29%	25.64%
未分配利润	667	982	2888	2888	2900	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	2632	2942	4902	4917	4929	毛利率(%)	59.09%	60.54%	43.55%	45.54%	45.50%
<b>负债和所有者权益</b>	5443	5824	7786	7717	7702	净利率(%)	9.54%	11.93%	12.80%	13.68%	14.64%
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	<b>偿债能力</b>					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产净利润(%)	5.54%	7.05%	6.54%	8.20%	10.32%
<b>经营活动现金流</b>	193	520	-288	755	946	ROE(%)	11.45%	13.95%	10.39%	12.87%	16.13%
净利润	345	442	519	643	815	<b>营运能力</b>					
折旧摊销	322	315	112	112	112	资产负债率(%)	50%	47%	35%	35%	34%
财务费用	73	64	13	13	13	流动比率	1.69	1.63	1.68	1.68	1.67
应收账款减少	0	0	-285	0	0	速动比率	1.28	1.25	1.44	1.44	1.43
预收账款增加	0	0	43	5	5	<b>运营能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	73	-211	-1581	74	9	总资产周转率	0.68	0.66	0.60	0.61	0.72
公允价值变动收益	0	0	8	8	8	应收账款周转率	5	5	5	5	6
长期投资减少	0	0	125	0	0	应付账款周转率	10.78	11.56	14.21	18.07	21.41
投资收益	10	15	1	1	1	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-293	-167	2133	-874	-724	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.45	0.56	0.69	0.87
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	-0.03	0.15	0.26	-0.04	0.22
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.21	4.77	4.79	4.80
普通股增加	0	0	111	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	32	-41	0	0	0	P/E	50.76	37.22	30.14	24.25	19.30
<b>现金净增加额</b>	-27	142	263	-45	231	P/B	5.83	5.22	3.51	3.50	3.49
						EV/EBITDA	19.63	17.44	24.10	20.09	16.31

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 分析师：胡博新

药学专业，10年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

## 研究助理简介

---

### 研究助理：许睿

医药生物行业分析师，复旦大学药学硕士，曾就职于凯盛产业研究院，2019年加盟东兴证券研究所，主要覆盖原料药、化学药、制剂出口等领域。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526