

化学制剂

华特达因 (000915.SZ)

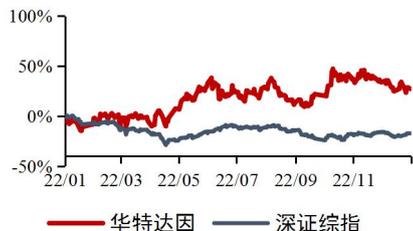
买入-B(维持)

维生素 AD 龙头, 管理结构改善, 聚焦主业发展

2023 年 1 月 10 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据: 2023 年 1 月 10 日

收盘价(元):	43.59
总股本(亿股):	2.34
流通股本(亿股):	2.34
流通市值(亿元):	102.09

基础数据: 2022 年 9 月 30 日

每股净资产(元):	16.77
每股资本公积(元):	0.27
每股未分配利润(元):	8.94

资料来源: 最闻

分析师:

魏赞

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

投资要点:

➢ **理顺治理结构, 聚焦儿药。**2020 年, 公司实控人由山东大学变更为山东省国有资产股份有限公司, 去年 8 月完成董事会换届, 子公司达因药业为公司收入和利润贡献的主体, 为山东省国投激励试点企业, 已经制定了长期的业绩考核和激励计划, 公司治理结构已经理顺。今年已经剥离环保业务, 其他业务有望陆续剥离, 未来将聚焦医药主业, 聚焦儿药领域。

➢ **伊可新扩大儿童适用年龄, 并分规格提价, 推升市场天花板。**伊可新在儿童维生素 AD 滴剂市场占有率超 60%, 已经实现了渠道全覆盖。2022 年起, 伊可新扩展适用年龄至 6 岁, 并分规格陆续提价完成, 上半年粉色包装增长率超 40%。基于对未来不同生育率下的出生人口测算, 在低、中、高生育率假设下, 预测 2026 年伊可新终端销售额有望超过 31 亿、34 亿、40 亿。

➢ **二线品种丰富, 未来持续发力。**公司二线品种丰富, 维矿类产品除伊可新外, 还推出了伊 D 新(维生素 D 滴剂), 伊佳新(右旋糖酐铁颗粒), 盖笛欣(复方碳酸钙泡腾颗粒), 伊甘欣(甘草锌颗粒)等产品。此外, 公司还将品类延伸至治疗领域, 近日盐酸托莫西汀口服溶液获批上市, 二线品种和治疗类品种有望借助伊可新完善的渠道覆盖, 实现快速上量, 助推业绩持续增长。

盈利预测、估值分析和投资建议:我们预测公司 2022-2024 年营收分别为 23.3 亿元、28.8 亿元、35.1 亿元, 增速分别为 15.1%、23.3%、22.0%, 归母净利润分别为 5.5 亿元、7.0 亿元、8.7 亿元, 增速分别为 45.3%、26.0%、24.7%, 对应 EPS 分别为 2.4、3.0、3.7 元。以 1 月 9 日收盘价计, 对应 PE 分别为 18.3 倍、14.5 倍和 11.6 倍, 首次覆盖, 给予“买入-B”评级。

风险提示:生育率降低风险, 研发及新药上市、销售不及预期风险, 疫情反复, 政策变动风险等。

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,821	2,027	2,334	2,877	3,509
YoY(%)	1.2	11.3	15.1	23.3	22.0
归母净利润(百万元)	291	380	553	696	868
YoY(%)	42.5	30.8	45.3	26.0	24.7
毛利率(%)	60.8	68.9	79.8	80.5	81.4
EPS(摊薄/元)	1.24	1.62	2.36	2.97	3.71
ROE(%)	18.1	20.7	24.2	23.9	23.4
P/E(倍)	34.8	26.6	18.3	14.5	11.6
P/B(倍)	5.2	4.5	3.9	3.2	2.6
净利率(%)	16.0	18.8	23.7	24.2	24.7

数据来源: 最闻, 山西证券研究所

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



目录

1.公司概况：管理理顺，聚焦儿药.....	5
1.1 公司发展历程.....	5
1.2 公司实控人、股权结构与管理层概况.....	7
1.3 管理体制理顺，中长期激励目标明晰.....	8
2.聚焦儿药，伊可新拓展适用人群，产品延伸至治疗品类.....	9
2.1 伊可新单位价格高于竞品.....	9
2.2 拓展适用年龄叠加提价，推动销售提速.....	10
2.3 市占率超过 60%，线上销售增长明显.....	11
2.40-6 岁群体综合渗透率约 8%，未来提升空间大.....	12
2.5 产品从维矿类到治疗类多元化布局，创造业绩新增长点.....	14
2.5.1 伊 D 新：护航伊可新，快速放量.....	14
2.5.2 伊佳新：右旋糖酐铁颗粒，定位儿童补铁市场.....	16
2.5.3 盖笛欣：碳酸钙和维生素 D3 的复方制剂，发力儿童补钙市场.....	17
3.财务分析.....	20
3.1 业绩快速增长，聚焦医药主业.....	20
3.2 现金流质量良好.....	22
4.盈利预测和投资建议.....	23
5.风险提示.....	23

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2022Q2）.....	7
图 3：0-1 岁绿色包装伊可新.....	9
图 4：1 岁以上粉色包装伊可新.....	9

图 5: 各年龄段儿童维生素 A 缺乏比例.....	10
图 6: 不同喂养方式的儿童维生素 A 缺乏比例.....	10
图 7: 2018-2022Q1 样本医院维生素 AD 销售额情况(万元).....	11
图 8: 2022Q1 样本医院维生素 AD 销售额占比.....	12
图 9: 2021Q4 零售市场维生素 AD 销售额占比.....	12
图 10: 2018-2021 年伊可新线上销售情况.....	12
图 11: 历年出生人口数据.....	13
图 12: 伊 D 新包装.....	15
图 13: 维生素 D 缺乏与不足率地图.....	15
图 14: 2022Q1 样本医院维生素 D 滴剂销售排名.....	16
图 15: 2022Q1 零售市场维生素 D 滴剂销售排名.....	16
图 16: 2022Q1 补铁制剂在样本医院市场份额统计.....	17
图 17: 2021Q4 右旋糖酐铁颗粒零售市场份额统计.....	17
图 18: 2019-2021 伊佳新样本医院销售额.....	17
图 19: 2019Q1-2021Q4 伊佳新零售市场销售额.....	17
图 20: 中国零售市场钙制剂销售额.....	18
图 21: 2013-2022Q1 样本医院不同类型钙制剂销售额(万元).....	18
图 22: 公司营业收入及增速.....	20
图 23: 公司归母净利润及增速.....	20
图 24: 2016-2022H1 达因药业营业收入情况.....	20
图 25: 2016-2022H1 达因药业净利润情况.....	20
图 26: 公司主营业务收入结构.....	21
图 27: 公司主营业务毛利率情况.....	21



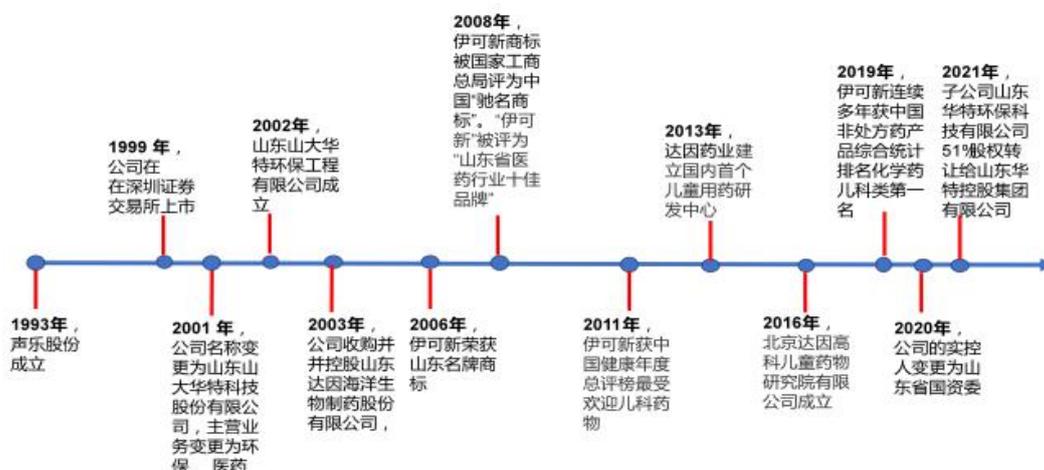
图 28: 公司期间费用率情况.....	21
图 29: 公司各项现金流量净额情况 (万元)	22
图 30: 公司现金流质量情况.....	22
表 1: 公司产品列表.....	5
表 2: 公司董事及高级管理人员简介.....	8
表 3: 维生素 AD 滴剂产品对比表.....	9
表 4: 伊可新销售额预测 (低生育率假设)	13
表 5: 伊可新销售额预测 (中生育率假设)	13
表 6: 伊可新销售额预测 (高生育率假设)	14
表 7: 部分儿童补钙产品对比.....	19

1. 公司概况：管理理顺，聚焦儿科

1.1 公司发展历程

公司原名山东声乐股份有限公司，1999年于深交所上市，2001年更名为山东山大华特科技股份有限公司，主营业务变更为环保、医药产业。2021年4月，公司名称变更为“山东华特达因健康股份有限公司”。2021年11月30日，公司完成了子公司华特环保科技有限公司的剥离，主营业务变更为医药产业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司的医药产业主体是山东达因海洋生物制药股份有限公司（以下简称“达因药业”）。达因药业专注于儿童健康领域产品的研发与生产，形成了以儿童保健和治疗领域为核心的儿童健康产业布局，以及以伊可新为龙头，包括伊 D 新、伊佳新、盖笛欣、伊甘欣、舒童欣、伊之优等为代表的儿童营养类和治疗类产品组合。其中伊可新为中国驰名商标，多年来市占率保持第一。

表 1：公司产品列表

类型	产品名/通用名	产品介绍
儿童药品	伊可新/维生素 AD 滴剂	用于预防和治疗维生素 A 及 D 的缺乏症。如佝偻病、夜盲症及小儿手足抽搐症
	盖笛欣/复方碳酸钙泡腾颗粒	用于妊娠和哺乳期妇女、更年期妇女、老年人、儿童等的钙补充剂，并帮助防治骨质疏松症
	伊甘欣/甘草锌颗粒	(1) 由于锌缺乏症引起的儿童厌食、异食癖、生长发育不良。(2) 寻常型痤疮。(3) 口腔溃疡症
	伊佳新/右旋糖酐铁颗粒	用于慢性失血、营养不良、妊娠、儿童发育期等引起的缺铁性贫血
	伊 D 新/维生素 D 滴剂	预防和治疗维生素 D 缺乏症
	小儿布洛芬栓	用于儿童普通感冒或流行性感引起的发热。也用于缓解儿童轻至中度疼痛，如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛
	阿奇霉素颗粒	(1) 化脓性链球菌引起的急性咽炎、急性扁桃体炎。(2) 敏感细菌引起的鼻窦炎、



		中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作。(3)肺炎链球菌、流感嗜血杆菌以及肺炎支原体所致的肺炎。(4)沙眼衣原体及非多种耐药淋病奈瑟菌所致的尿道炎和宫颈炎。(5)敏感细菌引起的皮肤软组织感染
	二巯丁二酸胶囊	用于解救铅、汞、砷、镍、铜等金属中毒。对铅中毒疗效较好。可用于治疗肝豆状核变性
	伊之优/利福昔明干混悬剂	对利福昔明敏感的病原菌引起的肠道感染,包括急性和慢性肠道感染、腹泻综合征、夏季腹泻、旅行性腹泻和小肠结肠炎等
	舒童欣/口服补液盐散	预防和治疗腹泻引起的轻、中度脱水,并可用于补充钠、钾、氯
	盐酸托莫西汀口服溶液	用于治疗6岁及6岁以上儿童和青少年的注意缺陷/多动障碍(ADHD)
营养/ 保健 食品	伊可新乳铁蛋白调制乳粉	新西兰进口95%纯度乳铁蛋白,添加动物双歧杆菌Bb-12、N-乙酰神经氨酸、蛋黄球蛋白粉、乳清蛋白粉、低聚半乳糖等;乳铁蛋白粉原料总蛋白含量≥99%(国标GB1903.17-2016要求为93%),乳铁蛋白占总蛋白95%以上;十万级洁净车间生产,通过GMP和HACCP体系双认证
	伊可新藻油DHA凝胶糖果	DHA+ARA+ALA组合配方,每粒添加DHA藻油(以纯DHA计)150mg,花生四烯酸油脂(以纯花生四烯酸计)20mg,含α-亚麻酸50mg,具有促进大脑、神经系统、视网膜发育的作用;物理破壁等十五道工序处理,提升DHA的抗氧化能力
	伊可新铁颗粒	选择葡萄糖酸亚铁,口感酸甜无铁腥味;根据中国居民膳食指南和保健食品规范量添加。每袋(3g)含铁5.5mg;适宜需要补充铁的1-3岁人群
	伊可新锌颗粒	选则葡萄糖酸锌,口感酸甜;根据中国居民膳食指南和保健食品规范量添加。每袋(3g)含锌2.3mg;适宜需要补充锌的1-3岁人群
	伊可新维生素C颗粒	每袋(3g)含维生素C35.0mg;适宜需要补充维生素C的1-3岁人群
	伊可新多种维生素矿物质咀嚼片	采用进口原料,每片含13种维生素及5种矿物质:钙135mg、镁37.5mg、铁3mg、锌1.75mg、硒10μg、维生素A112μg、维生素D34.2μg、维生素B10.43mg、维生素B20.5mg、维生素B60.5mg、维生素B120.45μg、烟酰胺3.2mg、叶酸62μg、生物素7μg、维生素C25mg、维生素K217μg、泛酸1.5mg、维生素E3mg;适宜需要补充多种维生素矿物质的4-17岁人群及孕妇、乳母
	伊可新钙维生素D咀嚼片	每片含钙220mg、维生素D34μg;辅料采用新西兰乳粉;适宜需要补充钙、维生素D3的4-17岁人群及孕妇、乳母
	伊可新钙维生素D软胶囊	高目数钙源,口感细腻,选择核桃油,含丰富的不饱和脂肪酸;双铝膜包装,密封性好;每粒含:钙230mg、维生素D34μg(160IU);适宜需要补充钙、维生素D的1-17岁人群及成人、孕妇、乳母
	伊可新锌软胶囊	添加柠檬酸锌,是人乳中唯一的锌配合物,对胃刺激小,易吸收;甄选优质核桃油,含丰富的不饱和脂肪酸;双铝膜包装,密封性好,保持质量稳定;每粒含:锌2.6mg,适宜需要补充锌的1-17岁人群及成人、孕妇、乳母
	伊可新益生菌粉	选用美国进口菌株,四款配方,多种菌株+低聚果糖组合。菌株采用冷冻干燥技术,每袋添加活菌≥300亿CFU(伊儿乐≥150亿CFU)
	伊可新复合DHA藻油	提取自微藻,采用物理破壁工艺,去腥味;DHA纯度高,总过氧化值低;强化有机亚麻籽油,(含有丰富的α-亚麻酸ALA)和花生四烯酸ARA,DHA+ARA+ALA,营养丰富;物理破壁工艺提取(非溶剂提取),无溶剂残留,安全性高;滴塞式包装,密封性好,使用方便。
	伊可新钙铁锌固体饮料	选用L-乳酸钙、EDTA铁钠、葡萄糖酸锌,添加酪蛋白磷酸肽
伊可新低聚果糖益生元固体	2种益生元低聚半乳糖、低聚果糖及2种膳食纤维聚葡萄糖+抗性糊精	

	饮料	
	佳择 ML/缬沙坦氢氯噻嗪胶囊	用于治疗单一药物不能充分控制血压的轻-中度原发性高血压。
其他产品	依衡/依帕司他片	依帕司他是一种可逆性的醛糖还原酶非竞争性抑制剂，对醛糖还原酶具有选择性抑制作用，能抑制糖尿病性外周神经病变患者红细胞中山梨醇的积累，与对照组比较能显著改善患者的自觉症状和神经功能障碍。在神经形态学上，依帕司他可改善轴突流异常，增加其坐骨神经中有髓神经纤维密度，腓肠神经髓鞘厚度、轴突面积、轴突圆柱率；另外，依帕司他也可改善模型动物坐骨神经的血流并使其肌醇含量回升。用于糖尿病性神经病变
	伊瑞/格列美脲片	用于节食，体育锻炼及减肥均不能满意控制血糖的 2 型糖尿病。
	酒石酸罗格列酮片	属噻唑烷二酮类抗糖尿病药，用于治疗 2 型糖尿病。

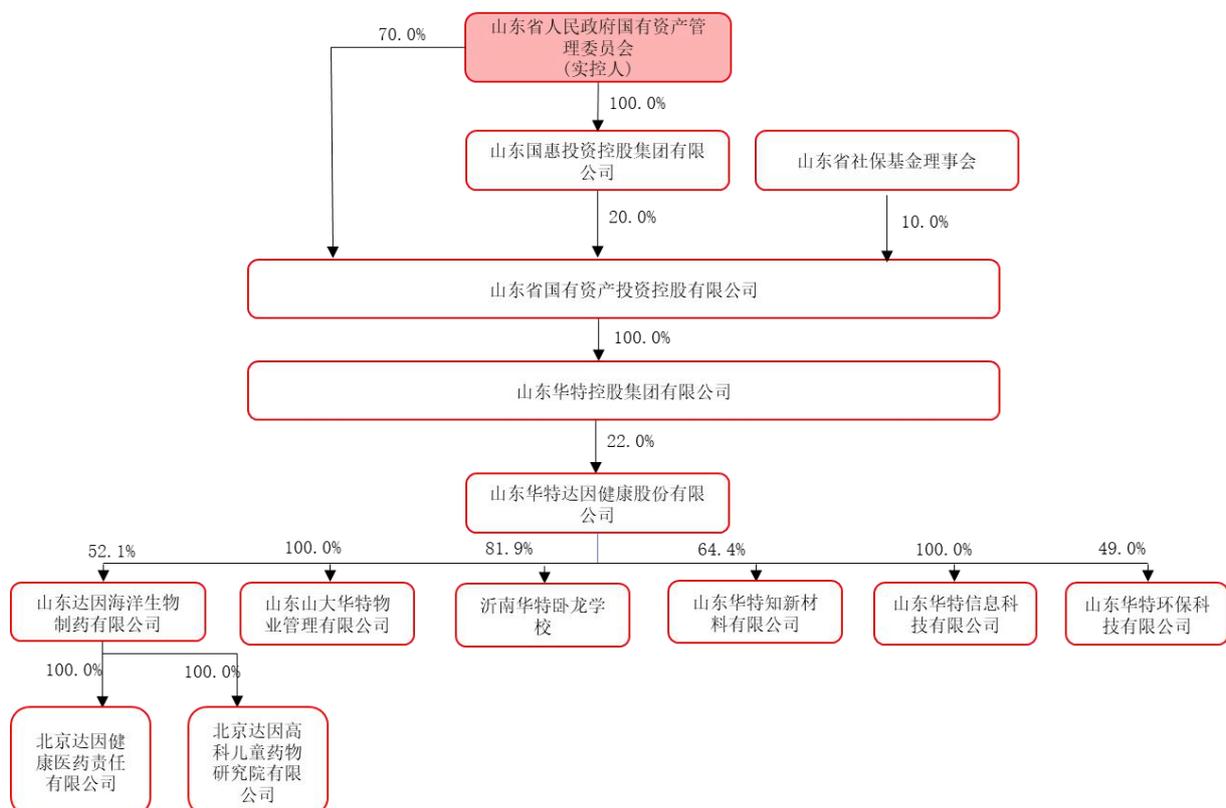
资料来源：公司官网，山西证券研究所

1.2 公司实控人、股权结构与管理层概况

公司实控人为山东省国资委，第一大股东是山东华特控股集团股份有限公司，持有公司 22%的股份。

公司直接控股 5 家子公司，其中持有达因药业 52.1%的股份。

图 2：公司股权结构（截至 2022Q2）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

1.3 管理体制理顺，中长期激励目标明晰

2020年3月，公司实控人变更为山东省国资委，由高校企业转为地方国企，融入山东国资管理体系，全面对接山东国投管理系统。在此基础上，公司加快产业结构调整，明确了以达因药业为核心，聚焦医药业务的发展战略，重点聚焦儿童用药和健康领域。公司分别于2020年12月和2021年11月完成化工、环保领域子公司股权的转让，其他非医药领域子公司业务有望进一步剥离。此外，公司在考虑外延并购时，会优先考虑达因药业的少数股权，进一步夯实在医药产业的基础。

在管理层面，2021年8月，公司完成董事会换届，聘请达因药业总经理杨杰女士为公司总经理，任期三年。同时达因药业被列为山东国投非上市公司中长期激励试点企业。根据激励目标要求，以达因药业2020年的业绩为基数，2021-2023年为考核期，2024-2025年为兑现期，达因药业需要在2021-2025年保持稳定增长，才能在2024-2025年每年兑现50%超额奖励。整个考核期5年，激励试点有助于绑定公司长期业绩发展与核心员工的利益。

表 2：公司董事及高级管理人员简介

姓名	职务	主要工作经历
朱效平	董事长	历任山东山大产业集团有限公司副总经理、总经理、董事，山东大学产业党委副书记、书记，山东大学经营性资产管理办公室主任；现任山东华特控股集团有限公司党委书记、董事、董事长，公司党总支书记、董事、董事长，达因药业董事、董事长，北京达因康健医药有限责任公司董事、董事长。
杨杰	董事、总经理	历任达因药业常务副总经理，公司副总经理、公司副董事长等职务。现任公司董事、总经理，达因药业董事、总经理，沂南华特卧龙学校理事长，北京达因康健医药有限责任公司董事、总经理，北京达因高科儿童药物研究院有限公司董事、董事长。
沈宝杰	董事	历任山东大学党委办公室、学校办公室正科级干部，山东大学副处级纪检员，山东大学纪委办公室副主任，山东大学经营性资产管理办公室副主任，山大产业集团党委副书记、董事、副总经理，现任山东华特控股集团有限公司党委副书记、公司董事。
张大钰	董事、副总经理	历任公司总裁办主任、环保分公司总经理，职工代表监事，总经理助理等职务。现任公司党总支副书记、董事、副总经理，达因药业监事会主席，北京达因康健医药有限责任公司监事会主席，北京达因高科儿童药物研究院有限公司监事会主席，山东华特物业管理有限公司执行董事、总经理。
程树仓	董事	历任山东山大康诺制药有限公司销售部部长、副厂长等职务，济南意达医药有限责任公司副总经理、董事、执行董事、总经理等职务，山东华特控股集团有限公司企业管理部副部长。现任山东华特控股集团有限公司企业管理部部长、董事会秘书，公司董事。
范智胜	董秘	历任公司股东关系管理部部长等职务。现任公司董事会秘书，达因药业董事、董事会秘书，北京达因康健医药有限责任公司董事，沂南华特卧龙学校理事，山东华特信息科技有限公司董事，山东华特知新材料有限公司董事，山东华特物业管理有限公司监事。
王伟	财务总监	历任公司财务部部长助理、副部长，山大华特环保工程有限公司总经理助理、副总经理，公司审计部部长。现任公司党总支委员、财务总监，山东华特知新材料有限公司董事，山东华特信息科技有限公司董事。

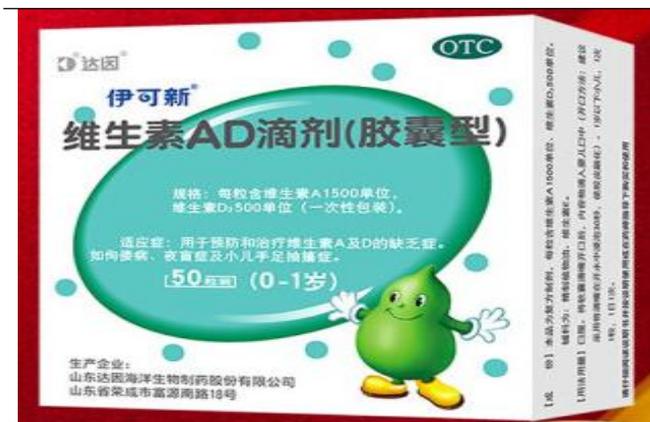
资料来源：公司公告，山西证券研究所

2. 聚焦儿药，伊可新拓展适用人群，产品延伸至治疗品类

2.1 伊可新单位价格高于竞品

伊可新主要成分是维生素 A、D，用于预防和治疗婴幼儿缺乏维生素 A 及 D 导致的相关疾病，如佝偻病、夜盲症及小儿手足抽搐症等，其中夜盲症与儿童佝偻病纳入医保乙类。伊可新分两种剂量：绿色包装每粒含维生素 A1500IU，维生素 D500IU，适合 0-1 岁婴儿；粉色包装每粒含维生素 A2000IU，维生素 D700IU，适合 1 岁以上的幼儿及儿童，两种规格中维生素 A 和 D 均为 3：1 的配比。其中，绿装相对侧重于院内销售，粉装在零售渠道和线上销售量更高。

图 3：0-1 岁绿色包装伊可新



资料来源：京东商城，山西证券研究所

图 4：1 岁以上粉色包装伊可新



资料来源：京东商城，山西证券研究所

目前市场维生素 AD 制剂品牌主要包括伊可新、厦门星鲨的娃的福、南京海鲸的兴贝、青岛双鲸的双鲸和浙江仟源的贝特令等。在与同类产品相比较，伊可新采用进口维生素原材料且使用进口明胶，不含添加剂，包装采用高阻隔复合材料。价格方面，伊可新单粒价格 1.28 元，高于竞品。

表 3：维生素 AD 滴剂产品对比表

企业	伊可新	娃的福	兴贝	双鲸	贝特令
	华特达因	厦门星鲨	南京海鲸	青岛双鲸	浙江仟源
规格	0-1 岁:VA1500IU, VD500IU 1 岁以上: VA2000IU, VD700IU	0-1 岁: VA1500IU, VD500IU 1 岁以上: VA2000IU, VD700IU	0-1 岁: VA1500IU,VD500IU U 1 岁以上: VA2000IU,VD700IU U	0-1 岁: VA1500IU,VD500IU U 1 岁以上: VA2000IU,VD700IU U	0-1 岁:VA1500IU, VD500IU 1 岁以上: VA2000IU, VD7000IU
用量	1 粒/d	1 粒/d	1 粒/d	1 粒/d	1 粒/d
原料	帝斯曼生产的维生素原料, 法国罗赛洛生产的明胶胶囊	/	/	/	/

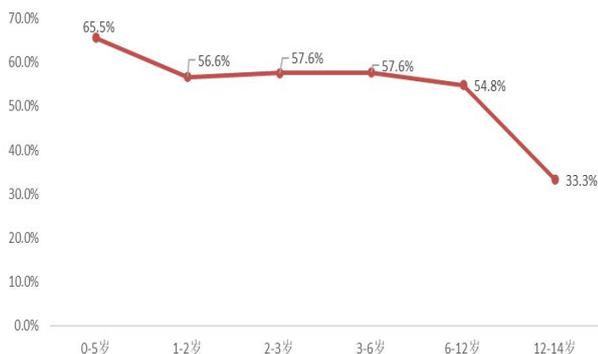
包装	PVDC 高阻隔复合材料。胶囊采用专利技术囊壁工艺，保留 97% 以上的有效成分	铁盒外包装和铝塑包装	铁盒/纸盒外包装和铝塑包装	纸盒外包装和铝塑包装	纸盒外包装和铝塑包装
添加剂	无	甘油	茴香醚、枸橼酸	无	甘油、羟苯乙酯
每粒价格	1.28 元	1.06 元	0.81 元	1.06 元	0.92 元

资料来源：公司官网，产品说明书，京东商城，山西证券研究所

2.2 拓展适用年龄叠加提价，推动销售提速

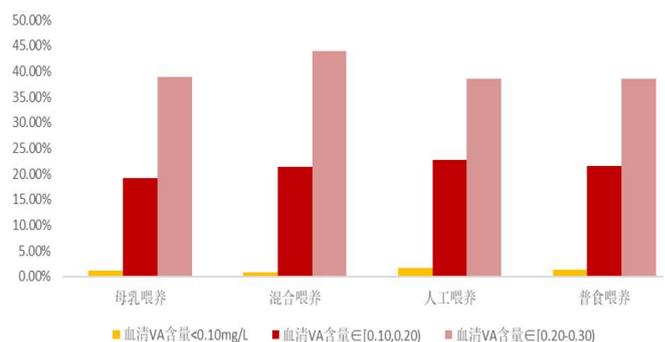
研究显示，12 岁以下儿童中普遍存在缺乏维生素 A 的现象，且与喂养方式关联性较弱。2019 年 11 月由国家卫生健康委员会医药卫生科技发展研究中心参与，人民卫生出版社出版的《中国儿童维生素 A、E 缺乏与呼吸道感染》正式发布。数据覆盖了全国范围内 6 个月-14 岁常住城乡儿童（不包括香港、澳门及台湾地区），采用国家部颁标准的维生素 A 测定方法，来评估我国儿童维生素 A 的营养现状。根据报告数据，儿童维生素 A 正常值范围是 0.3~0.7mg/L。在全国 6 个月-14 岁儿童中，48.0%的儿童血清维生素 A 水平低于正常范围，其中 12 岁以下的不同年龄段儿童维生素 A 低于正常值的比例均超过了 50%。报告还显示，不管是哪种喂养方式，0.5-2 岁儿童的维生素 A 缺乏比例均达到 50%以上，婴幼儿是维生素 A 缺乏的重点防治人群。根据《中国儿童维生素 A、E 缺乏与呼吸道感染》，缺乏维生素 A 的儿童罹患反复性呼吸道感染疾病的概率相较健康儿童高出 25%。同时存在维生素 A 水平越低，反复患有呼吸道感染的可能性越大的特点。

图 5：各年龄段儿童维生素 A 缺乏比例



资料来源：《中国儿童维生素 A、E 缺乏与呼吸道感染》，山西证券研究所

图 6：不同喂养方式的儿童维生素 A 缺乏比例



资料来源：《中国儿童维生素 A、E 缺乏与呼吸道感染》，山西证券研究所

维生素 AD 同补更有利于儿童发育，降低健康风险。《中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识》建议从出生开始同时进行维生素 AD 的预防性补充，补充剂量为每日维生素 A1500-2000IU，维生素 D400-800IU，并至少持续补充到 3 周岁。但从目前我国各年龄段儿童维生素 AD 水平、生长发育特点以及维

生素 AD 对免疫功能、视觉发育、身高增长、脑发育相关性来看，3 岁后仍有必要继续补充维生素 AD。

2022 年，公司将伊可新的使用年龄扩展至 0-6 岁，并全面推进相关市场推广。2022 年 1 月 1 日，公司将伊可新的 50 粒规格与 60 粒规格产品小幅提价，叠加出货量的增长，促使上半年伊可新绿色装增长 20%，粉色装增长 40%。2022 年 7 月 15 日，30 粒装进行了全国范围的提价，幅度约 6.4%，拓展适用人群叠加提价，有助于推动伊可新销量持续增长。

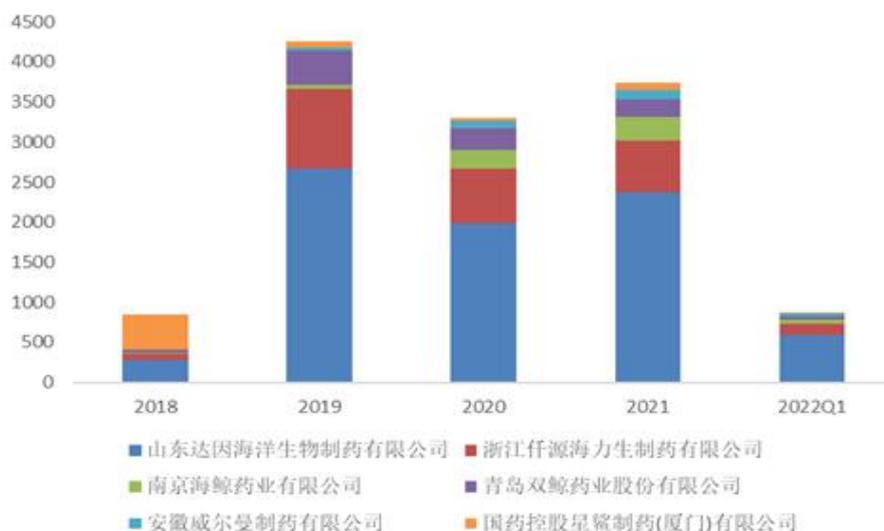
2.3 市占率超过 60%，线上销售增长明显

伊可新在维生素 AD 滴剂领域市占率超过 60%，多年占据市场主导地位。市场规模方面，2021 年整个维生素 AD 滴剂市场规模接近 30 亿，伊可新的销售额接近 20 亿。

渠道方面，伊可新在医院渠道基本实现全覆盖。根据 wind 医药数据库，2022Q1 伊可新在样本医院的市占率超过 64%。院外渠道是伊可新主要销售渠道，院外销售额占比 80%以上。据公司公告，伊可新在零售药店的覆盖率达到 70%。根据中康数据库，2021Q4 伊可新在零售市场销售额为 2.96 亿元，市占率 65%。

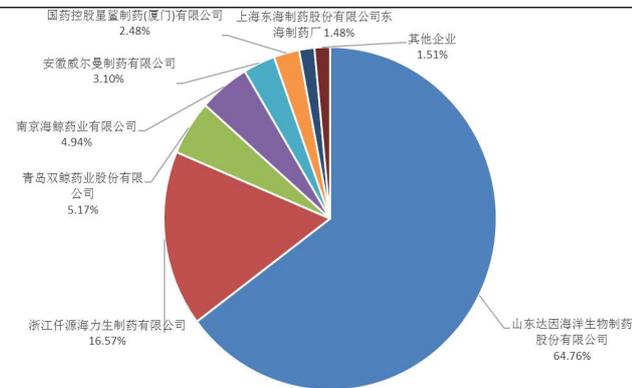
线上销售方面，伊可新增长明显。公司在阿里、京东、苏宁、拼多多等电商平台开设了旗舰店，由公司电商团队运营，同时充分运用多种形式，如短视频、母婴垂直社区、幼儿园等方式把专业信息精准提供给育儿女性群体。2020 年因疫情因素，伊可新线上销售额增长显著，根据 wind 线上销量统计，从 2020 年 1 月的 552.0 万元增长至 2021 年 1 月的 1602.3 万元，季度移动平均同比增幅达 240.2%。2021 年底，公司与阿里健康大药房签署了 2022 年 1.5 亿 GMV 战略合作协议，同时与京东的合作正在推进，未来线上销售仍将保持高速增长。

图 7：2018-2022Q1 样本医院维生素 AD 销售额情况(万元)



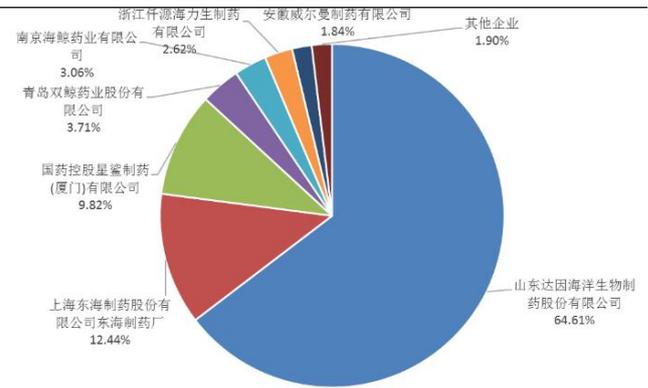
资料来源：wind 医药数据库，山西证券研究所

图 8：2022Q1 样本医院维生素 AD 销售额占比



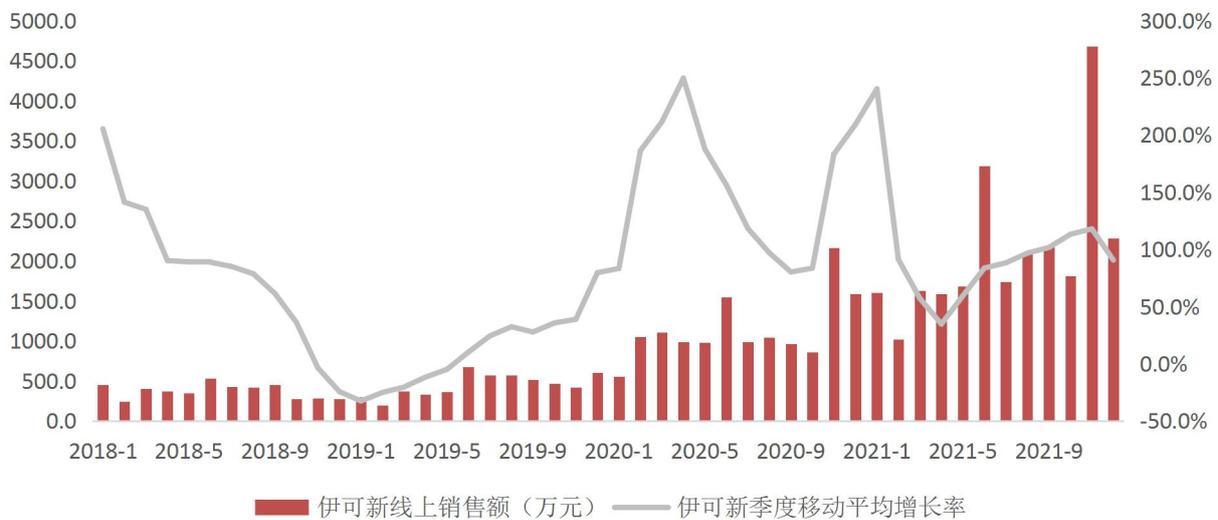
资料来源：wind 医药数据库，山西证券研究所

图 9：2021Q4 零售市场维生素 AD 销售额占比



资料来源：中康 CMH 数据库，山西证券研究所

图 10：2018-2021 年伊可新线上销售情况



资料来源：wind，山西证券研究所

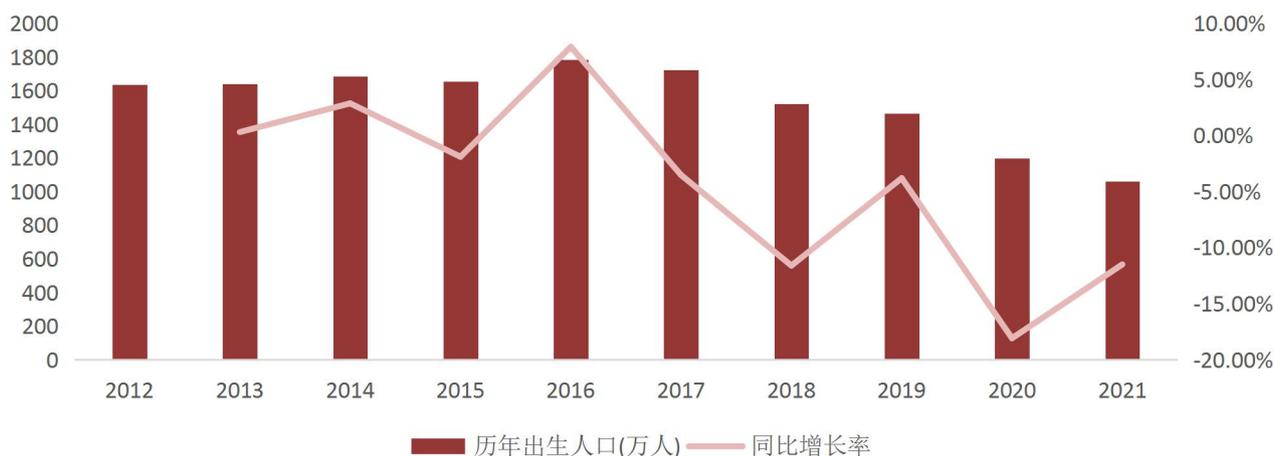
注：季度移动平均同比增长率为（近三月合计值-去年同期三月合计值）/去年同期三月合计值*100%

2.4 0-6 岁群体综合渗透率约 8%，未来提升空间大

根据公司数据，截至 2022 年上半年，粉色包装伊可新渗透率在 1-3 岁儿童群体中超过 10%，绿色包装伊可新渗透率超过 20%。综合看，伊可新在 0-6 岁群体的渗透率约 8%。

2021年伊可新销售规模接近20亿，市场占有率超过60%。基于我国12岁以下儿童维生素A缺乏率达50%以上的现状，假设未来5年后，0-1岁儿童、1-3岁儿童和3-6岁儿童服用维生素AD制剂的比例分别提升至40%、25%和10%，伊可新市占率维持60%，结合《中国人口预测报告2021版》预测的新生儿数据，分别在低、中、高生育率情况下，预测2026年伊可新终端销售额有望超过31亿、34亿、40亿。

图 11：历年出生人口数据



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

表 4：伊可新销售额预测（低生育率假设）

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
0-1岁人数(万人)	1062	978	943	906	851
1-3岁人数(万人)	2665	2262	2040	1921	1849
3-6岁人数(万人)	5032	4711	4188	3727	3240
0-1岁儿童维生素AD制剂服用比例	23%	28%	33%	37%	40%
1-3岁儿童维生素AD制剂服用比例	10%	14%	18%	22%	25%
3-6岁儿童维生素AD制剂服用比例	1%	2%	4%	7%	10%
伊可新市场占有率	60%	60%	60%	60%	60%
伊可新终端销售价格(元)	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28
每人每年服用量(粒)	365	365	365	365	365
销售额预测(万元)	157281.9	191946.3	237125.5	285570.4	315822.5

资料来源：《中国人口预测报告2021版》，公司公告，山西证券研究所

表 5：伊可新销售额预测（中生育率假设）

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
0-1岁人数(万人)	1062	1000	1008	1015	1021
1-3岁人数(万人)	2665	2262	2062	2008	2023
3-6岁人数(万人)	5032	4711	4188	3727	3262
0-1岁儿童维生素AD制剂服用比例	23%	28%	33%	37%	40%
1-3岁儿童维生素AD制剂服用比例	10%	14%	18%	22%	25%

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
3-6岁儿童维生素AD制剂服用比例	1%	2%	4%	7%	10%
伊可新市场占有率	60%	60%	60%	60%	60%
伊可新终端销售价格(元)	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28
每人每年服用量(粒)	365	365	365	365	365
销售额预测(万元)	157281.9	193673.1	244248.4	302241	347694.9

资料来源：《中国人口预测报告 2021 版》，公司公告，山西证券研究所

表 6：伊可新销售额预测（高生育率假设）

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
0-1岁人数(万人)	1062	1075	1164	1259	1361
1-3岁人数(万人)	2665	2262	2137	2239	2423
3-6岁人数(万人)	5032	4711	4188	3727	3337
0-1岁儿童维生素AD制剂服用比例	23%	28%	33%	37%	40%
1-3岁儿童维生素AD制剂服用比例	10%	14%	18%	22%	25%
3-6岁儿童维生素AD制剂服用比例	1%	2%	4%	7%	10%
伊可新市场占有率	60%	60%	60%	60%	60%
伊可新终端销售价格(元)	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28
每人每年服用量(粒)	365	365	365	365	365
销售额预测(万元)	157281.9	199559.8	262463.6	341794.2	415952.8

资料来源：《中国人口预测报告 2021 版》，公司公告，山西证券研究所

2.5 产品从维矿类到治疗类多元化布局，创造业绩新增长点

2.5.1 伊D新：护航伊可新，快速放量

伊D新是维生素D滴剂，与伊可新一样，采用帝斯曼的维生素原料和法国罗赛洛的优质明胶，辅料选用符合欧洲药典EP10.0标准的植物油。脂溶性的维生素D具有对热不稳定，见光易分解，易氧化，遇酸不稳定的特性，伊D新采用先进的囊壁工艺，专利遮光技术，从原料到生产工艺均具有国际先进水平。

维生素D缺乏人群基数大，且缺乏程度受地域影响，伊D新能更精准对接市场需求。基于中国居民营养与健康状况监测（2010-2013）结果，我国3-5岁儿童维生素D不足率为43.0%，农村为42.1%，城市为45.5%。

成人和大龄儿童也存在普遍缺乏维生素D的现象。根据2017年发表在《中华内分泌杂志》的《华东地区自然人群血清维生素D水平调查》结果，从2014年2月至2016年6月在上海、江西省、江苏省、安徽省各地市区及农村居住时间大于6个月的成年人中，这些地区的自然人群的血清25-OHD水平为(40.5±12.5)nmol/L，维生素D缺乏率高达80.3%。2020年10月，发表在《Medicine》(IF因子1.817,sci四区)上的

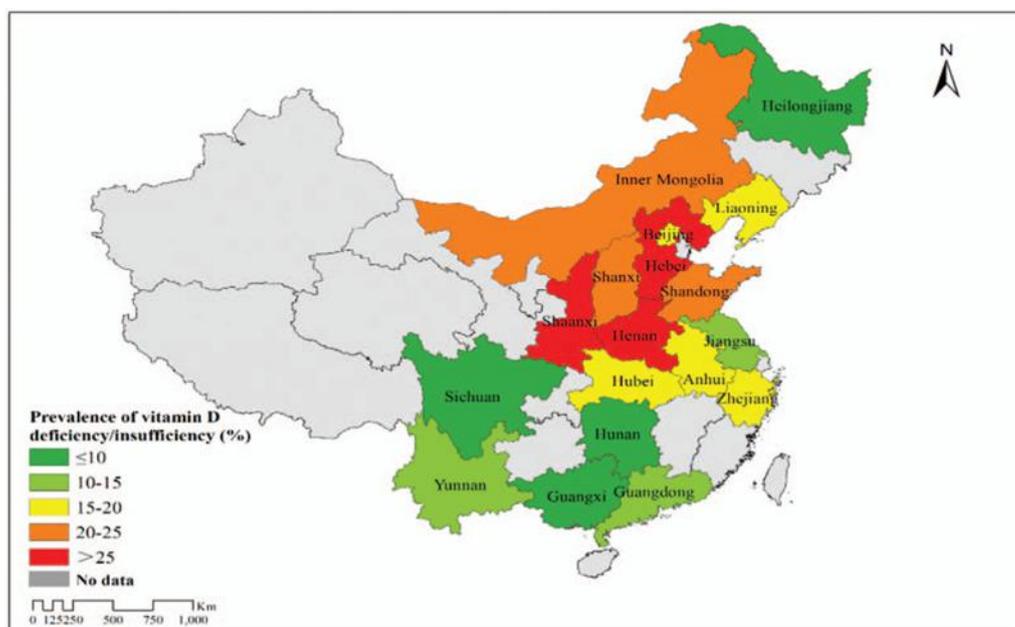
《Prevalence of vitamin D deficiency and insufficiency among 460,537 children in 825 hospitals from 18 provinces in mainland China》指出，维生素 D 缺乏在中部地区最为严重，其次是北部和西南部地区。从维生素 D 缺乏的分布地图来看，以长江为界，北方地区明显的维生素 D 缺乏的发生率高于南方。基于维生素 D 缺乏程度的差异化现状，在维生素 AD 滴剂外，儿童可以单独服用维生素 D 滴剂作补充。

图 12：伊 D 新包装



资料来源：京东商城，山西证券研究所

图 13：维生素 D 缺乏与不足率地图

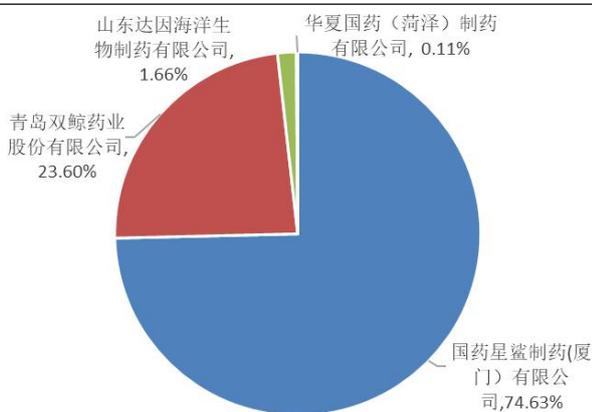


资料来源：《Prevalence of vitamin deficiency and insufficiency among 460,537 children in 825 hospitals from 18 provinces in mainland China》，山西证券研究所

推广至成人市场，护航伊可新。公司在消费者教育上，坚持维生素 AD 同补，伊 D 新在儿童市场的定位是伊可新的补充和护航产品。公司销售团队只负责伊 D 新的院内推广。针对伊 D 新的零售市场以及大龄儿童与成人市场，公司与第三方代理商团队合作，推出了双商标的产品，工业品牌和连锁品牌资源共享、互利共赢。

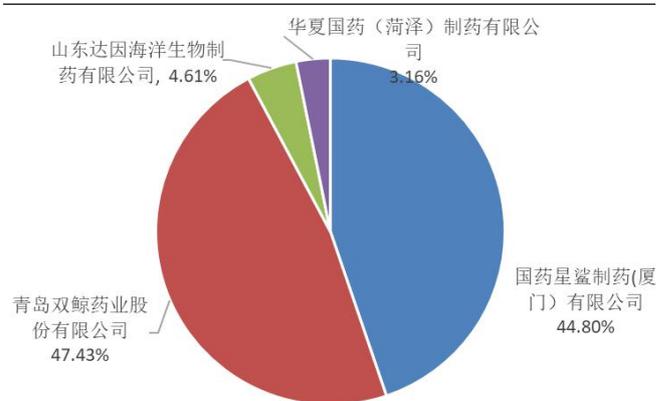
根据公司公告，自 2021 年 4 月伊 D 新全面进入市场以来，当年伊 D 新销售额已经过亿，在达因药业所有产品中销售额仅低于伊可新。根据 wind 医药数据库，2022 年，仅有 4 家国产企业进入维生素 D 滴剂市场，达因药业在样本医院市场占有率为 1.7%，未来有较大增长空间。

图 14：2022Q1 样本医院维生素 D 滴剂销售排名



资料来源：wind 医药库，山西证券研究所

图 15：2022Q1 零售市场维生素 D 滴剂销售排名



资料来源：中康零售数据库，山西证券研究所

2.5.2 伊佳新：右旋糖酐铁颗粒，定位儿童补铁市场

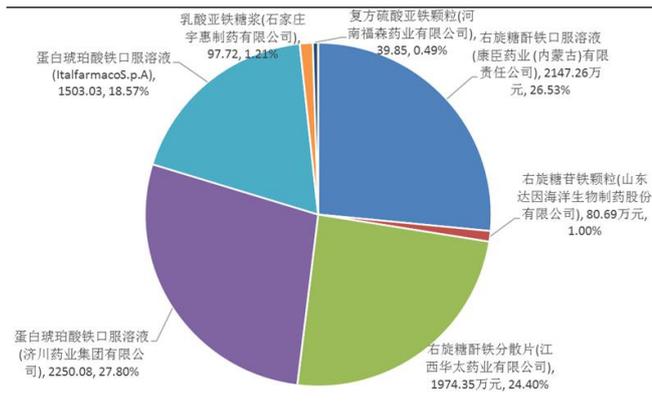
伊佳新主要成分为右旋糖酐铁，用于慢性失血、营养不良、妊娠、儿童发育期等引起的缺铁性贫血。

我国儿童缺铁性贫血发病率高，存在较大市场需求。卫健委发布的《中国 0-6 岁儿童营养发展报告(2012)》指出，我国 2 岁以下儿童贫血问题突出，其中 6-24 个月儿童贫血患病率最高，6-12 个月农村儿童贫血患病率高达 28.2%，13-24 个月儿童贫血患病率为 20.5%，5 岁以下儿童缺铁率为 12.6%。婴幼儿缺铁主要由先天性铁储备不足、缺乏饮食摄入和生长发育速度过快等因素导致。

补铁剂品类较多，右旋糖酐铁颗粒具备竞争优势。院内补铁制剂包括硫酸亚铁、琥珀酸铁、右旋糖酐铁等，其中，右旋糖酐铁系列产品在院内市场中由口服液和分散片占主导地位，颗粒剂市场中仅有伊佳新。伊佳新针对儿童具有差异化优势：1) 剂型适宜儿童。颗粒剂只需少量水即可快速溶解，方便 3 岁以内儿童服用。2) 有机铁络合物，以分子形式被吸收，吸收率较高。不产生铁离子，没有胃肠道反应。无铁腥味。3) 剂量与口味专为儿童设计，每袋含铁 25mg 铁，方便儿童整袋服用。口感香甜清淡，有巧克力味，提高了儿童服药的依从性。

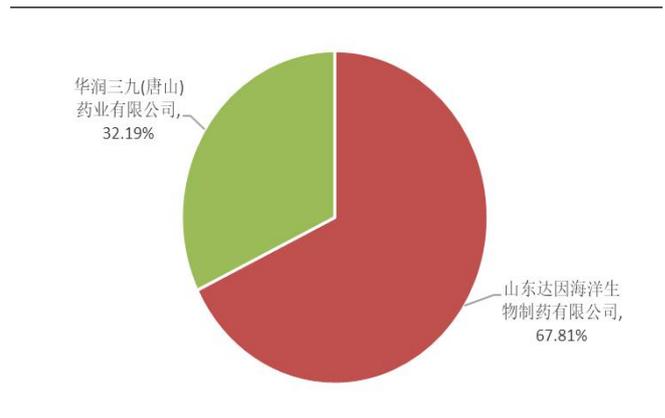
达因药业曾代理右旋糖酐铁口服液，具备市场推广经验，自研产品上市后迅速放量。2009-2014年，达因药业独家代理内蒙古康源药业的右旋糖酐铁口服液产品，具备较好的市场推广经验与基础。2015年代理协议终止。2019年公司自主产品右旋糖酐铁颗粒上市以来增长迅速，2021年在样本医院销售额增长达115.4%，2021年在零售市场（中康数据库数据）销售额为1367万元，同比增速98.4%，未来有望成为过亿品种。

图 16：2022Q1 补铁制剂在样本医院市场份额统计



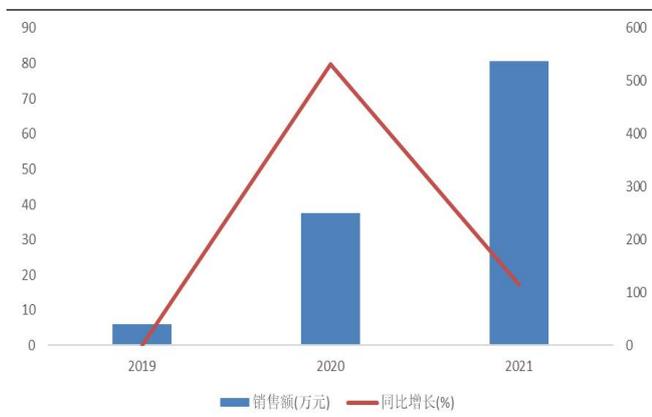
资料来源：wind 医药库，山西证券研究所

图 17：2021Q4 右旋糖酐铁颗粒零售市场份额统计



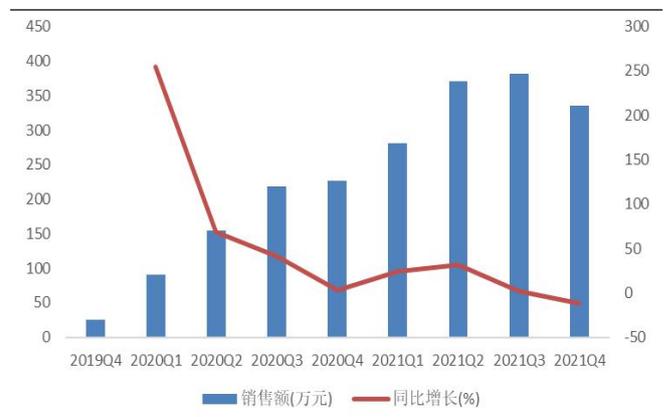
资料来源：wind 医药库，山西证券研究所

图 18：2019-2021 伊佳新样本医院销售额



资料来源：wind 医药数据库，山西证券研究所

图 19：2019Q1-2021Q4 伊佳新零售市场销售额



资料来源：wind 医药数据库，山西证券研究所

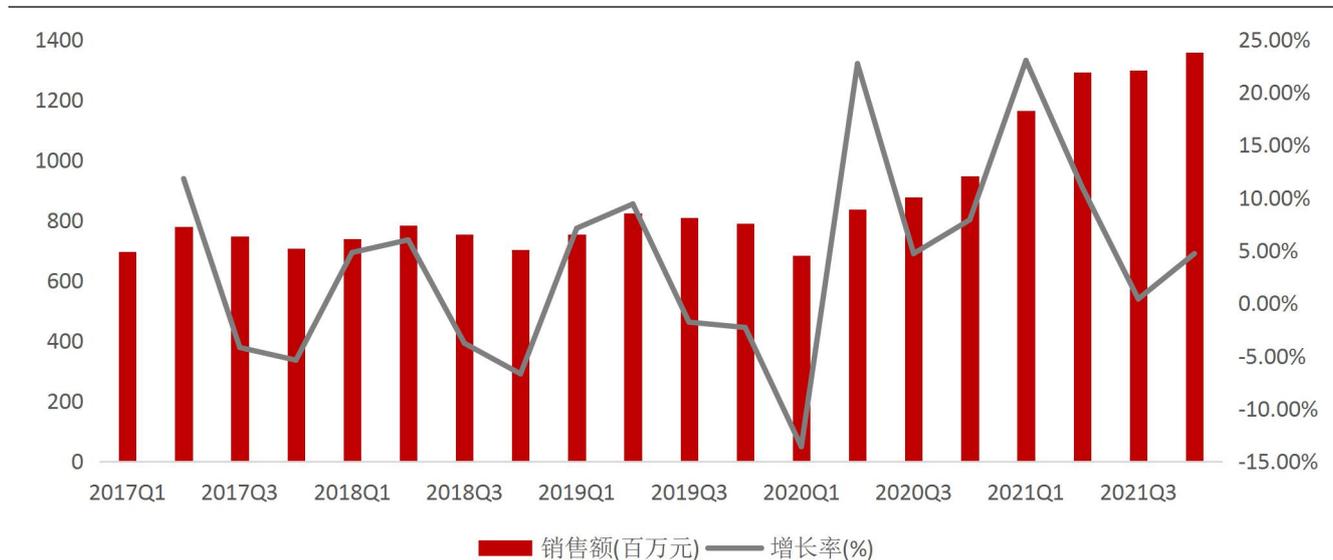
2.5.3 盖笛欣：碳酸钙和维生素 D3 的复方制剂，发力儿童补钙市场

盖笛欣是复方碳酸钙泡腾颗粒，其主要成分为碳酸钙和维生素 D3，维生素 D3 的主要作用是促进钙的吸收和利用，调节钙磷代谢，能够有效补充钙元素。盖笛欣主要针对的是 7-36 个月的儿童补钙需求，是专门为婴幼儿研制的补钙产品。

儿童补钙市场空间大，竞争激烈。2019 年，中华预防医学会儿童保健分会发布了《中国儿童钙营养专家共识（2019 年版）》，研究显示，儿童期间的钙摄入量直接影响身高与最大骨峰值的形成，儿童从出生后

到 7 岁，钙的需求量增长迅速，从每天 200mg 快速增长到每天 1000mg。根据中康 CMH 零售药店数据库，零售市场钙制剂销售额自 2020 年一季度起呈现显著增长趋势，在 2021 年第四季度市场规模接近 14 亿。

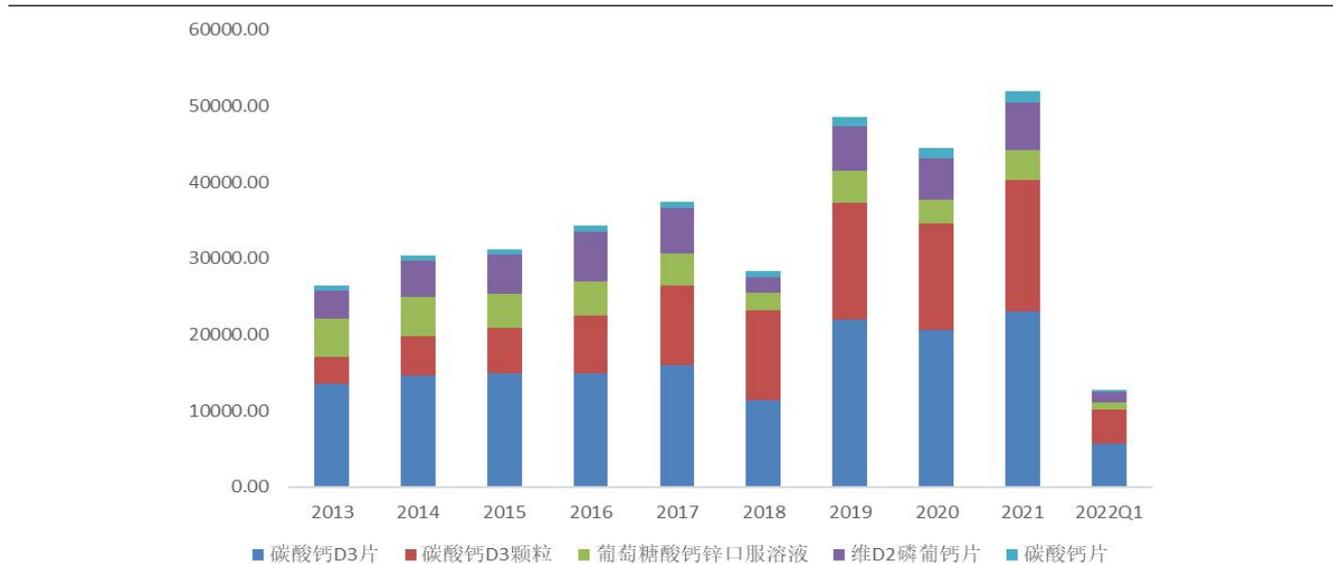
图 20：中国零售市场钙制剂销售额



资料来源：中康 CMH 零售药店数据库，山西证券研究所

根据 wind 医药数据库，2013-2021 年样本医药常用钙制剂销售额整体呈现增长趋势，其中碳酸钙 D3 颗粒的占比自 2016 年起提升迅速。

图 21：2013-2022Q1 样本医院不同类型钙制剂销售额(万元)



资料来源：wind 医药数据库，山西证券研究所

《中国儿童钙营养专家共识（2019 年版）》指出，给儿童补钙时应首选钙含量多、胃肠易吸收、安全性高、口感好、服用方便的钙制剂，同时应关注婴幼儿（包括早产儿、低出生体重儿和营养性佝偻病患者等）

消化系统发育尚未成熟的生理特点，注意钙制剂的体外溶解性，选择适宜的儿童剂型和规格。欧洲药监局（EMA）对儿科剂型的选择建议，1个月~3岁的婴幼儿最适合剂型包括溶液剂/滴剂、泡腾剂和栓剂。

表 7：部分儿童补钙产品对比

产品名称	生产企业	成分	剂型	适用年龄	每日服用价格
盖笛欣	达因药业	碳酸钙、维生素 D3	泡腾颗粒剂	7个月-3岁	1岁以下：2.49元 1岁以上：5.98元
迪巧	美国安士制药	碳酸钙、维生素 D3	咀嚼片	4岁以上	2.03元
哈药三精葡萄糖酸钙口服液	哈药集团三精制药	葡萄糖酸钙、葡萄糖、乳酸	口服液	1-3岁	1岁以下：2.55元 1-3岁：5.10元
钙尔奇	惠氏制药	碳酸钙，维生素 D3	咀嚼片	3岁以上	2.9元
汤臣倍健钙维生素 D3 颗粒	汤臣倍健	碳酸钙、维生素 D3	颗粒剂	1岁以上	6.7元
朗迪碳酸钙维生素 D3 颗粒	北京振东朗迪制药有限公司	碳酸钙、维生素 D3	颗粒剂	3-7岁	4.6元
龙牡壮骨颗粒	武汉健民药业集团	葡萄糖酸钙、乳酸钙	颗粒剂	1-7岁以上	2岁以下 3.6元

资料来源：京东商城，山西证券研究所

在与同类产品对比中，盖笛欣价格处于中间地位，设计与工艺具备差异化优点：1）泡腾制剂有助于钙元素溶解与分散，形成枸橼酸钙，更利于人体吸收。2）泡腾后的溶液为弱酸性，对胃肠无刺激。3）泡腾后生成枸橼酸根，具有将人体难以吸收的草酸钙、尿酸钙、磷酸钙中的钙离子置换出来并排出体外的功效，有助于防止便秘和结石风险。2018-2019年，由于原材料断供，盖笛欣出现断货停产现象，在此前已经达到销量过亿的水平。目前市场正在逐步恢复。根据中康 CMH 零售药店数据库数据，2021年盖笛欣零售端销售额为 2100 万左右，在碳酸钙 D3 产品中的市场占有率为 0.5%。在原有的市场销量基础上，盖笛欣在重新恢复市场供应与销售的过程中有望更快达到销量过亿水平。

公司维矿类产品还包括伊甘欣甘草锌颗粒等，儿童营养保健食品包括伊可新牌益生菌粉、复合 DHA 藻油、铁颗粒、锌颗粒等。此外，公司开始把产品往治疗品类扩充，包括小儿布洛芬栓、阿奇霉素颗粒、二巯丁二酸、利福昔明干混悬液、口服补液盐散（III）以及最近获批的盐酸托莫西汀口服溶液等。在销售格局上，将形成一个大品种（伊可新）+几个过亿的补充营养剂产品（铁剂、钙剂、伊 D 新等）+若干 3000~5000 万的治疗性品种的结构。根据公司规划，未来达因药业有望每年上市 1-2 个新药，持续完善儿童医药领域产业布局。

3. 财务分析

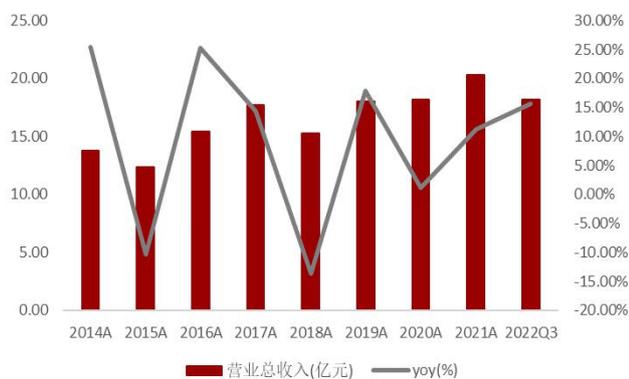
3.1 业绩快速增长，聚焦医药主业

2019-2021 年，公司的营业收入分别为 18.0 亿元、18.2 亿元、20.3 亿元，同比分别增长 17.9%、1.2%、11.3%，净利润分别为 3.6 亿元、5.3 亿元、7.0 亿元，同比增长 49.9%、48.4%、32.2%，保持快速增速。

2019-2021 年，达因药业的收入分别为 10.7 亿元、11.2 亿元和 14.7 亿元，占公司总收入比例分别为 59.7%、61.7%和 72.7%。达因药业的净利润分别为 3.1 亿元、5.0 亿元和 6.6 亿元，占公司净利润总额的比例分别为 87.2%、93.8%和 94.2%。

2022 年 1-9 月，公司实现营业收入 18.2 亿元、归母净利润 4.6 亿元，分别比去年同期增长 15.7%、45.1%，其中，达因药业第三季度实现营业收入 5.3 亿元、净利润 2.8 亿元，同比分别增长 33.6%、68.8%，2022 年 1-9 月，达因药业实现营业收入 16.1 亿元、净利润 8.3 亿元，同比分别增长 40.5%、48.5%。达因药业的收入和净利润占公司总收入和净利润总额的 88.5%、96.1%，是公司收入和利润的主要贡献者。

图 22：公司营业收入及增速



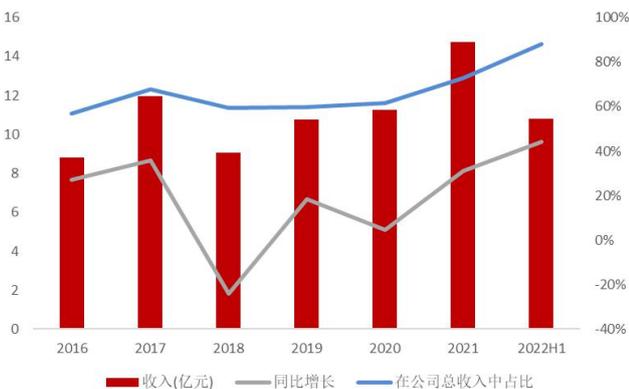
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 23：公司归母净利润及增速



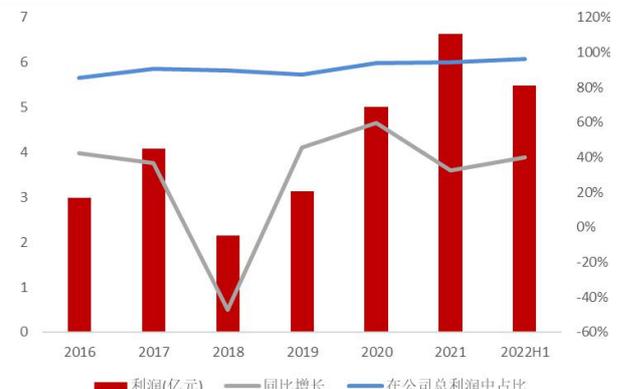
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 24：2016-2022H1 达因药业营业收入情况



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

图 25：2016-2022H1 达因药业净利润情况



资料来源：wind,公司公告，山西证券研究所

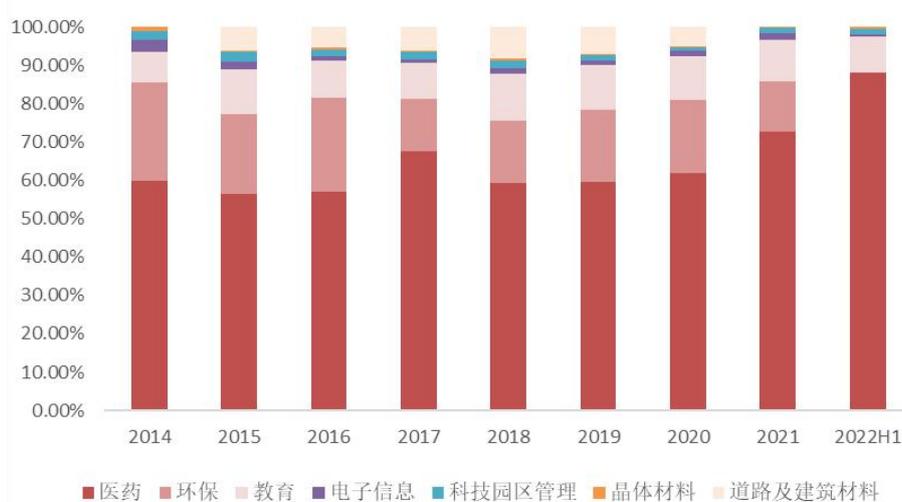
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

从公司业务结构上看，医药业务是公司收入和利润增长的主要来源。从毛利率上看，自 2018 年起，公司总体毛利率水平保持稳定增长，近三年公司毛利率为 59.2%、60.9%和 68.9%。其中医药业务毛利率最高，近三年始终维持在 85%左右。未来随着公司进一步剥离非医药业务，公司综合毛利率有望进一步提升。

公司近三年期间费用率基本保持稳定，其中 2019-2022Q3 的销售费用率分别为 24.7%、15.2%、18.4%、16.3%。2020 年销售费用率降低较多，主要是因为公司执行新收入准则，原计入销售费用的销售返利直接冲减销售收入，同时受疫情重大影响，市场推广大幅减少导致销售费用的下降。

公司同期管理费用率分别为 7.8%、7.4%、7.6%、5.5%。公司 2019-2021 年研发费用为 6508.1 万元、9588.7 万元、8044.8 万元，占营业收入比例为 3.6%、5.3%、4.0%。2020 年达因药业承接了“国家十三五新药创新”项目，研发费用增长。2022 年前三季度计入的研发费用为 5013.3 万元，占比 2.8%。

图 26：公司主营业务收入结构



资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：公司分业务毛利率情况

图 28：公司期间费用率情况



资料来源: wind, 公司公告, 山西证券研究所



资料来源: wind, 公司公告, 山西证券研究所

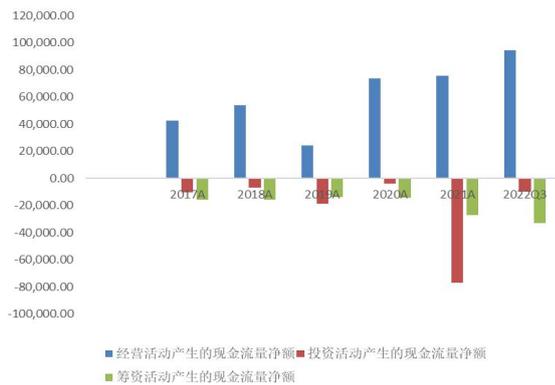
3.2 现金流质量良好

现金流量方面, 除 2019 年因销售收入资金回收与政府补贴减少导致经营活动产生的现金流量净额下降外, 近年公司经营活动产生的现金流量净额呈现上升趋势。2019-2022Q3 公司经营活动现金流量净额分别为 24354.2 万元、73555.2 万元、75585.3 万元和 94551.3 万元。2021 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -76860.6 万元, 绝对金额较 2020 年同比增长 1928.2%, 主要原因是公司购买了理财产品, 反映出公司现金流存在较多盈余。

现金流质量方面, 2019-2022Q3, 公司经营活动产生现金流量净额与营业收入的比率分别为 0.1、0.4、0.4、0.5, 整体呈现上升趋势, 主营业务资金回笼情况持续向好。公司经营活动产生现金流量净额与净利润的比率分别为 0.7、1.4、1.1、1.1, 公司利润实现程度整体维持在较高水平。公司销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比率为 0.9、1.2、1.2、1.2, 呈现稳定上升趋势, 反应出公司销售账款回收能力强。其中, 2018 年公司受伊可新设备检修与盖笛欣原料断货影响, 净利润下滑幅度超过营业收入, 造成现金流量净额与净利润的比率较高。除 2019 年外, 公司各项现金流比率整体维持了增长趋势与较高水平, 反映出公司现金流质量较好。

图 29: 公司各项现金流量净额情况 (万元)

图 30: 公司现金流质量情况



资料来源: wind, 公司公告, 山西证券研究所



资料来源: wind, 公司公告, 山西证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

盈利预测主要基于如下假设:

1) 公司主要维矿类品种的价格保持稳定, 毛利率维持平稳;

2) 暂不考虑未来公司非医药板块子公司剥离的情况。公司教育业务、科技园区管理业务、晶体材料业务的收入和毛利率保持稳定;

我们预测公司 2022-2024 年营收分别为 23.3 亿元、28.8 亿元、35.1 亿元, 增速分别为 15.1%、23.3%、22.0%, 归母净利润分别为 5.5 亿元、7.0 亿元、8.7 亿元, 增速分别为 45.3%、26.0%、24.7%, 对应 EPS 分别为 2.4、3.0、3.7 元。以 1 月 9 日收盘价计, 对应 PE 分别为 18.3 倍、14.5 倍和 11.6 倍。我们认为: 1) 公司专注于儿童药领域, 致力于成为儿童保健和治疗领域的领军企业。持续剥离非医药业务, 聚焦主业。同时对高管进行了激励, 理顺了管理体制; 2) 主导品种伊可新渠道覆盖率高, 目前市占率超过 60%, 市场渗透率还有较大提升空间, 今年起拓展适用人群至 6 岁儿童, 同时分规格提价, 叠加未来覆盖率的不断提升, 伊可新仍有较大的市场空间, 仍有望在较长时间内保持快速增长的态势; 3) 公司二线品种丰富, 包括维矿类药物、保健食品, 并将产品品类延伸至治疗类。我们看好公司的发展, 首次覆盖, 给予“买入-B”评级。

5. 风险提示

包括但不限于:

生育率降低风险: 公司主要定位与儿童用药和儿童健康市场, 如果生育率下降较快, 新生儿数量回落较大, 会影响公司目标群体数量并进而影响到公司业绩;

研发及新药上市、销售不及预期风险: 公司规划每年上市 1-2 个新药, 如果研发和上市进度不及预期,

或者上市后销售不力，或者新产品研发失败，均会对公司业绩造成负面影响；

疫情反复：疫情如果反复持续或出现局部爆发，可能影响公司正常的生产、经营、推广、配送等；

政策变动风险等：公司产品全渠道覆盖，如果出现相关政策变动，可能影响公司销售和业绩实现。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2284	2411	3209	4257	5550
现金	1492	1223	1854	2675	3607
应收票据及应收账款	546	239	428	531	872
预付账款	18	20	32	30	45
存货	135	102	70	130	106
其他流动资产	92	826	825	891	919
非流动资产	1411	1524	1604	1780	1983
长期投资	0	106	106	106	106
固定资产	905	878	958	1136	1341
无形资产	163	181	180	180	179
其他非流动资产	343	360	360	358	356
资产总计	3695	3935	4813	6038	7533
流动负债	665	445	484	555	586
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	185	71	141	98	187
其他流动负债	480	374	343	456	399
非流动负债	95	91	93	93	93
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	95	91	93	93	93
负债合计	760	536	577	648	679
少数股东权益	983	1155	1626	2216	2955
股本	234	234	234	234	234
资本公积	63	63	63	63	63
留存收益	1655	1947	2556	3328	4278
归属母公司股东权益	1953	2245	2610	3173	3899
负债和股东权益	3695	3935	4813	6038	7533

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	736	756	1020	1108	1333
净利润	533	704	1023	1287	1607
折旧摊销	70	73	64	76	92
财务费用	-8	-14	-18	-28	-40
投资损失	-18	-25	-20	-21	-21
营运资金变动	127	-3	-29	-207	-304
其他经营现金流	33	20	-1	0	-0
投资活动现金流	-38	-769	-223	-182	-298
筹资活动现金流	-141	-268	-166	-105	-103
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.62	2.36	2.97	3.71
每股经营现金流(最新摊薄)	3.14	3.23	4.35	4.73	5.69
每股净资产(最新摊薄)	8.33	9.58	11.14	13.54	16.64

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1821	2027	2334	2877	3509
营业成本	713	631	473	561	653
营业税金及附加	26	32	37	45	55
营业费用	278	372	397	483	582
管理费用	135	154	175	215	262
研发费用	96	80	97	118	140
财务费用	-8	-14	-18	-28	-40
资产减值损失	-16	4	0	0	0
公允价值变动收益	10	2	0	0	0
投资净收益	18	25	20	21	21
营业利润	613	818	1194	1502	1876
营业外收入	3	5	3	3	3
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	614	821	1197	1505	1879
所得税	82	117	174	218	272
税后利润	533	704	1023	1287	1607
少数股东损益	242	324	471	591	738
归属母公司净利润	291	380	553	696	868
EBITDA	661	876	1238	1547	1924

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	1.2	11.3	15.1	23.3	22.0
营业利润(%)	47.9	33.5	46.0	25.8	24.9
归属于母公司净利润(%)	42.5	30.8	45.3	26.0	24.7
获利能力					
毛利率(%)	60.8	68.9	79.8	80.5	81.4
净利率(%)	16.0	18.8	23.7	24.2	24.7
ROE(%)	18.1	20.7	24.2	23.9	23.4
ROIC(%)	25.3	29.7	37.4	38.7	39.4
偿债能力					
资产负债率(%)	20.6	13.6	12.0	10.7	9.0
流动比率	3.4	5.4	6.6	7.7	9.5
速动比率	3.1	5.1	6.4	7.4	9.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.2	5.2	7.0	6.0	5.0
应付账款周转率	4.0	4.9	4.5	4.7	4.6
估值比率					
P/E	34.8	26.6	18.3	14.5	11.6
P/B	5.2	4.5	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	14.6	10.7	7.4	5.8	4.5

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入：预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持：预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性：预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持：预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出：预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市：预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市：预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市：预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A：预计波动率小于等于相对基准指数；
- B：预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

