

强烈推荐-A (维持)

中新药业 600329.SH

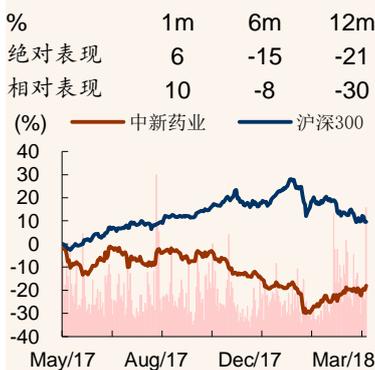
目标估值: N.A.  
当前股价: 15.12 元  
2018 年 05 月 01 日

速效提价红利开始释放 经营实质改善

基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 3082      |
| 总股本(万股)    | 76887     |
| 已上市流通股(万股) | 56577     |
| 总市值(亿元)    | 116       |
| 流通市值(亿元)   | 86        |
| 每股净资产(MRQ) | 6.0       |
| ROE(TTM)   | 11.1      |
| 资产负债率      | 30.9%     |
| 主要股东       | 天津市医药集团有限 |
| 主要股东持股比例   | 43.07%    |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中新药业(600329)——速效完成医院终端提价 联营企业业绩波动影响当期利润》2017-10-31
- 2、《中新药业(600329)——工业收入稳步增长 产品尚有提价空间》2017-08-15
- 3、《中新药业(600329)——继续缩减商业规模 回款后续有望改善》2017-05-05

李勇剑

0755-83271617  
liyj10@cmschina.com.cn  
S1090515080002

研究助理

李点典  
liandiandian@cmschina.com.cn

近期我们对公司进行了调研, 深入了解了速效救心丸提价的过程, 并判断 18 年开始其提价红利将逐渐释放。公司发布的 18 年一季报也印证了我们的判断。此外, 伴随公司新任董事长上任, 我们认为公司在经营上有实质改善, OTC 品种销售收入有望持续高速增长, 业绩进入快速增长阶段, 继续强烈推荐。

- 18 年一季报速效提价红利已经体现。公司发布 18 年一季报, 收入、归母净利润和扣非归母净利润分别同比+9.00%、+29.62%和+36.42%。我们估计 18Q1 公司速效收入同比增速 25%左右, 提价红利开始释放。
- 速效出厂价 17 年提升完毕, 18 年开始体现红利。公司 15 年开始提速效 150 粒挂网价格, 整体提价幅度在 50%左右。但是在医保控费的压力下, 我们估计各省在低价药提价后新挂网价的执行上有所延迟, 导致 15、16 年 150 粒实际终端价格和出厂价并没有提升。公司在 17 年强制执行新的 150 粒的挂网价格, 造成 150 粒销量大幅下滑, 同时利润层面也受到退货补差等影响, 17 年提价的业绩没有得到体现。但 17 年速效出厂价已经全部提升到位, 我们预计在后续各省新挂网价落地、150 粒销量回升后, 18 年速效销量将呈现恢复性增长, 预计 18 年收入增速 25%-30%。
- OTC 产品销售增长迅速。17 年 OTC 产品清咽滴丸、清肺消炎丸和藿香正气软胶囊同比增速分别为 40%、85%和 60%, 实现了高速增长。我们预计在药店端渠道和终端拓展的情况下, 公司 OTC 产品将继续保持高速增长的态势。
- 维持“强烈推荐-A”评级。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润增速分别为 29%/25%/24%, EPS 分别为 0.80/0.99/1.24 元, 对应 18 年 pe 估值为 19 倍。公司速效提价红利 18 年开始释放, 对业绩有强力支撑; 伴随新任董事长的上任, 我们认为公司在经营层面有实质性的改善。公司作为中药名门, 品种和品牌都非常丰富, 我们看好在新董事长和总经理的带领下公司品种潜力的进一步释放, 业绩的快速提升, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 催化剂: 天药集团混改, 18 年底太平医药同业竞争解决。
- 风险提示: 产品销售不达预期, 医药商业坏账计提风险。

财务数据与估值

| 会计年度      | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 6179 | 5689 | 6434  | 7528  | 8625  |
| 同比增长      | -13% | -8%  | 13%   | 17%   | 15%   |
| 营业利润(百万元) | 421  | 513  | 694   | 874   | 1095  |
| 同比增长      | -16% | 22%  | 35%   | 26%   | 25%   |
| 净利润(百万元)  | 422  | 476  | 613   | 764   | 950   |
| 同比增长      | -6%  | 13%  | 29%   | 25%   | 24%   |
| 每股收益(元)   | 0.55 | 0.62 | 0.80  | 0.99  | 1.24  |
| PE        | 27.5 | 24.4 | 19.0  | 15.2  | 12.2  |
| PB        | 2.8  | 2.6  | 2.5   | 2.2   | 1.9   |

资料来源: 公司数据、招商证券

## 一、18年一季报速效提价红利已经体现

**公司发布18年一季报：**收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为16.15亿元、1.73亿元和1.69亿元，分别同比+9.00%、+29.62%和+36.42%。

**速效提价红利已经开始体现：**17年速效出厂价提价完成后，销量进入恢复性增长阶段。我们估计18Q1公司速效收入同比增速25%左右，提价红利开始释放。

**其他财务数据：**18Q1毛利率44.61%，同比提升6.08个百分点，我们判断由高毛利的工业收入占比提升和速效毛利率提升共同导致；销售费用和管理费用分别同比+31.44%和14.94%，其中销售费用是工业销售额的相关指标，通过销售费用增速我们判断工业收入增速在15%-20%范围；投资收益6076万元，同比+29.14%，但来自中美史克的投资收益季度间会有波动，所以我们预计后续增速会有降低。

## 二、速效出厂价17年提升完毕18年开始体现红利

### 1、速效救心丸15年开始提价

**速效救心丸分三个规格，不同规格对应不同的渠道。**第一是150粒/盒的，对应医疗机构渠道；第二是180粒/盒的，对应大的连锁药店渠道；第三是120粒/盒的，对应九州通、国药控股等流通商渠道，终端一般也是药店和诊所。

**15年开始提150粒挂网价格，整体提价幅度在50%左右。**从以往的招标价格来看，速效150粒每盒中标价格在25元左右。提价后每个省的挂网价各不相同，从上海、北京、江苏等药品消费大省来看，提价幅度分别为71%、25%、42%，整体来看提价幅度应该在50%左右。

表：速效救心丸挂网价格

| 省份 | 提价前最近挂网时间  | 挂网价格(元/盒) | 提价的挂网时间    | 挂网价格(元/盒) | 提价幅度 |
|----|------------|-----------|------------|-----------|------|
| 江西 | 2010-3-7   | 18.90     | 2015/7/22  | 36.80     | 95%  |
| 甘肃 | 2011-8-23  | 25.47     | 2015/8/6   | 35.00     | 37%  |
| 上海 | 2011-8-11  | 25.35     | 2015/11/25 | 43.30     | 71%  |
| 山西 | 2012-8-7   | 25.38     | 2015/12/16 | 35.00     | 38%  |
| 福建 |            |           | 2015/12/31 | 33.10     |      |
| 云南 | 2011-9-27  | 24.55     | 2016/1/12  | 37.50     | 53%  |
| 海南 | 2014-10-31 | 25.48     | 2016/3/8   | 49.80     | 95%  |
| 江苏 | 2012-7-16  | 25.10     | 2016/7/19  | 36.00     | 43%  |
| 湖北 | 2013-4-28  | 25.13     | 2016/9/1   | 41.00     | 63%  |
| 西藏 | 2013-1-16  | 20.52     | 2016/12/1  | 36.80     | 79%  |
| 辽宁 | 2011-12-28 | 25.23     | 2017/1/25  | 35.00     | 39%  |
| 北京 | 2013-8-19  | 26.63     | 2017-4-8   | 33.10     | 24%  |

|     |            |       |            |       |      |
|-----|------------|-------|------------|-------|------|
| 云南  | 2011-9-27  | 24.55 | 2017/5/16  | 35.00 | 43%  |
| 宁夏  | 2014-01-14 | 25.47 | 2017/9/8   | 34.24 | 34%  |
| 重庆  | 2010-9-27  | 20.52 | 2017/10/20 | 43.30 | 111% |
| 黑龙江 |            |       | 2017/11/7  | 35.76 |      |
| 贵州  | 2013-5-31  | 25.35 | 2018/3/27  | 35.00 | 38%  |

资料来源：药智网、米内网、招商证券

## 2、150 粒新挂网价大多在 17 年实际执行

部分省份没有执行新挂网价。虽然速效救心丸属于低价药，按照各省的挂网规则，在日均费用小于 5 元的情况下可以调整价格。以 150 粒/盒的速效为例，新挂网价 40 元/盒，1 天 15 粒，吃 10 天，一天 4 元，还是在低价药的上限以内。但是在医保控费的压力下，我们估计各省在低价药提价后新挂网价的执行上有所延迟，导致 150 粒实际终端价格和出厂价并没有提升。

17 年强制执行新的 150 粒的挂网价格。由于 15-16 年新的挂网价没有得到执行，公司在 17 年下半年全国大部分省份完成 2015 年这一轮的集中采购后，开始强制执行新的挂网价格。公司在执行新的挂网价的同时提升了出厂价格。

150 粒销量大幅下滑，同时利润层面也受到额外的影响，17 年提价的业绩没有得到体现。由于公司强制执行新的挂网价格，部分省份速效的采购由线上转到线下备案采购，销量大幅下滑：医疗机构采购量从 2016 年的 1990 万盒下降到了 2017 年的 1452 万盒，同比下降 27% 左右。此外在利润层面上，由于公司强制执行新的终端和进货价格，部分省份的医院需要退货，公司对配送企业需要补差，造成了一定的费用。综合销量下滑和额外的费用影响，17 年速效提价的红利并没有在业绩上得以体现。

## 3、速效提价红利 18 年开始在业绩上体现

所有规格的速效价格已经到位。经过 17 年对新挂网价的强制实施，速效所有省份的实际终端价格都已经在 33.1-49.8 元/盒之间。180 粒和 120 粒规格的终端价格我们估计在 16 年就开始往上调整，基本上和各省挂网的节奏同步。其中 180 粒/盒的价格从 35 元调整到了 48 元，涨幅为 37% 左右。

18 年速效销量将会恢复。由于低价药挂网价的调整属于正常操作，各省只是出于医保控费等目的延迟了新挂网价的执行，我们判断公司通过和各省招标和医保部门谈判可以逐渐使得新的挂网价得以执行，医院采购也重新转到线上采购，速效销量将会逐渐恢复。

我们预计 18 年速效销售额增速 25%-30%。我们估计速效 17 年销售额 9.5 亿，较 16 年的 8.5 亿同比增长 12% 左右。对于年报里披露的销量，我们可以得出每盒的价格（忽略规格的影响）：16 年为 22 元/盒，17 年为 25 元/盒。我们对 18 年速效单价的判断为每盒 30-31 元，对应价格的提升空间在 20%

左右。综合销量的恢复和价格的提升，我们判断 18 年速效收入增速在 25%-30% 的范围。

表：2016-2018 年速效销量和销售额估算

| 项目         | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年     |
|------------|--------|--------|------------|
| 销售额估计 (亿元) | ~8.5   | ~9.5   | ~11.8-12.3 |
| 销量估计 (万盒)  | ~3817  | ~3690  | -          |
| 单价估计 (元/盒) | 22.26  | 25.74  | ~30-31     |

资料来源：公司年报，招商证券

### 三、OTC 产品销售增长迅速

公司产品非常丰富，实施大品种战略。中新药业具有丰富且治疗门类齐全的品种资源，拥有国家机密品种 1 个，国家秘密品种 3 个，中药保护品种 5 个，独家生产品种 94 个，85 个品种列入国家基本药物目录，216 个品种纳入国家医保品种。公司通过实施大品种战略，业已形成以速效救心丸和通脉养心丸等为代表的心脑血管用药，以清肺消炎丸和清咽滴丸等为代表的呼吸系统用药，以胃肠安丸和藿香正气软胶囊等为代表的胃肠用药，以紫龙金片和生血丸等为代表的抗肿瘤中药等系列大产品群，保障了公司持续、稳定、健康地发展。可以看到公司 11 个大品种中，有 7 个为独家产品、1 个为准独家产品，产品竞争格局优秀。

2017 年大品种中 OTC 产品快速增长。公司大品种群 11 个重点考核品种 2017 年累计实现销售收入 18.76 亿元，同比增长 12.31%，大品种战略得到进一步深化。其中 OTC 产品增速普遍较快，其中清咽滴丸在调整代理商后，我们估计销售额同比增加 40% 左右。达仁堂的清肺消炎丸和藿香正气软胶囊也在 OTC 端放量，我们估计收入同比增速分别为 85% 和 60%。OTC 产品的高速增长从侧面反应了公司产品疗效受消费者的认可：OTC 产品店员推荐率较医生推荐率低很多，产品放量主要依靠消费者对产品疗效的认可和口碑传递。

表：公司 11 大品种相关信息

| 品种          | 生产厂家 | 类别     | 领域   | 医保   | 基药 | 是否独家 | 2017 销售额估计 (百万元) | 同比增速估计 |
|-------------|------|--------|------|------|----|------|------------------|--------|
| 速效救心丸       | 六厂   | 中药处方药  | 心脑血管 | 国家   | 是  | 独家   | 957              | 12%    |
| 清咽滴丸        | 六厂   | 中药 OTC | 呼吸道  | 国家   | 是  | 否    | 95               | 40%    |
| 舒脑欣滴丸       | 六厂   | 中药 OTC | 心脑血管 | 7 省  | 否  | 独家   |                  |        |
| 紫龙金片        | 隆顺榕  | 中药处方药  | 肿瘤   | 国家   | 否  | 独家   | 过亿               |        |
| 癧清片         | 隆顺榕  | 中药处方药  | 泌尿   | 国家   | 是  | 否    |                  |        |
| 通脉养心丸       | 乐仁堂  | 中药处方药  | 心脑血管 | 国家   | 否  | 独家   | 过亿               |        |
| 胃肠安丸        | 乐仁堂  | 中药处方药  | 消化道  | 国家   | 否  | 独家   | 过亿               |        |
| 清肺消炎丸       | 达仁堂  | 中药 OTC | 呼吸道  | 国家   | 否  | 独家   | 130              | 85%    |
| 藿香正气软胶囊     | 达仁堂  | 中药 OTC | 消化道  | 国家   | 是  | 2 家  | 80               | 60%    |
| 京万红软膏       | 京万红  | 中药 OTC | 烧伤   | 国家   | 是  | 独家   |                  |        |
| 特子社复 (头孢替唑) | 新丰制药 | 化药处方药  | 抗生素  | 20 省 | 否  | 否    |                  |        |

资料来源：公司年报，招商证券

## 四、新董事长上任带来管理提升 17 年经营实质改善

**新董事长、总经理上任。**2017 年 10 月李立群当选公司新一任董事长，2018 年 3 月余红出任公司新一任总经理。新董事长李总于 2013 年 12 月至 2015 年 11 月任天津天药药业股份有限公司董事长，并于 2015 年 12 月开始任中新药业监事会主席。我们判断李总在西药制造企业履职的背景对于其在成本控制、市场营销理念方面将会给中新药业经营层面的带来成本控制空间和效率方面的提升，同时李总作为中新药业前监事会主席，对中新有着足够的了解，在操作层面免去了对企业的熟悉期。

### 2017 年经营层面实质改善：

**研发方面**，公司对研究院实行项目制，评价标准由原来的发论文、拿批件转向最终为企业贡献的实际效益。对研究院实行类似事业部管理，由生产子公司/分公司或者营销子公司向研究院购买项目。

**生产方面**，公司加强设备管理，推动隆顺榕微型颗粒压片技术应用、达仁堂蜜丸生产自动化、乐仁堂水丸及颗粒品种自动化连线、六中药自动灌装机规模化生产，提高生产自动化、智能化水平。同时加强考核，降低能源消耗，工业累计每万元产值消耗标准煤同比下降 6.25%。继续利用药材公司电子采购平台，采购原料药材比预算节约资金 1208 万元。2017 年公司通过多方面的工业降成本工作，全年共节约资金约 2257 万元。

**渠道方面**，公司整合渠道平台，与国药控股 20 余家各地分公司业务对接，全年国控系销售同比增长 36%，渠道和终端把控力进一步增强。整合地区平台，促进地区销售资源共享、打造过亿地区。四是整合终端平台，与国大连锁、老百姓连锁、云南鸿翔一心堂连锁等全国性、地域性连锁平台建立战略合作关系，实现零售终端广覆盖。

**广告营销方面**，公司选取清肺消炎丸、舒脑欣滴丸、乌鸡白凤片、京万红软膏四个品种为首批广告品种，实施一品一策的广告策略，采取电视、广播等传统媒体以及新闻客户端、微博等新媒体组合投放的方式，对终端拉动起到了良好效果。

**员工激励方面**，我们估计公司正在考虑子公司/分公司员工激励事宜，便于公司中层员工更好的分享公司业绩成长。

## 五、中美史克经营稳健

**中美史克对中新药业利润贡献不容忽视。**中美史克是由葛兰素史克、中新药业和天津市医药公司联合成立，其中中新药业持股 25%。中美史克主营 OTC 药品，其中知名产品有新康泰克、芬必得、史克肠虫清等。2017 年中美史

克收入和净利润分别为 21.53 亿元和 4.20 亿元，对中新的利润贡献不容忽视。

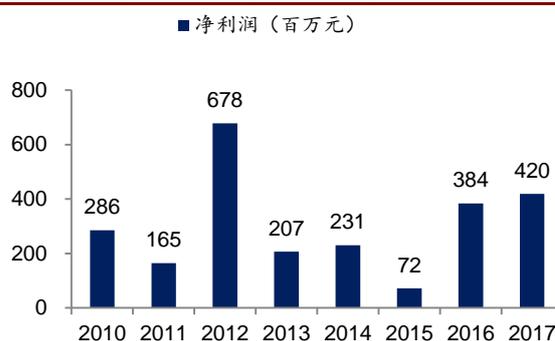
我们预计中美史克未来大概率稳健增长。收入层面，中美史克在 13 年调整后，收入呈现逐渐提升的状态，OTC 市场受政策风险影响较小，中美史克作为成熟的品种生厂商，品牌知名度高，销售者口碑良好，我们预计未来其收入仍然会保持稳健增长的态势。利润层面，我们估计 2012 年利润主要来自生产线等资产出售，2015 年净利润异常和 2013 年葛兰素史克中国行贿事件被罚款有关，我们预计未来中美史克不会发生类似对净利润造成重大影响的时间，净利润也会呈现稳健增长的态势。

图：2012 年-2017 年中美史克收入情况



资料来源：公司年报、招商证券

图：2010 年-2017 年中美史克净利润情况



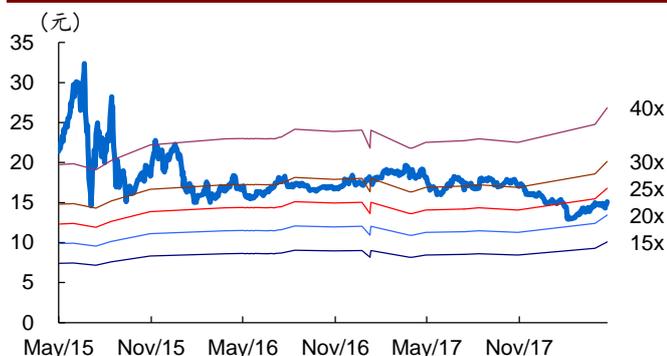
资料来源：公司年报、招商证券

## 六、风险提示

**产品销售不达预期。**目前国内无论是招标还是医院二次议价，对药品价格都处在一个高压降价的态势，未来可能出现产品降价导致的收入减少的风险；OTC 产品方面，公司产品基本上都有对应的竞争产品，在不断变化的市场中，公司产品的销量可能受到竞品的冲击导致销售收入减少。

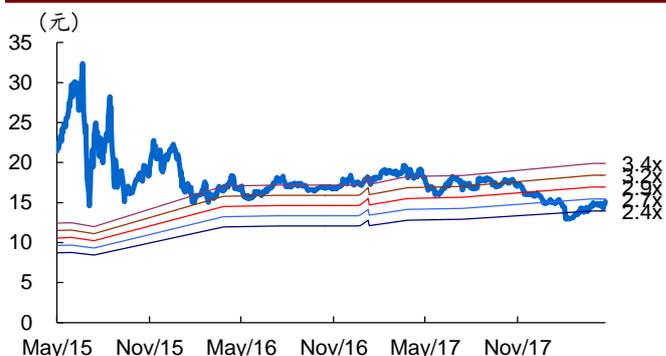
**医药商业坏账计提风险。**公司目前有 20 亿以上的医药商业收入，医院在零差率、药占比控制等政策下现金流可能会吃紧，公司账期可能会被动延长，造成坏账的计提。

图 1：中新药业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中新药业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2016        | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 3892        | 3961        | 4030        | 4757        | 5621        |
| 现金             | 1153        | 992         | 773         | 1013        | 1385        |
| 交易性投资          | 1           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 261         | 269         | 304         | 356         | 408         |
| 应收款项           | 1174        | 1249        | 1391        | 1627        | 1865        |
| 其它应收款          | 31          | 23          | 26          | 30          | 34          |
| 存货             | 909         | 1104        | 1180        | 1322        | 1468        |
| 其他             | 364         | 323         | 356         | 408         | 461         |
| <b>非流动资产</b>   | 2469        | 2661        | 2627        | 2599        | 2576        |
| 长期股权投资         | 561         | 562         | 562         | 562         | 562         |
| 固定资产           | 815         | 796         | 751         | 710         | 672         |
| 无形资产           | 177         | 178         | 160         | 144         | 130         |
| 其他             | 915         | 1125        | 1154        | 1183        | 1212        |
| <b>资产总计</b>    | <b>6361</b> | <b>6622</b> | <b>6657</b> | <b>7356</b> | <b>8197</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1929        | 1861        | 1671        | 1794        | 1921        |
| 短期借款           | 305         | 262         | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 522         | 538         | 579         | 649         | 721         |
| 预收账款           | 67          | 55          | 59          | 66          | 74          |
| 其他             | 1036        | 1006        | 1033        | 1079        | 1126        |
| <b>长期负债</b>    | 130         | 135         | 135         | 135         | 135         |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 130         | 135         | 135         | 135         | 135         |
| <b>负债合计</b>    | <b>2058</b> | <b>1996</b> | <b>1806</b> | <b>1929</b> | <b>2056</b> |
| 股本             | 769         | 769         | 769         | 769         | 769         |
| 资本公积金          | 1360        | 1363        | 1363        | 1363        | 1363        |
| 留存收益           | 2011        | 2344        | 2573        | 3154        | 3875        |
| 少数股东权益         | 163         | 149         | 145         | 141         | 135         |
| 归属于母公司所有者权益    | 4140        | 4477        | 4706        | 5286        | 6007        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>6361</b> | <b>6622</b> | <b>6657</b> | <b>7356</b> | <b>8197</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2016       | 2017      | 2018E        | 2019E      | 2020E      |
|----------------|------------|-----------|--------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 420        | (4)       | 359          | 343        | 513        |
| 净利润            | 422        | 476       | 613          | 764        | 950        |
| 折旧摊销           | 75         | 78        | 85           | 79         | 74         |
| 财务费用           | 19         | 13        | 1            | (7)        | (10)       |
| 投资收益           | (180)      | (197)     | (119)        | (124)      | (129)      |
| 营运资金变动         | 104        | (353)     | (219)        | (369)      | (371)      |
| 其它             | (20)       | (21)      | (2)          | (1)        | (2)        |
| <b>投资活动现金流</b> | 89         | 197       | 69           | 74         | 79         |
| 资本支出           | (116)      | (114)     | (50)         | (50)       | (50)       |
| 其他投资           | 205        | 312       | 119          | 124        | 129        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (339)      | (161)     | (647)        | (177)      | (220)      |
| 借款变动           | 69         | 220       | (262)        | 0          | 0          |
| 普通股增加          | 0          | 0         | 0            | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | (12)       | 4         | 0            | 0          | 0          |
| 股利分配           | (384)      | (384)     | (384)        | (184)      | (229)      |
| 其他             | (12)       | (0)       | (1)          | 7          | 10         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>169</b> | <b>32</b> | <b>(219)</b> | <b>240</b> | <b>372</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元           | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 6179 | 5689 | 6434  | 7528  | 8625  |
| 营业成本             | 4178 | 3480 | 3745  | 4197  | 4659  |
| 营业税金及附加          | 57   | 65   | 74    | 86    | 99    |
| 营业费用             | 1266 | 1427 | 1608  | 1995  | 2329  |
| 管理费用             | 364  | 368  | 412   | 482   | 552   |
| 财务费用             | 20   | 6    | 1     | (7)   | (10)  |
| 资产减值损失           | 53   | 28   | 20    | 25    | 30    |
| 公允价值变动收益         | 1    | (1)  | (1)   | (1)   | (1)   |
| 投资收益             | 180  | 197  | 120   | 125   | 130   |
| <b>营业利润</b>      | 421  | 513  | 694   | 874   | 1095  |
| 营业外收入            | 47   | 23   | 23    | 24    | 25    |
| 营业外支出            | 2    | 4    | 4     | 5     | 6     |
| <b>利润总额</b>      | 466  | 531  | 712   | 893   | 1115  |
| 所得税              | 58   | 58   | 102   | 133   | 170   |
| <b>净利润</b>       | 408  | 473  | 610   | 760   | 945   |
| 少数股东损益           | (15) | (3)  | (4)   | (5)   | (6)   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 422  | 476  | 613   | 764   | 950   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.55 | 0.62 | 0.80  | 0.99  | 1.24  |

主要财务比率

|                 | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | -13%  | -8%   | 13%   | 17%   | 15%   |
| 营业利润            | -16%  | 22%   | 35%   | 26%   | 25%   |
| 净利润             | -6%   | 13%   | 29%   | 25%   | 24%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 32.4% | 38.8% | 41.8% | 44.2% | 46.0% |
| 净利率             | 6.8%  | 8.4%  | 9.5%  | 10.2% | 11.0% |
| ROE             | 10.2% | 10.6% | 13.0% | 14.5% | 15.8% |
| ROIC            | 7.6%  | 8.8%  | 11.8% | 13.2% | 14.6% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 32.4% | 30.1% | 27.1% | 26.2% | 25.1% |
| 净负债比率           | 4.8%  | 4.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率            | 2.0   | 2.1   | 2.4   | 2.7   | 2.9   |
| 速动比率            | 1.5   | 1.5   | 1.7   | 1.9   | 2.2   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 1.0   | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 1.1   |
| 存货周转率           | 4.4   | 3.5   | 3.3   | 3.4   | 3.3   |
| 应收帐款周转率         | 5.0   | 4.7   | 4.9   | 5.0   | 4.9   |
| 应付帐款周转率         | 7.2   | 6.6   | 6.7   | 6.8   | 6.8   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.55  | 0.62  | 0.80  | 0.99  | 1.24  |
| 每股经营现金          | 0.55  | -0.01 | 0.47  | 0.45  | 0.67  |
| 每股净资产           | 5.38  | 5.82  | 6.12  | 6.88  | 7.81  |
| 每股股利            | 0.50  | 0.50  | 0.24  | 0.30  | 0.37  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 27.5  | 24.4  | 19.0  | 15.2  | 12.2  |
| PB              | 2.8   | 2.6   | 2.5   | 2.2   | 1.9   |
| EV/EBITDA       | 23.8  | 20.4  | 15.3  | 12.6  | 10.3  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**吴斌**，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，9 年证券从业经验，2017 年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**蒋一樊**，法国波城大学硕士，1 年海外一级市场投资经验，4 年证券从业经验，2017 年 4 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李点典**，香港科技大学生化系硕士，2016 年加入招商证券，任医药行业分析师。

**漆经纬**，美国乔治华盛顿大学硕士，1 年美国私募对冲基金研究经验，1 年国内证券从业经验，2018 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**团队荣誉**：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。2012 年新财富最佳分析师第 4 名，2014 年新财富最佳分析师第 2 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。