

医药：海特生物（300683）

2019年06月17日

静待花开

㊦ 转型做创新药企业

公司成立于1992年，2017年登陆深交所创业板，公司是一家以国家一类新药金路捷——注射用鼠神经生长因子为龙头产品，主营业务为生物制品、凝血酶和其他化学药品的研发、生产和销售的企业。公司秉承“敬畏生命，无畏创新”的企业宗旨，践行“正直、感恩、专业、进取”的企业价值观，力争将海特生物建成中国最优的创新药企业。

㊦ CPT 新药处于临床 III 期，预计最快 2021 年上市销售

注射用重组变构人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体（Circular Permuted TRAIL）简称 CPT，主要应用于多发性骨髓瘤等血液系统肿瘤及胃癌、结肠癌、乳腺癌等实体恶性肿瘤的治疗，属于靶向基因工程抗肿瘤新药。CPT 是北京沙东研发的国家一类新药，目前处于临床 III 期试验的中期阶段。2019年1月国家癌症中心发布了最新一期的全国癌症统计数据，恶性肿瘤死亡占全部死亡因素的 23.91%，且呈现持续上升态势，全国每年恶性肿瘤的医疗支出超过了 2,200 亿元，恶性肿瘤发病率每年保持 3.9% 的增速，死亡率每年保持在 2.5% 的增长，抗肿瘤药市场空间巨大。

㊦ 盈利预测及投资建议

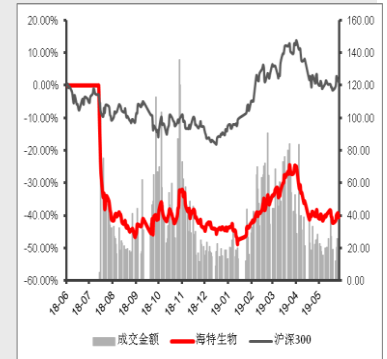
我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 6.50 亿元、7.15 亿元和 7.86 亿元；归母净利润分别为 1.05 亿元、1.13 亿元和 1.37 亿元；对应每股收益分别为 1.02 元、1.09 元和 1.33 元；目前股价对应 PE 分别为 28 倍、26 倍和 22 倍，我们首次覆盖公司，给予中性评级。

㊦ 风险提示

1、医药行业政策风险；2、并购整合的风险；3、药品安全事件的风险；4、新药研发风险等。

图表：财务数据及估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	750.3	590.9	650.0	715.0	786.5
同比增长（+/-%）	-2.7%	-21.2%	10.0%	10.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	142.4	94.1	105.3	112.8	137.1
同比增长（+/-%）	-9.3%	-33.9%	11.9%	7.1%	21.5%
每股收益（元）	1.38	0.91	1.02	1.09	1.33
PE	20.97	31.72	28.35	26.48	21.79
PB	1.82	1.76	1.69	1.61	1.52

中性（首次）
市场表现 截至 2019.06.14

市场数据 2019-06-14

A 股收盘价（元）	28.89
一年内最高价（元）	48.62
一年内最低价（元）	24.79
上证指数	2,881.97
市净率	1.7
总股本（万股）	10,336
实际流通 A 股（万股）	4,756
限售流通 A 股（万股）	5,580
流通 A 股市值（亿元）	13.7

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-85556193

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

证券研究报告

目 录

一、公司概况.....	4
二、主要产品.....	5
1、注射用鼠神经生长因子.....	5
2、奥肝肽（通用名：注射用抗乙肝转移因子）.....	7
3、奥肝肽（通用名：注射用抗乙肝转移因子）.....	7
三、沙东生物 CPT 进入临床 III 期.....	7
1、CPT 简介.....	8
2、CPT 专利情况.....	9
3、CPT 市场空间.....	10
4、CPT 竞争对手.....	10
四、财务状况.....	11
1、增长现疲态.....	11
2、高毛利有下滑态势，三项费用率居高不下.....	11
五、盈利预测及投资建议.....	12
六、风险提示.....	12
1、医药行业政策风险.....	12
2、并购整合的风险.....	12
3、药品安全事件的风险.....	13
4、新药研发风险等.....	13

图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	4
图表 2: 注射用鼠神经生长因子.....	5
图表 3: 神经损伤修复类药物作用机理及功效.....	6
图表 4: 注射用鼠神经生长因子 2018 年可比公司销售收入及增速.....	6
图表 5: 注射用抗乙型肝炎转移因子.....	7
图表 6: 凝血酶冻干粉.....	7
图表 7: CPT 在国内的研究计划.....	8
图表 8: CPT 研发历程.....	8
图表 9: CPT 在全球专利情况.....	9
图表 10: CPT 在国内新药申报情况.....	10
图表 11: 营业收入及增速情况.....	11
图表 12: 归母净利润及增速情况.....	11
图表 13: 毛利率与净利率情况.....	12
图表 14: 三项费用率情况.....	12

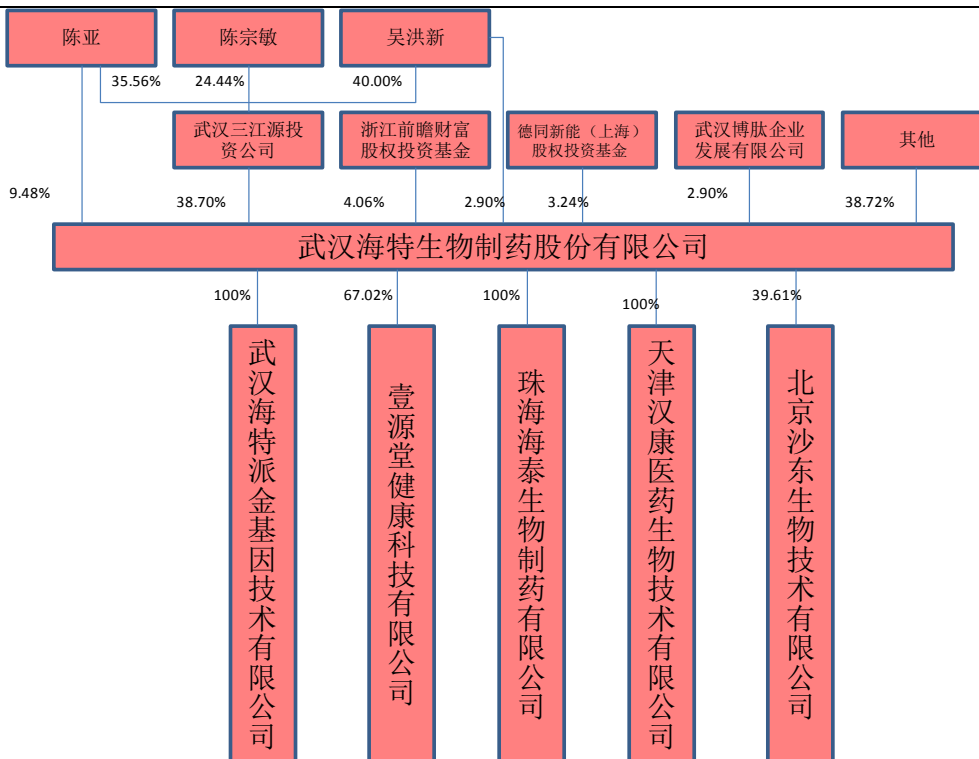
一、公司概况

公司成立于1992年，2017年登陆深交所创业板，公司是一家以国家一类新药金路捷——注射用鼠神经生长因子为龙头产品，主营业务为生物制品、凝血酶和其他化学药品的研发、生产和销售的企业。公司秉承“敬畏生命，无畏创新”的企业宗旨，践行“正直、感恩、专业、进取”的企业价值观，力争将海特生物建成中国最优的创新药企业。

为了拓宽公司主业，提高抗风险能力，公司不断通过外延并购方式拓展业务范围。2014年与北京沙东签订《股权收购协议书》，约定分次收购北京沙东股权，进入创新药领域，2018年3月收购珠海海泰生物进入体外诊断试剂领域，2018年10月收购天津汉康医药进入CRO领域。

陈亚、陈宗敏和吴洪新为一致行动人，直接和间接控制公司51.08%的股权，为公司实际控制人。其中吴洪新与陈宗敏为夫妻关系，陈宗敏与陈亚为姑侄关系。

图表 1：公司股权结构



数据来源：公司公告、华融证券整理

二、主要产品

公司 1998 年以前主要产品为凝血酶，主要采取经销模式销售；1998-2003 年增加一个品种注射用抗乙型肝炎转移因子——奥肝肽，采取经销模式；2003 年重磅品种注射用鼠神经生长因子——金路捷上市销售，采取经销模式，根据 2018 年年报金路捷占收入比重高达 92.39%，一枝独秀。

1、注射用鼠神经生长因子

主导产品金路捷——注射用鼠神经生长因子 (NGF) 属国家一类新生物制品，为全球第一个获得政府批准上市的神经损伤类疾病用药。该项目源自 1986 年诺贝尔生理医学奖成果，公司将其成功转化为工业化产品，并获得了国家火炬计划和国家创新基金计划的重点扶持。2009 年金路捷正式进入国家医保乙类药品目录，2015 年注射用鼠神经生长因子被收录到国家药典 2015 版三部，专利权期限自 2005 年 9 月 5 日起 20 年，预计 2025 年到期。

金路捷是采用现代生化技术从小鼠颌下腺中分离纯化出的高活性多肽，与人体内源性 NGF 具有高度的同源性，具有活性高、毒副作用小、疗效确切、性价比高、使用方便等特点，是治疗神经系统疾病的优选用药。

图表 2：注射用鼠神经生长因子



数据来源：招股说明书、华融证券整理

NGF 在临床上已经广泛应用于各类神经损伤修复领域：在中枢神经损伤领域，已用于颅脑损伤、脊髓损伤、急性脑血管病、退行性神经损伤、新生儿缺血缺氧性脑病、小儿脑瘫、阿尔茨海默氏病、帕金森症等；在周围神经损伤领域，已用于格林巴利综合症、面神经炎、中毒性周围神经损伤、放化疗引起的周围神经损伤、臂丛神经损伤、各种神经离断伤、视神经损伤、听神经损伤、糖尿病周围神经病等。

可比的神经损伤修复类药物及作用机理情况如下表所示：

图表 3: 神经损伤修复类药物作用机理及功效

序号	药品	是否新药	剩余保护期	作用机理	功效
1	单唾液酸四己糖神经节苷脂	3类	无	增加大脑局部供血量; 防止细胞内钙积聚, 降低细胞膜衰竭; 减少缺血缺氧后谷氨酸释放, 减少其神经毒性作用, 抑制缺血缺氧性脑损伤后神经元凋亡	加快神经修复, 恢复神经功能
2	奥拉西坦注射液	3类	无	促进磷酸胆碱和磷酸乙醇胺合成, 使大脑中蛋白质和核酸的合成增加	促进脑代谢, 刺激特异性中枢神经道路
3	脑苷肌肽注射液	5类	无	脑苷肌肽具有神经修复与再生、神经保护、营养与供能等作用, 能促进受损中枢及周围神经组织的功能恢复。	用于治疗创伤性周围神经损伤、糖尿病周围神经病变、压迫性神经病变等周围神经损伤。
4	注射用鼠神经生长因子	1类	无	抑制兴奋性氨基酸毒性; 防止自由基对神经细胞的损伤; 增强内源性神经营养活性; 促进结构蛋白和功能蛋白的合成	提高受损神经细胞存活率, 促进髓鞘形成、促进受损神经纤维沿正确的方向生长, 驱使生长的神经纤维定位于靶细胞, 形成功能性连接
5	依达拉奉注射液	2类	无	清除自由基, 抑制脂质过氧化; 抑制梗塞周围局部脑血流量的减少; 抑制迟发性神经元死亡	抑制神经细胞氧化损伤, 促进神经功能恢复

数据来源: 招股说明书, 华融证券整理

由于我国属于脑卒中高发的国家, 且患病率随着老龄化提速而加快, 因此加大脑神经保护类药物的开发、修复受损的中枢神经及周围神经已经成为迫切需求。注射用鼠神经生长因子是目前国内最畅销的治疗周围神经损伤与周围神经性疾病药物之一。

注射用鼠神经生长因子主要竞争对手 2018 年销售收入均不同程度的出现下滑, 我们认为这主要是由于医药改革进入深水区, 医保政策进一步收紧, 高药价已经难以为继, 尤其是 2018 年底带量采购给行业的冲击还会在 2019 年继续放大, 已经过了专利保护期的药品均有可能受到波及, 大环境造成了公司及竞争对手产品销售收入大幅下滑。

图表 4: 注射用鼠神经生长因子 2018 年可比公司销售收入及增速

公司	注射用鼠神经生长因子收入 (百万元)	同比增速 (%)	占收入比重 (%)	毛利率 (%)	市值 (亿元)
海特生物	545.95	-26.71	92.40	95.04	30.49
舒泰神	545.90	-52.90	67.72	96.55	61.41
未名医药	506.39	-29.27	76.20	93.42	45.13

数据来源: WIND、华融证券整理

由上表可以看到公司注射用鼠神经生长因子销售收入已经跃居第一，微幅超过了舒泰神，如果医药行业环境偏紧，那么不排除未来继续下滑的可能。

2、奥肝肽（通用名：注射用抗乙肝转移因子）

奥肝肽为多肽免疫调节和增强药物，是从经乙肝疫苗和其他活性物质免疫后的健康牲猪淋巴中提取的小分子多肽物质，它能够传递抗乙肝病毒感染的细胞免疫功能的特异性免疫信息，把供体内细胞免疫信息主动地传递到乙肝患者体内。能激发体内释放干扰素、白细胞介素等多种淋巴因子，从而特异性地增强机体对乙肝病毒的免疫能力，广泛用于 HBeAg 和 HBV-DNA 阳性的慢性乙型肝炎患者的治疗。

图表 5：注射用抗乙型肝炎转移因子



数据来源：招股说明书、华融证券整理

3、奥肝肽（通用名：注射用抗乙肝转移因子）

凝血酶是从健康牲猪的血浆中提取的活性蛋白。凝血酶的主要功能是催化血浆中可溶性纤维蛋白原转变成不溶性的纤维蛋白多聚体，使血液凝固，达到止血的目的。

图表 6：凝血酶冻干粉



数据来源：招股说明书、华融证券整理

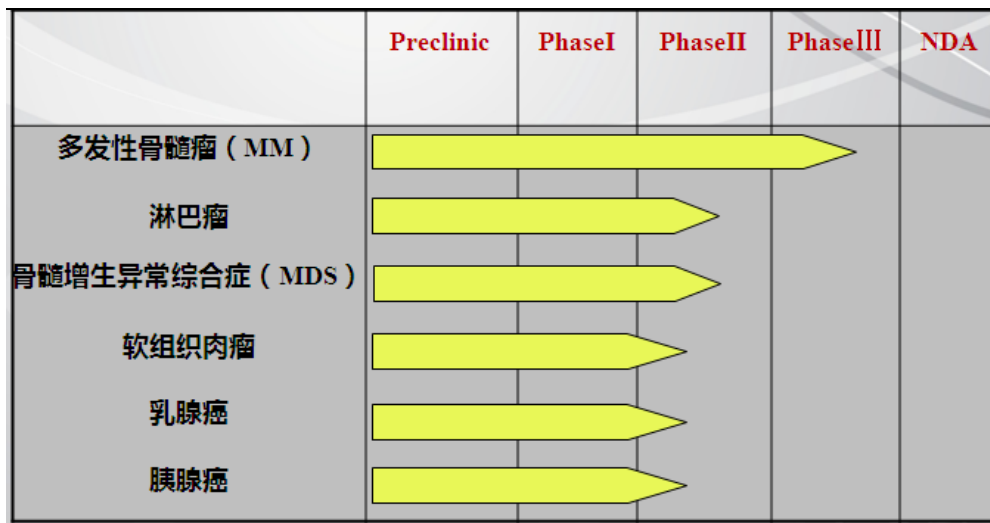
三、沙东生物 CPT 进入临床 III 期

2014年12月8日，公司与北京沙东原股东签订了《股权收购协议书》，约定本公司分次收购北京沙东的股权。根据上述协议，公司向北京沙东提供不超过人民币6,000万元的资金支持，用于北京沙东CPT新药研发项目及运营。

1、CPT 简介

注射用重组变构人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体 (Circular Permuted TRAIL) 简称 CPT，主要应用于多发性骨髓瘤等血液系统肿瘤及胃癌、结肠癌、乳腺癌等实体恶性肿瘤的治疗，属于靶向基因工程抗肿瘤新药。CPT 是北京沙东研发的国家一类新药，目前处于临床 III 期试验的中期阶段，CPT 的 III 期临床试验预计 2019 年 7 月完成全部患者入组，12 月完成所有的临床观察和数据整理，我们预测 2020 年第一季度试验揭盲，2020 年第三季度完成所有 NDA 所需的资料并递交 NDA 申请，预计最快 2021 年可获得 CPT 新药上市许可。

图表 7: CPT 在国内的研究计划



数据来源：公司资料、华融证券整理

CPT 与多种常规化疗药物联合对体外培养的肿瘤细胞具有协同杀伤作用。如 CPT 与马法兰 (melphalan) 联合对多发性骨髓瘤细胞系 RPMI8226、H929、U266，CPT 联合 5-FU 对胃癌细胞系 BGC-823，CPT 与顺铂联合对肺癌细胞系 H460、GLC-82、A549 等均具有协同杀伤作用。

图表 8: CPT 研发历程

时间	研发阶段	时间	研发阶段
2002-2004	临床前研究	2006.04-2008.10	临床 II 期试验

2004. 07	提交 IND 申请	2008. 11-2012. 10	Ib 期临床试验、II 期临床试验
2005. 01	获得临床批件	2012. 12. 19	获得临床 III 期试验批件
2005. 04-2006. 02	启动临床 I 期试验	2015. 03	启动临床 III 期试验

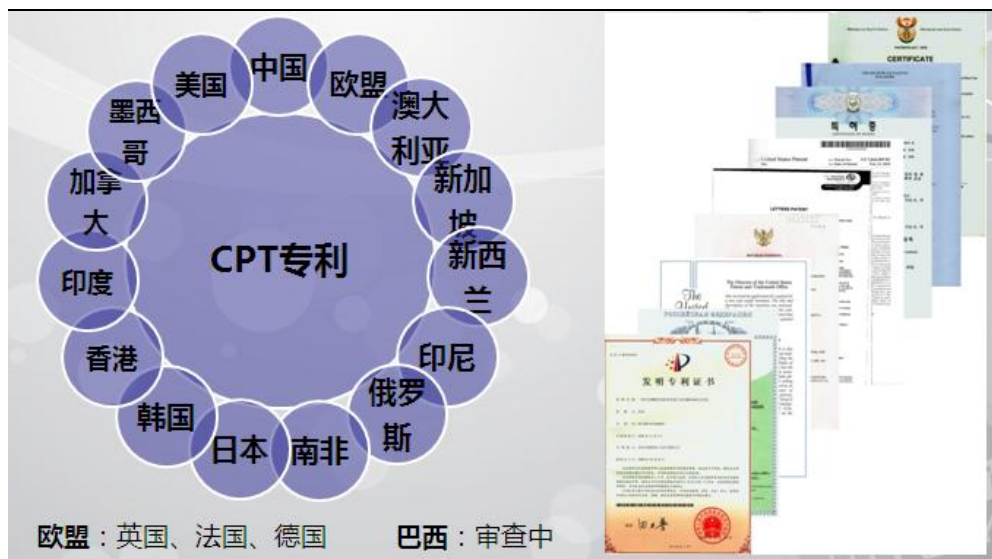
数据来源：华融证券整理

2、CPT 专利情况

CPT 目前有三项专利授权，类型均为发明专利，主要情况如下：

(1) PCT/CN2003/000928 一种具有抑癌作用的重组蛋白及其编码基因与应用，属于 CPT 的关键分子结构专利，已在 18 个国家和地区获得授权，专利保护期限为 2003 年-2023 年。

图表 9：CPT 在全球专利情况



数据来源：公司资料、华融证券整理

(2) PCT/CN2011/001573，环化变构 TRAIL/APO2L 及其编码基因与应用，属于 CPT 上市药物的分子结构专利，已获得美国、欧盟、日本、香港地区的发明专利授权，中国的专利申请仍在进行中。专利保护期限为 2011 年-2031 年。

(3) PCT/CN2011/001464，谷草转氨酶和乳酸脱氢酶的检测在早期评估抗肿瘤干预措施临床疗效中的应用，属于 CPT 的生物标志物发明专利，已获得中国和香港地区的授权。专利保护期限为 2011 年-2031 年。

除上述三项专利外，公司正在考虑继续申请 CPT 的制剂专利，假如 CPT 的制剂专利能在 2020 年申请并获得授权，则 CPT 上市药物的分子结构专利 2031 年到期后，希望能通过制剂专利延长保护至 2040 年。

3、CPT 市场空间

2019 年 1 月国家癌症中心发布了最新一期的全国癌症统计数据（数据一般滞后 3 年，本次报告主要收集汇总全国肿瘤登记处 2015 年资料），根据统计数据，恶性肿瘤死亡占全部死亡因素的 23.91%，且呈现持续上升态势，全国每年恶性肿瘤的医疗支出超过了 2,200 亿元。

2015 年恶性肿瘤发病约 392.9 万人，死亡约 233.8 万人，平均每天超过 1 万人被确诊癌症，每分钟 7.5 个人，相比历史数据，恶性肿瘤发病率每年保持 3.9% 的增速，死亡率每年保持在 2.5% 的增长。

可以看出，恶性肿瘤市场是个千亿级别市场，CPT 独特的抗癌机制、确切的抗肿瘤作用以及被前期临床试验所证实的安全性，均表明其作为新一代抗肿瘤药物具有巨大的市场价值。

4、CPT 竞争对手

根据药智网新药研发资料，我们可以看到深圳新鹏生物工程有限公司研发的新药 CPT 在 2008 年获得临床批件，2015 年进入临床 II 期；浙江海正药业 2012 年获得临床批件；四川三叶草公司 2019 年申请了临床批件，如果公司能够捷足先登，那么未来业绩增长可期，反之则业绩存在较大不确定性。

图表 10：CPT 在国内新药申报情况

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	NMPA企业名称	办理状态	状态开始日	任务类型	序列号	审评结论
CXSL1900034	注射用重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体-三聚体融合蛋白	治疗用生物制品1	新药	2019-04-19	四川三叶草生物制药有限公司	在审评审批中（在药审中心）	2019-04-18	临床试验申请	12	
CXSL1900031	注射用重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体-三聚体融合蛋白	治疗用生物制品1	新药	2019-04-01	四川三叶草生物制药有限公司	在审评审批中（在药审中心）	2019-03-29	临床试验申请		批准临床
CXSL1900015	注射用重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体-三聚体融合蛋白	治疗用生物制品1	新药	2019-02-22	四川三叶草生物制药有限公司	在审评审批中（在药审中心）	2019-02-21	临床试验申请		批准临床
CXSB1400014	注射用重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体	治疗用生物制品	补充申请	2015-01-14	深圳新鹏生物工程有限公司	制证完毕 - 已发批件	2015-09-08	补充申请		批准临床
CXSL1200019	注射用重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体	治疗用生物制品1	新药	2012-06-19	浙江海正药业股份有限公司	制证完毕 - 已发批件	2013-08-09			不批准
CXSL0800014	注射用重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体	治疗用生物制品1	新药	2008-05-23	深圳新鹏生物工程有限公司	制证完毕 - 已发批件	2010-04-19			批准临床

数据来源：药智网、华融证券整理

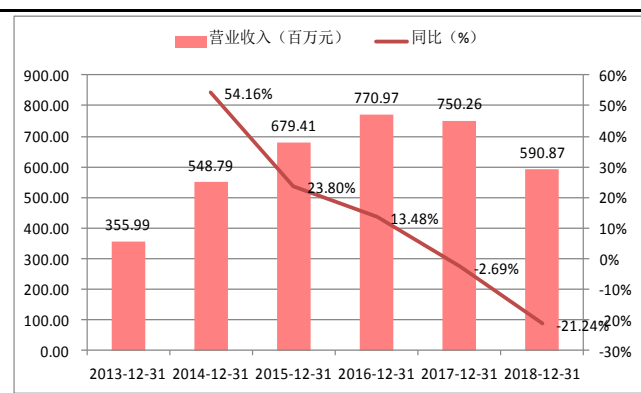
四、财务状况

1、增长现疲态

公司营业收入由 2013 年的 3.56 亿元增长到 2018 年的 5.91 亿元，年均复合增长率为 10.67%；归母净利润由 2013 年的 7,765 万元增长到 2018 年的 9,414 万元，年均复合增长率为 3.92%，收入与净利润增长明显遇到瓶颈，若再无新品推出，单靠金路捷一个品种支撑的话，企业增长难以为继。

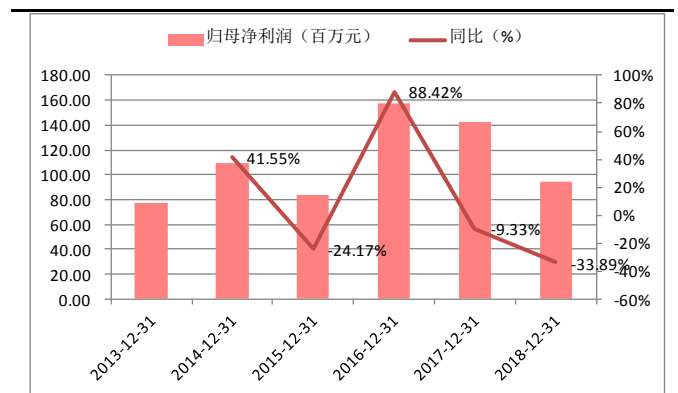
2019 年一季度公司实现收入 1.56 亿元，同比增长 18.64%；归母净利润为 2,985 万元，同比增长 25.74%；每股收益 0.29 元。

图表 11：营业收入及增速情况



数据来源：WIND、华融证券整理

图表 12：归母净利润及增速情况



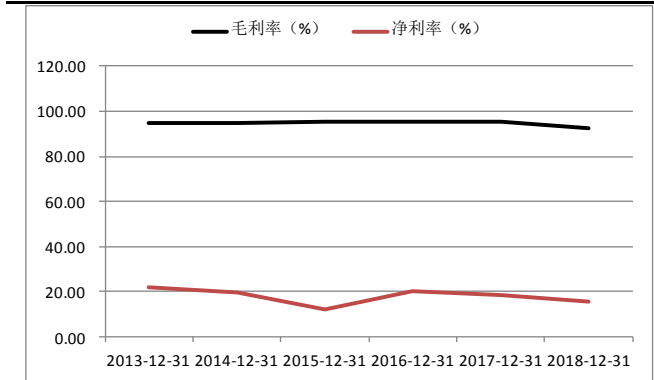
数据来源：WIND、华融证券整理

2、高毛利有下滑态势，三项费用率居高不下

2013-2018 年公司毛利率一直维持在 90% 以上，净利率变动较大，变化区间稳定在 12%-22%，三项费用率合计稳定在 71% 左右，其中销售费用率略有下降，管理费用率略有上升，三项费用率整体变化不大。

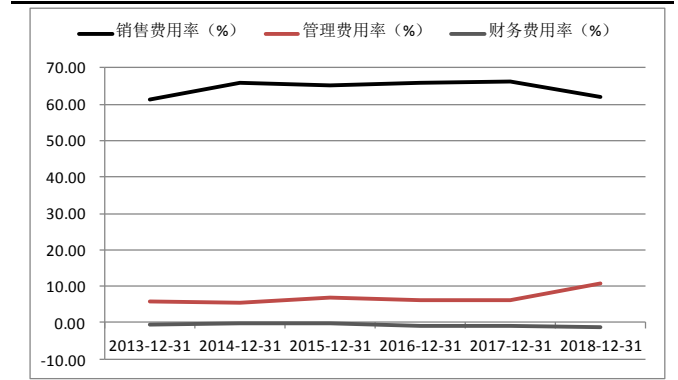
截至 2018 年底经营性净现金流量净额为 7,342 万元，同比下降 11.63%；投资活动产生的现金流量净额大幅减少，主要是 2018 年完成两家公司的并购，投资活动现金流出较大所致。

图表 13: 毛利率与净利率情况



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 14: 三项费用率情况



数据来源: WIND、华融证券整理

五、盈利预测及投资建议

2018 年公司收购珠海海泰及天津汉康, 2019 年全年并表, 如果未来珠海海泰及天津汉康业务获得较快增长, 则对公司业绩形成有力支撑, 不过鉴于当下医药政策仍未停歇的状况下, 2019 年 6 月 15 日北京启动取消医用耗材加成, 3,700 家医院正式告别“以耗养医”, 不排除这一政策向全国推广, 这一政策对 IVD 行业是一个重大打击, 因此我们对公司收购的珠海海泰暂时持谨慎态度。天津汉康主要做化药的 CRO 服务, 这是一个特别好的方向, 未来如果能够稳定获得订单, 则增长可期。

在其他主业没有成长起来之前, 公司仍将以注射用鼠神经生长因子为主, 鉴于国家对药品价格的严控态势, 生物药势必也会进入降价行列, 尤其是已经在市场销售了十几年的药品, 享受高价格高毛利的时代必将终结。鉴于以上原因, 我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 6.5 亿元、7.15 亿元和 7.86 亿元; 归母净利润分别为 1.05 亿元、1.13 亿元和 1.37 亿元; 对应每股收益分别为 1.02 元、1.09 元和 1.33 元; 目前股价对应 PE 分别为 28 倍、26 倍和 22 倍, 我们首次覆盖公司, 给予中性评级。

六、风险提示

1、医药行业政策风险

2、并购整合的风险

3、药品安全事件的风险

4、新药研发风险等

附表:
资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,748.9	1,545.6	1,807.7	2,207.7	2,669.7
现金	697.6	307.1	97.5	107.2	118.0
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	32.4	20.3	19.5	29.8	29.3
应收款项	234.2	216.3	197.9	226.3	255.5
其他应收款	0.7	3.0	10.5	12.8	15.3
存货	22.4	34.5	36.8	39.7	47.1
其他	761.5	964.4	1,445.5	1,791.9	2,204.4
非流动资产	159.9	609.7	660.2	735.9	783.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	98.5	187.5	162.5	156.9	141.7
无形资产	18.2	66.1	84.7	115.6	137.7
其他	43.2	356.1	412.9	463.4	504.2
资产总计	1,908.8	2,155.4	2,468.0	2,943.6	3,453.3
流动负债	255.5	431.2	675.4	1,070.4	1,474.7
短期负债	0.0	0.0	214.2	567.0	942.8
应付账款	8.0	13.8	13.3	15.5	17.9
预收账款	7.0	33.7	17.4	20.1	23.9
其他	240.5	383.6	430.5	467.8	490.3
长期负债	2.6	8.4	9.2	9.5	9.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	2.6	8.4	9.2	9.5	9.8
负债合计	258.1	439.5	684.7	1,079.9	1,484.6
股本	103.4	103.4	103.4	103.4	103.4
资本公积金	989.6	989.6	989.6	989.6	989.6
留存收益	543.5	606.6	677.1	760.9	866.5
少数股东权益	6.7	10.0	7.0	3.7	3.0
母公司所有者权益	1,636.4	1,699.6	1,770.1	1,853.9	1,959.5
负债及权益合计	1,908.8	2,155.4	2,468.0	2,943.6	3,453.3

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	52.9	30.2	-75.9	-118.6	-146.6
净利润	141.2	91.5	102.2	109.5	136.4
折旧摊销	9.0	13.9	126.4	137.6	148.2
财务费用	0.0	0.2	1.0	14.0	28.4
投资收益	-7.7	-26.4	-13.3	-13.5	-15.2
营运资金变动	-85.0	-42.8	-327.7	-365.4	-443.8
其他	-4.6	-6.1	35.5	-0.8	-0.5
投资活动现金流	-793.0	-438.7	-313.0	-181.6	-159.0
资本支出	-796.9	-390.5	-172.6	-207.9	-190.3
其他投资	4.0	-48.2	-140.4	26.3	31.3
筹资活动现金流	797.2	-32.1	179.3	310.0	316.4
借款变动	0.0	0.0	214.2	352.7	375.8
普通股增加	25.8	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	771.4	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	-31.0	-34.8	-29.0	-31.4
其他	0.0	-1.1	-0.2	-13.7	-28.0

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	750.3	590.9	650.0	715.0	786.5
营业成本	35.2	44.2	58.5	64.3	70.8
营业税金及附加	4.1	4.6	5.2	5.7	6.3
营业费用	495.9	365.7	403.0	471.9	487.6
管理费用	46.0	33.8	39.0	42.9	47.2
财务费用	-8.2	-6.8	1.0	14.0	28.4
资产减值损失	30.2	43.2	39.8	4.6	5.1
公允价值变动净收益	0.0	-1.5	0.0	0.0	0.0
投资收益	7.7	26.5	13.3	13.5	15.2
营业利润	156.5	105.2	116.8	125.1	156.3
营业外收入	9.5	0.4	4.0	4.2	4.5
营业外支出	0.1	0.6	0.5	0.5	0.4
利润总额	165.8	105.1	120.3	128.8	160.4
所得税	24.6	13.6	18.0	19.3	24.1
净利润	141.2	91.5	102.2	109.5	136.4
少数股东权益	-1.2	-2.7	-3.1	-3.3	-0.7
归属母公司所有者净利润	142.4	94.1	105.3	112.8	137.1
EPS (元)	1.38	0.91	1.02	1.09	1.33

主要财务比率

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
同比增长率					
营业收入	-2.7%	-21.2%	10.0%	10.0%	10.0%
营业利润	-14.0%	-32.7%	10.9%	7.1%	25.0%
净利润	-9.3%	-33.9%	11.9%	7.1%	21.5%
盈利能力					
毛利率	95.3%	92.5%	91.0%	91.0%	91.0%
净利率	18.8%	15.5%	15.7%	15.3%	17.3%
ROE	8.7%	5.5%	5.9%	6.1%	7.0%
ROIC	9.5%	5.5%	6.1%	5.9%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	13.9%	20.7%	28.0%	36.9%	43.2%
流动比率	6.84	3.58	2.68	2.06	1.81
速动比率	3.82	1.28	0.49	0.36	0.29
营运能力					
资产周转率	0.39	0.27	0.26	0.24	0.23
存货周转率	1.57	1.28	1.59	1.62	1.50
应收账款周转率	2.81	2.50	2.99	2.79	2.76
每股资料 (元)					
每股收益	1.38	0.91	1.02	1.09	1.33
每股经营现金	0.80	0.71	-0.73	-1.15	-1.42
每股净资产	15.83	16.44	17.13	17.94	18.96
每股股利	0.00	0.30	0.34	0.27	0.28
估值比率					
PE	20.97	31.72	28.35	26.48	21.79
PB	1.82	1.76	1.69	1.61	1.52

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 11 层 (100020)

传真：010-85556155

网址：www.hrsec.com.cn