

2020年09月17日

莱美药业 (300006.SZ)

## 聚焦肿瘤和眼科的创新药研发平台，莱美蓄势待发

### ■抗肿瘤领域：依托核心品种“卡纳琳”，搭建甲状腺健康管理平台

卡纳琳（纳米炭混悬注射液）为诊断用药，淋巴细胞示踪，目前主要用于甲状腺癌、乳腺癌、胃癌、肠癌及妇科肿瘤等多种适应症手术中的淋巴清扫，目前卡纳琳已成为国内甲状腺外科手术的常规一线用药，2019年样本医院实现销售2.46亿元，同比增长35.72%。此外，公司搭建的甲状腺疾病健康管理平台，为甲状腺患者提供管理服务并以卡纳琳为核心围绕甲状腺疾病开发相关产品群，目前已实现如富锶水、复合肽营养口服液等大健康产品销售。未来公司还将为该平台每年引进1-2个核心产品，包括甲状腺药品、器械、营养强化剂、医疗美容产品等，逐步完善甲状腺健康管理平台

### ■眼科领域：持续强化近视、干眼症、视网膜疾病等眼科用药布局

2019年公司以自有资金980万元与爱尔眼科共同投资设立合资公司湖南迈欧（公司持股49%），借助爱尔眼科医院院内体系开发青少年近视和干眼症等一系列眼科药品，按照爱尔眼科占比60%、莱美药业40%分享共同投资的利润。其中，近视用药领域，2018年国内中小学生近视人数高达8,977.43万人，国内青少年近视人口基数较大，近视眼科药品未来的销售推广提供良好患者基础；干眼症领域，国内干眼症发病率为21%-30%，干眼症发病率高于全球均值，2018年国内干眼症患者数量高达3.49亿人，干眼症用药市场潜力巨大。此外，莱美药业与友芝友生物签订《战略合作协议》，通过新设股权投资基金投资友芝友生物后，获得友芝友眼科研发新药Y400湿性黄斑变性（nAMD）双特异抗体药物在中国区的优先销售代理权，强化视网膜疾病用药布局

### ■AglaeaPharma：打造基于蛋白组学国内领先的技术研发平台

通过全资子公司莱美（香港）持有AglaeaPharma（阿格利娅制药）18%的股权，布局药物研发及商业化开发。阿格利娅制药拥有全球领先的蛋白组学技术，有望与国内大型医院、科研机构、投资平台深入合作且引进该项技术，打造基于蛋白组学的国内领先的技术研发平台

■投资建议：预计2020-2022年分别实现营收17.17亿元、16.57亿元、19.27亿元，分别同比增长-7.6%、-3.5%、16.3%；实现归母净利润0.50亿元、1.34亿元、1.83亿元，分别同比增长132.3%、166.6%、37.3%；首次给予买入-A的投资评级

■风险提示：药品降价风险、新药研发进展不达预期风险、资产处置不

## 公司深度分析

证券研究报告

化学制剂

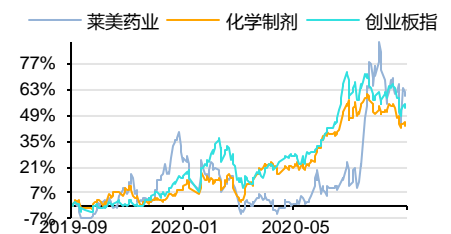
投资评级 **买入-A**  
首次评级

股价（2020-09-17） **7.58元**

### 交易数据

总市值(百万元)	6,164.91
流通市值(百万元)	4,739.31
总股本(百万股)	812.24
流通股本(百万股)	624.42
12个月价格区间	4.45/8.97元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.59	37.52	6.4
绝对收益	-9.86	50.54	55.43

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

冯俊曦

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002  
fengjx@essence.com.cn

### 相关报告

摘要(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,562.4	1,859.0	1,717.1	1,656.5	1,927.0
净利润	98.0	-155.2	50.1	133.5	183.2
每股收益(元)	0.12	-0.19	0.06	0.16	0.23
每股净资产(元)	2.09	1.92	2.17	2.28	2.44

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	62.9	-39.7	123.1	46.2	33.6
市净率(倍)	3.6	4.0	3.5	3.3	3.1
净利润率	6.3%	-8.3%	2.9%	8.1%	9.5%
净资产收益率	5.8%	-10.0%	2.8%	7.2%	9.2%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.2%	0.3%	0.2%
ROIC	7.7%	-5.0%	5.8%	12.1%	25.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 莱美药业：聚焦肿瘤和眼科的创新研发平台</b> .....	<b>4</b>
1.1. 聚焦专科药布局的创新药企 .....	4
1.2. 引进国有战略股东，公司治理结构有望持续优化 .....	4
1.3. 业绩受疫情短期拖累，后续有望逐步恢复 .....	5
<b>2. 抗肿瘤领域：依托核心品种“卡纳琳”，搭建甲状腺健康管理平台</b> .....	<b>6</b>
<b>3. 消化道领域：核心品种莱美舒（艾司奥美拉唑）保持快速增长态势</b> .....	<b>7</b>
<b>4. 眼科领域：持续强化近视、干眼症、视网膜疾病等眼科用药布局</b> .....	<b>8</b>
4.1. 设立湖南迈欧开发青少年近视、干眼症等系列眼科用药 .....	8
4.2. 与友芝友生物签订《战略合作协议》，强化视网膜疾病用药布局 .....	9
<b>5. AglaeaPharma：打造基于蛋白组学国内领先的技术研发平台</b> .....	<b>10</b>
<b>6. 盈利预测与投资建议：</b> .....	<b>10</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>12</b>

## 图表目录

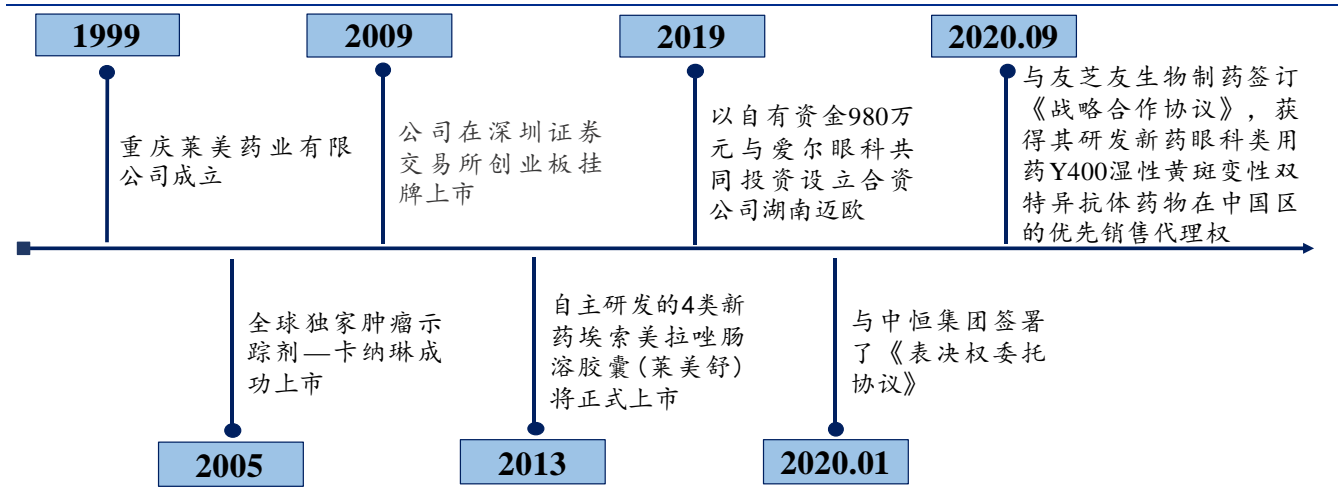
图 1：莱美药业公司发展历程 .....	4
图 2：莱美药业公司股权结构图 .....	5
图 3：莱美药业历年营收情况（亿元） .....	5
图 4：莱美药业历年归母净利润情况（亿元） .....	5
图 5：莱美药业历年营收占比情况 .....	6
图 6：莱美药业历年毛利率情况 .....	6
图 7：卡纳琳（纳米炭混悬注射液）的样本医院销售情况 .....	6
图 8：卡纳琳（纳米炭混悬注射液）样本医院的竞争格局 .....	6
图 9：打造甲状腺领域头部平台 .....	7
图 10：莱美舒（艾司奥美拉唑）的样本医院销售情况 .....	7
图 11：莱美舒（艾司奥美拉唑）样本医院的竞争格局 .....	7
图 12：莱美药业和爱尔眼科共同设立合资公司湖南迈欧 .....	8
图 13：国内近视青少年人口基数大（2018 年数据） .....	8
图 14：干眼症全球发病率对比 .....	9
图 15：国内干眼症群体测算 .....	9
图 16：国内中重度干眼症患者比例 .....	9
图 17：国内抗 VEGF 药物市场规模（亿元） .....	10
图 18：阿格利娅制药的股权结构图 .....	10
图 19：莱美药业的营收拆分 .....	11

## 1. 莱美药业：聚焦肿瘤和眼科的创新研发平台

### 1.1. 聚焦专科药布局的创新药企

莱美药业股份有限公司创立于1999年，经过十余年锐意进取，成长是一家集科研、生产、销售于一体的高新技术医药企业。目前已上市的核心品种包括纳米炭混悬注射液和埃索美拉唑等。近期，公司积极通过与爱尔眼科合资设立湖南迈欧、与友芝友生物制药签订战略合作协议强化眼科领域布局。

图 1：莱美药业公司发展历程



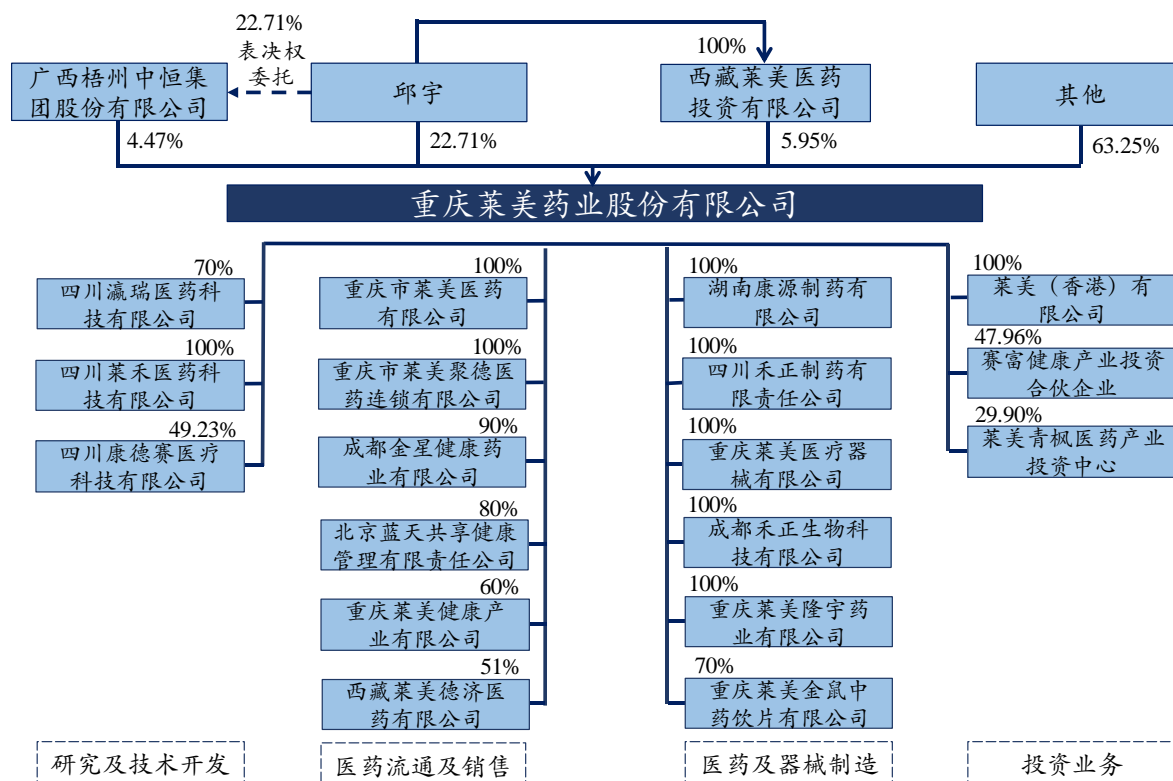
资料来源：公司公告、公司官网、安信证券研究中心

### 1.2. 引进国有战略股东，公司治理结构有望持续优化

广西国资委为公司目前实际控制人。邱宇将其持有公司 22.71%股份对应的表决权委托给中恒集团行使，截至目前中恒集团拥有公司 27.18%股份所对应的表决权，为公司目前单一拥有表决权份额最大的股东，广西国资委为公司的实际控制人。

公司拟剥离资产，以进一步聚焦主业。根据公司公告，为进一步聚焦主业以及解决潜在同业竞争的问题，公司拟对可能与控股股东中恒集团存在潜在同业竞争情形以及不符合未来战略规划的公司股权进行处置。拟处置子公司股权包括：湖南康源 100%股权、金星药业 90%股权、禾正制药 100%股权（含其全资子公司禾正生、莱禾医药）、莱美健康 60%股权和莱美金鼠 70%股权。

图 2：莱美药业公司股权结构图

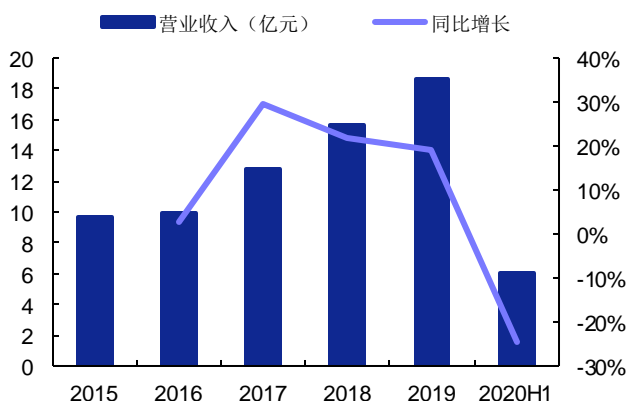


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

### 1.3. 业绩受疫情短期拖累，后续有望逐步恢复

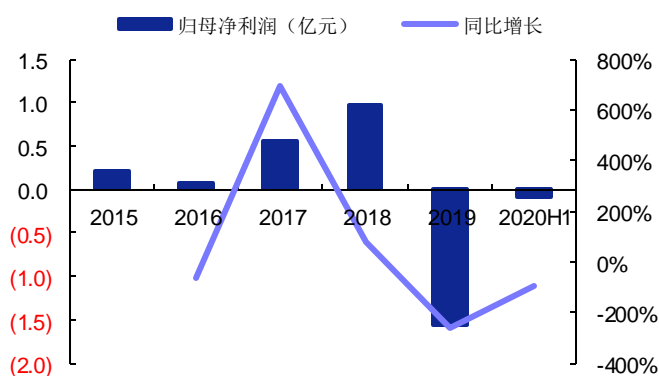
公司营业收入在过去 5 年期间实现高速持续增长，从 2015 年的 9.64 亿元增长至 2019 年的 18.59 亿元，年复合平均增长率达 17.84%；归母净利润从 2015 年的 0.21 亿元增长至 2018 年的 0.98 亿元，2019 年及 2020 年 H1 净利润转负，公司剥离资产且聚焦主业后，业绩有望持续改善。

图 3：莱美药业历年营收情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图 4：莱美药业历年归母净利润情况（亿元）

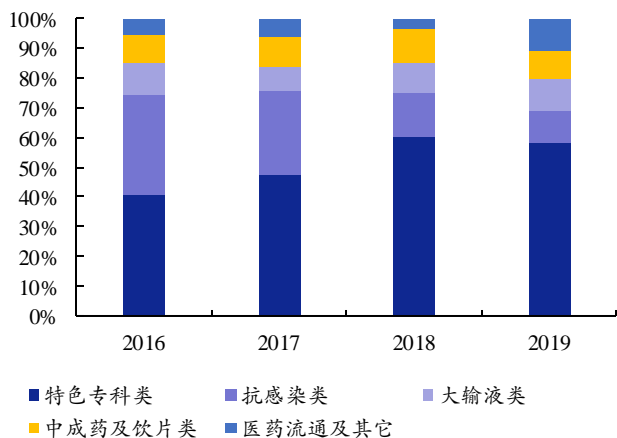


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

营收主要由五个业务板块构成：特色专科类、抗感染类、大输液类、中成药及饮片类和医药流通及其它。2019 年以上五个板块占公司总营收比例分别为 58.20%、10.94%、10.16%、9.48% 和 11.22%。

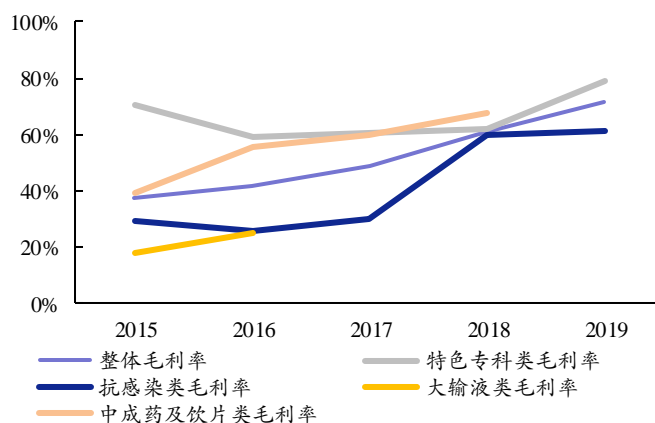
公司整体毛利率历年来稳健提升。从 2015 年 37.07% 持续提升至 2019 年 71.76%，2019 年同比上升近 11 个百分点。其中，特色专科类、抗感染类和大输液板块毛利率分别为 79.09%、60.86% 和 55.74%。

图 5：莱美药业历年营收占比情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图 6：莱美药业历年毛利率情况

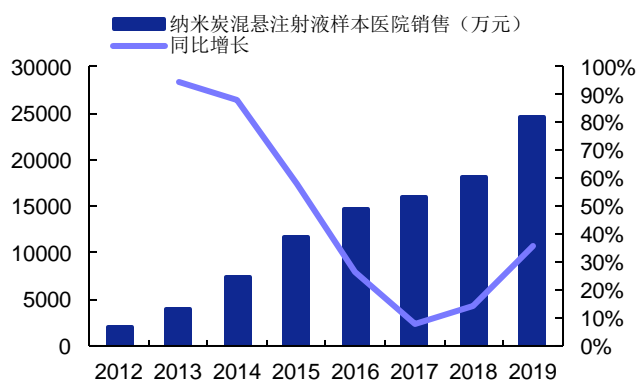


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

## 2. 抗肿瘤领域：依托核心品种“卡纳琳”，搭建甲状腺健康管理平台

产品卡纳琳（纳米炭混悬注射液）具备核心竞争力。卡纳琳（纳米炭混悬注射液）为诊断用药，淋巴细胞示踪，目前主要用于甲状腺癌、乳腺癌、胃癌、肠癌及妇科肿瘤等多种适应症手术中的淋巴清扫。目前卡纳琳已成为国内甲状腺外科手术的常规一线用药，在产品优势、学术优势、专家优势等方面形成自身的核心竞争力。根据 WIND 医药库的数据，卡纳琳（纳米炭混悬注射液）的样本医院销售从 2012 年的 2017.80 万元增长至 2019 年的 2.46 亿元，2019 年同比增长 35.72%，莱美药业占据 100% 市场份额。

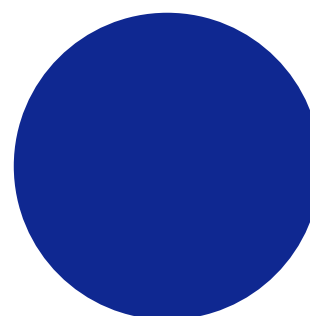
图 7：卡纳琳（纳米炭混悬注射液）的样本医院销售情况



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

图 8：卡纳琳（纳米炭混悬注射液）样本医院的竞争格局

■ 重庆莱美药业



[百分比]

资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

搭建甲状腺健康管理平台，积极打造疾病健康管理的全生命周期生态链。公司搭建了甲状腺疾病健康管理平台，并成立 i 甲专线甲状腺疾病管理中心，为甲状腺疾病患者提供风险评测、运动、营养、情绪调节等全方位健康管理服务，并通过医院导入患者至 i 甲专线甲状腺疾病管理中心。目前公司借助甲状腺疾病健康管理平台已实现如富锶水等大健康产品的销售。根据公司公告，未来公司还将为该平台每年引进 1-2 个核心产品，包括甲状腺药品、器械、营

养强化剂等，积极打造疾病健康管理的全生命周期生态链。

图 9：打造甲状腺领域头部平台



### 平台价值

整合甲状腺细分领域的资源，今年将会以全国各省35家重点医院为中心进行35家名医工作室的覆盖，推进产品与服务的高效转化过程。



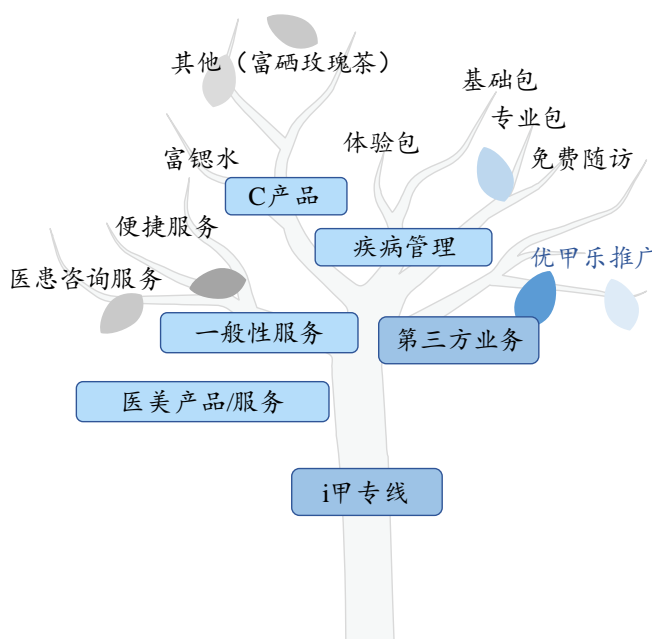
### 增值产品和服务

该项目作为平台的盈利支柱，已上市甲状腺专供天然富锶矿泉水，而且今年将上线专门针对甲状腺患者的医疗美容服务。往后将会引进专用医美、药品、保险、营养强化剂、肿瘤早筛检测服务等。



### 疾病管理

疾病管理是平台的业务基石，现已覆盖了4万的精准用户，预计未来每年能增加10万精准用户，每年患者教育有100万人次，反响很好。



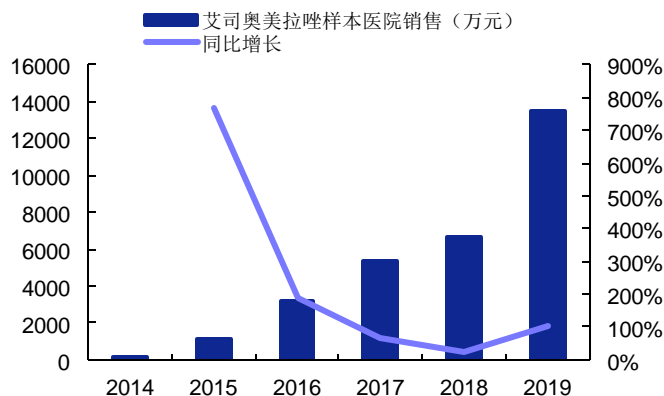
平台业务结构示意图

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 3. 消化道领域：核心品种莱美舒（艾司奥美拉唑）保持快速增长态势

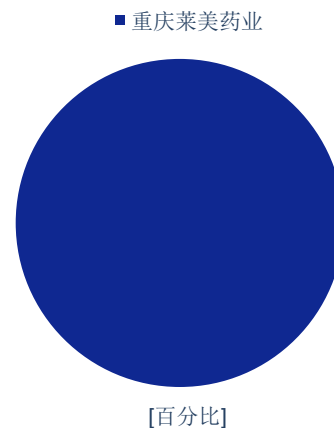
公司的核心品种莱美舒（艾司奥美拉唑）为国产首仿产品，适应症为胃食管反流疾病，作为新一代 PPI 抑制剂具备快速、持久、稳定抑酸的治疗效果。莱美舒（艾司奥美拉唑）有望逐步替代老一代 PPI 抑制剂。根据 Wind 医药库的数据，莱美舒（艾司奥美拉唑）的样本医院销售从 2012 年的 128.58 万元增长至 2019 年的 1.35 亿元，2019 年同比增长 101.19%，莱美药业占据 100% 市场份额。

图 10：莱美舒（艾司奥美拉唑）的样本医院销售情况



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

图 11：莱美舒（艾司奥美拉唑）样本医院的竞争格局



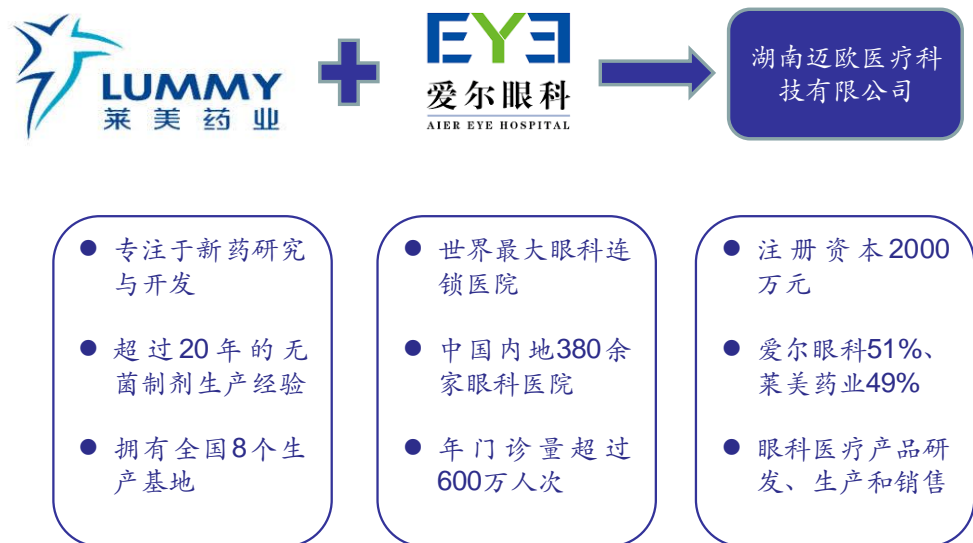
资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

## 4. 眼科领域：持续强化近视、干眼症、视网膜疾病等眼科用药布局

### 4.1. 设立湖南迈欧开发青少年近视、干眼症等系列眼科用药

2019 年公司以自有资金 980 万元与爱尔眼科共同投资设立合资公司湖南迈欧医疗科技（公司持股 49%），借助爱尔眼科医院院内体系开发青少年近视和干眼症等一系列眼科药品，按照爱尔眼科占比 60%、莱美药业 40%分享共同投资的利润。

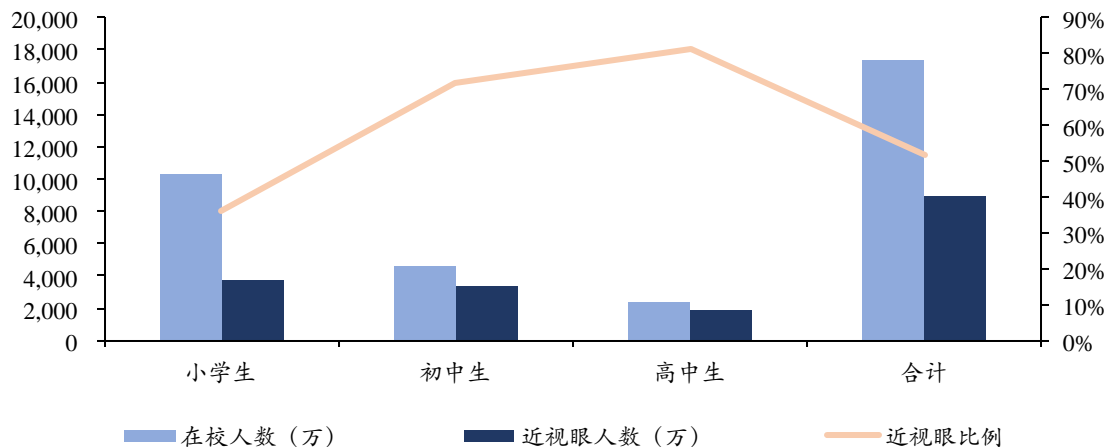
图 12：莱美药业和爱尔眼科共同设立合资公司湖南迈欧



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

- **青少年近视基础庞大，近视眼科用药需求旺盛**：2018 年国内中小学生学习近视人数高达 8977.43 万人。其中，小学生、初中生、高中生近视人数分别为 3722.13 万人、3331.25 万人、1924.05 万人。国内青少年近视人口基数较大，为青少年近视眼科药品未来的销售推广提供良好患者基础。

图 13：国内近视青少年人口基数大（2018 年数据）

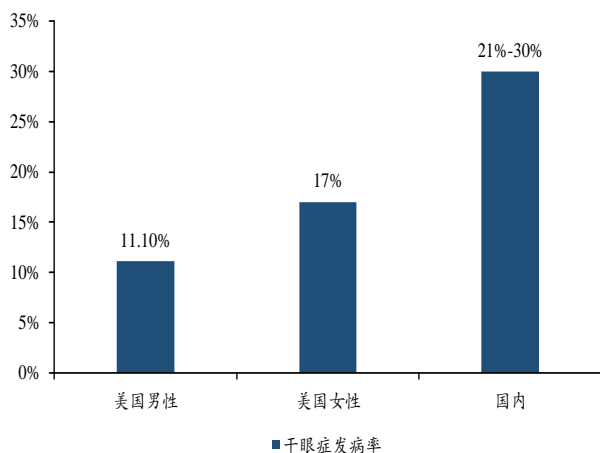


资料来源：教育部、安信证券研究中心



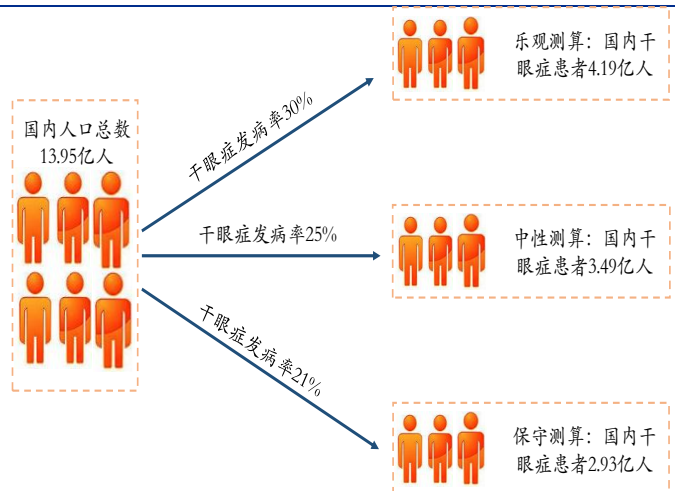
- **干眼症国内发病率高全球均值，干眼症用药潜力较大：**按照《2013 干眼临床诊疗规范专家共识》，国内干眼症发病率为 21%-30%。2018 年国内总人口数 13.95 亿人，按照 25% 干眼症发病率测算，目前国内干眼症患者数量高达 3.49 亿人。据中山大学眼科中心、北京协和医院、河南眼科研究所、浙益眼科中心、浙江大学医学院附属邵逸夫医院对眼科门诊就诊患者的抽样调查数据，25 岁以下、26-35 岁、36-45 岁、46-55 岁、56-65 岁、65 岁以上各年龄群患者出现中重度干眼症状的比例分别为 36%、30%、37%、51%、59%、64%。2018 年全国干眼症患者人数约 3.49 亿人，按照 30% 中重度患者比例进行保守估算，国内中重度干眼症患者人数高达 1.05 亿人，干眼症用药潜力较大。

图 14：干眼症全球发病率对比



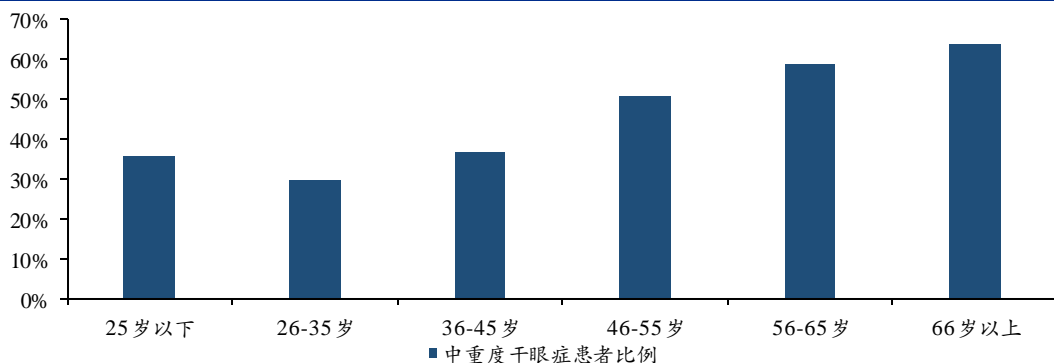
资料来源：《2013 干眼临床规范专家共识》、和睦家医院、安信证券研究中心

图 15：国内干眼症群体测算



资料来源：《2013 干眼临床诊疗规范专家共识》、国家统计局、安信证券研究中心

图 16：国内中重度干眼症患者比例

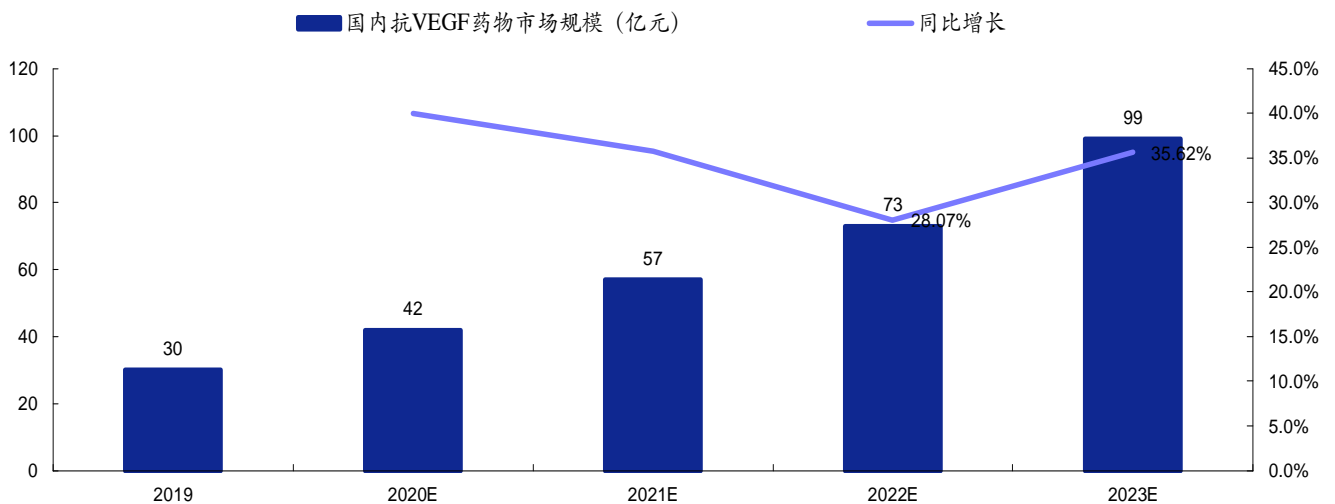


资料来源：《浙医附属邵逸夫医院门诊干眼病人的临床特征分析》、安信证券研究中心

## 4.2. 与友芝友生物签订《战略合作协议》，强化视网膜疾病用药布局

莱美药业与友芝友生物签订《战略合作协议》，通过新设股权投资基金投资友芝友生物后，友芝友生物将其正在研究开发的眼科类用药 Y400 (anti-VEGFA×anti-ANG2 BsAb) 湿性黄斑变性 (nAMD) 双特异抗体药物在中国区 (含中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区、台湾地区) 的优先销售代理权授予公司或其指定关联方。按照 Frost & Sullivan 数据，2019 年国内视网膜疾病患者数量高达 1840 万人，国内抗 VEGF 药物市场规模约 30 亿元，预计 2023 年增长至 99 亿元。

图 17：国内抗 VEGF 药物市场规模（亿元）

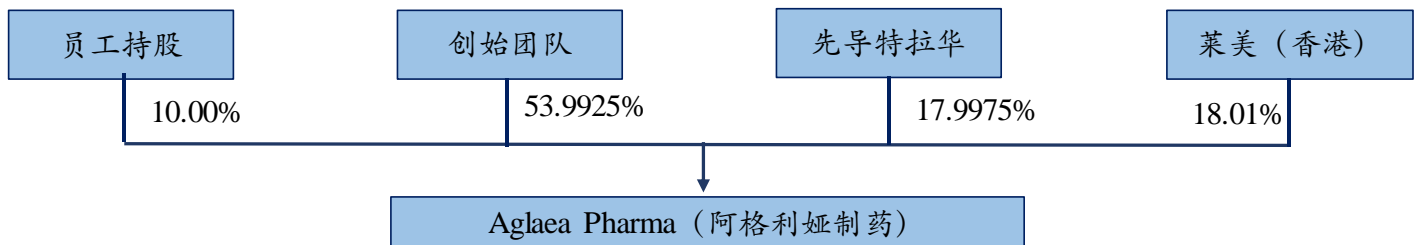


资料来源：Frost & Sullivan、安信证券研究中心

## 5. AglaeaPharma：打造基于蛋白组学国内领先的技术研发平台

莱美药业通过全资子公司莱美（香港）持有 AglaeaPharma（阿格利娅制药）18%的股权，布局药物研发及商业化开发。AglaeaPharma 拥有全球领先的蛋白组学技术，公司有望与国内大型医院、科研机构、投资平台深度合作且引进该项技术，打造基于蛋白组学的国内领先的技术研发平台。

图 18：阿格利娅制药的股权结构图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 6. 盈利预测与投资建议：

基于以下关键假设，充分考虑到疫情对公司各项专科业务产生的负面影响，我们预计 2020-2022 年分别实现营收 17.17 亿元、16.56 亿元、19.27 亿元，分别同比增长-7.64%、-3.53%、16.33%；实现归母净利润 0.50 亿元、1.34 亿元、1.83 亿元，分别同比增长 132.3%、166.6%、37.3%。

(1) 假设 2020-2022 年特色专科药的营收分别同比增长-5.00%、25.00%、20.00%，毛利率分别为 79.00%、79.00%、79.00%；

(2) 假设 2020-2022 年抗感染类业务的营收分别同比增长-15.00%、-10.00%、-8.00%，毛利率分别为 61.00%、61.00%、61.00%；

(3) 自 2020 年 3 月起，公司已委托重庆联合产权交易所集团公开挂牌转让拟处置子公司的

股权，按照进度推算，预计公司 2021 年已完成大输液和中成药业务的资产剥离；

图 19：莱美药业的营收拆分

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9.64	9.90	12.82	15.62	18.59	17.17	16.56	19.27
同比增长		2.70%	29.49%	21.84%	19.01%	-7.64%	-3.53%	16.33%
毛利润	3.57	4.14	6.26	9.50	13.34	12.36	12.43	14.54
毛利率	37.03%	41.82%	48.83%	60.82%	71.76%	71.98%	75.03%	75.47%
其中：特色专科类	2.38	4.00	6.04	9.34	10.82	10.28	12.85	15.42
同比增长		68.07%	51.00%	54.64%	15.85%	-5.00%	25.00%	20.00%
毛利润	1.68	2.36	3.65	5.80	8.56	8.12	10.15	12.18
毛利率	70.52%	59.04%	60.45%	62.09%	79.09%	79.00%	79.00%	79.00%
大输液类	1.75	1.08	1.07	1.53	1.89	1.70	0.00	0.00
同比增长		-38.29%	-0.93%	42.99%	23.53%	-10.00%	--	--
毛利润	0.31	0.27	0.37	0.69	1.05	0.95	0.00	0.00
毛利率	17.62%	24.93%	35.00%	45.00%	55.74%	56.00%	--	--
中成药及饮片类	1.02	0.96	1.33	1.75	1.76	1.58	0.00	0.00
同比增长		-5.88%	38.54%	31.58%	0.57%	-10.00%	--	--
毛利润	0.40	0.53	0.79	1.19	1.20	1.08	0.00	0.00
毛利率	38.90%	55.56%	59.41%	67.61%	68.00%	68.00%	--	--
抗感染类	3.33	3.32	3.61	2.39	2.03	1.73	1.55	1.43
同比增长		-0.30%	8.73%	-33.80%	-15.06%	-15.00%	-10.00%	-8.00%
毛利润	0.98	0.85	1.09	1.42	1.24	1.05	0.95	0.87
毛利率	29.41%	25.72%	30.12%	59.39%	60.86%	61.00%	61.00%	61.00%
其他业务	1.16	0.54	0.77	0.61	2.09	1.88	2.16	2.42
同比增长		-53.45%	42.59%	-20.78%	242.62%	-10.00%	15.00%	12.00%
毛利润	0.20	0.13	0.36	0.40	1.29	1.16	1.33	1.49
毛利率	17.24%	24.07%	46.17%	65.82%	61.88%	61.50%	61.50%	61.50%

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

## 7. 风险提示

**药品降价风险：**随着国家推行药品降价措施的力度不断加大，公司生产的药品存在进一步降价的风险，进而影响公司业绩增长；

**新药研发进展不达预期风险：**新药研发需要经历众多复杂环节，每个环节的不确定性均可能导致公司在研品种的研发进展不及预期；

**资产处置不达预期风险：**为进一步聚焦主业以及解决同业竞争的问题，公司拟对产生同业竞争问题以及不符合未来战略规划的子公司股权进行处置。拟处置子公司股权包括：湖南康源 100%股权、成都金星 90%股权、四川禾正 100%股权(含其全资子公司禾正生物、莱禾医药)、莱美健康 60%股权和重庆莱美金鼠 70%股权。自 2020 年 3 月起，公司已委托重庆联合产权交易所集团公开挂牌转让拟处置子公司的股权，截止目前尚未征集到意向受让方。鉴于交易对手方和价格尚未确定，可能存在实际成交价格与评估值差异较大的情形，届时可能对公司损益产生一定影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,562.4	1,859.0	1,717.1	1,656.5	1,927.0	成长性					
减:营业成本	612.5	524.9	481.1	413.7	472.8	营业收入增长率	21.9%	19.0%	-7.6%	-3.5%	16.3%
营业税费	28.7	30.1	28.5	28.2	32.0	营业利润增长率	126.7%	-254.3%	-136.8%	176.1%	38.8%
销售费用	602.2	952.4	813.9	795.1	925.0	净利润增长率	76.4%	-258.4%	132.3%	166.6%	37.3%
管理费用	136.2	152.7	283.3	273.3	318.0	EBITDA 增长率	57.1%	56.2%	-40.7%	20.3%	16.8%
财务费用	52.5	70.0	92.9	38.0	25.6	EBIT 增长率	136.5%	88.6%	-55.0%	35.2%	25.9%
资产减值损失	32.2	-157.9	-31.0	-52.2	-80.4	NOPLAT 增长率	65.4%	-169.7%	-223.6%	35.2%	25.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	7.2%	-35.4%	-39.0%	33.6%
投资和汇兑收益	32.2	-12.2	13.9	11.3	4.3	净资产增长率	0.1%	-4.1%	12.2%	4.6%	6.5%
营业利润	109.5	-168.9	62.2	171.7	238.4	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	-0.8	-0.5	-0.5	-0.6	毛利率	60.8%	71.8%	72.0%	75.0%	75.5%
利润总额	109.3	-169.7	61.7	171.2	237.8	营业利润率	7.0%	-9.1%	3.6%	10.4%	12.4%
减:所得税	18.2	-8.3	15.4	42.8	59.4	净利润率	6.3%	-8.3%	2.9%	8.1%	9.5%
净利润	98.0	-155.2	50.1	133.5	183.2	EBITDA/营业收入	18.6%	24.4%	15.7%	19.5%	19.6%
						EBIT/营业收入	11.7%	18.5%	9.0%	12.7%	13.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	168	124	114	96	63
						流动资产周转天数	131	133	108	12	6
						流动比率	273	297	291	250	252
						应收账款周转天数	112	146	120	30	20
						存货周转天数	76	61	60	54	53
						总资产周转天数	678	643	634	577	514
						投资资本周转天数	418	376	347	227	173
						投资回报率					
						ROE	5.8%	-10.0%	2.8%	7.2%	9.2%
						ROA	2.9%	-4.6%	1.8%	4.6%	6.5%
						ROIC	7.7%	-5.0%	5.8%	12.1%	25.0%
						费用率					
						销售费用率	38.5%	51.2%	47.4%	48.0%	48.0%
						管理费用率	8.7%	8.2%	16.5%	16.5%	16.5%
						财务费用率	3.4%	3.8%	5.4%	2.3%	1.3%
						三费/营业收入	50.6%	63.2%	69.3%	66.8%	65.8%
						偿债能力					
						资产负债率	45.1%	52.8%	27.1%	29.8%	24.6%
						负债权益比	82.2%	111.7%	37.2%	42.5%	32.6%
						流动比率	1.06	1.03	1.72	1.80	2.36
						速动比率	0.80	0.85	1.27	1.48	1.80
						利息保障倍数	3.48	4.93	1.67	5.52	10.30
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.05	0.02	0.02	0.01
						分红比率	41.4%	-26.2%	29.5%	14.9%	6.1%
						股息收益率	0.7%	0.7%	0.2%	0.3%	0.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	91.1	-161.4	50.1	133.5	183.2	EPS(元)	0.12	-0.19	0.06	0.16	0.23
加:折旧和摊销	108.9	109.5	113.8	113.8	113.8	BVPS(元)	2.09	1.92	2.17	2.28	2.44
资产减值准备	32.2	174.0	-	-	-	PE(X)	62.9	-39.7	123.1	46.2	33.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	4.0	3.5	3.3	3.1
财务费用	52.5	70.0	92.9	38.0	25.6	P/FCF	20.8	81.2	-28.2	10.5	-79.0
投资损失	-32.2	12.2	-13.9	-11.3	-4.3	P/S	3.9	3.3	3.6	3.7	3.2
少数股东损益	-6.9	-6.2	-3.8	-5.1	-4.9	EV/EBITDA	10.7	11.1	21.2	15.8	13.9
营运资金的变动	-77.5	-445.2	826.5	344.8	-421.9	CAGR(%)	12.1%	-203.4%	0.2%	12.1%	-203.4%
经营活动产生现金流量	225.9	231.3	1,065.5	613.6	-108.6	PEG	5.2	0.2	699.5	3.8	-0.2
投资活动产生现金流量	-319.2	-88.0	-156.1	35.3	45.1	ROIC/WACC	0.7	-0.5	0.6	1.2	2.4
融资活动产生现金流量	107.4	-132.6	-916.9	-134.1	-72.6	REP	2.2	-5.2	7.8	5.5	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马帅、冯俊曦声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓萱		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034