

莎普爱思

股票代码：603168.SH

关注公司产品结构变化和新品上市

事项：

莎普爱思专注眼科 OTC 药品，莎普爱思滴眼液是国内白内障的预防和早期治疗领域的主要产品。小规格产品也已拿到批文，将给公司收入结构中增加高利润产品项。2016 年中报公司收入结构发生了变化，低毛利产品占比显著下降。公司收购的强身药业增强了在 OTC 领域的产品线实力。公司业绩（净利润）增长稳健，估值有一定安全边际，财务指标良好，值得重点关注。

目标价：-

当前股价：42.13RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

投资要点

1. 国内白内障滴眼液第一品牌

公司最主要产品为莎普爱思滴眼液（苄达赖氨酸滴眼液），用于白内障的预防和早期治疗，特定氨基酸作为醛糖还原酶抑制剂阻止晶体蛋白质变性，从而起到预防和治疗白内障的作用。莎普爱思滴眼液从 1997 年上市至 2004 年间是处方药，2004 年之后变为 OTC 产品销售至今。在白内障药物市场中，莎普爱思滴眼液 2012 年市占率为 25%，估计 2015 年市占率超过 30%

2. 低毛利产品占比下降，公司整体盈利能力提升

2016 年中报显示，公司滴眼液收入 3.68 亿元，同比增长 6.95%；大输液收入 3786 万元，同比下降 30%；头孢类药物等化药制剂收入为 5915 万元，同比下降 28%。受制于行业和品种等因素，公司今年收缩了大输液和头孢类药物的规模，我们认为这对于公司专注于 OTC 和眼科药物是有利的。从财务上分析，低盈利空间的产品规模占比下降，使公司整体盈利能力得到了提升，今年上半年公司毛利率为 77.65%，同比上升了 3.68 个百分点；整体净利润规模为 1.04 亿元，同比增长 22.5%。收入的下滑和波动没有影响公司净利润的成长性。

3. 产品收入增速回升，2017 年延续较高增长态势

我们认为公司的莎普爱思滴眼液今年上半年的收入增速放缓和流通渠道的变化有一定关系，公司通过分布在各省的大型经销商进入各零售终端，我们判断公司收入基本反映了终端产品的增长情况。2016 年前三季度莎普爱思滴眼液收入同比增长 12% 左右，我们判断 2016 年全年滴眼液的增速在 10%-15% 之间。渠道变化影响减轻。莎普爱思滴眼液主要用于白内障的预防和早期治疗，从发病人群数量和目前的使用范围来看，渗透率不高，未来还有继续保持较高增速的空间。同时公司小剂量的一次性滴眼液也已经取得了药品证书，我们预计 2017 年 2 季度可以投放市场了。目前尚未明确定价，但是在比价方面会显著高于现有产品，消费者对于具有品牌优势的滴眼液产品价格相对不敏感，所以我们预测小剂量一次性滴眼液上市，虽然价格相比传统包装上升，但是并不会成为阻碍其销售放量的瓶颈。

证券分析师



证券分析师：宋凯

执业编号：S0360515070002
电话：010-66500828
邮箱：songkai@hcyjs.com



联系人：李明蔚

电话：010-63214656
邮箱：limingwei@hcyjs.com

公司基本数据

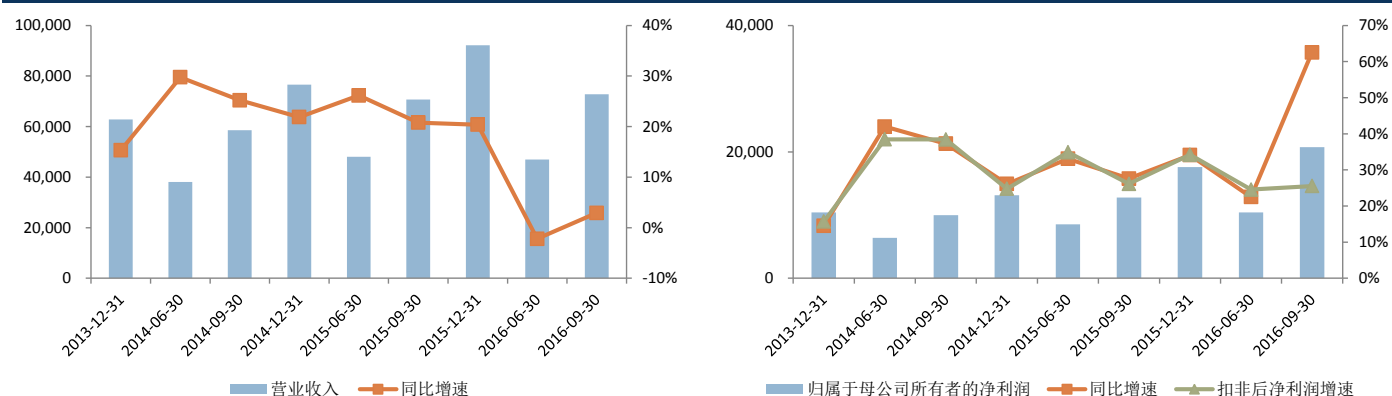
总股本(万股)	17,725
流通 A 股/B 股(万股)	10,061/-
资产负债率(%)	32.3
每股净资产(元)	5.9
市盈率(倍)	29.19
市净率(倍)	8.38
12 个月内最高/最低价	55.51/33.72

市场表现对比图(近 12 个月)



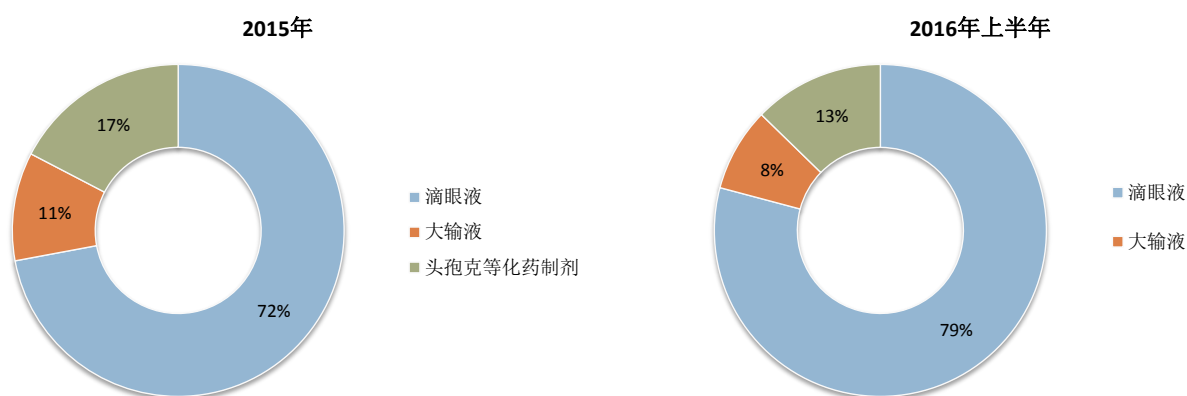
相关研究报告

图表 1 莎普爱思收入和净利润增速情况（万元）



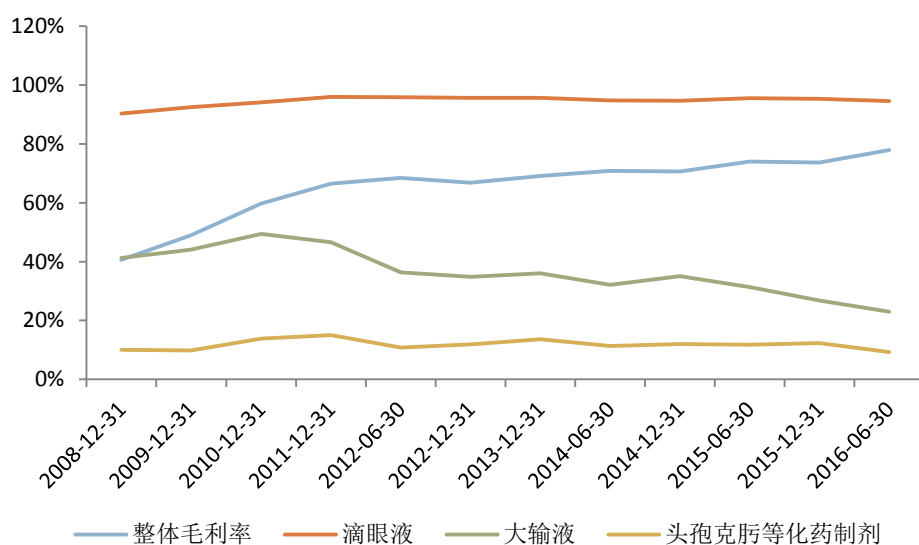
资料来源:Wind、华创证券

图表 2 莎普爱思收入结构变化



资料来源:Wind、华创证券

图表 3 莎普爱思毛利率变化



资料来源:Wind、华创证券

4. 通过三年期定增收购强身药业，丰富 OTC 品种线

2016 年 12 月 17 日公司公告，非公开发行股份上市。此次非公开发行了 1387 万股，发行价格 36.40 元。共募集资金 5.05 亿元。锁定期 36 个月。

图表 4 莎普爱思非公开发行募投项目

序号	项目	投资金额	拟使用募集资金投资额
1	收购强身药业 100%股权	34,600	34,600
2	强身药业新建口服液生产车间项目	5,215	5,215
3	强身药业新建酒剂生产车间项目	4,551	4,551
4	强身药业新建中药提取生产车间和仓库项目	8,464	6,134

资料来源：公司公告，华创证券

公司董事长陈德康参与了此次发行，认购数量约为 529 万股，认购金额约为 1.90 亿元。

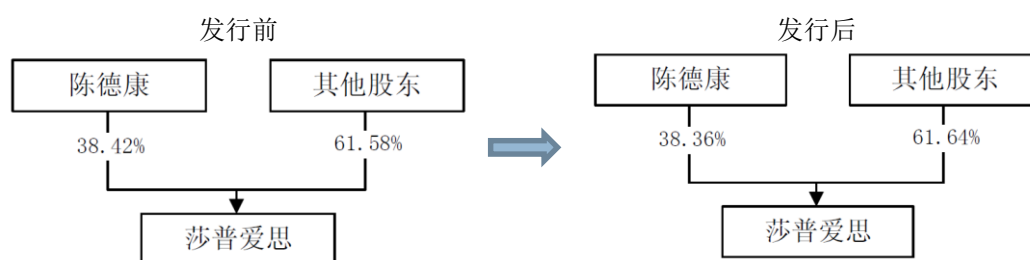
图表 5 莎普爱思非公开发行对象

序号	发行对象名称	认购数量（股）	认购金额（元）
1	陈德康	5,219,782	190,000,065
2	东丰药业	2,747,252	99,999,973
3	中华联合	2,747,252	99,999,973
4	平安资产鑫享 7 号资产管理产品	1,373,626	49,999,986
5	浙江商裕	1,373,626	49,999,986
6	同药集团	412,088	15,000,003
合计		13,873,626	504,999,986

资料来源：公司公告，华创证券

本次发行后，董事长的持股比例几乎没有变化。

图表 6 此次非公开发行后莎普爱思股东权益变化情况



资料来源:Wind、华创证券

强身药业有 165 个生产批件，77 个 OTC 产品，5 家独家品种，主打产品的消费对象是中老年人，和目前莎普爱思的销售对象高度重合。

目前主推两个品种：复方高山红景天、四子填精胶囊，目前国内红景天的市场规模约为 50 亿，公司的红景天目前市占率非常小，前景较大，收购之后能够和公司现有 OTC 渠道协同发展。

强身药业进行了业绩承诺，2016-2018 年净利润分别不低于 1000 万元、3000 万元和 5000 万元。

图表 7 强身药业业绩承诺

	2016 年	2017 年	2018 年
净利润（万元）	1000	3000	5000

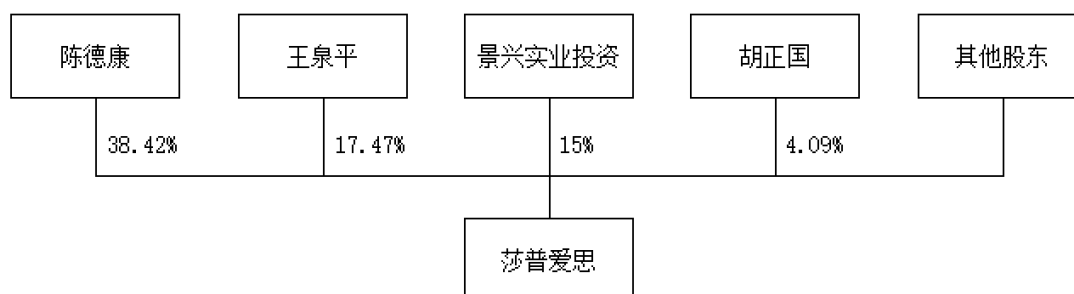
资料来源：公司公告，华创证券

根据上市公司中报披露数字，上半年强身药业净利润为亏损 257 万元。有淡旺季的因素，也有公司更名后改变注册商标等因素。我们认为 2016 年完成业绩承诺具有风险，或对公司财务产生一定的负面影响。

从上市公司变更募投项目，对强身药业增资等动作来看，公司对强生药业的前景还是抱有信心的。

5. 关注公司股东权益变化情况

公司于 2014 年 7 月上市，小非已经解禁，董事长将于 2017 年解禁。2016 年以来小非开始陆续减持。

图表 8 莎普爱思此次增发之前主要股东权益情况


资料来源:Wind、华创证券

根据公司公告，2016 年以来王泉平、景兴实业投资和胡正国均进行了不同比例的减持。

图表 9 2016 年莎普爱思小非减持情况

减持方	公告时间	性质	持股数量（万股）	比例	减持计划	减持情况
上海景兴实业投资	2016/1/20	5%以上股东减持计划	2,450	13.82%	6 个月内减持 500 万股，减持价格不低于 36.73 元/股。	
	2016/2/24	减持进展	1,950	11.00%		完成 500 万股减持
	2016/9/3	5%以上股东减持计划	1,950	11.00%	6 个月内减持不超过 1000 万股，不低于 37.00 元/股	
	2016/12/17	减持进展	1,750	9.87%		减持 200 万股
胡正国	2016/4/21	董事高管减持计划	669	3.77%	6 个月内减持不超过 68.85 万股，减持价格不低于 37.40 元/股	
	2016/5/5	减持进展	600	3.39%		减持完成
王泉平	2016/5/7	5%以上股东减持计划	2,854	16.10%	6 个月内减持不超过 850 万股，减持价格不低于 37.40 元/股	
	2016/11/4	减持进展	2,037	11.49%		减持了 816.87 万股

资料来源:公司公告、华创证券

6. 投资建议：

预计公司 2016-2018 年公司整体净利润分别为 2.53 亿元、2.65 亿元和 3.19 亿元，同比增速为 43.8%、4.6% 和 20.5%，EPS 分别为 1.43 元、1.49 元和 1.80 元。对应目前的动态 PE 分别为 30 倍、29 倍和 24 倍。

上市公司整体净利润预测包含了以下几个因素：第一，2016 年三季度公司确认了一笔土地补偿金，使得当季营业外收入超过 6100 万元，这是一次性受益；第二，公司对强身药业合并报表，2017-2018 年业绩承诺分别 3000 万元和 5000 万元。如果剔除一次性损益与合并报表的影响因素，2016-2018 年上市公司原有口径下的净利润预计分别为 2.00 亿元、2.31 亿元和 2.65 亿元，同比增速分别为 16%、15% 和 14%。

图表 10 公司整体净利润与扣非、不考虑强身药业合并报表净利润情况（单位：万元）

合并报表范围	2016E	2017E	2018E
合并报表	25,314.75	26,466.96	31,884.90
同比增速	43.80%	4.55%	20.47%
扣非，剔除强身药业合并因素	20,048.21	23,126.96	26,544.90
同比增速	16.00%	15.36%	14.78%

资料来源：公司公告、华创证券

我们认为公司整体经营稳健，主打产品还有可持续的成长性，2017 年新规格一次性滴眼液上市，提供新的增长点；公司主动进行产品结构调整，低利润率大输液和头孢类等化药制剂收入下降，整体盈利水平提高。目前公司 PE 水平较为合理，具有一定安全边际，我们首次给予公司“推荐”的评级。

7. 风险提示：

新品上市低于预期；资产整合低于预期；强身药业达不到业绩承诺的财务风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	168	548	855	1,214
应收票据	166	166	166	166
应收账款	10	11	15	18
预付账款	3	2	3	4
存货	45	38	57	63
其他流动资产	5	5	5	5
流动资产合计	396	770	1,101	1,469
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	456	412	372	336
在建工程	53	53	53	53
无形资产	61	61	61	61
其他非流动资产	281	202	202	202
非流动资产合计	851	728	688	652
资产合计	1,247	1,497	1,789	2,121
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	29	24	37	40
预收款项	36	38	52	62
其他应付款	216	216	216	216
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	22	22	22	22
流动负债合计	303	300	327	340
长期借款	50	50	50	50
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	30	30	30	30
非流动负债合计	80	80	80	80
负债合计	383	380	407	421
归属母公司所有者权益	892	1,145	1,410	1,729
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	892	1,145	1,410	1,729
负债和股东权益	1,275	1,525	1,817	2,149

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	482	302	306	357
现金收益	200	246	300	350
存货影响	-7	7	-19	-6
经营性应收影响	1	-20	-5	-3
经营性应付影响	197	-3	27	13
其他影响	91	71	3	3
投资活动现金流	-489	78	0	0
资本支出	-236	0	0	0
股权投资	3	0	0	0
其他长期资产变化	-256	79	0	0
融资活动现金流	20	0	2	3
借款增加	50	0	0	0
财务费用	1	0	2	3
股东融资	-47	0	0	0
其他长期负债变化	17	0	0	0

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	922	964	1,332	1,580
营业成本	243	205	309	339
营业税金及附加	11	12	16	19
销售费用	396	434	604	727
管理费用	67	67	96	125
财务费用	-1	0	-2	-3
资产减值损失	3	20	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	206	227	309	372
营业外收入	4	72	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	209	298	312	375
所得税	33	45	47	56
净利润	176	253	265	319
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	176	253	265	319
NOPLAT	174	209	261	314
EPS(摊薄)(元)	0.99	1.43	1.49	1.80

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	20.4%	4.6%	38.2%	18.6%
EBIT 增长率	33.6%	20.4%	24.6%	20.4%
归母净利润增长率	34.1%	43.9%	4.6%	20.5%
获利能力				
毛利率	73.6%	78.8%	76.8%	78.5%
净利率	19.1%	26.3%	19.9%	20.2%
ROE	19.7%	22.1%	18.8%	18.5%
ROIC	26.3%	21.1%	20.7%	19.9%
偿债能力				
资产负债率	30.1%	24.9%	22.4%	19.6%
债务权益比	9.0%	7.0%	5.7%	4.7%
流动比率	130.8%	256.5%	336.9%	432.1%
速动比率	116.0%	243.9%	319.4%	413.6%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
应收帐款周转天数	4	4	4	4
应付帐款周转天数	43	43	43	43
存货周转天数	67	67	67	67
每股指标(元)				
每股收益	0.99	1.43	1.49	1.80
每股经营现金流	2.72	1.70	1.72	2.02
每股净资产	5.03	6.46	7.95	9.75
估值比率				
P/E	43	30	29	24
P/B	9	7	5	4
EV/EBITDA	40	30	29	24

资料来源：公司报表、华创证券

生物医药组分析师介绍

华创证券首席分析师：宋凯

北京化工大学工学硕士。曾任职于天相投资、中邮证券、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券高级分析师：张文录

军事医学科学院与吉林大学理学硕士。曾任职于双鹤药业、中富投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：邱旻

日本东京大学药学学士和技术经营战略学硕士。曾任职于日本 ABeam 咨询、博云投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：王逸萌

美国密歇根州立大学理学博士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：孙渊

中国药科大学理学硕士。曾任职于西京医院、默沙东投资有限公司。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：李明蔚

上海交通大学医学博士。曾任职于上海市瑞金医院。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	简佳	高级销售经理	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	陈红宇	销售助理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500