

# 药石科技 (300725) \

## ——大放异彩的分子砌块龙头

投资建议: **推荐**  
 首次覆盖  
 当前价格: 62.89 元  
 目标价格: 元

### 投资要点:

➤ **公司是新型药物分子砌块的主要供应商。**

公司自成立以来一直致力于药物分子砌块的设计、研发、工艺优化到商业化生产以及相关的技术服务。截止到2018年底,拥有一个包含 50,000 多种独特新颖的用于小分子药物研发的 药物分子砌块库,通过使用、组合这些分子砌块,帮助新药研发企业在药物发现阶段快速获得大量候选化合物用于筛选和评估。

➤ **医药行业研发支出增加,发展空间广阔。**

据Evaluate Pharma数据,2017年全球制药研发支出达到1650亿美元,同比增长3.9%。我们假设未来平均保持2.5%的增速,到2020年全球制药研发总支出将达到1777亿美元。据哈佛医学院健康政策系 Richard G.Frank 估计,全球医药研发支出中有 30%用于药物分子砌块的购买和外包,据此我们可以估算全球药物分子砌块的市场规模到2020年将超过500亿美元。

➤ **公司主营业务迅速增长。**

2013-2018年营业收入从5854.74万元增长至47825.43万元,年复合增长52.21%;同期归母净利润由1824.71万元快速增长至13336.34万元,复合增速为48.86%。公司经过多年的经营,已初步建立了具有较强竞争力的专业团队,而随着药物研发阶段向前推进,相关药物分子砌块产品种类会逐渐降低但消耗量会逐步提升,因此随着订单逐渐向研发下游增加,收入增长持续有保证。

➤ **给予“推荐”评级。**

预计公司2019-2021年EPS分别为1.45元、1.95元和2.46元,考虑到公司分子砌块的新模式和目前业绩处于高增长期,再加上重量级订单有望持续增多,业绩弹性空间较大,因此我们给予“推荐”评级。

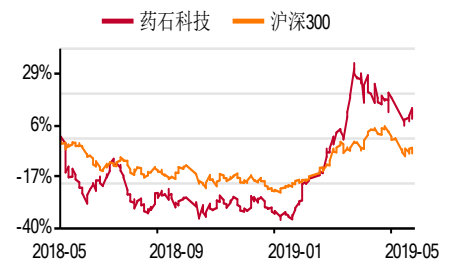
➤ **风险提示:**

市场推广不达预期;毛利下降快于预期;主要客户流失等。

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	143/91
流通A股市值 (百万元)	5,717
每股净资产 (元)	5.76
资产负债率 (%)	22.23
一年内最高/最低 (元)	85.19/38.16

### 一年内股价相对走势



周静 分析师  
 执业证书编号: S0590516030001  
 电话: 025-84578368  
 邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	273.25	478.25	718.33	974.87	1,261.95
增长率 (%)	45.05%	75.02%	50.20%	35.71%	29.45%
EBITDA (百万元)	90.29	172.60	251.36	329.93	415.20
净利润 (百万元)	67.18	133.36	206.82	278.24	352.21
增长率 (%)	86.01%	98.52%	55.08%	34.54%	26.58%
EPS (元/股)	0.92	1.21	1.45	1.95	2.46
市盈率 (P/E)	68.36	51.98	43.48	32.32	25.53
市净率 (P/B)	18.16	15.00	11.44	8.68	6.65
EV/EBITDA	50.28	39.44	35.32	26.68	21.28

数据来源:公司公告,国联证券研究所

## 正文目录

1. 药石科技：新型药物分子砌块主要供应商 .....	3
1.1. 公司是面向全球的研发创新企业 .....	3
1.2. 公司业绩快速增长 .....	4
2. 行业研发支出增加，发展空间广阔 .....	4
2.1. 全球医药研发支出不断增加 .....	5
2.2. 国内创新价值体现，研发费用快速增长 .....	6
2.3. 药物分子砌块市场规模广阔 .....	7
3. 主营业务迅速增长 .....	9
4. 盈利预测 .....	12
4.1. 营业收入预测 .....	12
4.2. 估值和投资建议 .....	13
5. 风险提示 .....	14
5.1. 市场推广不达预期 .....	14
5.2. 毛利率下降快于预期 .....	14
5.3. 主要客户流失风险 .....	14

## 图表目录

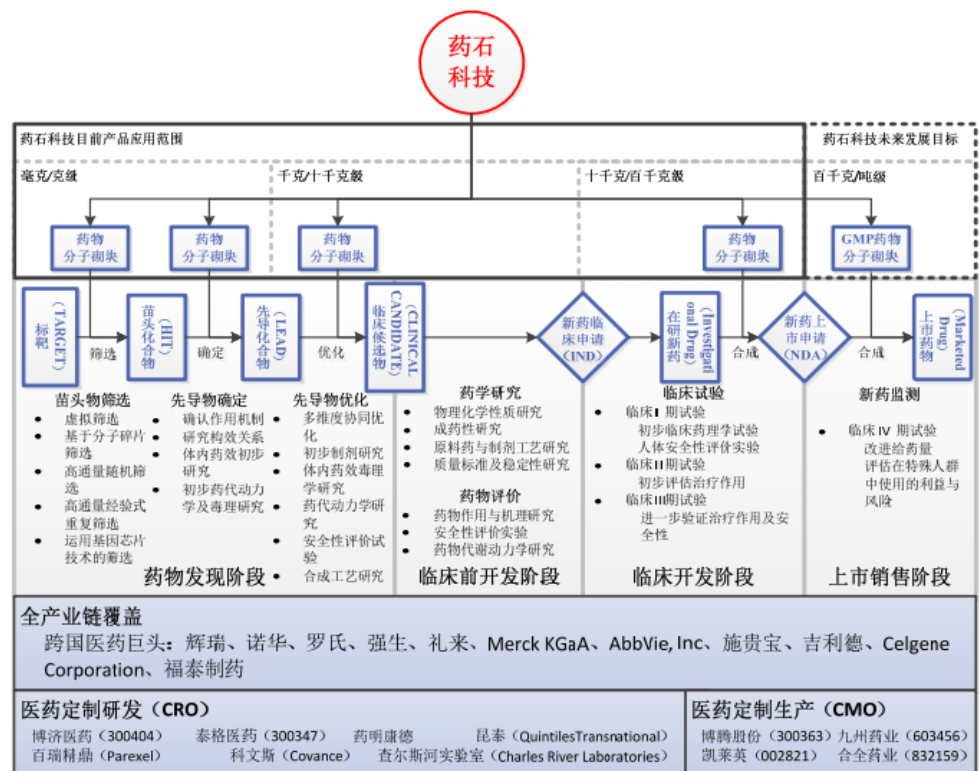
图表 1：公司主要业务模式 .....	3
图表 2：公司主要股权结构和子公司信息 .....	4
图表 3：公司历年收入情况对比图 .....	4
图表 4：公司历年归母净利润对比图 .....	4
图表 5：全球药品研发支出总额（亿美元） .....	5
图表 6：全球制药公司研发支出占销售额比例情况 .....	5
图表 7：全球在研新药数量（个）情况图 .....	6
图表 8：中国药品研发投入情况 .....	7
图表 9：医药上市公司研发投入对比（亿元） .....	7
图表 10：国内创新药临床申请变化图 .....	7
图表 11：FDA 历年批准的 NME 数量变化图（个） .....	8
图表 12：单个 NME 药物研发支出费用（亿美元） .....	8
图表 13：全球药物分子砌块市场规模（亿美元） .....	9
图表 14：公司主要产品分类 .....	9
图表 15：公司 2018 年各产品类别收入占比（%）图 .....	10
图表 16：历年来主要产品类别收入（万元）情况图 .....	10
图表 17：各研发阶段分子砌块需要量和种类变化图 .....	10
图表 18：公司重量级（大于克级）订单数（个）变化图 .....	11
图表 19：公司与普通 CRO/CMO 企业主要不同点 .....	11
图表 20：公司员工学历构成占比（%）图 .....	12
图表 21：公司近 3 年研发投入变化图 .....	12
图表 22：公司近 3 年研发人员数量（人）变动图 .....	12
图表 23：公司营业收入分类别预测情况 .....	13
图表 24：可比公司估值对比图表（截止到 2019.05.21 日） .....	14
图表 25：财务预测摘要 .....	15

## 1. 药石科技：新型药物分子砌块主要供应商

### 1.1. 公司是面向全球的研发创新企业

药石科技于 2008 年正式运营，自成立以来一直致力于药物分子砌块的设计、研发、工艺优化到商业化生产以及相关的技术服务。公司凭借自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的强大技术优势，并结合对药物研发领域的深刻理解，对市场和行业需求进行积极调研和主动准备，截止到 2018 年底，拥有一个包含 50,000 多种独特新颖的用于小分子药物研发的药物分子砌块库，通过使用、组合这些分子砌块，帮助新药研发企业在药物发现阶段快速获得大量候选化合物用于筛选和评估，并最终确定临床候选物，从而极大地缩短新药研制的时间和经济成本。

图表 1：公司主要业务模式

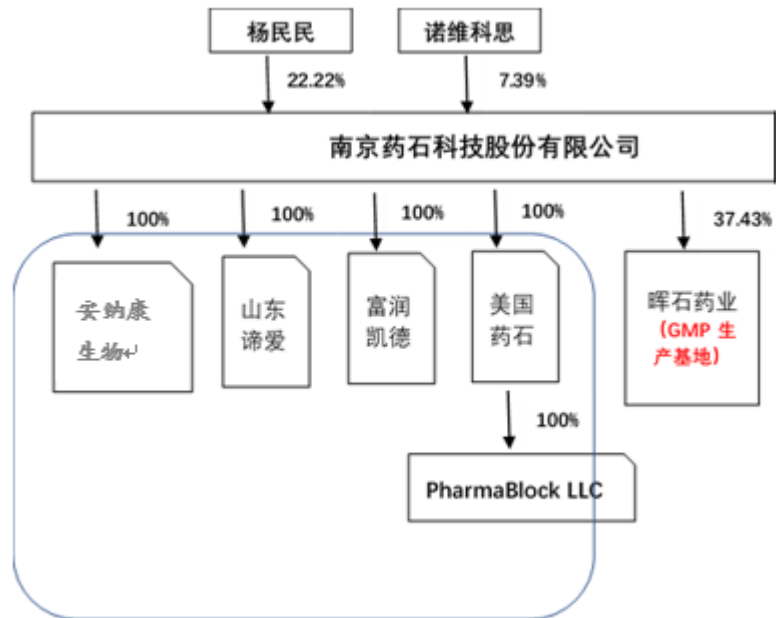


来源：公司招股说明书，国联证券研究所

公司股权结构清晰，子公司业务定位明确。公司的控股股东是杨民民博士，直接持有公司 22.22% 的股份，再加上实际控制的诺维科思共持有公司 29.61% 的股本。主要子公司有 4 家，其中山东谛爱最初为公司的物料供应商，2016 年 1 月被药石科技收购，目前主要从事药物分子砌块产品的生产工艺验证、药物分子砌块产品合成；富润凯德则专门从事四元环分子砌块及相关产品研发、生产的子公司；而美国药石则作为公司在美国的研发和销售平台；另外南京安纳康生物科技有限公司是公司 2018 年

底收购的另一药物研发和咨询企业。而参股企业晖石药业则是公司 2018 年 9 月收购的，与山东谛爱一起成为药石科技两大商业化生产基地。

图表 2：公司主要股权结构和子公司信息

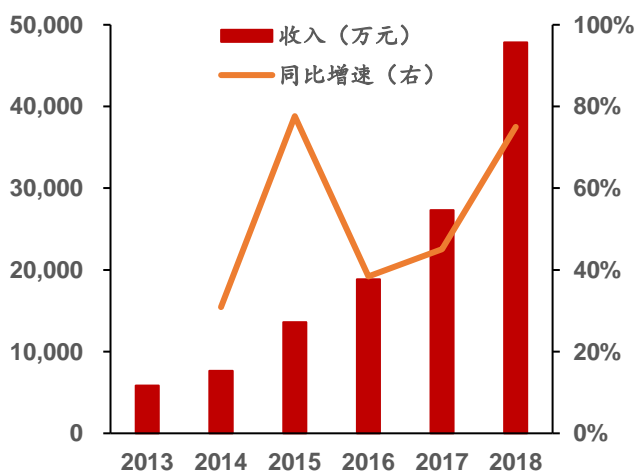


来源：公司公告，国联证券研究所

## 1.2. 公司业绩快速增长

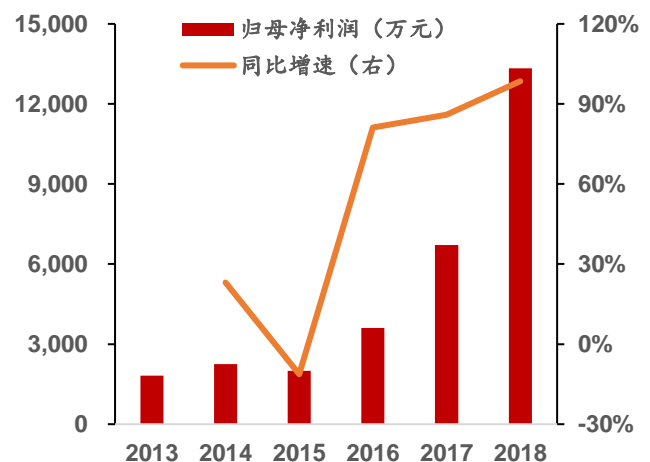
从公司收入和利润数据来看，目前处于快速成长期。2013-2018 年营业收入从 5854.74 万元增长至 47825.43 万元，年复合增长 52.21%；同期归母净利润由 1824.71 万元快速增长至 13336.34 万元，复合增速为 48.86%。

图表 3：公司历年收入情况对比图



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：公司历年归母净利润对比图



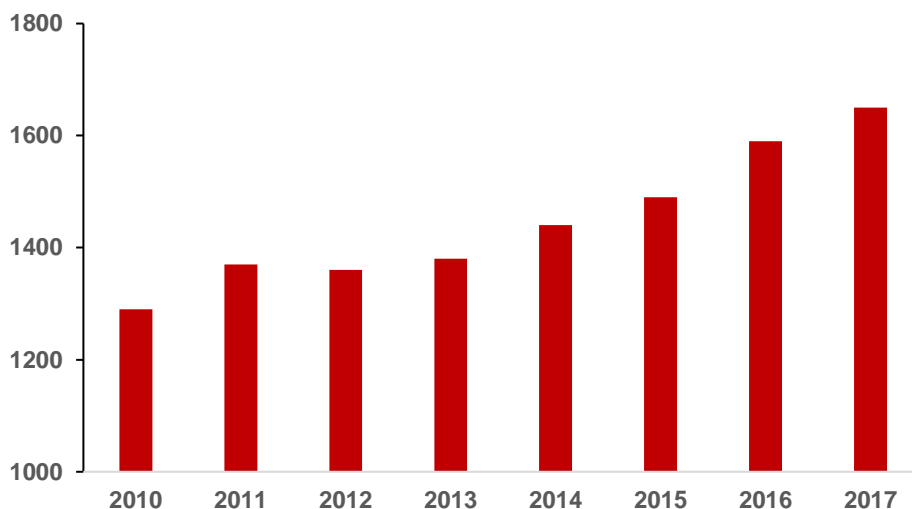
来源：Wind，国联证券研究所

## 2. 行业研发支出增加，发展空间广阔

## 2.1. 全球医药研发支出不断增加

全球医药研发总支出总体上呈不断上升趋势。据 Evaluate Pharma 数据，2017 年全球制药研发支出达到 1650 亿美元，同比增长 3.9%。我们假设未来平均保持 2.5% 的增速，到 2020 年全球制药研发总支出将达到 1777 亿美元。

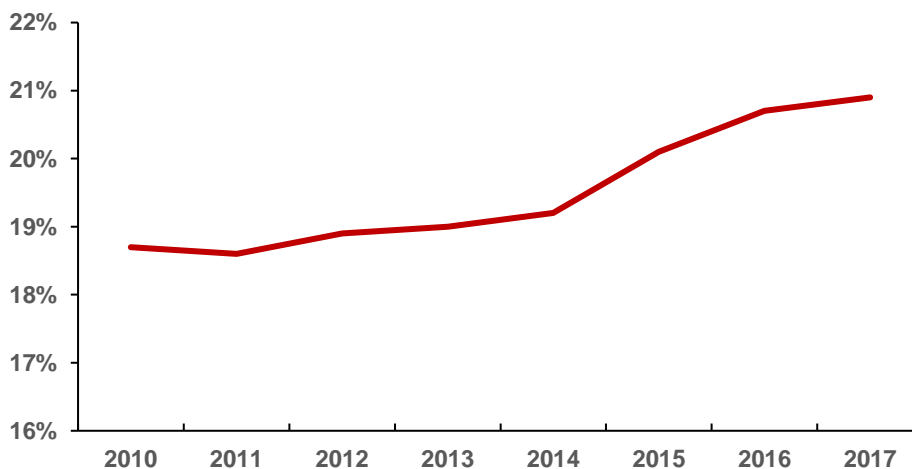
图表 5：全球药品研发支出总额（亿美元）



来源：Evaluate Pharma，国联证券研究所

近年来，制药公司研发支出占销售额的比重逐渐上升。根据智研咨询发布的《2019-2025 年中国医药制造业行业市场深度研究及投资战略咨询报告》，2010 年全球制药公司研发支出占处方药销售额的比重为 18.7%，2017 年占比已经提高为 20.9%。

图表 6：全球制药公司研发支出占销售额比例(%)情况

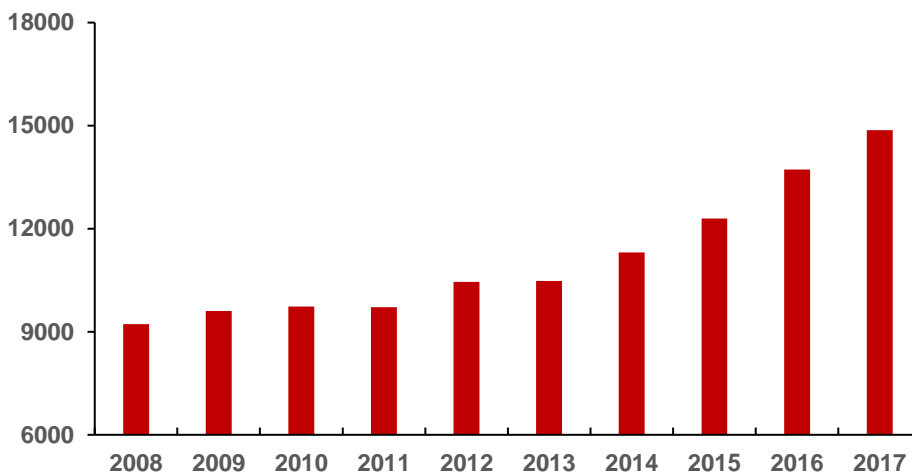


来源：Evaluate Pharma，国联证券研究所

全球在研新药数量保持持续增长态势。根据 Pharmaprojects 数据库数据，2017 年全球在研新药数量为 14872 个，同比增长 8.41%。根据观研天下发布的《2018-2024

年中国医药行业市场需求现状分析与发展商机分析研究报告》中，2017年在研药物中化学合成类药物数量最多，为7855个，占比达到52.82%。由此可见，驱动临床试验用创新药物的药物分子砌块需求将随整体新药研发需求而不断增长。

图表7：全球在研新药数量（个）情况图



来源：Pharmaprojects，国联证券研究所

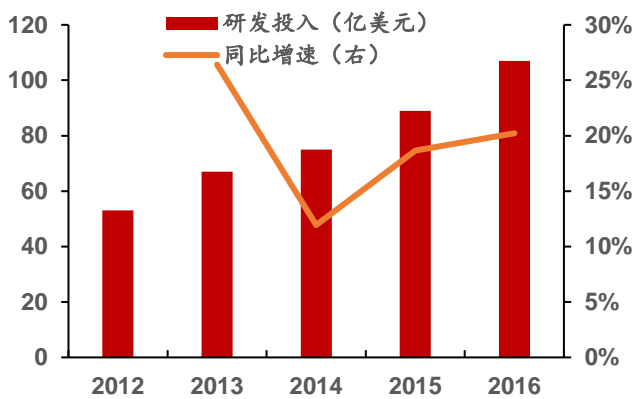
注：Pharmaprojects 数据库收录的在研药品信息，特指目前处于在研状态的药品研发项目，纳入了处于临床前研究阶段的项目、处于不同临床研究阶段的项目、处于注册阶段的项目，以及增加新适应症的已上市药物。

## 2.2. 国内创新价值体现，研发费用快速增长

近年来，国家政策持续向创新倾斜。2015年可以说是中国新药政策变革元年，随着《化学药品注册分类改革工作方案》、《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》以及《关于鼓励药品医疗器械创新改革临床试验管理的相关政策》等一系列政策，从优先审评、临床机构备案和药品招标以及配套医保等全方位向创新药倾斜，再加上目前仿制药一致性评价使得仿制药价格承压的背景下，企业在国家的引导下，创新需求迅速放大，新药研发将如火如荼的展开。

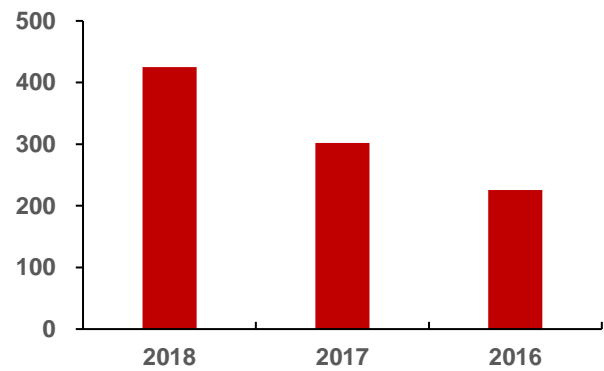
中国医药研发投入有望维持20%左右增速。根据 Evaluatepharma 数据，2016年中国医药研发投入107亿美元，同比增长20.22%，2012-2016年复合增长率为19.2%。而根据上市公司数据，2018年医药生物板块整体研发支出为425.13亿元，同比增长40.67%，可以看出近2年研发投入增长加快。

图表 8：中国药品研发投入情况



来源：Evaluatepharma, 国联证券研究所

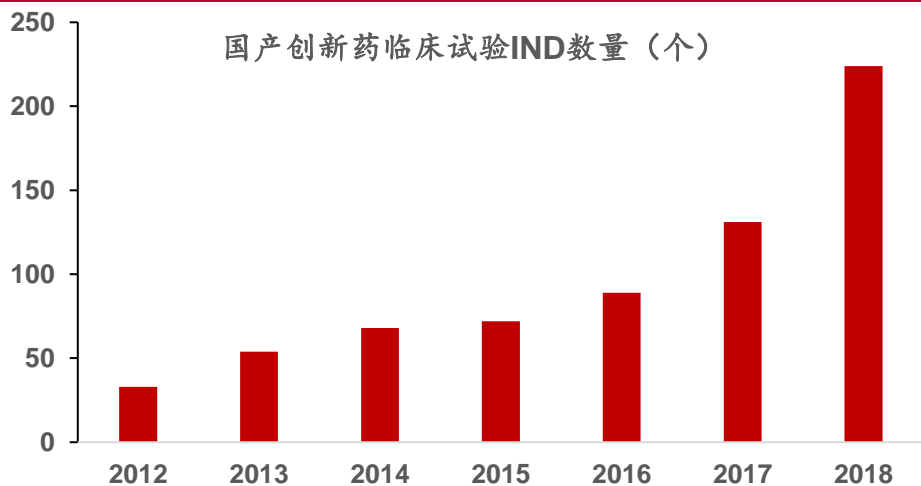
图表 9：医药上市公司研发投入对比 (亿元)



来源：Wind, 国联证券研究所

**国内新药审批加快。**根据智研咨询发布的《2018-2024 年中国高通量药物筛选与创新药物市场竞争现状及投资战略研究报告》数据显示，2018 年国产新药临床申请再度大幅攀升，达到 224 个，相比 2017 年提升了 71%。短短三年时间，我国国产新药临床申请平均增幅逼近 60%。据 GBISOURCE 数据库显示，2018 年在中国获批上市的新药达 57 种（按分子计，未纳入 2018 年获批的一个国产中药品种），国内新获批 14 个新药（含一款中药制剂），国外公司 43 个新药获批进口。

图表 10：国内创新药临床申请变化图

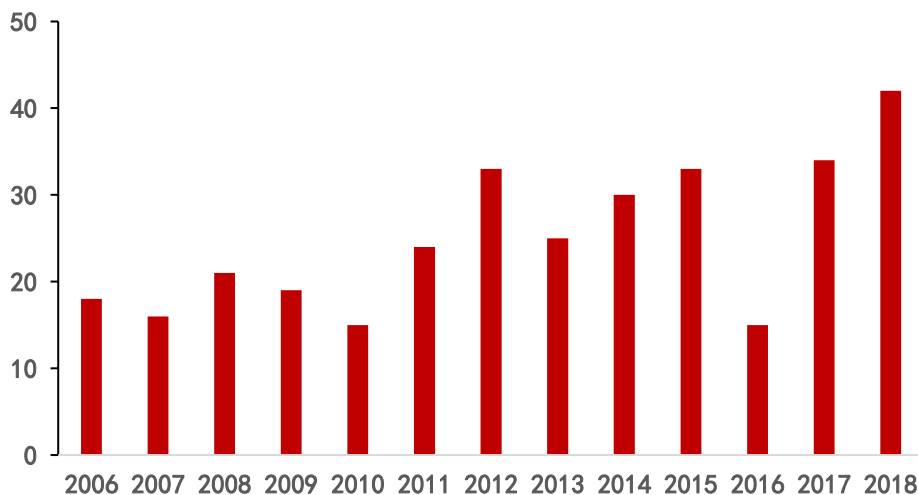


来源：智研咨询, 国联证券研究所

### 2.3. 药物分子砌块市场规模广阔

**NME 在创新药研发中占据重要位置。**公司产品主要应用于医药企业的新分子实体药物（New Molecular Entity, 英文简称为 NME）研发项目，故公司的发展前景与 NME 研发密切相关。根据 FDA 数据，2018 年共批准了 42 个新分子实体（NME），同比增长 23.53%，占获批新药总数 59 的 71.19%，总体来看，NME 获批个数占到每年创新药中 70% 以上。

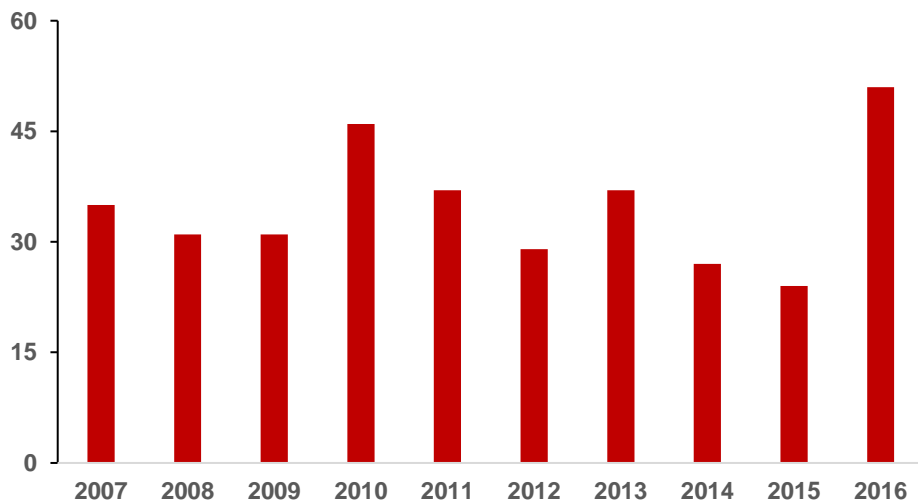
图表 11: FDA 历年批准的 NME 数量变化图 (个)



来源: FDA, 国联证券研究所

**单个 NME 研发费用呈上升趋势。**根据 EvaluatePharma 数据, 2016 年单个 NME 研发费用为 46 亿美元, 较 2015 年增长 91.66%, 我们认为随着监管要求的不断提高, 新药临床试验项目设计越来越复杂, 再加上疗效要求的提高, 单个新药的研发成本将会不断加大。

图表 12: 单个 NME 药物研发支出费用 (亿美元)



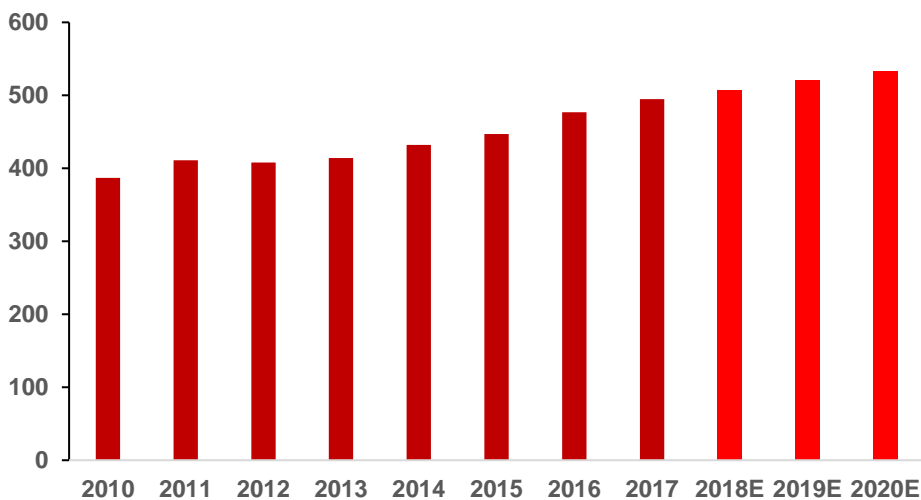
来源: EvaluatePharma, 国联证券研究所

注: 计算单个 NME 的平均研发支出时用 3 年前的研发总支出除以当年获批上市 NME 总数

**全球药物分子砌块市场规模广阔。**据哈佛医学院健康政策系 Richard G. Frank 估计, 全球医药研发支出中有 30% 用于药物分子砌块的购买和外包, 据此我们可以估算全球药物分子砌块的市场规模到 2020 年将超过 500 亿美元。(下图数据是我们根据全球研发数据\*0.3 估算出来)



图表 13: 全球药物分子砌块市场规模 (亿美元)

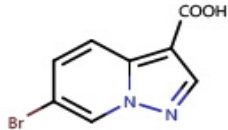
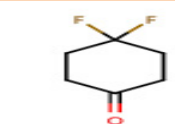
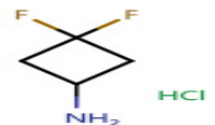
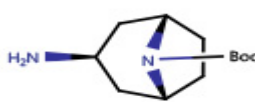


来源: EvaluatePharma, 国联证券研究所

### 3. 主营业务迅速增长

公司的主营业务是药物分子砌块的设计、合成和销售。公司根据化学结构和用途, 分子砌块主要分为四大类: 芳香杂环类、常见饱和脂环类、四元环类和特殊饱和环类。

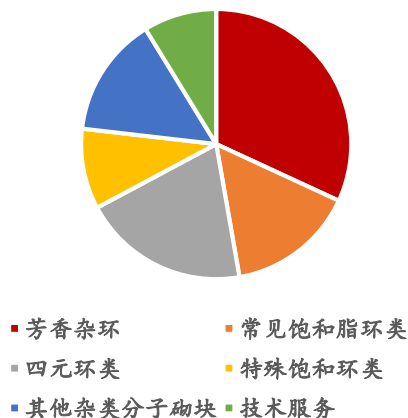
图表 14: 公司主要产品分类

分类	产品	作用	示例
芳香杂环类	六元和五元以及两者拼合而成的芳香杂环	充当母核的作用	 <p>PBN2011099</p>
常见饱和脂环类	五元环类 (环戊烷类、四氢呋喃类、吡咯烷类), 六元环类 (环己烷类、四氢吡喃类、哌啶类、哌嗪类)	连接基团或调节分子理化性质、药代动力学性质	 <p>PBN2011392</p>
四元环类	环丁烷类, 氧杂四元环类, 氮杂四元环类;	独特的空间构象, 作用同上	 <p>PB01399-01</p>
特殊饱和环类	螺环类, 桥环类, 并环类	其独特、新颖的空间结构, 作用同上	 <p>PB00084</p>

来源: 公司公告, 国联证券研究所

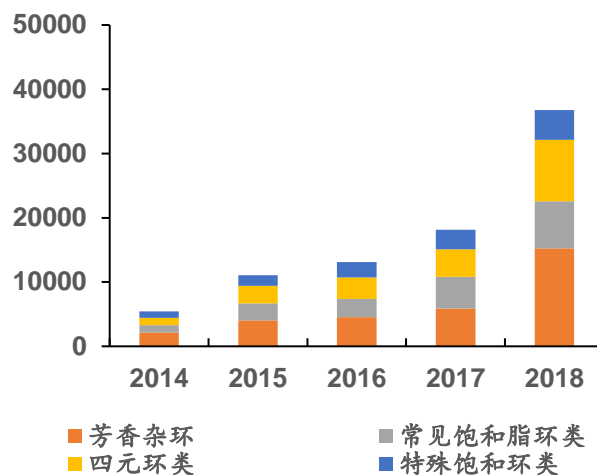
常见饱和脂肪酸占比较大。2018 年公司各类产品收入如下图所示，芳香杂环类收入最大，收入 1.53 亿元，占比 31.89%，我们认为这一方面与芳香杂环充当母核的作用有关，另一方面随着研发进程的推进，母核需求量也随订单需求提高重量级有关。从历年产品收入来看，近年来四元环类增速较快，2014-2017 年复合增长率为 69.05%。

图表 15：公司 2018 年各产品类别收入占比 (%) 图



来源：Wind，国联证券研究所

图表 16：历年来主要产品类别收入 (万元) 情况图



来源：Wind，国联证券研究所

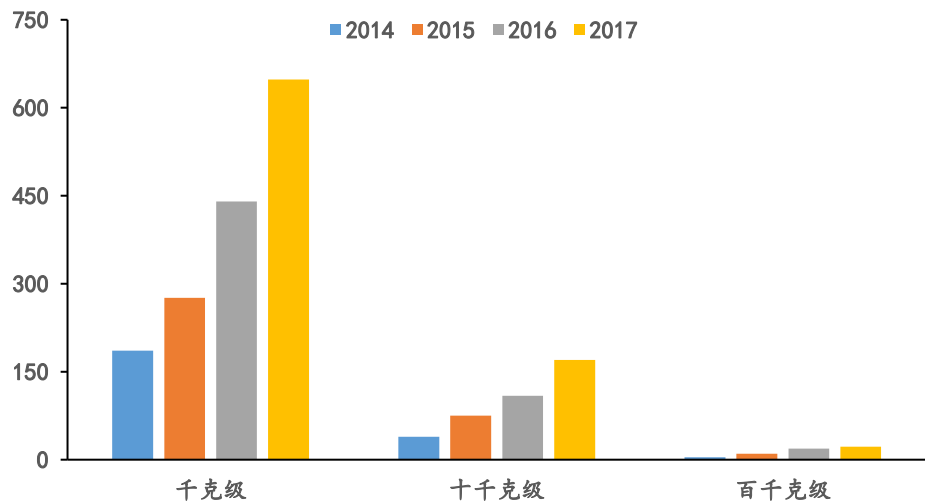
重量级订单增多保证收入持续增长。随着药物研发阶段向前推进，相关药物分子砌块产品种类会逐渐降低但消耗量会逐步提升，如下图所示。可以看出，在临床研发阶段一般是十千克百千克阶段。从公司近年来订单情况来看，这类重量级订单数明显增加，如百千克级订单数从 2014 年 4 张增长至 2017 年 22 张，表明公司订单逐渐向临床研究下移，我们认为随着这类订单的增多，

图表 17：各研发阶段分子砌块需要量和种类变化图



来源：药石科技招股说明书，国联证券研究所

图表 18：公司重量级（大于克级）订单数（个）变化图



来源：药石科技招股说明书，国联证券研究所

注：2017 年订单数是 2017 年 1-6 月订单数\*2 而来

**独特的运营模式增加公司业绩稳定性。**公司目前只专注于为药物研发企业提供药分子砌块产品，与传统 CRO/CMO 企业相比，公司具有独特的运营模式(如下图)，因此随着客户药物研发阶段不断向前推进，公司产品可以持续实现销售，并且需求量会不断增加。

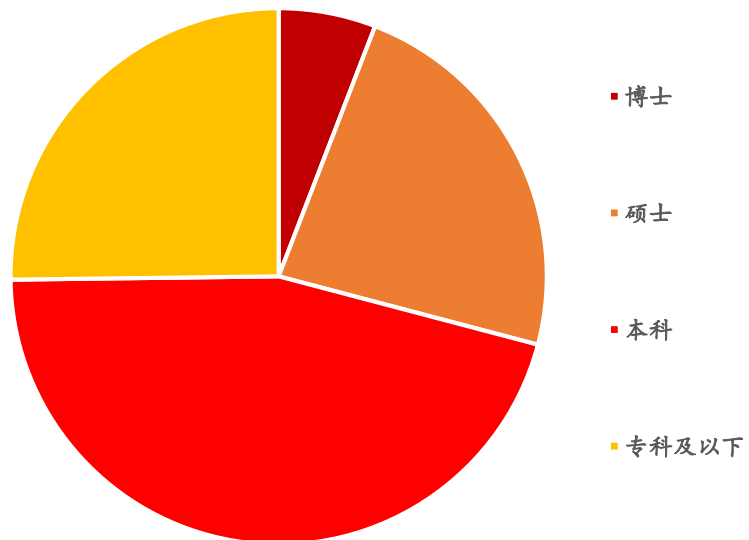
图表 19：公司与普通 CRO/CMO 企业主要不同点

	公司	CRO/CMO 企业
知识产权	属于自有	属于客户
成品	标准品，客户不排他	产品只能销售给定制客户
下游客户	制药企业、CRO/CMO 企业	制药企业
销售	主动推销产品	等待客户定制下单
业绩持续性	随研究进行，销量逐渐增加	产品移交完成或者销售分成

来源：药石科技招股说明书，国联证券研究所

**研发和技术优势保障长期发展。**药物研发从项目启动到成药商业化生产过程是一项漫长的系统工程，涉及到很多方面，如制备工艺、理化性质、稳定性、质量标准、药理、毒理、动物药代动力学等多个关键环节，而这些环节均是通过对苗头化合物及先导化合物的优化实现。因此独特新颖的分子砌块库和紧抓研发热点和动向的主动开发就十分重要，而公司经过多年的经营，已初步建立了具有较强竞争力的专业团队，如核心管理团队中多人曾从事过新药研发工作，对新药研发的趋势有深入了解；另外技术团队均长期从事相关领域工作，具有丰富的经验。截止到 2018 年，公司员工博士、硕士、本科学历占比分别为 5.86%、23.24%、45.70%；比例呈稳步提高态势。

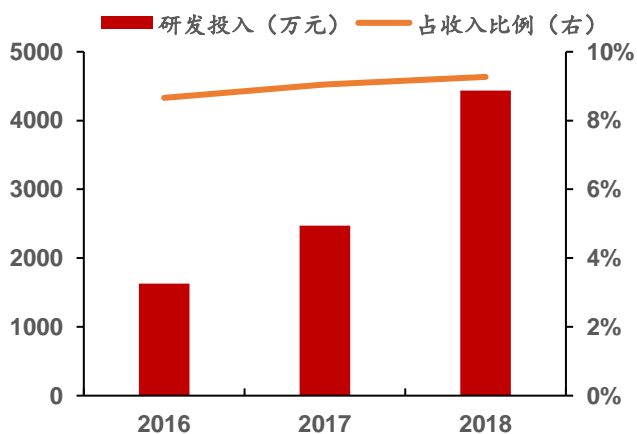
图表 20：公司员工学历构成占比（%）图



来源：公司公告，国联证券研究所

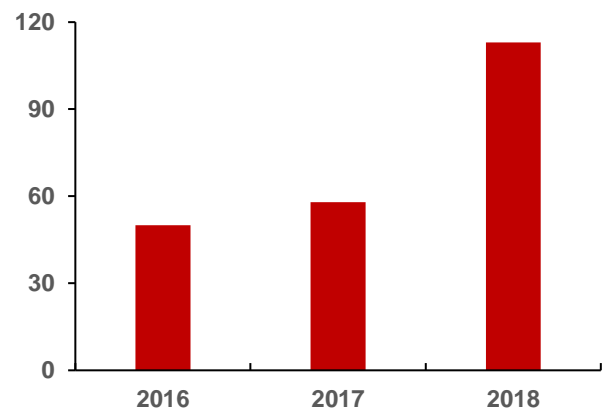
研发投入不断提高。2018 年公司全年研发费用 4435.02 万元，同比提高 79.33%，占全年销售收入比例达到 9.27%；研发人员数量为 113 人，同比增加 94.83%。体现了公司对研发的重视来不断提高自身竞争力。

图表 21：公司近 3 年研发投入变化图



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 22：公司近 3 年研发人员数量（人）变动图



来源：公司公告，国联证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 营业收入预测

根据现有产品线，我们做出如下假设：

1) 由于芳香杂环类药物分子砌块作为母环随着研发进程用量增大，我们预计 2019-2021 年收入分别同比增长 80%、50% 和 40%；

2) 常见饱和脂环类药物分子砌块2019-2021年增速分别为35%、30%和25%；特殊饱和类药物分子砌块2019-2021年增速分别为40%、35%和30%；四元环类药物分子砌块2019-2021年增速分别为55%、30%和20%；

3) 其他分子砌块收入增速预计与国内整体行业增速差不多, 维持20%左右, 2019-2021年增速分别为22%、20%和20%；

4) 技术服务方面, 参考18年增速, 结合目前国内研发投入加大, 预计2019-2021年收入增速分别为15%、12%和10%；

**图表 23: 公司营业收入分类别预测情况**

单位 (万元)	2017 A	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入	27325.06	47825.43	71,832.88	97487.34	126195.34
增速 (%)	45.05%	75.02%	50.20%	35.71%	29.45%
毛利率 (%)	62.12%	57.82%	54.94%	52.99%	51.70%
<b>常见饱和脂环类药物分子砌块</b>					
收入	4,940.18	7339.49	9908.31	12880.80	16101.01
增速 (%)	73.92%	48.57%	35%	30%	25%
毛利率 (%)	63.45%	59.65%	56%	54%	53%
<b>芳香杂环类药物分子砌块</b>					
收入	5,856.38	15251.25	27452.25	41178.38	57649.73
增速 (%)	29.02%	160.42%	80%	50%	40%
毛利率 (%)	61.12%	55.53%	53%	51%	50%
<b>特殊饱和和环类药物分子砌块</b>					
收入	3,017.53	4605.70	6447.98	8704.77	11316.20
增速 (%)	25.65%	52.63%	40%	35%	30%
毛利率 (%)	72.37%	66.90%	65%	63%	60%
<b>四元环类药物分子砌块</b>					
收入	4,298.40	9546.22	14796.64	19235.63	23082.76
增速 (%)	28.62%	122.09%	55%	30%	20%
毛利率 (%)	48.61%	54.63%	52%	51%	50%
<b>其他产品销售</b>					
收入	5,499.72	6892.83	8409.25	10091.10	12109.32
增速 (%)	147.54%	25.33%	22%	20%	20%
毛利率 (%)	58.30%	52.03%	50%	48%	47%
<b>技术服务</b>					
收入	3,699.60	4189.95	4818.44	5396.66	5936.32
增速 (%)	6.12%	13.25%	15%	12%	10%
毛利率 (%)	75.15%	69.72%	68%	66%	65%

来源: 公司公告, 国联证券研究所

注: 2018年特殊饱和和环类药物分子砌块和技术服务毛利率是预测数据, 公告中没披露。

## 4.2. 估值和投资建议

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.45 元、1.95 元和 2.46 元, 我们选取主营业务相近的 CRO 企业进行比较, 可以看出平均估值在 41 倍左右, 考虑到公司分子

砌块的新模式和目前业绩处于高增长期，再加上随着客户研发项目的深入，重量级订单有望持续增多，业绩弹性空间较大，因此我们给予“推荐”评级。

**图表 24：可比公司估值对比图表（截止到 2019.05.21 日）**

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	2019EPS（元）	2019PE
药明康德	603259	81.12	1.94	41.81
泰格医药	300347	68.38	1.34	51.03
凯莱英	002821	89.44	2.49	35.92
博腾股份	300363	8.26	0.29	28.48
康龙化成	300759	34.99	0.73	47.93
平均值				41.04
药石科技	300725	62.89	1.45	43.48

来源：Wind，国联证券研究所

## 5. 风险提示

### 5.1. 市场推广不达预期

### 5.2. 毛利率下降快于预期

### 5.3. 主要客户流失风险

**图表 25：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	134.27	230.00	257.82	382.65	407.60	营业收入	273.25	478.25	718.33	974.87	1,261.95
应收账款+票据	40.01	37.95	85.00	92.00	160.00	营业成本	103.51	201.74	323.68	458.31	609.56
预付账款	6.40	8.63	16.00	20.00	30.00	营业税金及附加	2.50	7.19	6.46	8.77	11.36
存货	116.94	144.26	280.00	350.00	550.00	营业费用	17.64	20.68	32.32	38.99	44.17
其他	110.08	52.51	50.00	100.00	150.00	管理费用	68.76	60.10	129.30	165.73	212.01
<b>流动资产合计</b>	<b>407.70</b>	<b>473.36</b>	<b>688.82</b>	<b>944.65</b>	<b>1,297.60</b>	财务费用	3.51	-4.17	-1.16	-1.12	-1.38
长期股权投资	0.00	79.20	79.20	79.20	79.20	资产减值损失	2.52	5.25	3.00	3.00	1.00
固定资产	85.03	115.28	110.89	110.83	117.30	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	8.01	10.60	16.00	22.00	30.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	19.98	24.09	23.49	22.89	22.29	其他	0.00	-44.35	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	19.69	18.56	21.32	22.11	24.90	<b>营业利润</b>	<b>74.12</b>	<b>142.98</b>	<b>224.72</b>	<b>301.19</b>	<b>385.24</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>132.71</b>	<b>247.74</b>	<b>250.90</b>	<b>257.03</b>	<b>273.70</b>	营业外净收益	2.94	11.43	13.00	15.00	15.00
<b>资产总计</b>	<b>540.41</b>	<b>721.10</b>	<b>939.72</b>	<b>1,201.68</b>	<b>1,571.29</b>	<b>利润总额</b>	<b>77.06</b>	<b>154.41</b>	<b>237.72</b>	<b>316.19</b>	<b>400.24</b>
短期借款	0.30	25.22	0.00	0.00	0.00	所得税	9.27	19.91	30.90	37.94	48.03
应付账款+票据	19.36	29.01	50.00	60.00	80.00	<b>净利润</b>	<b>67.79</b>	<b>134.50</b>	<b>206.82</b>	<b>278.24</b>	<b>352.21</b>
其他	17.16	67.13	103.85	105.40	138.02	少数股东损益	0.61	1.14	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>36.82</b>	<b>121.37</b>	<b>153.85</b>	<b>165.40</b>	<b>218.02</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>67.18</b>	<b>133.36</b>	<b>206.82</b>	<b>278.24</b>	<b>352.21</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	营业收入	45.05%	75.02%	50.20%	35.71%	29.45%
<b>负债合计</b>	<b>36.82</b>	<b>121.37</b>	<b>153.85</b>	<b>165.40</b>	<b>218.02</b>	EBIT	71.64%	100.99%	53.83%	32.63%	26.60%
少数股东权益	8.34	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	68.48%	91.17%	45.63%	31.26%	25.84%
股本	73.33	110.00	143.00	143.00	143.00	归属于母公司净利润	86.01%	98.52%	55.08%	34.54%	26.58%
资本公积	338.47	287.88	254.88	254.88	254.88	<b>获利能力</b>					
留存收益	83.45	201.85	387.99	638.41	955.40	毛利率	62.12%	57.82%	54.94%	52.99%	51.70%
<b>股东权益合计</b>	<b>503.59</b>	<b>599.73</b>	<b>785.86</b>	<b>1,036.28</b>	<b>1,353.28</b>	净利率	24.81%	28.12%	28.79%	28.54%	27.91%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>540.41</b>	<b>721.10</b>	<b>939.72</b>	<b>1,201.68</b>	<b>1,571.29</b>	ROE	13.56%	22.24%	26.32%	26.85%	26.03%
						ROIC	27.79%	29.50%	39.98%	39.43%	39.90%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债	6.81%	16.83%	16.37%	13.76%	13.87%
净利润	68.62	134.65	195.51	265.04	339.01	流动比率	11.07	3.90	4.48	5.71	5.95
折旧摊销	13.45	18.17	13.80	14.87	16.34	速动比率	4.91	2.28	2.33	2.99	2.74
财务费用	3.58	-4.03	-1.16	-1.12	-1.38	<b>营运能力</b>					
存货减少	-44.42	-29.88	-135.74	-70.00	-200.00	应收账款周转率	7.22	13.59	8.98	11.47	8.41
营运资金变动	11.93	37.46	5.81	-49.46	-75.38	存货周转率	0.89	1.40	1.16	1.31	1.11
其它	5.21	-0.41	3.00	3.00	1.00	总资产周转率	0.51	0.66	0.76	0.81	0.80
<b>经营活动现金流</b>	<b>58.37</b>	<b>155.96</b>	<b>309.80</b>	<b>367.75</b>	<b>598.44</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	49.06	48.44	16.00	22.00	30.00	每股收益	0.92	1.21	1.45	1.95	2.46
长期投资	110.00	742.07	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.41	1.09	0.57	1.14	0.56
其他	5.19	751.41	7.34	11.20	9.20	每股净资产	3.46	4.19	5.50	7.25	9.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-153.87</b>	<b>-39.10</b>	<b>-8.66</b>	<b>-10.80</b>	<b>-20.80</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-3.50	24.92	-25.22	0.00	0.00	市盈率	68.36	51.98	43.48	32.32	25.53
股权融资	192.44	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	18.16	15.00	11.44	8.68	6.65
其他	-6.45	-44.37	-20.52	-26.70	-33.84	EV/EBITDA	50.28	39.44	35.32	26.68	21.28
<b>筹资活动现金流</b>	<b>182.48</b>	<b>-19.45</b>	<b>-45.74</b>	<b>-26.70</b>	<b>-33.84</b>	EV/EBIT	59.08	44.08	37.37	27.94	22.15
<b>现金净增加额</b>	<b>83.24</b>	<b>102.70</b>	<b>27.81</b>	<b>124.83</b>	<b>24.95</b>						

数据来源：公司公告，国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式



地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810