

医药：沃华医药（002107）

2020年10月21日

小荷才露尖尖角

㊦ 百年企业，历久弥新

公司前身可追溯到清朝乾隆年间的万和堂药庄，是一家拥有二百多年历史，集研发、生产、销售为一体的中成药企业。公司拥有药品批准文号162个，其中独家产品15个。公司2007年1月登陆深交所，上市以来直接股权融资2次，其中IPO募资1.95亿元，定增1次募集资金2.73亿元；上市以来共进行过7次现金分红，累计分红1.61亿元。

㊦ 慢病领域三剑客携手脑出血领域唯一独家品种仗剑走天涯

心可舒（心血管类）、骨疏康（骨质疏松）和荷丹片（调血脂）为慢病防治的三剑客，心可舒与骨疏康有望成为过10亿品种。三者协同作用明显，可利用心可舒在基层市场的优势，带动荷丹片、骨疏康基层放量；利用骨疏康在连锁药店黄金单品的优势，促进荷丹片、心可舒在OTC端的销售。公司拥有唯一获批用于脑出血急性期及恢复早期的独家颅内清瘀剂-脑血疏口服液，此单品前三季大幅增长43%，年底有望过亿元。四大核心产品均为独家品种，且逐步得到专家及市场认可，未来可期。

㊦ 盈利预测及投资建议

我们预测公司2020-2022年营业收入分别为10.02亿元、12.53亿元和15.66亿元；归母净利润分别为1.64亿元、2.03亿元和2.56亿元；对应每股收益分别为0.28元、0.35元和0.44元；目前股价对应PE分别为35倍、29倍和23倍。综合相对估值与绝对估值，我们认为公司合理股价区间为8.07-16.78元，首次深度覆盖，暂时给予推荐评级。

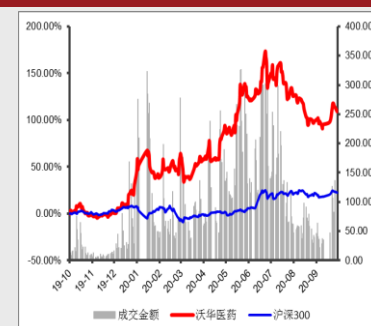
㊦ 风险提示

1、医药行业政策风险；2、主导产品相对集中的风险；3、药品安全事件的风险；4、原材料价格波动及市场开发风险等。

图表：财务数据及估值

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	774.4	860.3	1,002.2	1,252.8	1,566.0
同比增长(+/-%)	6.6%	11.1%	16.5%	25.0%	25.0%
归母净利润（百万元）	45.7	95.8	163.5	203.2	255.6
同比增长(+/-%)	-20.0%	109.9%	70.7%	24.3%	25.8%
每股收益（元）	0.08	0.17	0.28	0.35	0.44
PE	127.07	60.55	35.47	28.55	22.69
PB	9.77	8.63	6.94	5.58	4.48

推荐

市场表现 截至 2020.10.21

市场数据 2020-10-21

A股收盘价（元）	9.91
一年内最高价（元）	13.11
一年内最低价（元）	4.54
上证指数	3,325.07
市净率	7.5
总股本（万股）	57,721
实际流通A股（万股）	56,333
限售流通A股（万股）	1,388
流通A股市值（亿元）	55.8

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
1、重点产品	4
2、发展历程	6
3、股权结构	7
二、心可舒片：双心防治第一梯队，有望成为 10 亿元品种	7
1、组方安全	7
2、产品为独家品种，进入了国家医保与国家基药	8
3、抓住蓝海市场，唯一具有双心专利的冠心病治疗中成药	9
三、骨疏康胶囊/颗粒：医保双跨品种，连锁品类的王炸	12
1、骨疏康胶囊/颗粒成分安全，可长期服用	12
2、骨疏康：中药骨质疏松领域内排名前三，潜力与心可舒片相当	12
3、骨疏康：抗骨质疏松领域内品牌产品，产能瓶颈	15
四、荷丹片/胶囊：纯植物调脂药，具有调血脂和减体重两重功效	17
1、组分安全有效	17
2、荷丹片/胶囊上榜中药代谢类疾病竞争力第 2 名	17
3、降血脂市场大，但中成药占比低，荷丹片/胶囊有望取得突破	18
五、脑血疏口服液-脑出血领域唯一批准的独家颅内清瘀剂	20
1、组方成分源自中医经典方	20
2、脑血疏口服液是唯一获批脑出血急性期和恢复早期中成药	20
六、估值分析	23
1、相对估值法	23
2、绝对估值法	24
七、盈利预测及投资建议	25
八、风险提示	26

图表目录

图表 1: 公司 15 个独家品种情况	4
图表 2: 公司聚焦产品线情况	5
图表 3: 2019 年收入结构情况	6
图表 4: 2020 年中报收入结构情况	6
图表 5: 公司聚焦产品线情况	6
图表 6: 公司股权结构	7
图表 7: 基药在各级医疗机构中的推广使用情况	9
图表 8: 心可舒片推荐路径、指南和共识情况	10
图表 9: 公司线上双心医学云讲堂情况	11
图表 10: 骨疏康胶囊/颗粒主要成分及功效	12
图表 11: 2019 年样本医院骨骼与肌肉类中成药市场占比情况 (%)	13
图表 12: 2013-2016 年骨质疏松药物市场规模 (亿元)	13
图表 13: 2013-2016 年骨质疏松药物 OTC 与处方药占比变化情况	14
图表 14: 骨质疏松用药 OTC 市场份额占比情况 (%)	14
图表 15: 错误补钙导致的不良后果	15
图表 16: 骨疏康品牌力量	16
图表 17: 骨疏康取得的学术推荐	16
图表 18: 荷丹片/胶囊取得的临床价值成果	17
图表 19: 2016 年各类降血脂类药物占比情况 (%)	18
图表 20: 荷丹片/胶囊临床数据显示具有调血脂、减体重作用	19
图表 21: 2019 年荷丹片/胶囊在样本医院销售额占比情况 (%)	19
图表 22: 颅内血肿引起的一系列情况	21
图表 23: 脑血疏口服液是国家卫健委脑卒中防治工程委员会推荐用药	21
图表 24: 脑血疏口服液 II 临床研究数据	22
图表 25: 脑血疏口服液临床研究数据	22
图表 26: 沃华医药与可比公司估值情况	23
图表 27: 沃华医药与可比公司 2020 年中报对比情况	23
图表 28: 加权平均资本成本假设条件	24
图表 29: 不同假设情景下 2020E-2022E 年盈利预测	26

一、公司概况

1、重点产品

公司拥有药品批准文号 162 个，包括独家产品 15 个，其中心脑血管系统和神经系统药物 29 个、肌肉骨骼系统药物 13 个、泌尿生殖系统和性激素药物 19 个、呼吸系统药物 38 个、消化系统及代谢药物 44 个。

图表 1：公司 15 个独家品种情况

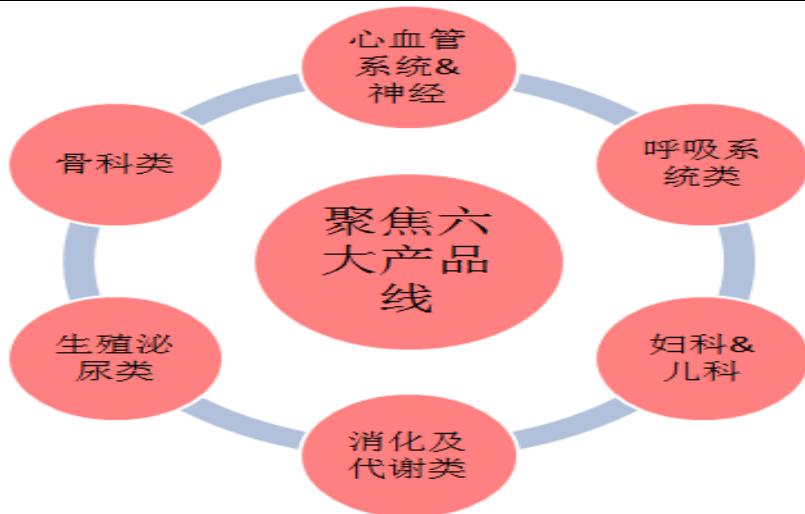
序号	产品	治疗领域	适应症	中药大类	中药小类	是否基药	是否医保
1	心可舒片	心脑血管	活血化瘀，行气止痛。气滞血瘀引起的胸闷、心悸。头晕、头痛、颈项疼痛；冠心病心绞痛、高血压、高血脂、心律失常见上述证候者。	祛瘀剂	行气活血剂	是	是
2	骨疏康胶囊	骨质疏松	主治肾虚兼气血不足所致的原发性骨质疏松症，症见腰背疼痛、腰膝酸软、下肢痿弱、步履艰难、神疲、目眩、舌质偏红或淡，脉平或濡细。	补肾壮骨	补肾壮骨	否	是
3	骨疏康颗粒	骨质疏松	主治肾虚兼气血不足所致的原发性骨质疏松症，症见腰背疼痛、腰膝酸软、下肢痿弱、步履艰难、神疲、目眩、舌质偏红或淡，脉平或濡细。	补肾壮骨	补肾壮骨	否	是
4	荷丹片	调脂	主治高血脂血症属痰浊挟瘀证候者。	祛湿剂	化浊降脂	是	是
5	荷丹胶囊	调脂	主治高血脂血症属痰浊挟瘀证候者。	祛湿剂	化浊降脂	是	是
6	脑血疏口服液	出血性脑卒中	用于气虚血瘀所致中风。症见半身不遂，口眼歪斜，舌强语蹇，偏身麻木，气短乏力，舌暗苔薄白或白腻，脉沉细或细数，出血性中风急性期及恢复早期见上述证候者。	祛瘀剂	活血消瘀剂	否	是
7	参枝苓口服液	阿尔兹海默症	具有益气温阳，化痰安神的功效。用于轻中度阿尔茨海默病心气不足证，症见健忘、心悸、少气懒言、表情淡漠、头晕、神疲乏力、失眠、舌质淡、脉虚无力等症。	扶正剂	益气温阳剂	否	否
8	通络化痰胶囊	缺血性脑卒中	活血通络，化痰熄风。主治中风病中经络痰瘀阻络证。	祛瘀剂	祛瘀化痰剂	否	否
9	琥珀消石颗粒	泌尿系统结石	清热利湿，同淋消石。用于石淋、血淋，也可用于泌尿系统结石属湿热瘀结证者。	清热剂	通淋消石剂	否	是
10	小儿退热颗粒	儿科	主治外感风热引起的小儿感冒发热及上呼吸道感染	解表	辛凉解	否	否

			染见上述证候者。	剂	表剂		
11	鸢都寒痹液	骨科	具有祛风散寒，舒筋活络的功效。用于风寒湿痹，腰腿户背疼痛，手足麻木等症。	祛湿剂	散寒除湿剂	否	否
12	鸢都寒痹药料酒	骨科	具有祛风散寒，舒筋活络的功效。用于风寒湿痹，腰腿户背疼痛，手足麻木等症。	祛湿剂	散寒除湿剂	否	否
13	防参止痒颗粒	皮肤科	用于急性荨麻疹（风热型）、瘙痒症（血虚风燥型痒风）。	皮肤科	皮肤科	否	否
14	苦胆草胶囊	消化系统	用于湿热黄疸，阴肿阴痒，带下，强中，湿疹瘙痒，目赤，耳聋，协痛，口苦，惊风抽搐。	清热剂	清肝胆清热剂	否	否
15	丝莼养血益肾颗粒	妇科	用于缓解妇女更年期腰膝酸软，神疲乏力，心悸气短。	扶正剂	养血剂	否	否

数据来源：2019 年年报，华融证券整理

公司专注于中药领域，立志打造拥有独家口服产品最多的中药企业，目前产品线聚焦六大产品线，如下图所示：

图表 2：公司聚焦产品线情况



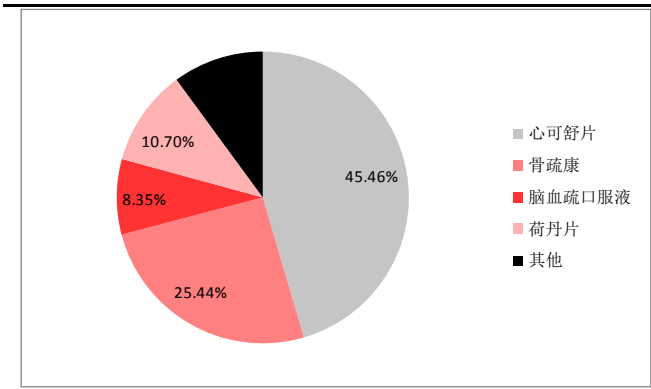
数据来源：公司资料、华融证券整理

2019 年公司实现收入 8.6 亿元，同比增长 11.09%；归母净利润为 0.96 亿元，同比增长 109.85%。收入结构分产品来看：心可舒片实现收入 3.91 亿元，占比 45.46%；骨疏康实现收入 2.19 亿元，占比 25.44%；脑血疏口服液实现收入 0.72 亿元，占比 8.35%；荷丹片实现收入 0.92 亿元，占比为 10.7%；其他收入 0.87 亿元，占比为 10.06%。四大产品占收入比重为 89.94%，且均为独家产品、医保品种，所处治疗领域均为慢病方向，前景广阔。

2020 年中报实现收入 4.84 亿元，同比增长 15.77%；归母净利润为 0.91

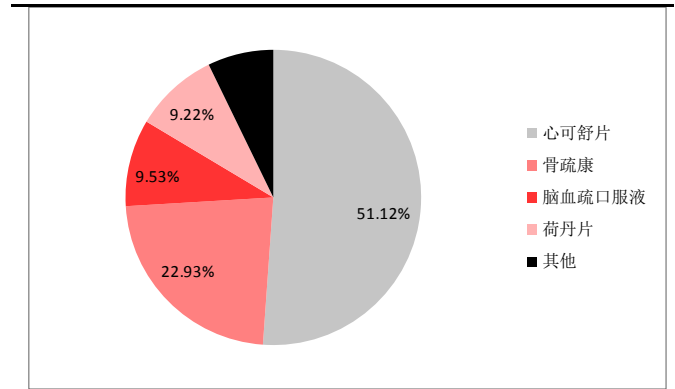
亿元，同比增长 190.14%。收入结构分产品来看：心可舒片实现收入 2.47 亿元，占比 51.12%；骨疏康实现收入 1.11 亿元，占比 22.93%；脑血疏口服液实现收入 0.46 亿元，占比 9.53%；荷丹片实现收入 0.45 亿元，占比 9.22%；其他实现收入 0.35 亿元，占比 7.2%。四大产品占收入比重为 92.8%，集中度进一步提升。

图表 3：2019 年收入结构情况



数据来源：WIND、华融证券整理

图表 4：2020 年中报收入结构情况

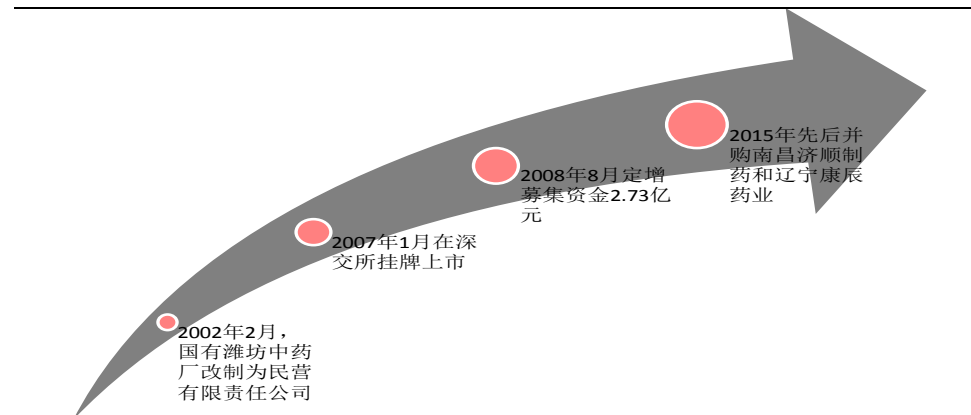


数据来源：WIND、华融证券整理

2、发展历程

公司前身可追溯到清朝乾隆年间的万和堂药庄，是一家拥有二百多年历史，集研发、生产、销售为一体的中成药企业。2007 年 1 月登陆深交所，上市以来直接股权融资 2 次，其中 IPO 募资 1.95 亿元，定增 1 次募集资金 2.73 亿元。上市以来共进行过 7 次现金分红，累计分红 1.61 亿元。

图表 5：公司聚焦产品线情况



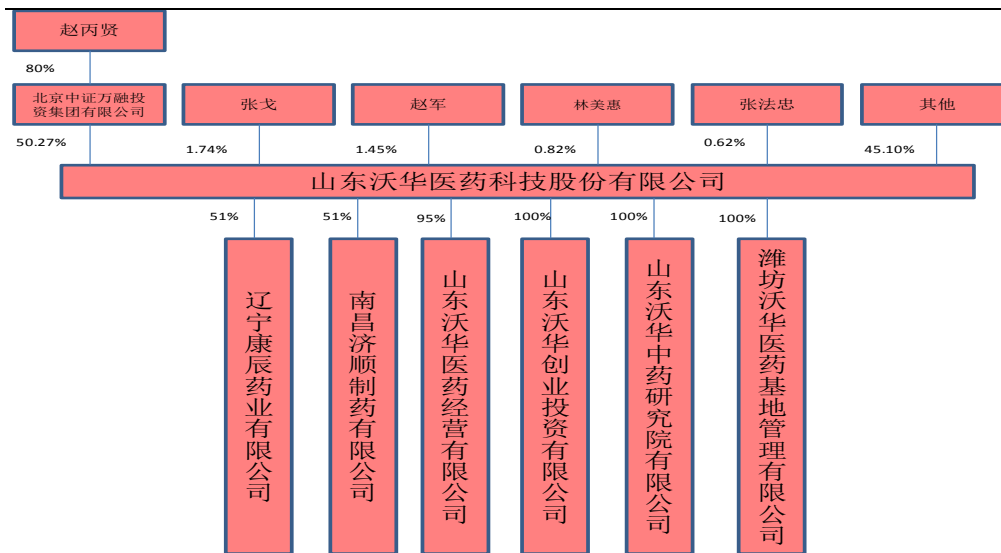
数据来源：公司网站、华融证券整理

3、股权结构

公司实际控制人为赵丙贤先生，通过北京中证万融投资集团持有上市公司 50.27% 股权。

赵丙贤先生于 1991 年创办北京中证万融投资集团有限公司，自 2000 年分拆同仁堂赴香港上市，先后投资多家医药企业，被称为“中国巴菲特”，目前担任北京中证万融医药投资集团有限公司董事长，2002 年始任沃华医药董事长，兼任罗莱生活科技股份有限公司 (SZ.002293) 董事、云南腾药制药股份有限公司董事长、青岛康济生投资有限公司董事长、青岛中证万融医药科技有限公司董事长等。1997 年 1 月出版的《资本运营论》，是国内第一部系统论述资本运营和投资银行的专著，被评为 1997 年中国十大畅销书。2016 年 1 月出版《有效动作论》，独创了一套理念治企的经营管理模式。

图表 6：公司股权结构



数据来源：公司公告、华融证券整理

二、心可舒片：双心防治第一梯队，有望成为 10 亿元品种

1、组方安全

心可舒片成分有丹参、葛根、三七、山楂和木香，组方中没有下品药，可以长期服用。《神农本草经》根据药物功能将其分成上、中、下品药，上品药无毒、多服、久服不伤人，欲轻身益气，不老延年者为上品。丹参、木香均属

于上品药，具有养血安神、行气定志、活血化瘀的功效。

(1) **君药**：丹参具有活血祛瘀、止痛凉血、清心除烦、养血安神的功效，对冠心病及心绞痛疗效显著，是中药治疗冠心病最常用的药物之一。

(2) **臣药**：三七具有活血止血、化瘀定痛的功效，尤其是活血止血疗效显著，被誉为“金不换”。

(3) **臣药**：葛根具有解肌退热、生津透疹、升阳止泻的功效，可以增加冠状动脉血流量、稳定心律、改善微循环

(4) **佐药**：木香具有行气止痛，健脾消食的功效，其行气止痛的作用，可以除烦解郁，可有效改善冠心病患者的不良情绪，有利于疾病的预后，使心可舒具有双心效应。

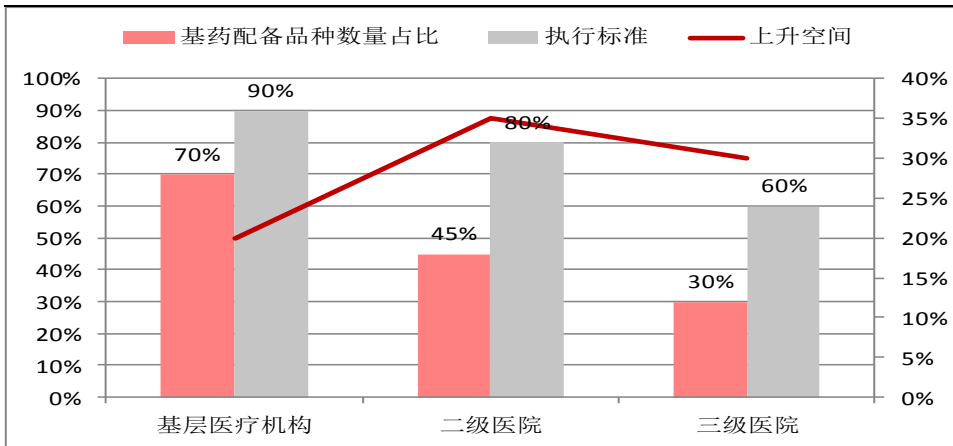
(5) **使药**：山楂具有活血散瘀、化痰行气、开胃消食的功效，可以辅助调节血糖、血脂，同时调理患者的胃肠道功能，使心可舒即治心又保胃。

2、产品为独家品种，进入了国家医保与国家基药

心可舒片为公司独家品种，进入了国家医保和国家基药目录。根据国务院2019年10月11日发布的《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》(国办发【2019】47号)文件内容，其中明确指出“逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X” (“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定)用药模式，优化和规范用药结构。”

根据公司提供的资料，目前基药在各个终端医疗机构配备还不能满足国务院的要求，基层医疗机构、二级医院和三级医院分别离目标值还有20%、35%和30%的上升空间。

图表 7: 基药在各级医疗机构中的推广使用情况



数据来源: 公司资料、华融证券整理

2020年8月27日国家医保局发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见(征求意见稿)》,将多发病、常见病的普通门诊医疗费纳入统筹基金支付范围,普通门诊统筹覆盖全体职工医保参保人员,支付比例从50%起步,随着基金承受能力增强逐步提高保障水平,待遇支付可适当向退休人员倾斜。改进个人账户计入办法,调整统账结构后减少划入个人账户的基金主要用于支撑健全门诊共济保障,提高门诊待遇。

以上政策利好基层医疗,也有利于慢病领域内的基药品种在终端推广,提高覆盖率。

3、抓住蓝海市场,唯一具有双心专利的冠心病治疗中成药

根据国家心血管病中心近期发布的《中国心血管病健康和疾病报告2019》,中国心血管病现患人数3.30亿,其中脑卒中1,300万,冠心病1,100万,肺原性心脏病500万,心力衰竭890万,风湿性心脏病250万,先天性心脏病200万,下肢动脉疾病4,530万,高血压2.45亿。

《黄帝内经·素问·灵兰秘典论》指出“心者,君主之官,神明出焉”。《千金方·妇人方上·妊娠恶阻第二》中提出“心主血脉”,心脏除了泵血功能外还有情绪方面的功能。

根据人民卫生出版社出版《中医养生知识大讲堂》吕晓东、关雪峰给出的“双心疾病”定义:多数心血管疾病,病灶表现在心脏,冠心病病人不仅有气血运行的病理变化,还有精神神志方面的心理异常表现,如焦虑、抑郁、失眠多梦、痴呆等,我们称为“双心疾病”。

根据临床应用经验，只有少数治疗冠心病的中成药具有双心治疗作用，心可舒片目前是唯一具有双心专利的冠心病治疗中成药。

根据文献资料，在非心源性胸痛患者中，近 30% 患者由不良情绪引起；1/3 以上的冠心病患者可在心理应激的状态下发生心肌缺血，即心理应激性心肌缺血 (MSIMI)，MSIMI 会严重影响患者生活质量及临床预后，增加死亡率；精神压力诱发心肌缺血出现在 70% 以上的稳定型冠心病患者中；以心血管症状为主诉的患者，在排除心血管疾病后，宜优先考虑是由焦虑和抑郁引起的躯体化症状。由此可见，心血管类疾病很多患者不止有身体的疾病，很多都是由于心理上的问题造成的。治疗心血管类疾病，应该抓“双心”，顺应“生物—心理—社会”医学模式转变，实现心脏与心理和谐发展。

目前心可舒片已经进入 13 项路径、指南、共识，具体如下图表所示：

图表 8：心可舒片推荐路径、指南和共识情况

序号	发布时间	指南/共识名称	起草机构	发表杂志
1	2014 年	《PCI 手术前后抑郁和（或）焦虑中医诊疗中国专家共识》	中华中医药学会介入心脏病分会	书籍
2	2014 年	《PCI 术后胸痛中医诊疗专家共识》	中华中医药学会介入心脏病分会	书籍
3	2016 年	《心理应激导致稳定性冠心病患者心肌缺血的诊断和治疗专家共识》	中国医师协会全科分会双心学组	中华心血管病杂志
4	2016 年	《动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识》	中西医结合心血管病委员会	中国全科医学杂志
5	2017 年	《血脂异常中西医结合诊疗专家共识》	中西医结合心血管病委员会	中国全科医学杂志
6	2017 年	《中成药临床应用指南-心血管疾病分册》	中华中医药学会心病分会	书籍
7	2017 年	《双心医学疾病中西医结合诊疗专家共识》	中西医结合心血管病专业委员会	中国全科医学杂志
8	2017 年	《心血管疾病和并失眠诊疗中国专家共识》	中国医师协会全科分会双心学组	中华内科杂志
9	2018 年	心血管疾病预防与康复临床路径丛书	国家心血管病中心	书籍
10	2018 年	《中西医结合 I 期心脏康复共识》	国家心血管病中心	中华高血压杂志
11	2018 年	《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗专家共识》	中华中医药学会心血管病分会	中医杂志
12	2019 年	稳定性冠心病中西医结合康复治疗专家共识	中国中医药研究促进会中西医结合心血管病预防与康复	中西医结合心脑血管

			专业委员会	管病杂志
13	2019年	《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗指南》	中华中医药学会心血管病分会	中医杂志

数据来源：公司资料，华融证券整理

从上表可以看出，“双心疾病”从提出到推广处于初级阶段，医疗机构并未设置专门的“双心门诊”，因此尚处于萌芽发展阶段，前景广阔，未来可期。

公司已经在全国建立双心专家网络，主委级别代言专家有北京大学人民医院心脏中心主任胡大一教授、北京大学人民医院丁荣晶教授等国家级权威双心专家 30 余人，目前心可舒片各地讲课专家 100 余人，全国双心专家网络 200 余人，线上与线下相结合，促进心可舒片的推广销售。

2019 年心可舒片实现销售收入 3.91 亿元，我们预测随着“双心疾病”越来越得到权威专家的推广，各级医疗机构也将会更加重视“双心门诊”的设立，心可舒片作为唯一具有双心专利的冠心病治疗中成药必将受益，有望得到二次有效开发，预期有望成为公司销售额超过 10 亿元的品种。

图表 9：公司线上双心医学云讲堂情况

双心医学云讲堂
8月15日(周六) 19:00 - 20:30

CCPI 中证万融 康脉通

姜红岩 教授 (主持)
北京市第一中西医结合医院

丁荣晶 教授 (译名)
北京大学人民医院

董国菊 教授 (译名)
中国中医科学院西苑医院

直播日程

19:00-19:05	大会致辞	姜红岩教授
19:05-19:45	双心医学研究进展——从分子损伤谈双心疾病是一种需要干预的器质性疾病	丁荣晶教授
19:45-20:25	浅谈中西医结合思想指导下的新双心医学模式	董国菊教授
20:25-20:30	会议总结及讨论	姜红岩教授

扫码观看

双心医学云讲堂
8月19日(周三) 19:00-20:30

CCPI 中证万融 康脉通

李军 教授
李军 教授

刘春平 教授
刘春平 教授

直播日程

19:00-19:05	大会直播开场致辞	李军
19:05-19:45	双心模式治疗心血管疾病	刘春平
19:45-20:25	双心医学模式与PCI术后患者中医药的干预	李军
20:25-20:30	会议总结与总结	李军/刘春平

会议时间 (周三) 8月19日 19:00-20:30

扫码观看

数据来源：公司资料，华融证券整理

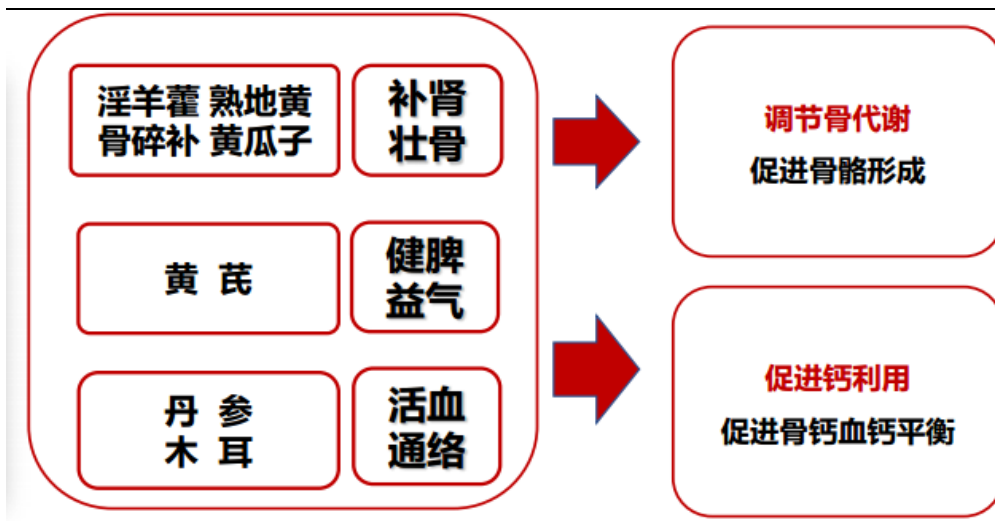
三、骨疏康胶囊/颗粒：医保双跨品种，连锁品类的王炸

1、骨疏康胶囊/颗粒成分安全，可长期服用

骨疏康胶囊/颗粒主要成分为淫羊藿、熟地黄、骨碎补、黄芪、丹参、木耳和黄瓜子，辅料为糊精。

熟地黄、骨碎补、黄芪、丹参因其疗效确切、无毒，多服、久服不伤人，被《本草纲目》、《黄帝内经》、《本草图经》等列为“上品”药材，木耳、黄瓜子本身就是食材。不含补骨脂等毒性风险成分，适合骨质疏松患者长期服用。

图表 10：骨疏康胶囊/颗粒主要成分及功效

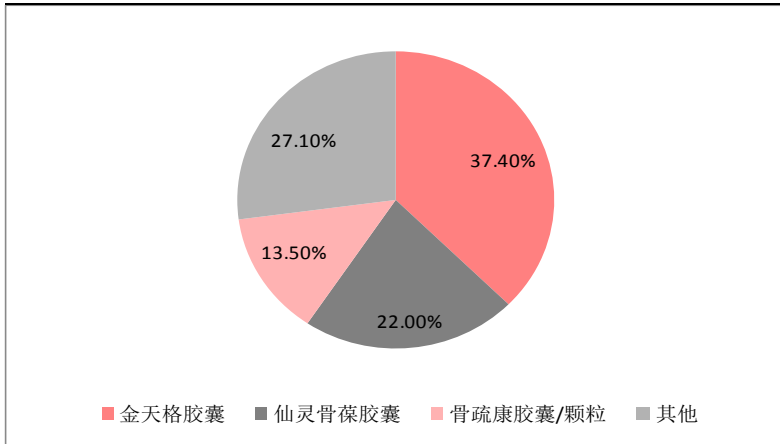


数据来源：公司资料、华融证券整理

2、骨疏康：中药骨质疏松领域内排名前三，潜力与心可舒片相当

根据 PDB 统计 2019 年样本医院数据，中成药骨骼与肌肉用药排名前三的分别为金花企业的金天格胶囊（4.46 亿元）、国药集团的仙灵骨葆胶囊（2.62 亿元）和辽宁康辰药业的骨疏康胶囊/颗粒（1.61 亿元），占比分别为 37.4%、22%和 13.5%，前 TOP3 品种合计占比为 72.9%。

图表 11: 2019 年样本医院骨骼与肌肉类中成药市场占比情况 (%)

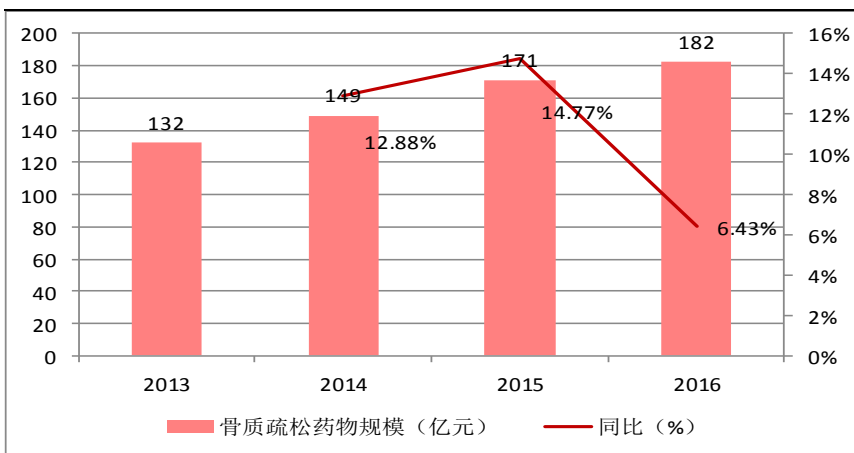


数据来源: PDB、华融证券整理

目前骨质疏松已经成为我国重要公共健康问题, 根据国际骨质疏松基金会发布的《骨质疏松症防治中国白皮书》显示, 截至 2009 年, 中国至少有 6,900 万人患骨质疏松, 另有 2.1 亿人骨量低于正常化标准。由于现代人不健康的生活方式, 低骨量患者呈现年轻化趋势, 有专家预测, 到 2020 年, 我国骨质疏松和低骨量患者人数有望增加至 2.8 亿人。

根据中康 CMH 数据, 2016 年骨质疏松药物市场规模为 182 亿元, 同比增长 6.43%。其中 OTC 市场销售额为 70.43 亿元, 占总规模的 38.7%, 连续三年呈上升趋势。

图表 12: 2013-2016 年骨质疏松药物市场规模 (亿元)

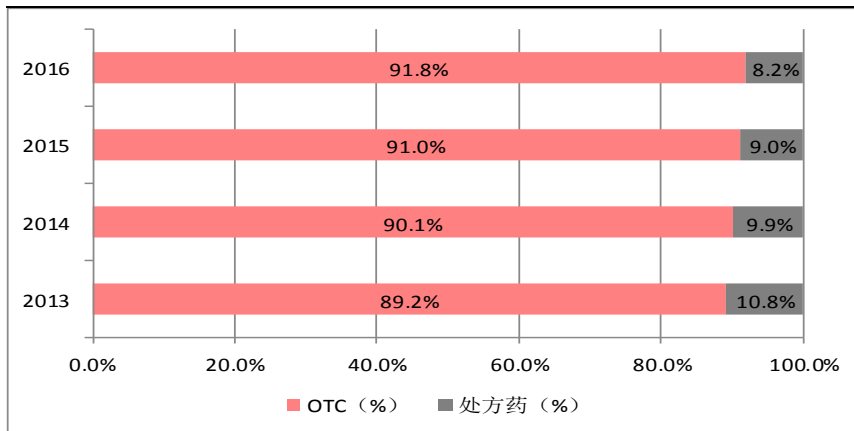


数据来源: 中康 CMH、华融证券整理

根据中康 CMH 数据, 骨质疏松的治疗药物主要有钙制剂、维生素 D 以及骨病治疗药三大类。其中, 钙制剂和维生素 D 是骨质疏松症的基础治疗药物, 2016 年钙制剂占据了半壁江山为 52%, 维生素 D 则占市场份额的 20.6%, 骨

病治疗药物占比为 27.4%。由于钙制剂和维生素 D 多为 OTC 药物，消费者更倾向于在零售药店购买。

图表 13: 2013-2016 年骨质疏松药物 OTC 与处方药占比变化情况



数据来源：中康 CMH、华融证券整理

骨质疏松药物市场几乎被化药独占，2016 年化学药占比为 98.3%，中成药与生物药合计占比为 1.7%。零售市场有三个企业份额超过 10%，分别为辉瑞制药占比为 25.1%、安士制药占比为 18.0%和北京康远制药占比为 12.0%。

图表 14: 骨质疏松用药 OTC 市场份额占比情况 (%)

序号	企业名称	企业性质	2015 年占比 (%)	2016 年占比 (%)
1	辉瑞制药	外资	25.1%	25.1%
2	安士制药	外资	18.1%	18.0%
3	北京康远制药	内资	11.3%	12.0%
4	哈誉衡药业	内资	8.9%	8.8%
5	哈药集团	内资	8.4%	6.7%
6	中国医药集团	内资	3.7%	4.6%
7	湖北午时药业	内资	3.6%	3.9%
8	青岛双鲸药业	内资	2.5%	3.6%
9	罗氏制药	外资	2.2%	1.9%
10	青岛正大海尔	内资	1.6%	1.7%
合计			85.4%	86.3%

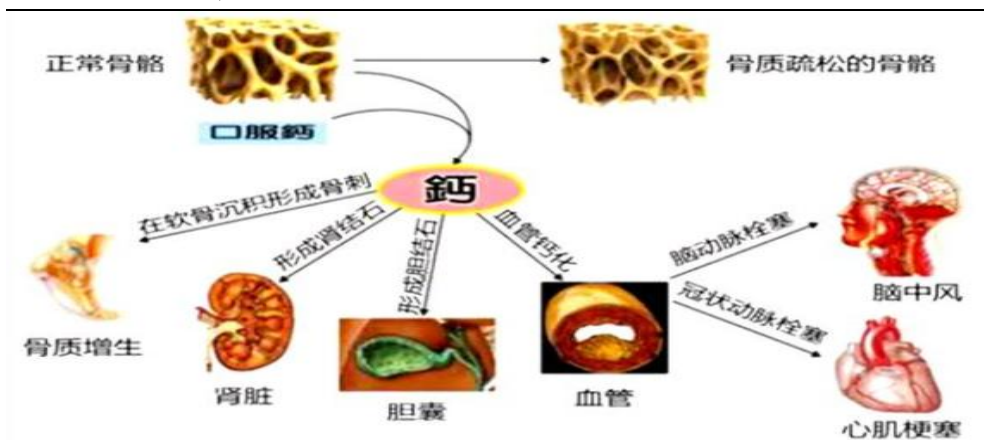
数据来源：中康 CMH，华融证券整理

从上面数据可以看到，中成药在骨质疏松症治疗方面占比远远低于化药，化药一般采用缺啥补啥，使得形成骨质疏松=补钙的错误观念。单纯补钙不能改善骨质疏松引起的疼痛，补钙好比给墙刷漆，其作用相当于基础保养，不能从根本上改善骨量的流失及疼痛等症状，还需服用抑制骨吸收药物和促骨形成药物。并且盲目补钙还会有一系列副作用，例如骨质增生、结石等。中成药在治疗骨质疏松方面明显优于化药，其疗效更好，副作用更小。

骨疏康的临床价值有三个：补钙、治骨痛和防骨折。骨疏康是中成药治疗骨质疏松症唯一一个双跨品种，公司很好利用产品这一特性，在 2019 年开始大力开展 OTC 端的营销活动，专业化疾病防治知识培训+多元化产品陈列+核心店员激励三管齐下，推动骨疏康销量上升。2019 年共开展店员培训 2,907 场，覆盖全国 28 个省份。

2020 年上半年针对零售药店共组织了 16,261 次市场推广活动，覆盖 100,521 人次；针对基层医疗机构，共组织 101 场线上培训，覆盖 3,000 余人；线上培训讲座及学术会议 5,637 场，覆盖 13,236 人次；线下学术活动 498 场，覆盖 7,000 人次。上半年新冠疫情下，很多医药企业业绩受到不同程度影响，公司不仅未受影响还实现业绩正增长。骨疏康 2020 年上半年实现收入 1.11 亿元，同比增长 9.09%。

图表 15: 错误补钙导致的不良后果



数据来源：公司资料、华融证券整理

我们预测，随着公司 OTC 端营销规模及频率的增加，线上与线下活动相结合，未来骨疏康销量将进一步放量，有望成为可以与心可舒片并驾齐驱的大品种。

3、骨疏康：抗骨质疏松领域内品牌产品，产能瓶颈

骨疏康是国家“九五医学攻关项目”唯一骨质疏松治疗中成药，国家“重点技术创新项目”唯一推荐治疗骨质疏松症的中成药，骨疏康的品牌力量逐渐增强。

图表 16: 骨疏康品牌力量



数据来源：公司资料、华融证券整理

骨疏康已经获得 2 本教材、4 个指南、1 个路径和 3 个共识认可推荐，具体情况如下图所示：

图表 17: 骨疏康取得的学术推荐

序号	类别	教材/指南/路径/共识名称
1	教材	《常见风湿病及相关骨科疾病中西医结合诊治》
		《中医骨伤科学》
2	指南	《中医循证临床实践指南》A级推荐
		《中成药临床应用指南-风湿病分册》
		《中国老年骨质疏松症诊疗指南》
		《绝经后骨质疏松症（骨痿）中医药诊疗指南》
3	路径	《临床路径治疗药物释义-骨科分册》
4	共识	《肌肉、骨骼与骨质疏松专家共识》唯一推荐中成药
		《中医药防治原发性骨质疏松症专家共识》
		《围绝经期和绝经后妇女骨质疏松防治专家共识》

数据来源：公司资料，华融证券整理

由于骨疏康胶囊/颗粒销售收入高速增长，辽宁康辰药业的产能已无法满足市场需求，为满足骨疏康胶囊/颗粒的市场需求和生产需求，公司同意辽宁康辰药业收购东港康铭实业 100% 股权，截止 2020 年 10 月 13 日，康铭实业已经

完成法人、股东、住所等变更手续。

交易完成后，康铭实业可以为骨疏康胶囊/颗粒提升工艺技术和质量标准提供完整的硬件设备，其设计产能为骨疏康胶囊/颗粒合计 4,500 万盒/年，是辽宁康辰药业目前产能的近 4 倍，未来公司将持续提升骨疏康胶囊/颗粒“黄金单品”的价值，继续保持销售收入高速增长。

四、荷丹片/胶囊：纯植物调脂药，具有调血脂和减体重两重功效

1、组分安全有效

荷丹片/胶囊组成主要荷叶，丹参，山楂，番泻叶，补骨脂（盐炒）。其中丹参、山楂、番泻叶活血化瘀，散积消浊；荷叶清热凉血，兼能化痰；补骨脂补益肾阳，盐炒入肾经。诸药合用，共奏化痰降浊，活血化瘀之功效。主治高脂血症属痰浊挟瘀证候者。

荷丹片/胶囊源自杨济生（李先念保健医师）中南海调脂、减肥、保肝、延寿之方。杨济生(1896~1975)，山东观城人，生于中医世家，他是早期参加针刺麻醉研究的中医专家，曾研制出“经络测定仪”，以现代科学技术验证中医经络理论。杨先生生前为中央人民政府卫生部中央直属机关第六医院中医专家顾问、政协全国委员会委员、北京中医学会顾问、友谊医院中医部主任，在总结前人经验的基础上，结合现代医学知识，提出了中风的发病机理是由于“心气与脑气不相顺接”。

2、荷丹片/胶囊上榜中药代谢类疾病竞争力第 2 名

根据中华中医药学会颁发《中药大品种科技竞争力报告（2019 版）》可见公司荷丹片/胶囊荣获“代谢类疾病”第 2 名，具有很高的临床价值。

图表 18：荷丹片/胶囊取得的临床价值成果

序号	文件名称	牵头单位	发表杂志	全国/地方
1	《中成药临床应用指南-心病分册》	中华中医药学会心病分会	书籍	全国
2	《中成药临床应用指南-消化分册》	中华中医药学会脾胃病分会	书籍	全国
3	《国家中医药管理局临床路径》继教教材	国家中医药管理局	书籍	全国

4	《心血管疾病预防与康复临床路径丛书》	国家心血管病中心阜外医院	书籍	全国
5	《中西医结合经皮冠状动脉介入一期心脏康复共识》	国家心血管病中心阜外医院	中华高血压杂志	全国
6	《血脂异常中西医结合诊疗专家共识》	中国中西医结合心血管病专业委员会	中国全科医学	全国
7	《动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识》	中国中西医结合心血管病专业委员会	中华全科医学	全国

数据来源：公司资料，华融证券整理

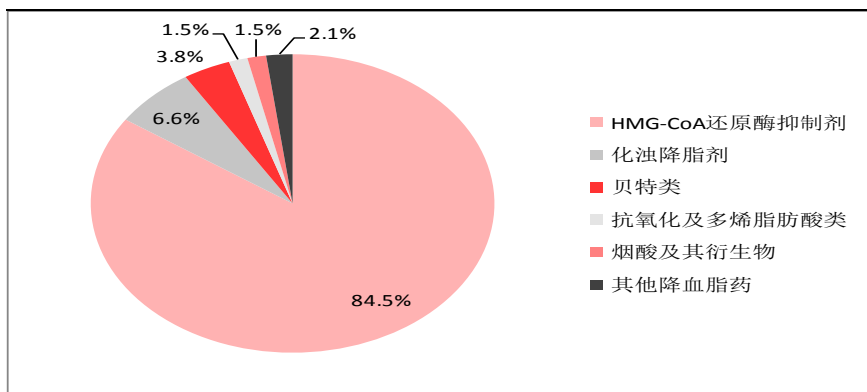
3、降血脂市场大，但中成药占比低，荷丹片/胶囊有望取得突破

根据国家心血管病中心统计显示，我国血脂异常人数已经超过 4 亿人。中华预防医学会副会长、北京大学人民医院心血管病研究所所长胡大一教授表示“血脂异常是导致心脑血管疾病的重要危险因素，与高血压、糖尿病等多种慢性病危险因素一样，会引发冠心病、心肌梗死、卒中等心脑血管疾病”。

根据中国产业信息网的报告，降血脂类药物样本医院 2010 年市场份额排名前五的分别为阿托伐他汀、辛伐他汀、普伐他汀、阿昔莫司和氟伐他汀，2017 年排名前五的分别为阿托伐他汀、瑞舒伐他汀、普伐他汀、辛伐他汀和氟伐他汀，其中阿托伐他汀、瑞舒伐他汀已占据样本医院降血脂市场份额约 75%。

根据中康 CMH 数据，2016 年各类降血脂产品百花齐放，他汀类产品即 HMG-CoA 还原酶抑制剂以 157 亿占降血脂市场 84.5% 的份额，遥遥领先其他品类。由此可见，中成药在降血脂类药物市场占比处于绝对劣势。

图表 19：2016 年各类降血脂类药物占比情况 (%)

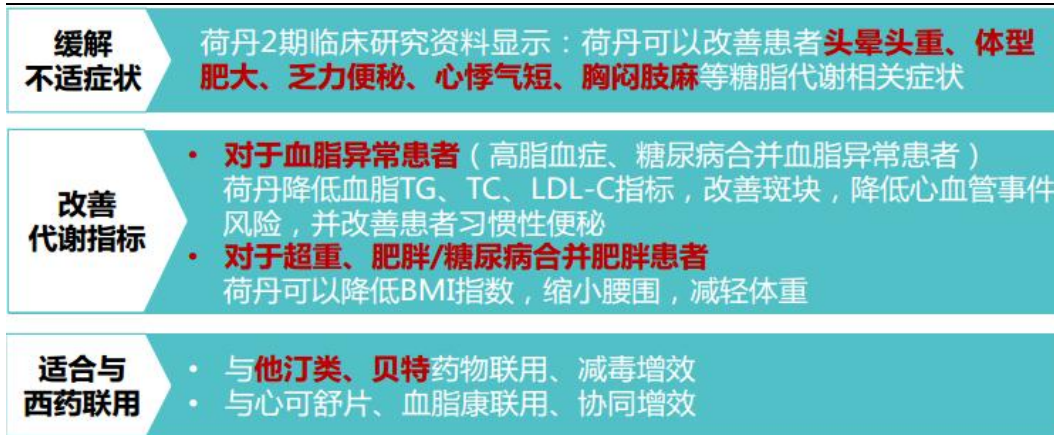


数据来源：中康 CMH、华融证券整理

由于荷丹片/胶囊除了传统具有化痰降浊，活血化瘀之功效，主治高脂血症

属痰浊挟瘀证候者，还对于超重、肥胖患者具有可有效调脂、减重作用，公司利用这一疗效特点，加大对荷丹片/胶囊 OTC 市场的开发和推广。

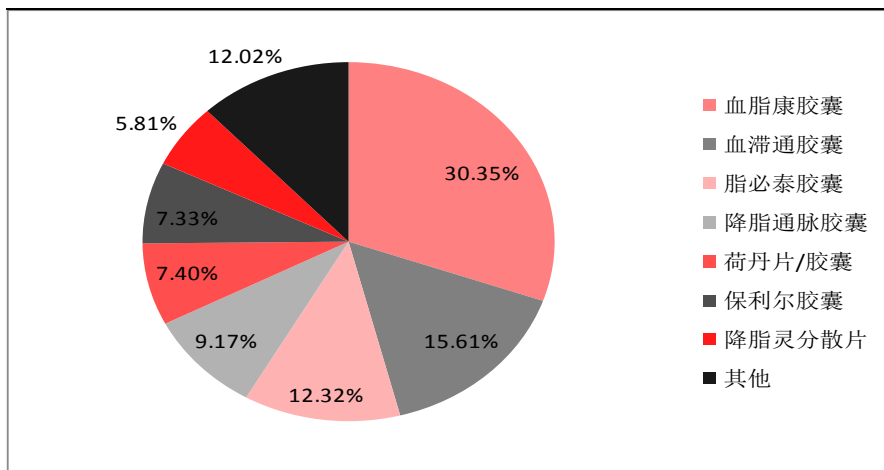
图表 20: 荷丹片/胶囊临床数据显示具有调血脂、减体重作用



数据来源：公司资料、华融证券整理

根据 PDB 数据库 2019 年样本医院销售数据，心血管系统降脂用药中成药总销售额为 7.16 亿元，其中荷丹片/胶囊销售额为 0.53 亿元，占比为 7.4%，排名中成药降脂用药的第 5 位，具体情况如下图所示：

图表 21: 2019 年荷丹片/胶囊在样本医院销售额占比情况 (%)



数据来源：PDB、华融证券整理

2020 年 7 月，由中国医学科学院阜外医院心脏康复中心牵头，冯雪教授为牵头专家，发表在《新中医》上面的《荷丹片治疗冠心病血运重建术后 11819 例患者回顾性队列研究》显示荷丹可降低患者术后血脂水平，尤其 TC、LDL-C 优势明显，且安全性好。

2019 年国家医保去除荷丹片/胶囊的“▲”标识，意味着患者可以在门诊、住院统筹账户中均可使用，产品迎来新的发展契机。2019 年荷丹片/胶囊实现销售收入 0.92 亿元，同比增长 102.86%。

五、脑血疏口服液-脑出血领域唯一批准的独家颅内清瘀剂

1、组方成分源自中医经典方

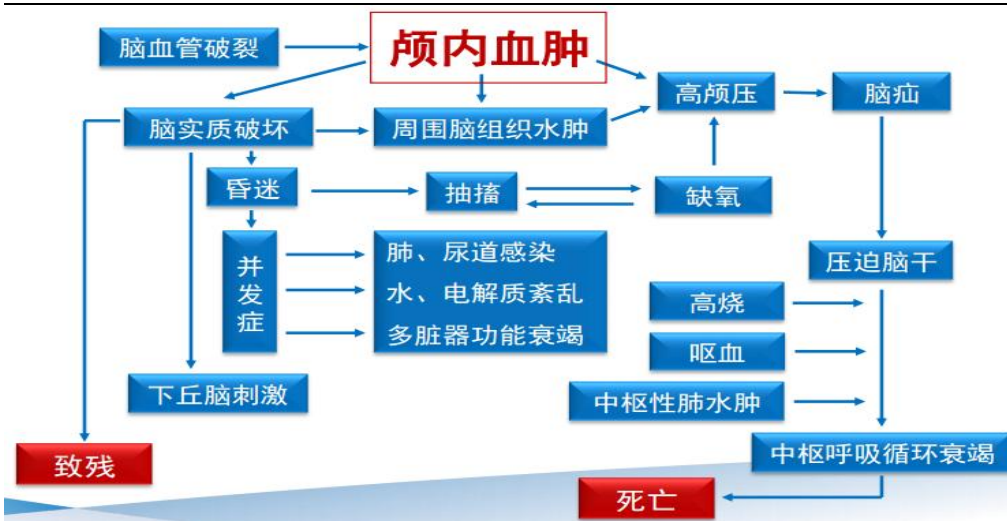
脑血疏口服液主要成分有黄芪、水蛭、石菖蒲、牛膝、牡丹皮、大黄、川芎。

脑血疏口服液的研创人是谢道珍教授，组方是从《金匱要略》和《医林改错》两本中医经典古籍中选择了“大黄蜚虫丸”和“补阳还五汤”作为脑血疏口服液的雏形进行临床实验，“大黄蜚虫丸”和“补阳还五汤”均为祖国医学宝库中治疗血瘀证的经典经验方。谢教授通过潜心钻研，后又在王永炎院士的亲切关怀和指导下，使得古方之精华能够为今人所用，于是脑血疏口服液作为北京西苑医院的院内制剂一直沿用至今。

2、脑血疏口服液是唯一获批脑出血急性期和恢复早期中成药

根据公司官网公布的采访谢道珍教授的内容：“脑出血是一个高病死率、高致残率的神经科疾病，28 天病死率高达 50%，有大约四分之三的患者会遗留不同程度的肢体障碍。但是，对于脑出血的治疗，神经科医生一直以来都很被动。虽然神经外科可以解决一部分危重脑出血患者的急救问题，但是无论是开放式手术还是微创治疗，都会在颅内残留部分血肿；而神经内科医生可以采取的治疗手段则更为有限，仅仅能够对患者进行一些支持治疗，例如降低颅压，控制血压，抗感染，维持水、电解质平衡等等，而对于血肿的吸收，一直以来都没有针对性的药物问世，这也是一个世界性的难题！血肿是一切继发损害的根源。”

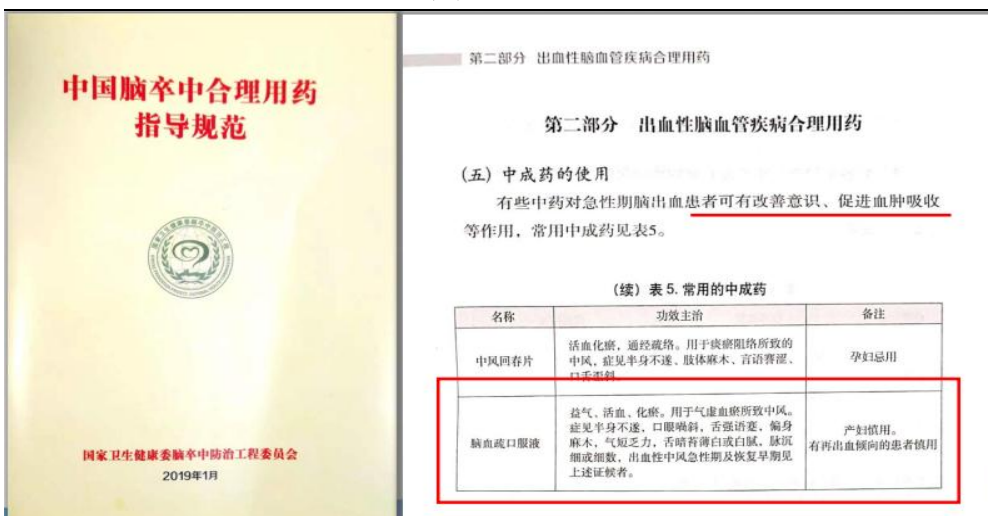
图表 22: 颅内血肿引起的一系列情况



数据来源: 公司资料、华融证券整理

脑血疏口服液是卫健委脑防委《中国脑卒中合理用药指导规范》权威推荐用于脑出血治疗药物。由此可见，脑血疏口服液的问世填补了脑出血领域的空白。

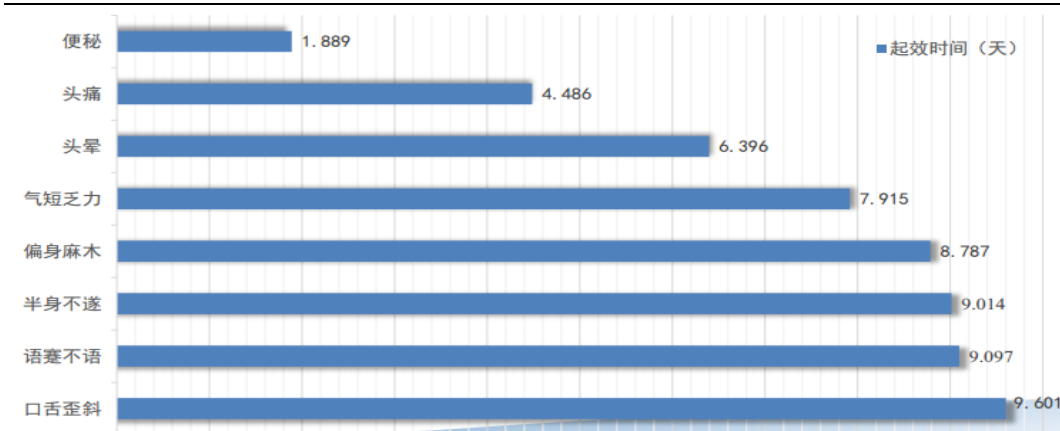
图表 23: 脑血疏口服液是国家卫健委脑卒中防治工程委员会推荐用药



数据来源: 国家卫健委脑卒中防治工程委员会、华融证券整理

在临床清除血肿无药可用及脑出血高死亡率、高致残率及高复发率情况下，脑血疏口服液给脑出血患者带来了福音，是目前国家唯一批准用于脑出血急性期及恢复早期的独家颅内清瘀剂。根据临床统计数据，用药 7 天主要症状开始改善；用药 1 周，颅内水肿出现减轻；2 周，颅内瘀血明显减少。

图表 24: 脑血疏口服液 II 临床研究数据



数据来源: 公司资料、华融证券整理

治疗 1-3 个疗程, 脑出血患者明显获益。

图表 25: 脑血疏口服液临床研究数据



数据来源: 公司资料、华融证券整理

我国出血性脑卒中患者人数约 232.6 万人, 预测脑出血药物市场规模需求量约 100 亿元。

2017 年医保调整, 很多常用化药及中成药均限于缺血性脑卒中, 加之 2019 年医保调出 15 个脑病相关的辅助用药, 只有具有独特临床价值的品种能留下, 脑血疏口服液就属于其中之一。脑血疏口服液进入国家十三五课题, 由东直门医院高颖院长领衔参与进行的《基于“病-机-证”关联的中风病中药复方作用机制及药效物质研究》, 目前正在进行中。

六、估值分析

1、相对估值法

根据 WIND 数据库申万一级行业分类, SW 医药生物截止 2020 年 10 月 19 日动态市盈率为 50.4X, 其中 SW 中药 II 子行业动态市盈率为 32.86X。沃华医药所处医药生物属于轻资产行业, 市盈率指标是最常见的一种估值方法。公司 2017-2019 年归母净利润分别为 0.57 亿元、0.46 亿元和 0.96 亿元, 均为正数, 因此可以采用市盈率估值法对公司进行评估。

我们选取以岭药业、天士力、步长制药、中新药业、康缘药业作为可比公司, 具体情况如下图表所示:

图表 26: 沃华医药与可比公司估值情况

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2019 年归母净利润 (亿元)	2020 年一致预期归母净利润 (亿元)	2019 年营业收入 (亿元)	市盈率 1 (2019TTM)	市盈率 2 (2020)	市销率 (TTM)
002603.SZ	以岭药业	27.68	333.19	6.07	10.13	58.25	38.48	32.89	4.55
600535.SH	天士力	17.22	260.48	10.01	10.93	189.98	33.02	23.83	1.43
603858.SH	步长制药	25.44	290.42	19.46	20.18	142.55	14.18	14.42	1.95
600329.SH	中新药业	16.79	107.39	6.26	7.13	69.94	21.57	18.23	1.92
600557.SH	康缘药业	12.50	74.11	5.07	3.89	45.66	18.12	19.05	1.92
行业平均			213.12	9.37	10.45	101.28	25.07	21.69	2.36
002107.SZ	沃华医药	9.97	57.55	0.96	-	8.60	31.16	-	5.94

数据来源: wind、华融证券整理、收盘价为 2020 年 10 月 19 日、2020 年预测值来自 wind 一致预期

根据上图表, 可比公司平均 PE1 为 25.07X, 沃华医药为 31.16X, 略高于可比公司平均值, 与 SW 中药 II 子行业估值相当; 可比公司平均 PE2 为 21.69X, 由于沃华医药没有卖方研究员跟踪, 因此没有 2020 年的盈利预测数据; 可比公司平均 PS 为 2.36X, 沃华医药为 5.94X, 远远高于可比公司。

图表 27: 沃华医药与可比公司 2020 年中报对比情况

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业收入同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比 (%)	毛利率	资产负债率 (%)
002603.SZ	以岭药业	27.68	333.19	44.87	50.35	7.14	57.05	62.19	16.78
600535.SH	天士力	17.22	260.48	86.23	-8.43	6.86	-23.65	31.64	47.74

603858.SH	步长制药	25.44	290.42	70.35	9.85	9.02	12.86	76.05	42.17
600329.SH	中新药业	16.79	107.39	32.90	-6.88	3.23	-6.75	41.94	30.56
600557.SH	康缘药业	12.50	74.11	15.47	-31.62	1.44	-40.46	73.13	30.87
行业平均			213.12	49.97	2.65	5.54	-0.19	56.99	33.62
002107.SZ	沃华医药	9.97	57.55	4.84	15.77	0.91	190.14	77.97	23.82

数据来源: wind、华融证券整理、收盘价为 2020 年 10 月 19 日、2020 年预测值来自 wind 一致预期

截止目前 2020 年三季度业绩还未全部公布,因此我们选择 2020 年中报作为对比,由上图表可以看到除以岭药业、步长制药外,其余三家可比公司业绩均不同程度出现下滑,而沃华医药营业收入与归母净利润均保持正增长,其中归母净利润更是大幅增长 190%。

2020 年 10 月 16 日沃华医药公布三季度,营业收入为 7.51 亿元,同比增长 16.91%; 归母净利润为 1.41 亿元,同比增长 171%; 每股收益 0.24 元。可见,沃华医药无论 PE 还是 PS 均高于可比公司是有业绩支撑的。

综合以上因素,沃华医药未来发展目标为三年再造一个沃华,以 2020 年业绩为基数,我们预测核心产品未来三年复合增长率在 25%左右,三年收入翻倍,结合 SW 中药 II 子行业 PE 水平,我们暂时给予公司未来合理 PE 值为 30X 左右。

2、绝对估值法

我们选取 DCF 模型对公司进行绝对估值,其中重要参数如下:十年期国债收益率作为无风险收益率为 3.23%;截止 2020 年 10 月 19 日,近三年期沪深 300 指数平均收益率作为市场收益率,为 5.32%;选择 SW 中药 II 对应行业平均 Beta (最近 24 个月),为 1.29;利用 CAPM 模型计算得股权融资成本为 5.93%;可比公司 2020 年中报平均资产负债率为 33.62%,在此基础上我们假设公司长期合理资产负债率水平为 33%左右;合理税率为 15%左右;选择中国人民银行公布的 5 年期以上中长期贷款利率作为债务成本,为 4.85%;计算得出加权平均资本成本为 5.33%。

图表 28: 加权平均资本成本假设条件

指标	假设数值	指标	假设数值	指标	假设数值
无风险利率	3.23%	股市 BETA	1.29	股权融资成本	5.93%
资产负债率	33%	税率	15%	市场收益率	9.32%
债券融资成本	4.85%	WACC	5.33%		

数据来源: 华融证券整理

我们利用 DCF 模型对公司合理价值进行估算,分乐观、中性和悲观三种

情况分别对 2020-2022 年公司盈利预测做绝对估值测算，并预测 2023-2026 年营收增速为 10%左右，2026 年以后将逐步向永续增长阶段过渡，我们预测永续增长率为 2%左右。

(1) 乐观预测

乐观预测 2020-2022 年营业收入增速分别为 25%、35%、35%，以此得出公司对应绝对市值为 96.81 亿元。

(2) 中性预测

中性预测 2020-2022 年营业收入增速分别为 16.5%、25%、25%，以此得出公司对应绝对市值为 77.3 亿元。

(3) 悲观预测

悲观预测 2020-2022 年营业收入增速分别为 4%、10%、10%，以此得出公司对应绝对市值为 46.56 亿元。

七、盈利预测及投资建议

2019 年报利润分配情况为每 10 股送红股 6 股 (含税)，同时派发现金红利 1.2 元 (含税)，目前分配方案已执行完毕。我们预测 2020、2021 和 2022 年均不进行股份转增和股票公开或非公开发行，2020-2022 年股本数量均为 5.77 亿股，分三种情景对 2020-2022 年业绩进行预测：

(1) 乐观情景：2020 年营业收入前低后高，随着疫情逐渐进入平稳期，医院门诊量逐渐恢复，公司成功二次开发现有产品，预计全年收入增长 25%；公司提出三年再造一个沃华，以 2020 年为基数，预测 2021-2022 年收入增长分别为 35%和 35%。

(2) 中性情景：2020 年营业收入下半年好于上半年，预计全年增长 16.5%；2021 年预计收入增长 25%；2022 年预测收入增长 25%。

(3) 悲观情景：2020 年受新冠肺炎疫情四季度反弹，全年收入增长 4%；2021 年上半年疫情仍未结束，下半年结束后业绩逐步恢复，预计增长 10%；2022 年预计增长 10%。

图表 29: 不同假设情景下 2020E-2022E 年盈利预测

	2020E	2021E	2022E
乐观情景			
营业收入 (百万元)	1,075.4	1,451.7	1,959.8
同比 (%)	25.0%	35.0%	35.0%
归母净利润 (百万元)	174.9	234.8	318.8
同比 (%)	82.5%	34.3%	35.8%
EPS	0.30	0.41	0.55
中性情景			
营业收入 (百万元)	1,002.4	1,253.0	1,566.3
同比 (%)	16.5%	25.0%	25.0%
归母净利润 (百万元)	163.6	203.2	255.7
同比 (%)	70.7%	24.3%	25.8%
EPS	0.28	0.35	0.44
悲观情景			
营业收入 (百万元)	894.7	984.2	1,082.6
同比 (%)	4.0%	10.0%	10.0%
归母净利润 (百万元)	146.8	160.5	177.8
同比 (%)	53.3%	9.3%	10.8%
EPS	0.25	0.28	0.31

数据来源: 华融证券整理

根据相对估值, 若按照 2021 年 PE 为 30X 预测, 不同情景对应合理股价为 8.4-12.3 元之间; 根据绝对估值公司预计合理市值区间为 46.56-96.81 亿元之间, 对应股价为 8.07-16.78 元。综合相对估值与绝对估值, 我们认为公司合理股价区间为 8.07-16.78 元, 首次深度覆盖, 暂时给予推荐评级。

八、风险提示

- 1、医药政策风险
- 2、主导产品相对集中的风险
- 3、药品安全事件的风险
- 4、原材料价格波动及市场开发风险等

附表:
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	561.6	619.2	773.0	963.5	1,212.0
现金	322.9	300.7	502.4	623.7	782.7
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
儿科类	10.3	2.0	2.0	2.5	3.1
应收款项	110.6	97.6	116.7	145.8	182.3
其他应收款	27.4	89.7	26.5	33.4	42.0
存货	83.9	95.7	109.0	136.2	170.3
其他	6.4	33.7	16.5	21.8	31.6
非流动资产	360.8	388.8	421.3	462.5	515.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	235.2	258.4	276.4	298.3	336.9
无形资产	20.7	32.8	31.5	36.6	40.6
其他	104.9	97.6	113.5	127.6	137.8
资产总计	922.4	1,008.0	1,194.4	1,425.9	1,727.4
流动负债	213.0	212.7	235.6	263.9	309.7
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	31.6	34.1	36.9	46.1	57.6
预收账款	5.3	11.1	13.0	16.3	20.4
其他	176.1	167.5	185.6	201.5	231.7
长期负债	2.2	3.2	3.2	3.2	3.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	2.2	3.2	3.2	3.2	3.2
负债合计	215.2	215.9	238.7	267.1	312.9
股本	360.8	360.8	577.2	577.2	577.2
资本公积金	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
留存收益	230.9	308.7	255.8	459.0	714.6
少数股东权益	101.7	103.2	103.2	103.2	103.2
母公司所有者权益	594.0	672.0	835.5	1,038.7	1,294.3
负债及权益合计	922.4	1,008.0	1,194.4	1,425.9	1,727.4

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	99.4	25.8	260.2	183.2	230.9
净利润	40.0	97.2	163.5	203.2	255.6
折旧摊销	18.9	18.6	22.3	22.3	22.3
财务费用	0.1	0.2	-2.7	-5.1	-7.2
投资收益	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	44.2	-92.7	75.9	-42.7	-46.1
其他	-2.9	2.5	1.1	5.5	6.3
投资活动现金流	-62.2	-35.2	-61.1	-67.1	-79.0
资本支出	-38.5	-60.2	-61.1	-67.1	-79.0
其他投资	-23.7	25.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	3.2	-12.3	2.7	5.1	7.2
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	-18.0	0.0	0.0	0.0
其他	3.2	5.8	2.7	5.1	7.2

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	774.4	860.3	1,002.2	1,252.8	1,566.0
营业成本	177.3	201.5	230.5	288.1	360.2
营业税金及附加	15.3	14.2	18.0	22.6	28.2
营业费用	457.0	448.3	521.2	651.5	814.3
管理费用	34.4	36.7	43.1	53.9	67.3
财务费用	2.2	-4.1	-2.7	-5.1	-7.2
	8.5	-2.7	2.8	6.7	6.7
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	44.2	111.4	189.3	235.1	296.4
营业外收入	0.9	2.2	1.6	1.9	1.7
营业外支出	1.5	0.7	0.7	0.8	0.9
利润总额	43.6	112.9	190.1	236.3	297.2
所得税	3.6	15.7	26.6	33.1	41.6
净利润	40.0	97.2	163.5	203.2	255.6
少数股东权益	-5.7	1.4	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	45.7	95.8	163.5	203.2	255.6
EPS (元)	0.08	0.17	0.28	0.35	0.44

主要财务比率

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
同比增长率					
营业收入	6.6%	11.1%	16.5%	25.0%	25.0%
营业利润	-51.9%	152.2%	69.9%	24.2%	26.1%
净利润	-20.0%	109.9%	70.7%	24.3%	25.8%
盈利能力					
毛利率	77.1%	76.6%	77.0%	77.0%	77.0%
净利率	5.2%	11.3%	16.3%	16.2%	16.3%
ROE	7.7%	14.3%	19.6%	19.6%	19.8%
ROIC	5.9%	13.3%	20.0%	20.4%	20.9%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	23.1%	21.4%	19.9%	19.1%
流动比率	2.64	2.91	3.28	3.65	3.91
速动比率	2.23	2.45	2.78	3.07	3.29
营运能力					
资产周转率	0.84	0.85	0.84	0.88	0.91
存货周转率	2.11	2.11	2.12	2.12	2.12
应收账款周转率	6.40	8.64	8.45	8.45	8.45
每股资料 (元)					
每股收益	0.08	0.17	0.28	0.35	0.44
每股经营现金	0.30	0.09	0.45	0.32	0.40
每股净资产	1.03	1.16	1.45	1.80	2.24
每股股利	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	127.07	60.55	35.47	28.55	22.69
PB	9.77	8.63	6.94	5.58	4.48

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