

卡巴拉汀获批，精神类管线布局逐步完善

事件：

- 近日，公司收到 CFDA 药品监督管理总局批准签发的重酒石酸卡巴拉汀胶囊（规格 1.5mg 和 3.0mg）品注册批件，批准文号分别为国药准字 H20183124 和国药准字 H20183125。

核心观点

- 卡巴拉汀获批主要用于阿尔茨海默的治疗，国内空间广阔。**重酒石酸卡巴拉汀是西班牙诺华公司开发研制的用于治疗轻、中度阿尔茨海默型痴呆的一线药物，目前国内仅有原研一家上市，竞争格局良好。从市场空间上看，卡巴拉汀他市场空间广阔，根据公开数据显示，阿尔兹海默正在成为国内增长最快的致死性疾病，目前国内至少已有 950 万患者，每年接近 100 万的新增确诊病例，如果按照治疗人均 1000 元/年计算，阿尔兹海默综合征的市场空间约 95 亿元，并且目前的患者中，仅有约 21% 的患者接受了规范的治疗，市场空间很大。从治疗的角度，目前药物治疗仍是目前治疗阿尔兹海默综合征的主要方式，而卡巴拉汀与同类药物相比，其治疗指数较高，且治疗期间可显著降低抗精神病药物和辅助性安定类药物的使用，临床疗效显著，耐受性好，在阿尔茨海默型痴呆治疗领域具有广阔的应用前景，我们预计卡巴拉汀有望成为公司业绩新的增长点。
- 精神类管线布局逐步完成。**公司在精神类管线领域布局，目前已经形成了一定的梯队，现有品种已有盐酸舍曲林、左乙拉西坦（已通过一致性评价）、卡巴拉汀；在研品种有盐酸普拉克索（上市申请，纳入优先审评）、盐酸美金刚（独家剂型，预计 2019 年初上市），我们认为，随着公司精神类管线品种线的逐渐丰富，一方面可以使公司精神类产品在销售层面形成一定协同，各产品有望快速放量；另一方面，公司在精神类领先的布局壁垒也将逐步提高，进一步提高公司自身的竞争优势。
- 在一致性评价的背景下，看好公司全年表现。**目前，已经有瑞舒伐他汀、左乙拉西坦两个品种通过了一致性评价，后续还有盐酸舍曲林、苯磺酸氯地平等多个品种即将通过一致性评价，一致性评价是国内药品行业的供给侧改革，且从近期国家及地方的政策上看，均对率先通过一致性评价的品种给予鼓励措施，甚至存在提价的可能性，在一致性评价的行业背景下，公司有望快速发展。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 18-20 年 EPS 分别为 0.48/0.64/0.83 元，维持给予公司 2018 年 29 倍估值，对应目标价为 13.92 元，维持买入评级。

风险提示

- 药品销售不达预期；一致性评价政策落地不达预期；巨烽业绩不达预期。

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,875	2,219	2,602	3,109	3,714
同比增长	32.5%	18.3%	17.3%	19.5%	19.5%
营业利润（百万元）	236	119	403	540	698
同比增长	27.0%	-49.7%	239.2%	34.1%	29.3%
归属母公司净利润（百万元）	212	264	350	465	597
同比增长	27.6%	24.7%	32.2%	33.0%	28.5%
每股收益（元）	0.29	0.37	0.48	0.64	0.83
毛利率	53.9%	58.9%	59.7%	61.1%	62.7%
净利率	11.3%	11.9%	13.4%	15.0%	16.1%
净资产收益率	9.2%	8.4%	8.5%	10.4%	12.1%
市盈率（倍）	41.5	33.3	25.2	18.9	14.7
市净率（倍）	3.7	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2018 年 06 月 04 日)	12.15 元				
目标价格	13.92 元				
52 周最高价/最低价	13.54/9.44 元				
总股本/流通 A 股 (万股)	72,487/50,898				
A 股市值 (百万元)	8,807				
国家/地区	中国				
行业	医药生物				
报告发布日期	2018 年 06 月 05 日				

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现 (%)	-7.1	0.4	11.5	13.0
相对表现 (%)	-6.4	-0.5	16.7	3.8
沪深 300 (%)	-0.7	0.9	-5.2	9.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	季序我
	010-66210109
	jixuwo@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860516010001

联系人	刘恩阳
	010-66218100*828
	liuonyang@orientsec.com.cn

相关报告	
主业快速增长，期待 18 年表现	2018-04-25
业绩快报点评——17 年业绩符合预期，下半年药品业务表现超预期	2018-02-28
公司公布拟实施员工持股计划预案，长期发展可期	2018-02-14

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	262	334	663	883	1,158	营业收入	1,875	2,219	2,602	3,109	3,714
应收账款	307	366	455	522	628	营业成本	864	912	1,049	1,211	1,387
预付账款	15	30	27	33	42	营业税金及附加	27	35	41	50	59
存货	254	296	342	381	446	营业费用	502	680	781	911	1,088
其他	726	1,970	1,868	1,938	2,042	管理费用	241	331	372	445	531
流动资产合计	1,563	2,996	3,354	3,757	4,317	财务费用	0	3	(5)	(8)	(10)
长期股权投资	114	392	392	392	392	资产减值损失	14	175	0	0	0
固定资产	614	680	753	821	883	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	91	51	65	71	74	投资净收益	9	26	30	30	30
无形资产	174	158	164	169	173	其他	0	9	9	9	9
其他	734	626	586	579	573	营业利润	236	119	403	540	698
非流动资产合计	1,728	1,908	1,960	2,031	2,094	营业外收入	21	234	20	20	20
资产总计	3,291	4,904	5,314	5,788	6,411	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	200	0	0	0	0	利润总额	255	351	420	558	716
应付账款	176	183	218	247	283	所得税	39	84	63	84	107
其他	423	687	709	751	802	净利润	217	267	357	474	608
流动负债合计	798	869	926	998	1,085	少数股东损益	5	3	8	9	11
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	212	264	350	465	597
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.29	0.37	0.48	0.64	0.83
其他	66	69	65	65	65						
非流动负债合计	66	69	65	65	65						
负债合计	864	938	992	1,063	1,150						
少数股东权益	45	45	53	62	73						
股本	639	736	725	725	725						
资本公积	1,208	2,203	2,214	2,214	2,214						
留存收益	533	721	1,070	1,463	1,988						
其他	0	261	261	261	261						
股东权益合计	2,426	3,966	4,323	4,725	5,261						
负债和股东权益	3,291	4,904	5,314	5,788	6,411						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
净利润	217	267	357	474	608						
折旧摊销	81	(333)	21	30	37						
财务费用	0	3	(5)	(8)	(10)						
投资损失	(9)	(26)	(30)	(30)	(30)						
营运资金变动	(266)	(1,092)	28	(110)	(198)						
其它	230	1,566	30	0	0						
经营活动现金流	253	385	401	356	407						
资本支出	(66)	340	(107)	(101)	(101)						
长期投资	(207)	(312)	0	0	0						
其他	(151)	(1,328)	30	30	30						
投资活动现金流	(424)	(1,301)	(77)	(71)	(71)						
债权融资	0	0	0	0	0						
股权融资	0	1,091	0	0	0						
其他	89	(98)	5	(65)	(62)						
筹资活动现金流	89	993	5	(65)	(62)						
汇率变动影响	3	(6)	0	0	0						
现金净增加额	(79)	72	329	220	275	EV/EBITDA	25.5	-38.2	19.3	14.4	11.1
						EV/EBIT	34.2	66.4	20.3	15.2	11.7

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfq.com.cn

Email： wangjunfei@orientsec.com.cn

