

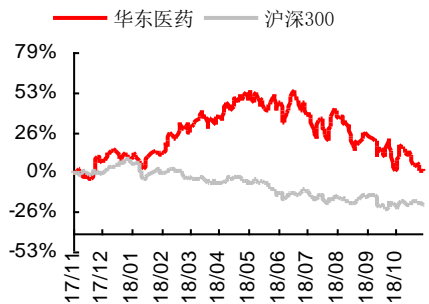
核心品种阿卡波糖通过一致性评价，明年业绩可期



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2018年11月27日)	34.06元
目标价格	40.04元
52周最高价/最低价	77.46/33.32元
总股本/流通A股 (万股)	145,817/130,218
A股市值 (百万元)	49,665
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2018年11月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现 (%)	-0.9	-2.7	-27.5	-33.2
相对表现 (%)	1.7	-1.5	-19.6	-10.7
沪深300 (%)	-2.5	-1.2	-7.9	-22.5



资料来源: WIND、东方证券研究所

事件:

- 近日,公司收到CFDA签发的《药品补充申请批件》,公司阿卡波糖片(50mg)国内首家通过仿制药一致性评价

核心观点

- **阿卡波糖仍有很大进口替代空间。**阿卡波糖是公司的核心产品之一,目前销售额已经超过20亿元,是公司销售收入最大的化药制剂产品。从市场份额上看,根据2017年米内网数据,原研品种“拜糖平”仍占较大的市场份额,为68.75%,公司约占29.02%,这意味着公司阿卡波糖仍有很大的替代空间;并且从渠道上看,公司阿卡波糖主要在基层销售,部分三甲医院仍然以原研“拜糖平”为主导,预计未来随着国家“4+7”带量采购的推进,阿卡波糖有望快速完成对“拜糖平”的进口替代。
- **良好竞争格局有望继续维持,未来降价压力预计偏小。**由于阿卡波糖属于α-糖苷酶抑制剂,主要在肠道发挥作用,所以其一致性评价的难度较一般的化学制剂更大,这导致国内申报阿卡波糖生产的厂商并不多。目前,国内拥有阿卡波糖生产批文的企业除原研和公司外,仅有绿叶制药一家,阿卡波糖仍保持较好的竞争格局。基于此,我们认为虽然“4+7”带量采购可能会对阿卡波糖产生一定的降价压力,但考虑到竞争格局的问题,我们预计阿卡波糖的降价压力并不大。
- **预计未来阿卡波糖仍维持快速增长,期待公司明年业绩。**考虑到带来采购的推进,目前公司阿卡波糖作为国内唯一一家通过一致性评价的品种,我们预计其在未来几年仍能保持快速增长,除阿卡波糖之外,公司另一核心品种百令胶囊也基本保持稳定,随着其在OTC渠道的逐步推广,医保控费对百令胶囊的压力有望逐步得到缓解,期待公司明年业绩表现。

财务预测与投资建议

- 我们维持预计公司2018-2020年EPS分别为1.52/1.82/2.19元,根据可比公司,给予公司2019年22倍估值,对应目标价为40.04元,维持买入评级。

风险提示

- 阿卡波糖销售不达预期;百令胶囊受医保控费影响,销售不达预期。

公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	25,380	27,832	31,597	36,572	42,336
同比增长	16.8%	9.7%	13.5%	15.7%	15.8%
营业利润 (百万元)	1,856	2,341	2,848	3,407	4,108
同比增长	34.3%	26.1%	21.7%	19.6%	20.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,447	1,780	2,219	2,647	3,195
同比增长	31.9%	23.0%	24.7%	19.3%	20.7%
每股收益 (元)	0.99	1.22	1.52	1.82	2.19
毛利率	24.3%	26.1%	26.7%	27.0%	27.3%
净利率	5.7%	6.4%	7.0%	7.2%	7.5%
净资产收益率	28.2%	22.7%	24.2%	23.6%	22.6%
市盈率 (倍)	33.6	27.3	21.9	18.3	15.2
市净率 (倍)	6.7	5.8	4.9	3.9	3.1

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。

证券分析师 **施红梅**
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860511010001

联系人 **刘恩阳**
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
伍云飞
021-63325888*1818
wuyunfei@orientsec.com.cn

相关报告	
业绩符合预期, 看好公司长期发展	2018-10-30
业绩符合预期, 彰显白马本色	2018-08-22
业绩稳定增长, 彰显白马本色	2018-04-25

动态跟踪

【公司·证券研究报告】

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	2,661	2,505	3,473	5,205	7,357	营业收入	25,380	27,832	31,597	36,572	42,336
应收账款	4,466	4,885	5,546	6,419	7,431	营业成本	19,219	20,562	23,159	26,702	30,758
预付账款	318	243	276	320	370	营业税金及附加	132	163	185	214	248
存货	3,084	3,406	3,837	4,424	5,095	营业费用	3,299	3,729	4,234	4,901	5,673
其他	1,179	1,753	1,889	2,070	2,280	管理费用	759	1,068	1,213	1,404	1,626
流动资产合计	11,709	12,793	15,020	18,438	22,533	财务费用	94	47	61	48	28
长期股权投资	65	75	75	75	75	资产减值损失	47	26	0	0	0
固定资产	1,850	1,977	2,030	2,066	2,086	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	80	201	280	359	438	投资净收益	27	18	18	18	18
无形资产	491	610	542	474	407	其他	0	87	87	87	87
其他	261	331	165	159	159	营业利润	1,856	2,341	2,848	3,407	4,108
非流动资产合计	2,747	3,194	3,092	3,134	3,165	营业外收入	60	6	43	43	43
资产总计	14,456	15,987	18,113	21,572	25,699	营业外支出	34	23	23	23	23
短期借款	473	376	376	376	376	利润总额	1,882	2,324	2,868	3,427	4,128
应付账款	3,353	3,452	3,888	4,483	5,164	所得税	347	436	536	640	771
其他	1,956	2,285	2,342	2,420	2,509	净利润	1,535	1,888	2,332	2,787	3,357
流动负债合计	5,782	6,113	6,606	7,278	8,048	少数股东损益	89	109	114	139	162
长期借款	21	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,447	1,780	2,219	2,647	3,195
应付债券	989	992	992	992	992	每股收益(元)	0.99	1.22	1.52	1.82	2.19
其他	22	73	73	73	73						
非流动负债合计	1,033	1,066	1,066	1,066	1,066	主要财务比率					
负债合计	6,815	7,178	7,671	8,344	9,114		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	363	416	529	669	831	成长能力					
股本	486	972	1,458	1,458	1,458	营业收入	16.8%	9.7%	13.5%	15.7%	15.8%
资本公积	3,436	2,942	2,456	2,456	2,456	营业利润	34.3%	26.1%	21.7%	19.6%	20.6%
留存收益	3,356	4,480	5,998	8,646	11,841	归属于母公司净利润	31.9%	23.0%	24.7%	19.3%	20.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,642	8,809	10,441	13,228	16,585	毛利率	24.3%	26.1%	26.7%	27.0%	27.3%
负债和股东权益	14,456	15,987	18,113	21,572	25,699	净利率	5.7%	6.4%	7.0%	7.2%	7.5%
						ROE	28.2%	22.7%	24.2%	23.6%	22.6%
						ROIC	19.7%	20.1%	21.5%	21.3%	20.7%
						偿债能力					
						资产负债率	47.1%	44.9%	42.4%	38.7%	35.5%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.03	2.09	2.27	2.53	2.80
						速动比率	1.49	1.54	1.69	1.93	2.17
						营运能力					
						应收账款周转率	6.3	6.0	6.1	6.1	6.1
						存货周转率	7.0	6.3	6.4	6.5	6.5
						总资产周转率	2.0	1.8	1.9	1.8	1.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.99	1.22	1.52	1.82	2.19
						每股经营现金流	0.92	1.14	1.37	1.41	1.68
						每股净资产	4.99	5.76	6.80	8.61	10.81
						估值比率					
						市盈率	33.6	27.3	21.9	18.3	15.2
						市净率	6.7	5.8	4.9	3.9	3.1
						EV/EBITDA	21.8	17.8	14.9	12.6	10.6
						EV/EBIT	24.0	19.6	16.1	13.5	11.3

资料来源：东方证券研究所

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.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

