

Q4 表现靓丽，研发管线布局丰富



核心观点

- **4 季度表现靓丽，业绩超预期。**公司公布 18 年年报，全年实现营收 306.63 亿元，同比增长 10.17%，归属上市公司股东的净利润为 22.67 亿元，同比增长 27.41%，对应 EPS 为 1.55 元，全年表现超市场预期。分季度看，Q4 单季实现营收 74.59 亿元，同比增长 16.89%，利润为 4.58 亿元，同比增长 57.79%，表现靓丽，Q4 利润大幅增长主要系受研发费用抵扣新规等因素影响，税收方面存在约 4000 万元左右的优惠。费用方面，公司销售费用率为 14.01%，较去年同期约提高 0.61 个百分点，基本维持在正常范围内。
- **工业继续保持稳定增长，商业 19 年有望加速。**分业务看，公司工业收入 82.28 亿元，同比增长 24.03%，其中核心品种阿卡波糖继续维持快速增长，预计 30% 以上，百令胶囊受医保控费的影响，增速约 10-15% 左右，二线品种他克莫司增速约为 40% 左右，吗替麦考酚酯预计 30% 左右。商业方面，全年实现收入 223.49 亿元，同比增长 5.47%，18 年由于两票制的实施，公司分销业务影响较大，目前已经逐渐恢复，调整完毕后，预计 19 年商业业务将逐渐加速。
- **研发持续投入，丰富在研管线确保公司长期稳定发展。**研发方面，公司 18 年研发费用约 7.06 亿元，同比增长 52.90%，在研管线已经储备了多个潜力品种，其中，利拉鲁肽正在 III 期临床阶段，预计今年完成；治疗晚期非小细胞癌的迈华替尼正在开展 II 期临床，已完成入组，目前正在随访；美国引进 vTv 公司的口服 GLP-1 创新药 TTP273 已经完成 CMC 的相关技术转移，预计 19 年下半年开展 I 期临床试验，管线十分丰富，预计未来公司仍会采用自主研发+合作委托+外部并购和产品引进的方式，进一步扩展自身的研发管线，看好公司的长期发展。

财务预测与投资建议

- 我们维持预计公司 2019 -2021 年 EPS 分别为 1.82/2.19/2.68 元，根据可比公司，给予公司 2019 年 23 倍估值，对应目标价为 41.86 元，维持买入评级。

风险提示

- 阿卡波糖、百令胶囊可能会受 4+7 带量采购、医保控费等因素影响，销售可能不达预期；研发进展不达预期；

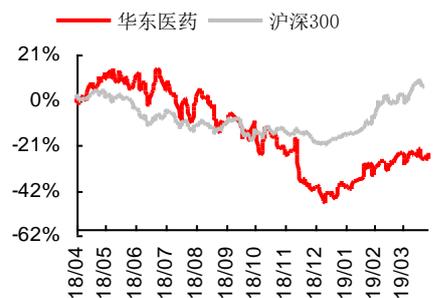
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	27,832	30,663	33,464	37,091	41,482
同比增长	9.7%	10.2%	9.1%	10.8%	11.8%
营业利润 (百万元)	2,341	2,910	3,433	4,126	5,033
同比增长	26.1%	24.3%	18.0%	20.2%	22.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,780	2,267	2,651	3,188	3,902
同比增长	23.0%	27.4%	16.9%	20.2%	22.4%
每股收益 (元)	1.22	1.56	1.82	2.19	2.68
毛利率	26.1%	29.0%	30.8%	32.7%	34.5%
净利率	6.4%	7.4%	7.9%	8.6%	9.4%
净资产收益率	22.7%	24.7%	23.5%	22.9%	22.6%
市盈率 (倍)	27.8	21.8	18.6	15.5	12.7
市净率 (倍)	5.9	5.0	3.9	3.2	2.6

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 (2019 年 04 月 19 日)	33.91 元
目标价格	41.86 元
52 周最高价/最低价	77.46/23.24 元
总股本/流通 A 股 (万股)	145,817/145,817
A 股市值 (百万元)	49,447
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2019 年 04 月 22 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	3.7	1.2	23.3	-50.2
相对表现 (%)	5.5	-5.0	-5.6	-52.5
沪深 300 (%)	-1.8	6.2	28.9	2.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

相关报告

核心品种阿卡波糖通过一致性评价，明年业绩可期	2018-11-28
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

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2019/4/19	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E
天士力	600535	23.46	1.07	1.24	1.46	21.98	18.88	16.04
云南白药	000538	89.94	3.18	3.56	4.03	28.33	25.23	22.29
恒瑞医药	600276	64.45	0.92	1.19	1.52	70.12	54.09	42.45
恩华药业	002262	12.71	0.51	0.63	0.78	24.70	20.04	16.40
康缘药业	600557	14.53	0.70	0.71	0.79	20.76	20.46	18.39
通化东宝	600867	16.23	0.41	0.49	0.60	39.36	33.22	27.04
信立泰	002294	25.73	1.39	1.36	1.45	18.46	18.92	17.77
京新药业	002020	11.20	0.52	0.65	0.82	21.75	17.33	13.68
	最大值					70.12	54.09	42.45
	最小值					18.46	17.33	13.68
	平均数					30.68	26.02	21.76
	调整后平均					26.15	22.79	19.65

数据来源：wind 东方证券研究所

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,505	2,443	4,525	6,555	9,675	营业收入	27,832	30,663	33,464	37,091	41,482
应收账款	4,885	5,633	6,147	6,814	7,620	营业成本	20,562	21,775	23,156	24,963	27,152
预付账款	243	352	384	425	476	营业税金及附加	163	171	187	207	231
存货	3,406	3,876	4,122	4,443	4,833	营业费用	3,729	4,297	4,690	5,198	5,814
其他	1,753	761	826	911	1,015	管理费用	1,068	1,491	2,041	2,660	3,341
流动资产合计	12,793	13,064	16,004	19,149	23,619	财务费用	47	86	75	54	29
长期股权投资	75	89	89	89	89	资产减值损失	26	51	0	0	0
固定资产	1,977	2,034	2,236	2,417	2,577	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	201	617	696	775	854	投资净收益	18	35	35	35	35
无形资产	610	1,508	1,371	1,234	1,097	其他	87	83	83	83	83
其他	331	1,906	1,578	1,573	1,573	营业利润	2,341	2,910	3,433	4,126	5,033
非流动资产合计	3,194	6,153	5,969	6,088	6,190	营业外收入	6	2	2	2	2
资产总计	15,987	19,217	21,973	25,237	29,809	营业外支出	23	39	39	39	39
短期借款	376	626	626	626	626	利润总额	2,324	2,873	3,396	4,089	4,996
应付账款	3,452	3,905	4,153	4,477	4,870	所得税	436	477	609	733	896
其他	2,285	2,868	2,918	2,983	3,063	净利润	1,888	2,395	2,787	3,356	4,100
流动负债合计	6,113	7,399	7,697	8,086	8,558	少数股东损益	109	128	136	168	198
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,780	2,267	2,651	3,188	3,902
应付债券	992	996	996	996	996	每股收益(元)	1.22	1.56	1.82	2.19	2.68
其他	73	397	68	68	68						
非流动负债合计	1,066	1,393	1,064	1,064	1,064	主要财务比率					
负债合计	7,178	8,792	8,761	9,150	9,622		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	416	487	623	791	989	成长能力					
股本	972	1,458	1,458	1,458	1,458	营业收入	9.7%	10.2%	9.1%	10.8%	11.8%
资本公积	2,942	2,456	2,456	2,456	2,456	营业利润	26.1%	24.3%	18.0%	20.2%	22.0%
留存收益	4,480	6,047	8,698	11,405	15,307	归属于母公司净利润	23.0%	27.4%	16.9%	20.2%	22.4%
其他	0	(22)	(22)	(22)	(22)	获利能力					
股东权益合计	8,809	10,426	13,213	16,087	20,187	毛利率	26.1%	29.0%	30.8%	32.7%	34.5%
负债和股东权益	15,987	19,217	21,973	25,237	29,809	净利率	6.4%	7.4%	7.9%	8.6%	9.4%
						ROE	22.7%	24.7%	23.5%	22.9%	22.6%
						ROIC	20.1%	22.4%	21.4%	21.0%	21.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	44.9%	45.7%	39.9%	36.3%	32.3%
净利润	1,888	2,395	2,787	3,356	4,100	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	231	(866)	156	173	190	流动比率	2.09	1.77	2.08	2.37	2.76
财务费用	47	86	75	54	29	速动比率	1.54	1.24	1.54	1.82	2.20
投资损失	(18)	(35)	(35)	(35)	(35)	营运能力					
营运资金变动	(790)	661	(561)	(726)	(878)	应收账款周转率	6.0	5.8	5.7	5.7	5.7
其它	302	(202)	266	0	0	存货周转率	6.3	6.0	5.8	5.8	5.9
经营活动现金流	1,661	2,039	2,689	2,823	3,406	总资产周转率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
资本支出	(527)	(394)	(292)	(292)	(292)	每股指标(元)					
长期投资	(22)	(12)	0	0	0	每股收益	1.22	1.56	1.82	2.19	2.68
其他	(458)	(1,154)	36	35	35	每股经营现金流	1.14	1.40	1.84	1.94	2.34
投资活动现金流	(1,006)	(1,561)	(257)	(257)	(257)	每股净资产	5.76	6.82	8.63	10.49	13.17
债权融资	(39)	320	(275)	0	0	估值比率					
股权融资	(9)	0	0	0	0	市盈率	27.8	21.8	18.6	15.5	12.7
其他	(864)	(751)	(75)	(536)	(29)	市净率	5.9	5.0	3.9	3.2	2.6
筹资活动现金流	(912)	(430)	(350)	(536)	(29)	EV/EBITDA	18.5	22.8	13.2	11.1	9.2
汇率变动影响	0	(22)	0	0	0	EV/EBIT	20.3	16.2	13.8	11.6	9.6
现金净增加额	(257)	26	2,082	2,030	3,120						

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

