

首个国产 PARP 抑制剂氟唑帕利报产，有望成下一个多瘤种明星

——恒瑞医药 (600276.SH) 事件点评

公司简报

◆事件:

国家药审中心新报任务公示，氟唑帕利胶囊已经提交上市申请，受理号为 CXHS1900033，进入中心时间为 2019-10-29，审评状态为“排队待审评”。

◆点评:

国产 PARP 抑制剂首发，创新药再添新秀。 PARP 抑制剂类药物通过干扰 DNA 修复来杀伤 BRCA 缺陷等类型的癌细胞，可联用增强治疗效果，理论上可以治疗多种肿瘤。目前全球获批上市的有奥拉帕利、尼拉帕利、rucaparib、talazoparib。其中，奥拉帕利于 18 年在超过 60 个国家获批卵巢癌适应症、在美国和日本获批转移性乳腺癌适应症，全球销售额达 6.47 亿美元 (+118%)，并在 18 年获批进口；再鼎医药于 16 年获得尼拉帕利在中国大陆、香港、澳门的开发和推广的独家许可，并在 18 年 12 月提交 NDA。氟唑帕利是首个提交 NDA 的国产 PARP 抑制剂，有望 2020 年获批。

氟唑帕利疗效优秀，拓展适应症、联用布局潜力大。 氟唑帕利三线治疗携带 BRCA1/2 突变和铂类敏感的复发性卵巢癌（预计为此次 NDA 适应症）的临床（NCT03509636）结果显示，在 103 例受试者中达到疾病控制率 95.1%，客观缓解率 64.1%（完全缓解率 8.7%），抗癌效果良好，且安全性可接受。2015 年中国卵巢癌约 5.2 万人发病/2.3 万人死亡，现阶段分子靶向药物主要是贝伐珠单抗和 PARP 抑制剂。氟唑帕利另有小细胞肺癌、三阴乳腺癌、前列腺癌、胃癌等多个适应症和联合 SHR-1316、卡瑞利珠单抗、SHR3680、阿帕替尼等多种药物的临床试验正在有序推进中，预计未来将成为多瘤种、广联用的明星产品。

◆盈利预测、投资评级和估值:

公司是中国创新药龙头企业，重磅品种正陆续获批上市、放量，同时创新药在研产品管线丰富，长期空间大。维持 19-21 年 EPS 预测为 1.20/1.53/2.02 元，同比增长 30/28/32%，现价对应 19-21 年 PE 为 76/59/45 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示:

药品降价超预期的风险；新品审批进度不达预期；创新药研发失败的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	13,836	17,418	24,081	30,855	38,555
营业收入增长率	24.72%	25.89%	38.26%	28.13%	24.95%
净利润 (百万元)	3,217	4,066	5,290	6,775	8,916
净利润增长率	24.25%	26.39%	30.11%	28.07%	31.60%
EPS (元)	0.73	0.92	1.20	1.53	2.02
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.93%	20.61%	21.66%	22.10%	22.93%
P/E	125	99	76	59	45
P/B	26.1	20.3	16.4	13.1	10.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 29 日

增持 (维持)

当前价: 90.76 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebsecn.com

宋硕 (执业证书编号: S0930518060001)
021-52523872
songshuo@ebsecn.com

联系人

王明瑞
wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 44.23
总市值(亿元): 4014.14
一年最低/最高(元): 41.36/91.56
近 3 月换手率: 24.76%

股价表现(一年)



收益表现

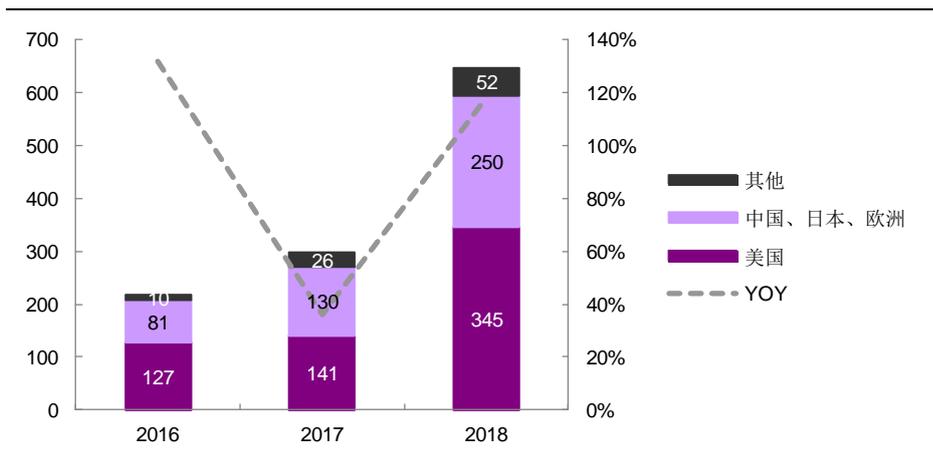
%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.49	34.49	65.79
绝对	11.98	35.83	89.00

资料来源: Wind

相关研报

创新驱动业绩逐季加速，吡咯替尼疗效进一步验证——恒瑞医药(600276.SH)2019年三季报&临床试验进展点评
..... 2019-10-25
创新驱动业绩提速，PD-1 大适应症国内领先——恒瑞医药(600276.SH)2019年中报点评
..... 2019-09-01

图 1：奥拉帕利全球销售额迅速增长（百万美元）



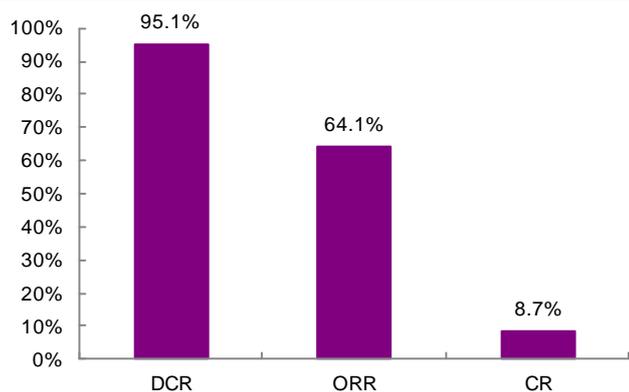
资料来源：阿斯利康年报、光大证券研究所

表 1：国内部分 PARP 抑制剂研发及注册进展（截至 2019.10）

阶段	公司	通用名	时间
上市	阿斯利康	奥拉帕利	2018/08 获批进口
NDA	GSK/再鼎	尼拉帕利	2018/12 承办
	恒瑞医药	氟唑帕利	2019/10 承办
III 期	百济神州	BGB-290	2018/08 首例入组（国内）
II 期	瑛派药业	IMP4297	2019/04 首次公示
I 期	青峰药业/迪诺医药	SC10914	2016/11 首例入组
	创诺制药	希明哌瑞	2016/12 首例入组
IND	辉瑞	Talazoparib	2019/05 承办

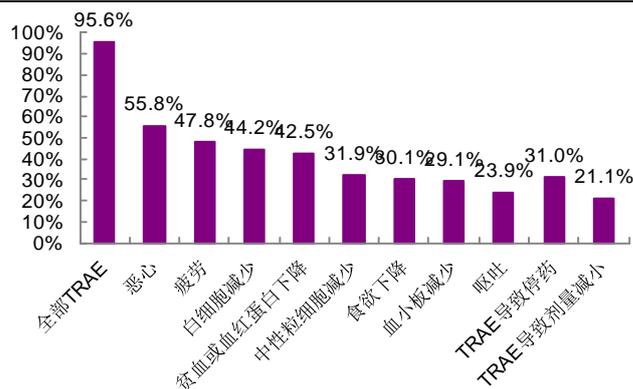
资料来源：CDE、光大证券研究所

图 2：氟唑帕利治疗卵巢癌有效性优秀



资料来源：N. Li 等《Efficacy and safety of oral poly (ADP-ribose) polymerase inhibitor fluzoparib in patients with BRCA1/2 mutations and platinum sensitive recurrent ovarian cancer》、光大证券研究所（注：DCR：Disease Control Rate，疾病控制率；ORR：Objective Response Rate 客观缓解率；CR：Complete Response，完全缓解）

图 3：氟唑帕利治疗卵巢癌安全性可接受



资料来源：N. Li 等《Efficacy and safety of oral poly (ADP-ribose) polymerase inhibitor fluzoparib in patients with BRCA1/2 mutations and platinum sensitive recurrent ovarian cancer》、光大证券研究所（注：TRAE：Treatment-Related Adverse Event，治疗相关不良事件）

表 2: 氟唑帕利临床试验进展 (截至 2019.10)

登记号	试验状态	药物名称	适应症	试验通俗题目
CTR20191839	进行中 招募完成	氟唑帕利胶囊	晚期实体瘤	奥美拉唑对氟唑帕利在健康男性受试者中的 PK 影响研究
CTR20191590	进行中 尚未招募	氟唑帕利胶囊	小细胞肺癌	氟唑帕利联合 SHR-1316 治疗小细胞肺癌的 Ib 期临床研究
CTR20191457	已完成	氟唑帕利胶囊	实体瘤	利福平对氟唑帕利药物相互作用研究
CTR20191374	进行中 尚未招募	氟唑帕利胶囊	晚期实体瘤	[14C]氟唑帕利在晚期实体瘤患者体内物质平衡与生物转化
CTR20191358	已完成	氟唑帕利胶囊	晚期实体瘤	氟康唑对氟唑帕利在健康男性受试者中的 PK 影响研究
CTR20191271	已完成	氟唑帕利胶囊	晚期实体瘤	伊曲康唑对氟唑帕利的药代动力学研究
CTR20190890	已完成	氟唑帕利胶囊	晚期实体瘤	健康志愿者口服氟唑帕利胶囊生物等效性研究
CTR20190839	进行中 尚未招募	氟唑帕利胶囊	复发转移三阴乳腺癌	SHR-1210 联合 APTN 及氟唑帕利治疗复发转移性三阴乳腺癌
CTR20190608	进行中 招募中	氟唑帕利胶囊	前列腺癌	SHR3680 联合氟唑帕利治疗去势抵抗性前列腺癌的 II 期临床研究
CTR20190607	进行中 招募中	SHR3680 片	前列腺癌	SHR3680 联合氟唑帕利治疗去势抵抗性前列腺癌的 II 期临床研究(第一阶段)
CTR20190294	进行中 招募中	氟唑帕利胶囊	复发性卵巢癌患者	氟唑帕利/安慰剂用于复发性卵巢癌的临床研究
CTR20180156	进行中 招募完成	氟唑帕利胶囊	复发性卵巢癌	氟唑帕利治疗复发性卵巢癌的临床研究
CTR20170154	进行中 招募完成	氟唑帕利胶囊	卵巢癌或三阴性乳腺癌	氟唑帕利联合阿帕替尼治疗卵巢癌或乳腺癌的临床研究
CTR20161033	进行中 招募中	氟唑帕利胶囊	晚期胃癌	氟唑帕利联合阿帕替尼和紫杉醇治疗胃癌的 I 期临床研究
CTR20161032	进行中 招募完成	氟唑帕利胶囊	晚期实体瘤	氟唑帕利 I 期食物对服药影响和体内代谢转化
CTR20131369	已完成	氟唑帕利胶囊	晚期实体瘤	氟唑帕利 I 期耐受性及药代动力学研究

资料来源: 药物临床试验信息登记与公示平台、光大证券研究所

表 3: 公司进入临床阶段的部分创新药管线 (截至 2019.10)

阶段	治疗领域	药物类型	靶点	通用名	联用	适应症	治疗地位	地区
上市	肿瘤	EGFR/ERBB2 抑制剂	HER2	吡咯替尼	卡培他滨	HER2 阳性乳腺癌	2 线	中国
		VEGFR 抑制剂	VEGFR	阿帕替尼	NA	晚期胃或胃食管结合部腺癌	3 线	中国
		单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	NA	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤 (cHL)	3 线	中国
	镇痛消炎	COX2 抑制剂	COX2	艾瑞昔布	NA	缓解骨关节炎的疼痛	NA	中国
NDA	肿瘤	PARP 抑制剂	PARP	氟唑帕利	NA	复发性卵巢癌	3 线	中国
		单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	培美曲塞+卡铂	EGFR-/ALK-晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
					NA	晚期肝细胞癌 (HCC)	2 线	中国
NA	晚期或转移性食管鳞癌	2 线	中国					
	麻醉镇静	GABA 受体激动剂	GABAa 受体	瑞马唑仑	NA	择期手术中的全身麻醉	NA	中国
	自身免疫疾病	URATI 抑制剂	URATI	SHR4640	NA	原发性痛风伴高尿酸血症	NA	中国
III 期	肿瘤	芳香化酶抑制剂	CDK4/6	SHR6390	HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌	1 线	中国	
					HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌	2 线	中国	
		EGFR/ERBB2 抑制剂	HER2	吡咯替尼	曲妥珠单抗+多西他赛	HER2 阳性复发/转移性乳腺癌	1 线	中国
					曲妥珠单抗+多西他赛	HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌	新辅助治疗	中国
NA	HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌	延长辅助治疗	中国					

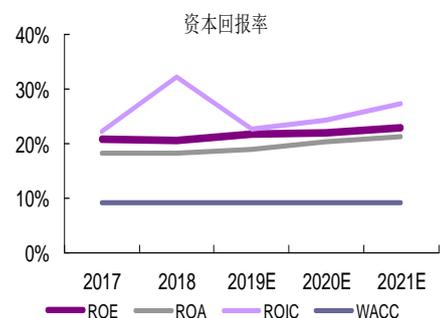
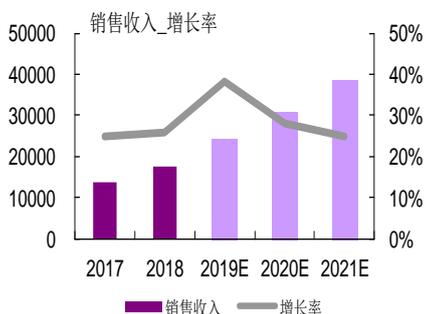
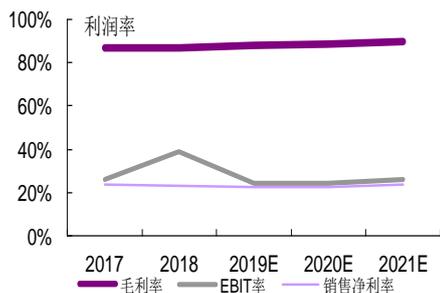
				NA	晚期肝细胞癌 (HCC)	2 线	中国
				NA	晚期肝内胆管细胞癌	2 线	中国
	VEGFR 抑制剂	VEGFR	阿帕替尼	伊立替康	复发性小细胞肺癌 (SCLC)	2 线	中国
				依托泊苷	复发性卵巢癌	2 线及以上	中国
				NA	晚期 EGFR 野生型非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	3 线	中国
	雌激素受体抑制剂	雌激素受体	SHR3680	NA	激素敏感性前列腺癌 (HSPC)	2 线	中国
				阿帕替尼	晚期肝细胞癌 (HCC)	1 线	国际多中心
	单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	卡铂+紫杉醇	IV 期鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
				吉西他滨+顺铂	局部晚期复发或转移鼻咽癌	1 线	中国
				紫杉醇+顺铂	不可切除的局部晚期/复发或远处转移的食管鳞癌	1 线	中国
				FOLFOX4	晚期肝细胞癌 (HCC)	1 线	中国
		PD-L1	SHR-1316	卡铂+依托泊苷	广泛期小细胞肺癌	1 线	中国
	单抗类似药	VEGF	贝伐珠单抗 (BP102)	NA	非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
		PDGFR、VEGFR、多靶点络氨酸激酶抑制剂	法米替尼	NA	晚期结直肠癌	3 线	中国
		c-Kit、KDR、Flt1、Ret 激酶受体					
	心血管	小分子 TPO	TPO	海曲泊帕乙醇胺	原发免疫性血小板减少症 (ITP)	2 线	中国
				标准免疫抑制治疗	再生障碍性贫血	NA	中国
				NA	恶性肿瘤化疗所致血小板减少症	NA	中国
	麻醉镇静	GABA 受体激动剂	GABAa 受体	瑞马唑仑	胃镜诊疗镇静	NA	中国
				NA	结肠镜诊疗镇静	NA	中国
		DPP4 抑制剂	DPP4	瑞格列汀	饮食和运动后血糖控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	1 线	中国
	代谢疾病			二甲双胍	二甲双胍控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	2 线	中国
		SGLT-2 抑制剂	SGLT-2	恒格列净	单纯饮食运动控制不佳的 2 型糖尿病	1 线	中国
				二甲双胍	二甲双胍控制不佳的 2 型糖尿病	2 线	中国
				NA	中至重度活动性克罗恩病 (CD)	2 线及以上	国际多中心
	自身免疫 II 期	JAK1 抑制剂	JAK1	SHR0302	溃疡性结肠炎	2 线及以上	国际多中心
				NA	类风湿性关节炎 (RA)	1~2 线	中国
				NA	特应性皮炎	NA	中国
		单抗	IL-17A	Vunakizumab	慢性中重度斑块型银屑病 (PS)	NA	国际多中心
				NA	成人中重度斑块型银屑病 (PS)	1 线	中国
	肿瘤	EGFR/ERBB	HER2	吡咯替尼	HER2 突变的晚期非小细胞肺	2 线及	中国

2 抑制剂			腺癌		以上					
VEGFR 抑制剂	VEGFR	阿帕替尼	Sox	晚期胃或胃食管结合部腺癌	1 线 中国					
			DOS	局部进展期胃或胃食管结合部腺癌	1 线 中国					
雌激素受体抑制剂	雌激素受体	SHR3680	氟唑帕利	转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC)	2 线 中国					
			阿帕替尼 / FOLFOX4	晚期原发性肝癌患者或肝外胆管癌	1~2 线 中国					
单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	阿帕替尼	晚期三阴性乳腺癌 (TNBC)	1~3 线 中国					
			GEMOX	晚期胆道癌 (BTC)	1 线 中国					
			NA	晚期或转移性胃癌或胃食管交界处腺癌	1 线 中国					
			阿帕替尼+化疗	晚期或转移性食管鳞癌	1 线 中国					
			贝伐珠单抗 (BP102)	PD-L1 阳性的晚期或转移性 EGFR/ALK 野生型非鳞非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线 中国					
			法米替尼	晚期泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤	1 线 中国					
			阿帕替尼	软组织肉瘤	1 线 中国					
			贝伐珠单抗 (BP102) +XELOX	转移性结直肠癌 (mCRC)	1 线 中国					
			阿帕替尼	IV 期 KRAS 突变非鳞非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线 中国					
			阿帕替尼	晚期非小细胞肺癌 (NSCLC)	2~3 线 中国					
			NA	非小细胞肺癌 (NSCLC)	2 线 中国					
			NA	复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤 (鼻型)	2 线 中国					
			阿帕替尼	广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC)	2 线 中国					
			NA	晚期或转移性胃肠胰腺神经内分泌瘤	1~2 线 中国					
多靶点络氨酸激酶抑制剂	PDGFR、VEGFR、FGF、c-Src、Flt3、c-Kit、KDR、Flt1、Ret 激酶受体	法米替尼	HS-10296	EGFR 突变的晚期非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线 中国					
			NA	复发/不可切除胃肠道间质瘤 (GIST)	2 线 中国					
			NA	晚期非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	3 线 中国					
代谢疾病	DPP4 抑制剂	DPP4	瑞格列汀	恒格列净	饮食和运动后血糖控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	1 线 中国				
	单抗	PCSK9	SHR-1209	NA	高胆固醇血症	NA 中国				
自身免疫疾病	BTK 抑制剂	BTK	SHR1459	非布司他和秋水仙碱	SHR1459	类风湿关节炎	NA 中国			
					SHR4640	高尿酸血症、痛风	NA 中国			
					非布司他	原发性高尿酸血症	NA 中国			
					SHR0410	疼痛和瘙痒	NA 国际多中心			
I 期	单抗	IL-17A	Vunakizumab	NA	中轴性脊柱关节炎	2 线及以上 中国				
	AML1-ETO 抑制剂	AML1-ETO	HAO472	NA	急性髓性细胞白血病	NA 中国				
肿瘤	BTK 抑制剂	BTK	SHR1459	NA	复发/难治 B 细胞淋巴瘤	2 线及以上 中国				
					CDK 抑制剂	CDK4/6	SHR6390	NA	晚期黑色素瘤	NA 中国
					c-Met 抑制剂	c-Met	HS-12041	NA	晚期实体瘤	2 线 中国

			单药或者联合甲磺酸阿帕替尼	晚期实体瘤	2 线	中国	
EGFR/ERBB2 抑制剂	HER2	吡咯替尼	NA	HER2 阳性实体瘤	NA	美国	
			多西他赛	HER2 表达阳性晚期胃癌	NA	中国	
			利福平	实体瘤	NA	中国	
			伊曲康唑	HER2 阳性乳腺癌	NA	中国	
EZH2	EZH2	SHR2554	NA	复发/难治成熟淋巴细胞肿瘤	2 线	中国	
Hedgehog 抑制剂	Hedgehog	环咪德吉	NA	实体瘤	NA	中国	
IDO 抑制剂	IDO	SHR9146	与 SHR-1210 二药联合, 及 SHR-1210 和甲磺酸阿帕替尼三药联合	晚期实体瘤	NA	中国	
MEK 激酶抑制剂	MEK	SHR7390	NA	晚期实体瘤	NA	中国	
			SHR-1210	晚期实体瘤	NA	中国	
PARP 抑制剂	PARP	氟唑帕利	NA	实体瘤	NA	澳大利亚	
			阿帕替尼+紫杉醇	复发或转移性胃癌	2 线	中国	
			奥美拉唑	晚期实体瘤	NA	中国	
雌激素受体下调剂	ERs	SHR9549	NA	乳腺癌	2-3 线	中国	
	CD47	SHR-1603	NA	恶性肿瘤	2 线	中国	
	IL-15	SHR-1501	NA	晚期实体瘤或血液肿瘤	NA	中国	
	NA	SHR-1702	士卡瑞利珠单抗	晚期恶性肿瘤	NA	中国	
单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	NA	晚期黑色素瘤	2 线	中国	
			阿帕替尼+氟唑帕利	复发转移性三阴乳腺癌 (TNBC)	2 线及以上	中国	
			SHR9146+阿帕替尼	晚期实体瘤	NA	中国	
			PD-L1	SHR-1316	氟唑帕利胶囊	小细胞肺癌	2 线
抗体偶联药物	c-Met	抗 c-Met 偶联微管抑制剂 (SHR-A1403)	NA	晚期实体瘤	NA	中国	
	HER2	曲妥珠单抗偶联 DM1 (SHR-A1201)	NA	HER-2 阳性晚期转移性乳腺癌	NA	中国	
	双抗	PD-L1&TGF-βRII	SHR-1701	NA	晚期恶性实体肿瘤	2 线	中国
心血管	ROMK 抑制剂	ROMK	SHR0532	NA	高血压	NA	中国
	脯氨酸羟化酶 (PHD) 抑制剂	脯氨酸羟化酶 (PHD)	DDO-3055 片	NA	慢性肾病所致贫血	NA	中国
生殖	GnRH 抑制剂	GnRH	SHR7280	NA	子宫内膜异位症	NA	中国
神经系统用药	NMDA 受体激动剂	NMDA 受体及其他多种受体	盐酸(R)-氯胺酮鼻喷剂	NA	抑郁症	NA	中国
	MOR 受体激动剂	MOR	SHR8554	NA	术后疼痛	NA	中国
麻醉镇静	α2-肾上腺素受体激动剂	α2-肾上腺素受体	NA	儿童术前镇静	1 线	中国	
			NA	术前镇静	1 线	中国	
			NA	行全身麻醉的手术患者气管插管和机械通气时的镇静	1 线	中国	
	吗啡的代谢产物	NA	M6G	NA	术后镇痛治疗	NA	中国
呼吸系统疾病	多靶点络氨酸激酶抑制剂	PDGFR、VEGFR、FGF、c-Src、Flt3、	法米替尼	NA	特发性肺纤维化	NA	中国

c-Kit、KDR、Flt1、 Ret 激酶受体						
代谢疾病	DPP4 抑制剂	DPP4	瑞格列汀	格列本脲片	2 型糖尿病	NA 中国
				缬沙坦	2 型糖尿病	NA 中国
				辛伐他汀	2 型糖尿病	NA 中国
	GPR40 激动剂	GPR40	呋格列泛	NA	2 型糖尿病	NA 中国
				辛伐他汀片	2 型糖尿病	NA 中国
	SGLT-2 抑制剂	SGLT-2	恒格列净	缬沙坦	2 型糖尿病	NA 中国
				格列美脲	2 型糖尿病	NA 中国
				厄贝沙坦	2 型糖尿病	NA 中国
				华法林钠片	2 型糖尿病	NA 中国
				地高辛片	2 型糖尿病	NA 中国
	胰岛素	胰岛素受体	INS068	利福平	2 型糖尿病	NA 中国
				NA	1 和 2 型糖尿病	NA 中国

资料来源：药物临床试验信息登记与公示平台、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,836	17,418	24,081	30,855	38,555
营业成本	1,850	2,335	2,966	3,477	4,049
折旧和摊销	320	381	303	332	357
营业税费	254	237	403	516	645
销售费用	5,189	6,464	8,561	10,886	13,564
管理费用	2,953	1,626	6,318	8,403	10,341
财务费用	-37	-124	-12	-5	-65
公允价值变动损益	0	0	161	161	161
投资收益	39	248	100	100	100
营业利润	3,808	4,597	6,114	7,815	10,258
利润总额	3,759	4,499	6,061	7,763	10,206
少数股东损益	76	-4	70	90	109
归属母公司净利润	3,217	4,066	5,290	6,775	8,916

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	18,039	22,361	28,147	33,803	42,594
流动资产	14,469	18,069	23,903	29,561	38,369
货币资金	4,267	3,890	4,335	5,979	10,160
交易型金融资产	0	0	2,000	3,000	4,000
应收帐款	3,189	3,773	5,270	6,847	8,448
应收票据	989	659	1,690	1,846	2,157
其他应收款	233	970	726	1,068	1,564
存货	790	1,031	1,306	1,524	1,787
可供出售投资	118	155	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	1	12	22	32
固定资产	1,998	2,329	2,516	2,622	2,664
无形资产	279	273	308	341	373
总负债	2,096	2,563	3,586	2,913	3,366
无息负债	2,096	2,563	3,460	2,913	3,366
有息负债	0	0	126	0	0
股东权益	15,943	19,798	24,561	30,890	39,228
股本	2,833	3,686	4,423	4,423	4,423
公积金	2,518	3,571	3,690	3,690	3,690
未分配利润	10,545	13,115	16,738	22,977	31,206
少数股东权益	575	70	140	230	338

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,547	2,774	2,807	3,369	5,881
净利润	3,217	4,066	5,290	6,775	8,916
折旧摊销	320	381	303	332	357
净营运资金增加	3,528	4,180	3,692	4,780	4,561
其他	-4,518	-5,852	-6,477	-8,517	-7,953
投资活动产生现金流	-3,376	-2,856	-1,904	-1,068	-1,078
净资本支出	-379	-526	-310	-320	-330
长期投资变化	0	1	-10	-10	-10
其他资产变化	-2,997	-2,331	-1,584	-738	-738
融资活动现金流	220	-368	-459	-656	-621
股本变化	485	853	737	0	0
债务净变化	0	0	126	-126	0
无息负债变化	641	467	896	-546	453
净现金流	-651	-396	445	1,644	4,181

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.72%	25.89%	38.26%	28.13%	24.95%
净利润增长率	24.25%	26.39%	30.11%	28.07%	31.60%
EBITDA 增长率	25.73%	82.48%	-13.60%	28.28%	30.56%
EBIT 增长率	25.77%	88.16%	-13.22%	29.26%	31.56%
估值指标					
PE	125	99	76	59	45
PB	26	20	16	13	10
EV/EBITDA	66	47	65	51	38
EV/EBIT	72	50	68	53	40
EV/NOPLAT	82	55	77	60	45
EV/Sales	19	19	17	13	10
EV/IC	18	18	18	15	12
盈利能力 (%)					
毛利率	86.63%	86.60%	87.68%	88.73%	89.50%
EBITDA 率	28.16%	40.82%	25.51%	25.54%	26.69%
EBIT 率	25.85%	38.63%	24.25%	24.46%	25.76%
税前净利润率	27.17%	25.83%	25.17%	25.16%	26.47%
税后净利润率 (归属母公司)	23.25%	23.34%	21.97%	21.96%	23.12%
ROA	18.25%	18.16%	19.04%	20.31%	21.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.93%	20.61%	21.66%	22.10%	22.93%
经营性 ROIC	22.29%	32.17%	22.77%	24.32%	27.46%
偿债能力					
流动比率	7.06	7.25	6.80	10.40	11.64
速动比率	6.67	6.83	6.43	9.86	11.10
归属母公司权益/有息债务	-	-	194.17	-	-
有形资产/有息债务	-	-	219.23	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.73	0.92	1.20	1.53	2.02
每股红利	0.08	0.18	0.12	0.16	0.20
每股经营现金流	0.58	0.63	0.63	0.76	1.33
每股自由现金流(FCFF)	-0.10	0.40	0.33	0.44	0.97
每股净资产	3.47	4.46	5.52	6.93	8.79
每股销售收入	3.13	3.94	5.44	6.98	8.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼