

业绩逐季向好，替格瑞洛专利挑战超预期，创新研发即将步入收获期

——信立泰（002294）2017年三季度报点评

2017年10月23日

推荐/维持

信立泰

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	研究助理	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件：

信立泰发布 2017 三季度报告，2017 年前三季度公司实现营业收入 31.02 亿元，同比增长 9.64%；归属于上市公司股东的净利 10.94 亿元，同比增长 5.24%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 10.68 亿元，同比增长 3.91%。实现 EPS 为 1.05 元。

公司 2017 年 Q3 实现营业收入 10.67 亿元，同比增长 13.85%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.63 亿元，同比增长 5.33%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3.57 亿元，同比增长 4.29%。实现 EPS 为 0.35 元。

公司预计全年归母净利润 13.96-15.36 亿，同比增长 0-10%。则 Q4 业绩区间为 3.02 亿-4.42 亿。

观点：

1、业绩稳健增长符合预期，Q3收入端13.85%有提速，费用端投入较大

公司前三季度营收 31.02 亿元，同比增长 9.64%，归母净利润 10.94 亿，增速 5.24%，业绩稳健增长符合市场预期。

分季度来看：Q1、Q2、Q3 收入增速分别为 6.23%、8.79%、13.85%，逐季向好，且三季度单季度收入已超过 10%（趋势向好，主要是氯吡格雷增速加快拉动）。

分产品来看：我们推测公司核心品种氯吡格雷，收入增速有恢复到 10%以上（重回广东市场开始体现）。第二大品种比伐卢定前三季度收入 1.3 亿左右，增速 40-50%，全年有望超过 2 亿。

财务指标方面，公司销售费用率为 27.24%，与去年（21.53%）相比提升 5.71pp，由 6.01 亿上升至 8.45 亿（+38.73%），增幅较大，主要由于比伐卢定和阿利沙坦酯等品种处于推广期，投入较大所致，包括临床费用、学术交流会议等；管理费用率为 10.94%，比去年同期 8.99%上升 1.99pp，由 2.54 亿上升至 3.39 亿（+33.44%）研发费用增长较快。公司研发投入力度大，未来还会持续维持较高水平。公司整体费用端呈现高增长态势，也因而导致了公司业绩增速慢于收入增速。

展望 2017，公司业绩有望维持稳健增长（明年将向上加速换挡且对应明年 PE 仅 21X）：

第一、**氯吡格雷有望实现 10%以上增长**（中标重回广东市场，质量分层与原研都分在第三层，其他竞争对手没有进入此层，预计 17 年下半年开始放量）。目前氯吡格雷市场格局为 3 家竞争，信立泰和原研占据大部分市场。从收入端看信立泰大概占 30%左右，但考虑到信立泰价格比原研药低，所以实际销量的市场占有率方面信立泰会略高于原研。未来得益于 PCI 手术量增加以及在神内神经治疗和预防方面的普及。**同时一致性评价方面 25mg,75mg 均已上报国家局**

第二、**比伐卢定还处于高速增长期**。2015 年比伐卢定收入大概 8000 万元左右，2016 年销售过亿，今年上半年增速 40-50%，全年销售有望突破 2 亿。去年信立泰完成了比伐卢定的 IV 期临床，并在美国杂志发表论文。从四期临床的结果来看，比伐卢定对整个手术的出血事件能够降低 30%，大大提高了手术的安全性。比伐卢定这个品种虽然没有纳入国家医保目录，但公司目前在积极推进省医保工作，品种在没有医保的情况下推广情况已经非常理想，若进入部分省份医保则有望进一步爆发增长。我们推测未来 3-5 年比伐卢定还将高速增长，迅速成为 5 亿级别的品种

第三、**阿利沙坦酯进入谈判目录即将放量**。国家唯一的一个沙坦类的专利药，目前进入医保谈判目录，未来逐渐开始放量（明年开医院数有望超过 1000 家，收入过亿），4-5 年时间有望做到 10 亿级别。

第四、**公司业绩增速全年可能仍然是慢于收入增速的，主要是由于研发投入和销售推广投入的力度将持续加大。但这些都是为公司未来打下良好基础**。公司是仿制药、创新药布局梯队均非常优质的标的。

2、仿制药方面：坚持心血管方向，17-19 年聚焦丰富产品线并巩固行业地位，替格瑞洛进度超预期

心血管是公司始终坚持的方向，目前公司抗凝领域氯吡格雷、比伐卢定、替格瑞洛三个产品形成梯队，通过阿利沙坦酯进入高血压领域。同时公司一致性评价进度名列前茅，目前公司 8 个产品的 BE 试验备案在国家药监局“药物临床试验登记与信息公示平台”公示。我们认为未来 5 年，公司作为优质仿制药龙头，17-19 年心血管仿制药产品线有望持续丰富（利伐沙班、奥美沙坦、匹伐他汀、瑞舒伐他汀），形成梯队，同时通过一致性评价不断巩固地位。

根据国家知识产权局专利复审委员会发布《无效决定公告》，阿斯利康的 998159263 号专利宣告无效，信立泰有望拿下首仿并提前上市。信立泰的替格瑞洛为国内首家按照药品新注册分类进行 BE 备案、完成 BE 试验并提交上市申请。此品种作为氯吡格雷的补充，主要用于术后 1-2 个月抗血小板，国内目前规模约 3 亿，信立泰大概率为首仿，并且有可能提前上市（化合物专利到期为 2019 年底，现在专利挑战成功之后上市进度有望提前），也有望成为 10 亿级别的品种。

3、研发持续大力投入，创新药生物药管线布局丰富

公司研发投入力度大，在国内企业中名列前茅。化药研发团队 300 人，生物药研发团队 160 人，聚焦创新和生物药，为公司长期发展提供源源动力。目前在研产品超过 15 个。公司有国内为数不多的非常宝贵的有强大学术推广能力的公司（氯吡格雷-25mg 规格、比伐卢定等成功案例），嫁接品种资源后空间巨大。

其中创新药信立他赛已获得临床批件，正进行 I 期临床研究的筹备工作。创新药苯甲酸复格列汀开展 II、III 期临床研究，进展顺利（通过优先审评进入临床），替格瑞洛已完成 BE 试验，提交上市申请。

在生物药领域，PTH 已经申报生产；基因治疗药物“重组 SeV-hFGF2/dF 注射液”正进行国内的 I 期临床研究，项目原研企业日本 DNAVEC Corporation 同步在日本开展 II 期临床研究、在澳大利亚开展 I 期临床研究，实验结果理想，将对国内项目研究带来积极影响；辅助生殖类首仿药物“重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白注射液”已申报临床；KGF、BF02、注射用重组人甲状旁腺素（1-34）[56.5μg]等多个项目的研发按计划进行，进展顺利。

结论：

公司是医保目录调整、一致性评价受益的优质标的。研发投入也排名全国前列。核心品种氯吡格雷平稳增长，后续品种比伐卢定、阿利沙坦酯、替格瑞洛已形成梯队，公司未来还会聚焦创新药、生物药研发，为公司发展持续注入新看点。我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 15.13 亿元、17.37 亿元、20.30 亿元，对应增速分别为 8.38%、14.76%、16.86%，EPS 分别为 1.45 元、1.66 元、1.94 元，对应 PE 分别为 24X、21X、18X。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

风险提示：

氯吡格雷降价风险，创新药研发风险

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2849	3651	5777	7932	10403	营业收入	3478	3833	4372	4932	5548
货币资金	1005	1714	3599	5484	7660	营业成本	912	950	1157	1241	1331
应收账款	821	795	898	1013	1140	营业税金及附加	51	65	66	74	83
其他应收款	19	59	67	76	85	营业费用	775	852	984	1129	1248
预付款项	19	37	60	85	111	管理费用	281	362	446	518	583
存货	341	323	418	449	481	财务费用	-13	-31	0	0	0
其他流动资产	45	100	28	28	28	资产减值损失	6.96	3.61	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2538	2883	2446	2284	2121	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	44	44	44	44	投资净收益	13.18	-1.26	10.00	15.00	17.00
固定资产	941	980	918	869	838	营业利润	1478	1631	1730	1985	2320
无形资产	999	977	880	782	684	营业外收入	14.54	27.81	30.00	35.00	40.00
其他非流动资产	112	317	317	317	317	营业外支出	1.53	8.18	0.00	0.00	0.00
资产总计	5387	6534	8223	10217	12524	利润总额	1491	1650	1760	2020	2360
流动负债合计	599	969	1409	1909	2470	所得税	222	260	246	283	330
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1270	1390	1513	1737	2030
应付账款	170	77	70	75	80	少数股东损益	4	-6	0	0	0
预收款项	6	5	442	935	1490	归属母公司净利润	1266	1396	1513	1737	2030
一年内到期的非流	0	15	15	15	15	EBITDA	2533	2666	1890	2146	2484
非流动负债合计	92	106	56	56	56	BPS (元)	1.21	1.33	1.45	1.66	1.94
长期借款	60	45	45	45	45	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	691	1074	1466	1965	2527	成长能力					
少数股东权益	106	100	100	100	100	营业收入增长	20.64%	10.23%	14.05%	12.81%	12.49%
实收资本(或股本)	1046	1046	1046	1046	1046	营业利润增长	22.47%	10.31%	6.07%	14.73%	16.90%
资本公积	182	182	182	182	182	归属于母公司净利润	21.45%	10.31%	8.38%	14.76%	16.86%
未分配利润	2944	3605	4301	5100	6034	获利能力					
归属母公司股东权	4590	5360	6658	8152	9897	毛利率(%)	73.77%	75.22%	73.54%	74.84%	76.01%
负债和所有者权益	5387	6534	8223	10217	12524	净利率(%)	36.51%	36.26%	34.62%	35.22%	36.58%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	23.50%	21.37%	18.40%	17.00%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	27.58%	26.05%	22.73%	21.31%	20.51%
经营活动现金流	1056	1435	1860	2113	2443	偿债能力					
净利润	1270	1390	1513	1737	2030	资产负债率(%)	13%	16%	18%	19%	20%
折旧摊销	1068	1067	0	162	164	流动比率	4.76	3.77	4.10	4.16	4.21
财务费用	-13	-31	0	0	0	速动比率	4.19	3.44	3.80	3.92	4.02
应收账款减少	0	0	-104	-115	-127	营运能力					
预收帐款增加	0	0	437	493	555	总资产周转率	0.70	0.64	0.59	0.53	0.49
投资活动现金流	-446	-530	290	15	17	应收账款周转率	4	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.32	31.09	59.68	68.25	71.58
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	13	-1	10	15	17	每股收益(最新摊薄)	1.21	1.33	1.45	1.66	1.94
筹资活动现金流	-459	-200	-265	-243	-284	每股净现金流(最新)	0.14	0.67	1.80	1.80	2.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.39	5.12	6.36	7.79	9.46
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	392	0	0	0	0	P/E	28.50	25.93	23.84	20.77	17.78
资本公积增加	-392	0	0	0	0	P/B	7.86	6.73	5.42	4.43	3.65
现金净增加额	152	705	1885	1885	2176	EV/EBITDA	13.87	12.91	17.22	14.28	11.47

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第1名组长，2015年新财富第7名团队核心成员，2015年水晶球第3名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

研究助理简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。