

## 埃克替尼放量明显, 创新药研发进展顺利

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年三季度报, 前三季度实现营业收入与归母净利润分别为 7.7 亿元、2 亿元, 同比增速分别为-2.4%、-34%; 扣非后净利润为 1.5 亿元, 同比增速为-38.7%。
- **埃克替尼进医保放量明显, “以价换量”效果初显。**前三季度公司收入与业绩增速基本符合市场预期。2017Q3, 公司实现收入与归母净利润分别为 2.7 亿元、6635 万元, 同比增速分别为 0.5%、-30.9%。从销量端分析, 随着各地医保的陆续执行, 埃克替尼销量增速明显提高, 前三季度埃克替尼销量增长 49%, 第三季度同比增长 38.4%。从收入端分析, 在埃克替尼降价 50%的前提下, 前三季度收入同比增速为-2.4%, 基本与去年同期收入持平, 主要是由各地方逐步将埃克替尼纳入医保而促进销量大幅提高所致。从利润端分析, 前三季度扣非净利润同比增速为-34%, 主要原因是: 1) 埃克替尼降价 50%导致毛利率有所降低; 2) 研发投入与员工工资等费用的大幅提高增加了管理费用支出。前三季度期间费用率保持平稳, 销售费用率与管理费用率分别为 39.9%、30%, 分别高于 2016 年同期 2.7、10 个百分点, 其中管理费用同比增长了 46%, 主要原因是由研发费用增加所致。
- **研发投入持续增加, 研发产品线丰富, 进展有条不紊。**公司前三季度研发投入预计超过 1 亿元, 多个品种研发正有条不紊进行中。其中, Ensartinib (X-396) 与克唑替尼头对头的全球 III 期临床试验已在全球 80 多家中心启动, 中国部分也于 7 月启动 III 期临床, 29 家中心启动工作也在顺利推进之中, 是公司所有在研品种中进展最快最顺利的品种, 有望于 2019 年获批上市, 销售峰值有望突破 15 亿元。X-082 化合物眼科适应症研究在美国已经完成 II 期试验入组, 而其肾癌适应症 III 期研究已于 3 月启动。MIL60 项目推进顺利, III 期研究已经完成超过 20 家单位立项, 部分单位已经开始入组病人。埃克替尼乳膏剂项目在国内和新西兰的 I 期都基本完成, 计划启动 II 期研究; 9016 项目和 15086 项目的临床研究也都在按计划推进中。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.67 元、0.92 元、1.14 元, 对应 PE 为 100 倍、73 倍、59 倍。公司是国内创新药研发型药企代表之一, 创新药研发管线丰富, 各品种研发进展顺利, 埃克替尼受降价及竞争产品的短期影响不改公司未来发展趋势, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 产品研发进展低于预期、埃克替尼销售低于预期等风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1035.06	1045.18	1410.99	1753.19
增长率	13.16%	0.98%	35.00%	24.25%
归属母公司净利润(百万元)	368.80	268.57	368.01	457.18
增长率	6.81%	-27.18%	37.03%	24.23%
每股收益 EPS(元)	0.92	0.67	0.92	1.14
净资产收益率 ROE	19.07%	13.06%	15.79%	17.19%
PE	73	100	73	59
PB	13.97	13.13	11.59	10.16

数据来源: Wind, 西南证券

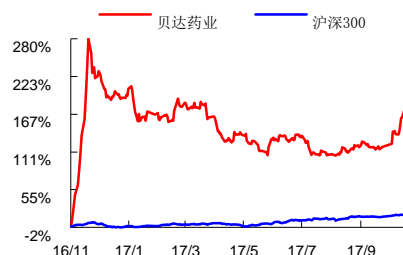
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进  
执业证号: S1250517100002  
电话: 021-68416017  
邮箱: cj@swsc.com.cn

联系人: 张祝源  
邮箱: zzy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通 A 股(亿股)	0.40
52 周内股价区间(元)	25.3-96.05
总市值(亿元)	269.47
总资产(亿元)	24.46
每股净资产(元)	4.96

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：埃克替尼进入国家医保目录将促进销量的快速增长，因此我们预计 2017-2019 年，公司医药产品销量增速分别为 50%、35%、20%，降价 50% 给产品造成毛利率略有下降，将维持在 95.5% 左右；

假设 2：X-396 获批前，公司收入主要来自埃克替尼单个产品，预计 X-396 于 2019 年获批，假设每个患者使用成本 15 万元/年，预计 2019 年 X-396 将销售年化 400 人份销量；

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：万元		2016A	2017E	2018E	2019E
埃克替尼	收入	103,483.20	104,518.03	141,099.34	169,319.21
	增速	13.36%	1.00%	35.00%	20.00%
	毛利率	96.83%	95.50%	95.50%	95.50%
其他	收入	22.89	0.00	0.00	6,000.00
	增速	-87.19%	—	—	—
	毛利率	100.00%	—	—	95.00%
合计	收入	103,506.09	104,518.03	141,099.34	175,319.21
	增速	13.16%	0.98%	35.00%	24.25%
	毛利率	96.83%	95.50%	95.50%	95.48%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1035.06	1045.18	1410.99	1753.19	净利润	367.86	267.89	367.08	456.02
营业成本	32.83	47.03	63.49	79.19	折旧与摊销	20.08	61.82	67.03	76.66
营业税金及附加	19.85	19.89	26.92	33.42	财务费用	0.70	-10.28	-16.03	-17.56
销售费用	398.58	411.80	536.18	674.98	资产减值损失	1.21	15.00	15.00	15.00
管理费用	220.24	271.75	352.75	438.30	经营营运资本变动	-764.48	289.96	-343.63	-192.92
财务费用	0.70	-10.28	-16.03	-17.56	其他	781.67	-4.36	-9.50	-15.00
资产减值损失	1.21	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>407.05</b>	<b>620.03</b>	<b>79.95</b>	<b>322.20</b>
投资收益	4.72	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	-468.53	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-572.68	-10.64	-5.50	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1041.21</b>	<b>-16.15</b>	<b>-37.77</b>	<b>-61.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>366.37</b>	<b>279.35</b>	<b>427.18</b>	<b>529.86</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	58.08	30.39	-2.76	-2.78	长期借款	-85.40	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>424.46</b>	<b>309.74</b>	<b>424.43</b>	<b>527.08</b>	股权融资	657.35	0.00	0.00	0.00
所得税	56.59	41.85	57.34	71.06	支付股利	0.00	-129.08	-94.00	-128.80
净利润	367.86	267.89	367.08	456.02	其他	-45.96	-5.59	16.03	17.56
少数股东损益	-0.93	-0.68	-0.93	-1.15	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>525.99</b>	<b>-134.67</b>	<b>-77.97</b>	<b>-111.25</b>
归属母公司股东净利润	368.80	268.57	368.01	457.18	<b>现金流量净额</b>	<b>-106.16</b>	<b>469.21</b>	<b>-35.79</b>	<b>149.85</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	153.95	623.16	587.37	737.22	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	94.65	65.94	96.49	123.76	销售收入增长率	13.16%	0.98%	35.00%	24.25%
存货	74.98	98.07	136.60	168.62	营业利润增长率	2.31%	-23.75%	52.92%	24.04%
其他流动资产	980.12	743.82	1114.80	1339.34	净利润增长率	7.11%	-27.18%	37.03%	24.23%
长期股权投资	135.07	135.07	135.07	135.07	EBITDA 增长率	2.65%	-14.53%	44.51%	23.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	558.18	516.38	491.22	478.34	毛利率	96.83%	95.50%	95.50%	95.48%
无形资产和开发支出	155.40	140.90	131.32	128.66	三费率	59.85%	64.42%	61.86%	62.50%
其他非流动资产	14.96	14.95	14.93	14.92	净利率	35.54%	25.63%	26.02%	26.01%
<b>资产总计</b>	<b>2167.30</b>	<b>2338.29</b>	<b>2707.81</b>	<b>3125.94</b>	ROE	19.07%	13.06%	15.79%	17.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.97%	11.46%	13.56%	14.59%
应付和预收款项	124.09	174.96	235.45	292.67	ROIC	26.29%	14.96%	22.85%	24.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.40%	31.66%	33.89%	33.59%
其他负债	114.18	111.35	147.30	180.99	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>238.27</b>	<b>286.32</b>	<b>382.75</b>	<b>473.66</b>	总资产周转率	0.62	0.46	0.56	0.60
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	4.38	2.84	3.80	4.32
资本公积	627.00	627.00	627.00	627.00	应收账款周转率	31.58	29.13	34.95	33.10
留存收益	880.46	1019.95	1293.96	1622.33	存货周转率	0.54	0.54	0.54	0.52
归属母公司股东权益	1924.33	2047.95	2321.96	2650.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.99%	—	—	—
少数股东权益	4.71	4.03	3.10	1.94	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1929.04</b>	<b>2051.98</b>	<b>2325.06</b>	<b>2652.28</b>	资产负债率	10.99%	12.24%	14.14%	15.15%
负债和股东权益合计	2167.30	2338.29	2707.81	3125.94	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.35	6.04	5.53	5.37
					速动比率	5.98	5.65	5.14	4.99
					股利支付率	0.00%	48.06%	25.54%	28.17%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	387.16	330.89	478.18	588.96	每股收益	0.92	0.67	0.92	1.14
PE	73.07	100.34	73.22	58.94	每股净资产	4.81	5.12	5.80	6.61
PB	13.97	13.13	11.59	10.16	每股经营现金	1.02	1.55	0.20	0.80
PS	26.03	25.78	19.10	15.37	每股股利	0.00	0.32	0.23	0.32
EV/EBITDA	69.17	79.51	55.09	44.48					
股息率	0.00%	0.48%	0.35%	0.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn