

# 氯吡格雷抢占一致性评价先机率 先进口替代，收入端提速趋势向好

——信立泰（002294）点评

2018年04月16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	010-66554041

## 事件：

信立泰发布 2018 年一季度报告，2018 年 Q1 公司实现营业收入 11.26 亿元，同比增长 15.86%；归属于上市公司股东的净利润 4.15 亿元，同比增长 10.33%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.97 亿元，同比增长 8.26%，实现 EPS 为 0.40 元。

公司公告 2018 年 1-6 月经营预告，预计归母净利润 7.67 亿元至 8.40 亿元，同比增速 5-15%。

公司公告使用自有资金人民币 1.5 亿元增资香港全资子公司诺泰国际有限公司，增资完成后投资总额为 2.02 亿港元。

## 公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	937.52	1004.2	972.21	1062.47	1067.39	1051.71	1126.39
增长率（%）	3.06%	10.35%	6.23%	8.79%	13.85%	4.73%	15.86%
毛利率（%）	74.03%	77.69%	79.43%	79.38%	82.61%	82.84%	81.25%
期间费用率（%）	29.55%	34.11%	32.48%	39.36%	41.23%	44.54%	37.67%
营业利润率（%）	43.00%	41.46%	45.49%	38.11%	40.00%	41.88%	43.94%
净利润（百万元）	343.56	353.96	372.68	350.73	360.25	353.22	411.46
增长率（%）	11.84%	03.48%	04.21%	04.73%	04.86%	-00.21%	10.41%
每股盈利（季度，元）	0.33	0.34	0.36	0.34	0.35	0.34	0.40
资产负债率（%）	17.31%	16.44%	14.77%	10.78%	10.89%	10.28%	8.4%
净资产收益率（%）	6.71%	6.48%	6.39%	6.44%	6.20%	5.74%	6.64%
总资产收益率（%）	5.55%	5.42%	5.45%	5.74%	5.53%	5.15%	6.35%

## 观点：

### 1、2018一季度开始提速，氯吡格雷进口替代已迅速开始

公司一季度收入 41.51 亿元，11.26 亿元，同比增长 15.86%，业绩 4.15 亿元，同比增长 10.33%，业绩符合市场预期，收入端提速至 15%以上（去年全年收入端增速 8.36%），略超市场预期。收入端驱动来自于三大主力品种表现优异，氯吡格雷 75mg 通过一致性评价后开始进口替代，比伐卢定持续高速增长，阿利沙坦酯已经进超过 400 家医院（2017 年底 200 家医院）放量迅速。

- ◆ 核心产品氯吡格雷增速 15-16%，25mg 增速 15%左右，提速主要来自于重回广东市场。75mg 基数小，通过一致性评价之后放量很快，也对增速有一定拉动。
- ◆ 比伐卢定高速增长趋势维持，一季度 50%以上增速。
- ◆ 阿利沙坦酯一季度销售收入已过千万，超过去年全年，放量迅速。

财务指标方面，公司一季度销售费用率为 25.78%，与去年全年（27.82%）相比下降 2.04pp，但销售费用同比增长 33.42%仍然远远快于收入增速，主要是加大了新品推广力度，未来这部分投入一定会转化成公司销售端的提升；管理费用率为 11.82%，比去年全年的 12.22%下降 0.4pp。公司综合毛利率 81.25%，相较去年全年 81.10%略有上升，收入结构持续优化。

公司 1-6 月业绩区间 5-15%，我们判断大概率在 10%以上。展望 2018，公司收入端有望维持 15-20%，业绩有望维持稳健增长：

第一、**氯吡格雷**维持 10%以上增长（中标重回广东市场叠加一致性评价替代放量）。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市场将平稳增长。同时一致性评价方面信立泰 75mg 规格首批通过，25mg 一致性评价已经获批，信立泰抢占一致性评价先机率先启动进口替代，未来氯吡格雷生命周期将进一步延长

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 年销售过亿，2017 年销售接近 2 亿，在过亿体量仍然接近翻倍增速实属难得。信立泰已经完成了比伐卢定的 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，**根据我们查询宁夏和河南已经纳入省增补医保**，品种在没有医保的情况下推广情况已经非常理想，若进一步进入各省增补目录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，2018 年收入有望过亿，4-5 年时间有望做到 10 亿级别。

第四、18 年将有个数个仿制药品种获批，产品线有望进一步丰富，包括奥美沙坦、匹伐他汀、瑞舒伐他汀等。

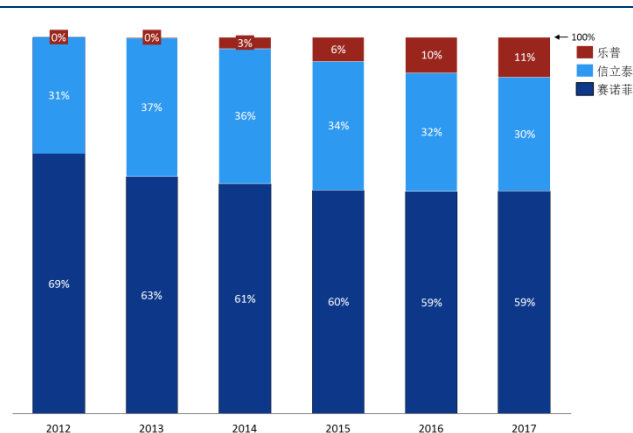
第五、公司业绩增速全年可能仍然是慢于收入增速的, 主要是由于研发投入和销售推广投入的力度将持续加大。但这些都是为公司未来长期发展打下良好基础。

## 2、氯吡格雷 2 个规格均首家通过一致性评价, 生命周期有望延长, 波立维替代空间 10 亿以上

公司 4 月 12 日公告氯吡格雷 25mg 首批通过一致性评价。目前, 泰嘉主要规格 75mg、25mg 均已首家通过质量和疗效一致性评价, 在国家“优先采购和使用达到通过一致性评价的产品”的政策背景下, 市场前景看好。信立泰氯吡格雷过去主要销售的是 25mg, 原研是 75mg 规格还占有 90% 以上市场份额, 信立泰 75mg 氯吡格雷如期通过一致性评价, 未来有进一步替代原研的空间。(原研波立维 2017 年 IMS 销售数据 47.23 亿, 我们判断至少有 10 亿以上进口替代的空间)

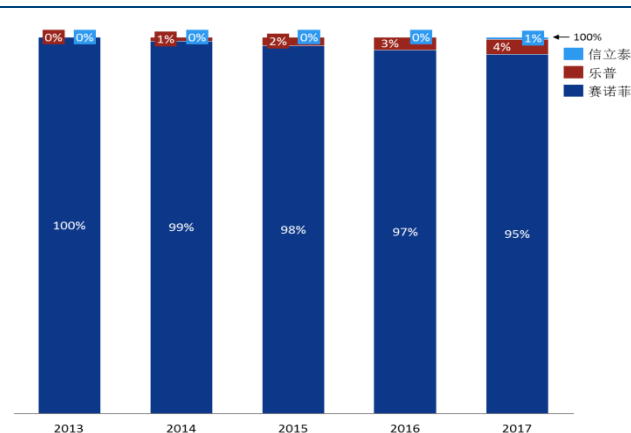
目前各个省份正在相继出台通过一致性评价品种的相关政策, 包括 1 月上海发布的《关于 2018 年第一批通过仿制药质量和一致性评价品种挂网采购的通知》, 后续发布政策的还有包括江苏、宁夏等, 氯吡格雷生命周期有望受益于进口替代进一步延长。后续持续关注替代情况。

图 1: 氯吡格雷整体市场份额



资料来源: 东兴证券研究所

图 2: 氯吡格雷 75mg 市场份额



资料来源: 东兴证券研究所

## 3、增资诺泰国际引进海外优质项目继续丰富产品线, 落实公司国际化战略

公告使用自有资金人民币 1.5 亿元增资香港全资子公司诺泰国际有限公司, 增资完成后投资总额为 2.02 亿港元。一方面可以引进海外优质项目, 快速丰富公司产品线, 另一方面诺泰国际也是公司拓展海外市场的重要桥梁, 未来公司将逐步探索建立具有竞争优势的产品以及国际市场权益合作及销售渠道, 提升公司盈利能力。

### 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。核心品种氯吡格雷生命周期有望借助一致性评价进口替代进一步延长，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 2018-2020 年归母净利润分别为 16.80 亿元、20.05 亿元、24.17 亿元，对应增速分别为 15.74%、19.29%、20.56%，EPS 分别为 1.61 元、1.92 元、2.31 元，对应 PE 分别为 26X、22X、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	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	3651	3716	6359	8834	11763	<b>营业收入</b>	3833	4154	4874	5733	6726
货币资金	1714	829	4100	6189	8690	<b>营业成本</b>	950	785	854	969	1054
应收账款	795	835	1001	1178	1382	营业税金及附加	65	78	73	86	101
其他应收款	59	49	58	68	80	营业费用	852	1156	1399	1651	1944
预付款项	37	58	75	94	115	管理费用	362	507	634	745	874
存货	323	478	309	351	381	财务费用	-31	-21	0	0	0
其他流动资产	100	913	28	28	28	资产减值损失	3.61	0.25	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2883	3148	2336	2166	1994	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	44	63	63	63	63	投资净收益	-1.26	22.77	10.00	15.00	17.00
固定资产	980	1117	1046	989	949	<b>营业利润</b>	1631	1715	1924	2296	2770
无形资产	977	973	876	778	681	营业外收入	27.81	20.61	30.00	35.00	40.00
其他非流动资产	317	86	86	86	86	营业外支出	8.18	19.91	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	6534	6864	8695	11000	13757	<b>利润总额</b>	1650	1715	1954	2331	2810
<b>流动负债合计</b>	969	573	1032	1614	2293	所得税	260	278	274	326	393
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1390	1437	1680	2005	2417
应付账款	77	91	51	58	64	少数股东损益	-6	-15	0	0	0
预收款项	5	18	505	1078	1751	归属母公司净利润	1396	1452	1680	2005	2417
一年内到期的非流	15	15	15	15	15	EBITDA	2666	2747	2092	2466	2942
<b>非流动负债合计</b>	106	133	56	56	56	<b>EPS (元)</b>	1.33	1.39	1.61	1.92	2.31
长期借款	45	30	30	30	30	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	1074	706	1089	1670	2349	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	100	106	106	106	106	营业收入增长	10.23%	8.35%	17.34%	17.62%	17.32%
实收资本(或股本)	1046	1046	1046	1046	1046	营业利润增长	10.31%	5.14%	12.21%	19.33%	20.65%
资本公积	182	161	161	161	161	归属于母公司净利润	10.31%	3.97%	15.74%	19.29%	20.56%
未分配利润	3605	4325	5098	6020	7132	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	5360	6053	7500	9224	11303	毛利率(%)	75.22%	81.10%	82.47%	83.09%	84.34%
<b>负债和所有者权益</b>	6534	6864	8695	11000	13757	净利率(%)	36.26%	34.59%	34.48%	34.97%	35.93%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	26.05%	23.99%	22.40%	21.73%	21.38%	
<b>经营活动现金流</b>	1435	1458	2918	2355	2823	<b>偿债能力</b>					
净利润	1390	1437	1680	2005	2417	资产负债率(%)	16%	10%	13%	15%	17%
折旧摊销	1067	1053	0	170	172	流动比率	3.77	6.48	6.16	5.47	5.13
财务费用	-31	-21	0	0	0	速动比率	3.44	5.65	5.86	5.26	4.96
应收账款减少	0	0	-166	-176	-204	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	487	573	673	总资产周转率	0.64	0.62	0.63	0.58	0.54
<b>投资活动现金流</b>	-530	-1203	662	15	17	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	31.09	49.39	68.20	104.30	110.31
长期股权投资减少	0	0	261	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	23	10	15	17	每股收益(最新摊薄)	1.33	1.39	1.61	1.92	2.31
<b>筹资活动现金流</b>	-200	-1133	-309	-281	-338	每股净现金流(最新)	0.67	-0.84	3.13	2.00	2.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.12	5.79	7.17	8.82	10.81
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	31.62	30.26	26.18	21.95	18.20
资本公积增加	0	-21	0	0	0	P/B	8.21	7.27	5.87	4.77	3.89
<b>现金净增加额</b>	705	-879	3271	2089	2501	EV/EBITDA	15.88	15.73	19.09	15.35	12.02

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。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。

## 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法律责任。

## 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。