



# 新一轮激励开启，2018年大幅度超预期，三个业务板块有望同时发力

## ——科伦药业（002422）年报&一季报点评

2018年04月26日

强烈推荐/维持

科伦药业

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：

科伦药业发布 2017 年度报告，2017 年公司实现营业收入 114.35 亿元，同比增加 33.49%；归属于上市公司股东的净利润 7.49 亿元，同比增加 28.04%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.39 亿元，同比下降 74.09%。实现 EPS 为 0.52 元。

公司 2017 年 Q4 实现营业收入 35.25 亿元，同比增加 52.38%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.62 亿元，同比增加 667.80%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润-2.63 亿元。实现 EPS 为 0.25 元。

公司利润分配预案，每 10 股派发现金红利 2.09 元（含税）。

公司发布 2018 年一季度报告，公司 2018 年 Q1 实现营业收入 39.32 亿元，同比增加 61.45%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.83 亿元，同比增加 98.91%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3.24 亿元，同比增加 78.16%。实现 EPS 为 0.27 元。

公司公告 1-6 月业绩预告，预计 2018 年 1-6 月盈利 7.17-8.45 元，同比增长 180%-230%。即公司 Q2 业绩 3.34-4.62 亿，同比去年 0.64 亿增长 426%-628%

公司公告 2018 年限制性股票激励计划（草案），拟授予激励对象的限制性股票数量为 216.32 万股，占总股本的 0.15%。激励计划授予的激励对象共计 209 人，授予价格为 7.70 元/股。业绩考核目标为以 2017 年净利润为基数，2018-2019 年净利润增长分别不低于 60.31%、108.40%。

## 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)	2156.46	2313.07	2434.2	2507.78	2968.25	3524.72	3932.09
增长率 (%)	8.75%	18.93%	21.45%	19.87%	37.64%	52.38%	61.54%
毛利率 (%)	41.53%	48.18%	43.82%	45.46%	52.42%	59.71%	57.91%
期间费用率 (%)	33.04%	38.01%	32.67%	38.08%	45.29%	56.26%	47.56%
营业利润率 (%)	7.16%	3.71%	9.79%	5.78%	6.31%	16.63%	9.79%
净利润 (百万元)	164.50	49.51	224.46	76.20	140.58	369.84	414.73
增长率 (%)	83.26%	05.50%	03.48%	-60.60%	-14.54%	646.94%	84.77%
每股盈利 (季度, 元)	0.11	0.03	0.13	0.04	0.09	0.25	0.27
资产负债率 (%)	51.59%	51.02%	53.43%	52.56%	55.26%	57.19%	57.11%
净资产收益率 (%)	1.43%	0.43%	1.88%	0.65%	1.16%	3.05%	3.20%
总资产收益率 (%)	0.69%	0.21%	0.88%	0.31%	0.52%	1.34%	1.46%

## 观点:

### 1、2017 年为业绩低点, 受费用等拖累, Q4 收入拐点确立

公司 2017 全年营收 114.35 亿元, 同比增长 33.49%, 归母净利润 7.49 亿, 增长 28.04%, 扣非业绩 1.39 亿元, 同比下降 74.09%。2017 年整体业绩符合预期, 其中归母业绩和扣非业绩相差较多, 主要由于 2017 年公司收购石四药股权至 20% 以上, 会计准则变更以及原计入其他综合收益的累计公允价值变动应当转入改按权益法核算的当期损益, 由此将会增加 2017 年当期投资收益约 7.50 亿元, 考虑递延所得税费用后将会增加 2017 年当期净利润约 5.75 亿元, 减少其他综合收益约 7.50 亿元。

从公司自身净利润的角度, 2017 年为业绩低点, 净利润不到 2 亿。主要原因如下

- ◆ 公司创新驱动战略带来的研发投入持续增大。2017 年研发投入 8.46 亿元, 较去年增加 1.65 亿, 增幅 37.94%。
- ◆ 伊犁川宁抗生素中间体二期在试生产中未能如期释放产能, 2017 年亏损 7,497.05 万元, 低于预期。
- ◆ 两票制政策下公司营销改革, 销售费用增幅较大。2017 年销售费用 30.74 亿, 2016 年 12.54 亿, 增幅 145.03%。
- ◆ 邛崃分公司及新迪医化, 其资产经济效益远低于预期, 计提资产减值准备大幅增加。公司 2017 年资产减值 3.06 亿, 2016 年 1.41 亿, 资产减值增加 1.6 亿。
- ◆ 融资规模增加、汇率变动、在建工程完工转固利息资本化减少, 致财务费用大幅增加, 2017 年财务费用 5.53 亿, 2016 年 2.93 亿, 增加 2.6 亿。

分季度来看, Q1-Q4 收入增速分别为 21.45%, 19.87%, 37.64%, 52.38%, 整体逐季向好, Q4 收入端超过 50% 增速超预期, 但四季度费用较多, 扣非利润下滑。归母净利润主要来自于石四药会计准则变更。

分产品线角度, 公司普通输液收入 75.79 亿 (+26.12%), 非输液板块收入 37.52 亿 (+68.68%), 非输液板块高速增长拉动收入端整体增长。

- ◆ 输液板块: 总量 44.66 亿瓶/袋, 较去年同期 (44.38 亿瓶/袋) 增加 2776 万瓶/袋, 但毛利率由去年的 52.95% 提升 10.76pp 至 63.70%, 一方面有两票制的影响, 另一方面也有四季度流感行情爆发的影响, 但最主要还是得益于输液板块的结构不断调整, 软袋替代塑瓶、高端替代中低端、高毛利替代低毛利、营养治疗占比提高。
- ◆ 非输液板块: 塑料水针销售收入较同期增长 105.24%, 销售过亿元的天舒欣 (康复新液) 销售增长 137.01%, 百洛特 (草酸艾司西酞普兰片) 销售收入增长 185.22%。制剂板块高增速超预期。非输液板块毛利率 27.61%, 较去年增长 3.89pp

**财务指标方面:** 公司 2017 年销售费用率为 26.88%, 比去年同期 14.65% 增加 12.23pp, 销售费用率大幅提升, 主要来自于两票制下的营销改革, 未来随着制剂产品线不断丰富, 销售费用率还会持续上升; 管理费用率为 12.68%, 比去年同期 14.62% 下降 1.94pp, 除了研发费用之外其他费用控制情况良好。财务费用由 2016 年的 2.92 亿增加至 2017 年的 5.53 亿, 整体财务费用增长 89.10%。公司费用端拖累了 2017 年的业绩。

## 2、2018 一季度及中报大幅度超预期, 三个业务板块将在 2018 年同时发力

公司一季报业绩大幅度超预期: 公司 2018 年 Q1 收入 39.32 亿元, 同比增加 61.45%; 归母净利润 3.83 亿元, 同比增加 98.91%。收入和利润端均大幅度超预期。

**收入端** 大输液流感疫情一季报延续我们推测收入增速接近翻倍, 非输液板块随着两票制的推行制剂收入持续增长, 抗生素方面川宁产能释放收入也增幅较大。

**从利润的角度,** 公司一季度利润 3.83 亿, 我们粗略拆分其中川宁贡献超过 1 亿利润, 大输液盈利超过 4 亿, 子公司浙江国境完成搬迁处置带来营业外收入增加 1.58 亿, 去年同期为 0.18 亿, 但营业外支出也增加 8900 万, 整体净增加 5100 万左右。研发投入接近 2 亿。

**财务指标方面:** 公司 2018Q1 销售费用率为 33.83%, 比去年同期 14.46% 增加 19.37pp, 销售费用率持续大幅提升; 管理费用率为 9.73%, 比去年同期 14.18% 下降 4.45pp, 一季度管理费用进一步下降。Q1 财务费用 1.57 亿, 较去年同期 0.98 亿增加 0.69 亿。

**中报持续超预期:** 2018 年 1-6 月盈利 7.17-8.45 元, 同比增长 180%-230%。即公司 Q2 业绩 3.34-4.62 亿, 同比去年 0.64 亿增长 426%-628%。我们推测其中川宁贡献 3 亿左右, 大输液 8 亿左右 (加石四药投资收益), 研发投入 4 亿。

### 3、展望 2018，公司拐点明确，激励方案设置超高考核指标

公司公告 2018 年限制性股票激励计划（草案），拟授予激励对象的限制性股票数量为 216.32 万股，占总股本的 0.15%。激励计划授予的激励对象共计 209 人，授予价格为 7.70 元/股。业绩考核目标为以 2017 年净利润为基数，2018-2019 年净利润增长分别不低于 60.31%、108.40%。公司设置超高业绩考核指标，2018-2019 年归母净利润不低于 12 亿和 15.6 亿，增速分别为 60%，30%，并且预估 2018 年研发投入约 9 亿元，预估 2019 年研发投入约 10 亿元。

从 2018 年开始，公司各个板块核心壁垒将逐步显现竞争优势，未来将受益于环保、一致性评价政策和优先审批等政策。

- ◆ **川宁项目环保问题彻底解决，2018 年有望贡献 6-8 亿利润。**川宁核心竞争力在于原料的差价、全球最大发酵罐、环保优势，尤其是环保优势。川宁项目持续盈利的核心竞争力在于，科伦工艺的的稳定高产；降成本措施不断落实；国家的环保不断趋严。2018 年有望贡献 6-8 亿利润。
- ◆ **大输液板块龙头集中度提升+流感行情+结构优化+石四药投资收益，有望贡献 14 亿以上利润。**输液板块量总量保持平稳但结构不断优化，通过内部比例调整，提高附加值。卡文首仿药和双室袋首仿以及其他肠外营养和输液 2017 年获批的几个品种，叠加科伦自身大输液渠道有迅速放量，利润回报较快。再叠加大输液整体行业集中度提升，强者恒强龙头效应明显，大输液板块 2018 年有望有强劲表现。
- ◆ **制剂板块高速增长。**康复新液和草酸艾司西酞普兰维持高速增长。帕瑞昔布钠 2018 年有望快速放量，收入有望超过 3 亿，科伦已仿制带动创新，2018-2019 年将有数十个仿制药获批，作为承接创新产品，并实现现阶段业绩高增长的核心点。

#### 我们粗略拆分

- ◆ 2018 年川宁 6 亿利润，输液 14 亿利润，制剂接近 1 亿利润，研发 9 亿（费用化 8 亿，资本化 1 亿）公司利润有望达到 13 亿。
- ◆ 2019 年川宁 7 亿利润，输液 15 亿利润，制剂 3 亿利润，研发 10 亿（费用化 8.5 亿，资本化 1.5 亿）公司利润有望超过 16 亿。

### 4、公司研发投入力度国内领先，日新月异的研发体系将不断超预期

科伦自 2013 年以来研发投入超过 27.46 亿元，目前科伦研究院的在研品种有 320 项，其中 260 余项仿制药和 NDDS 药物、60 余项创新药研究。2017 年，公司研发投入 8.46 亿元，较去年同期增长 37.94%。

过去一年，七个重要仿制药物（表 1）连续获批生产（研究院进入收获期），草酸艾司西酞普兰片国内首家通过一致性评价，2 项创新小分子药物获批临床，重组抗表皮生长因子受体人鼠嵌合单克隆抗体注射液进入临床 III 期，KL-A167 启动临床 I 期，重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液获批临床，紫杉醇白蛋白纳米粒、盐酸伊立替康脂质体、阿立哌唑长效微晶获批临床，标志着科伦的药物研究进入了研究与产出，仿制

推动创新的良性循环; 同时创新专利海外成功授权和创新 ADC 项目进行中美双报, 标志着科伦的药物研究迈出了国际化的坚实步伐。

**表 1: 报告期内获得生产批件品种**

序号	名称	注册分类	功能主治/适应症	所处状态
1	注射用帕瑞昔布钠	原化 6	术后镇痛	获批生产 (首仿)
2	丙氨酰谷氨酰胺氨基酸 (18) 注射液 (液液双室袋)	补充申请	肠外营养	获批生产 (首家)
3	脂肪乳氨基酸 (17)/葡萄糖 (11%) 注射液	原化 6	肠外营养	获批生产 (首仿)
4	中/长链脂肪乳注射液 (C8~24)	原化 6	肠外营养	获批生产
5	醋酸纳林格注射液	原化 6	体液平衡	获批生产 (第 2 家)
6	氯化钾葡萄糖注射液	原化 6	体液平衡	获批生产
7	维生素 B6 注射液 (塑料安瓿)	补充申请	肠外营养	获批生产 (包装形式首家)
8	盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液	补充申请	抗感染	获批生产
9	乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液	补充申请	抗感染	获批生产

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

**表 2: 2017 年公司申报生产仿制药品种**

序号	名称	注册分类	功能主治/适应症	所处状态
1	吉非替尼片	化 3+4	抗肿瘤 (NSCLC 小分子靶向)	申报生产
2	马来酸阿法替尼片	化 4	抗肿瘤	申报生产
3	复方氨基酸 (15AA-I) 葡萄糖电解质注射液	化 3	肠外营养	申报生产
4	氨基酸 (16)/葡萄糖 (48%) 电解质注射液	化 3	肠外营养	申报生产
5	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	化 4	抗病毒	申报生产
6	替比夫定片	化 4	抗病毒	申报生产
7	注射用头孢曲松钠/氯化钠注射液	化 3	抗感染	申报生产
8	磷酸西格列汀片	化 3+4	降糖	申报生产
9	盐酸达泊西汀片	化 4	ED	申报生产
10	枸橼酸托法替布片	化 4	类风关	申报生产
11	氨基酸 (15) 腹膜透析液	化 3	腹膜透析	申报生产
12	阿哌沙班片	化 3+4	抗凝血	申报生产

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

表 3:2017 年公司仿制药重点推进一致性评价品种 (生产阶段)

序号	名称	注册分类	功能主治/适应症	所处状态
1	草酸艾司西酞普兰片	一致性评价	抑郁症	通过一致性评价
2	氢溴酸西酞普兰片	一致性评价	抑郁症	申报生产
3	阿莫西林胶囊	一致性评价	抗感染	申报生产

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

表 4:2017 年公司仿制药重点推进品种 (临床阶段)

序号	名称	注册分类	功能主治/适应症	所处状态
仿制药				
1	A024 卡巴他赛注射液	原化 3.1	实体瘤	临床 I 期
2	A149-1	原化 3.2	肠外营养	启动临床
3	中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(30%)电解质注射液	原化 3.2	肠外营养	启动临床
4	环孢素 A 脂肪乳注射液	化 2.2 和 2.4	神经系统用药	获准开展临床
5	氟比洛芬酯注射液	原化 6	止痛	获准开展临床
6	唑来膦酸注射液	原化 5	骨肿瘤及高钙血症	批准豁免临床
7	A114	化 4	抗凝血	完成 BE 研究
8	A182	原化 3.1	糖尿病	完成 BE 研究
9	A100	原化 3.1	骨质疏松	启动 BE 研究
10	A103	原化 3.1	糖尿病	完成 BE 研究
一致性评价				
1	A319-1	一致性评价	祛痰药	完成 BE 研究
2	A303	一致性评价	抗感染	完成 BE 研究
3	A301	一致性评价	抗感染	完成 BE 研究
4	A305	一致性评价	抗感染	完成 BE 研究
5	A299	一致性评价	抗病毒	完成 BE 研究

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

科伦研究院主要发展思路非常系统和清晰, 以仿制药推动创新药。在前期先研发优质仿制药作为基础和基石, 涵盖肿瘤及辅助用药、细菌感染、肠外营养、心血管、精神神经、糖尿病、麻醉等多个国内高发及高致死性疾病领域。仿制药方面随着后续获批产品的序贯而出 (30-50 个), 将极大的改善公司经营状况和盈利结构。同时系统性布局创新药开创未来。

除了上述仿制药之外, 科伦最大的看点还是在于创新小分子、生物技术药及 **NDDS (NEW DRUG DELIVERY SYSTEM)**。

创新小分子方面, 进度靠前的有

- ◆ **KL070002 (获批临床)**: KL070002 是由我公司完全自主研发的 1 类化学抗肿瘤药物 (口服)。其抗癌谱广, 对胰腺癌、非小细胞肺癌、卵巢癌、胃癌、结直肠癌、前列腺癌、膀胱癌、肝癌等多种实体瘤药效明确, 且在胰腺癌、肝癌、非小细胞肺癌单药或联合用药药效上显著优于现有一线治疗药物。
- ◆ **KL100137 脂肪乳注射液 (获批临床、用于全麻诱导)**
- ◆ **KL130008 胶囊 (申报临床、小分子靶向类风关)**

生物药方面, 目前进度最快的是西妥昔单抗生物类似物 (III 期临床), 进度靠前的有 **KL-A167 注射液 (PD-L1 单抗)**、**A168-重组抗 VEGFR2 (雷莫芦单抗类似物)**。

表 5: 科伦已申报或已批准临床的生物药物

项目名称	研发状态	项目特点
A140-重组抗表皮生长因子受体 (EGFR) 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	启动 III 期临床	已上市 <b>西妥昔单抗</b> (指南推荐西妥昔单抗用于转移性结直肠癌的一线或二线治疗) 的 <b>生物类似药, 科伦国内首家申报输液规格</b> , 可直接输注, 提高临床用药便捷性。
KL-A167 注射液 (PD-L1 单抗)	启动 I 期临床	<b>已海外授权</b> 。用于肿瘤免疫治疗的颠覆性靶点 PD-L1, 具有自主知识产权, 主要通过与肿瘤细胞表面的 PD-L1 结合, 解除肿瘤细胞免疫功能的抑制, 激活免疫功能, 从而杀伤肿瘤细胞。非临床研究数据表明, KL-A167 能有效的与 PD-L1 结合, 对结直肠癌、非小细胞肺癌等多种实体瘤药效明确, 较传统化疗具有更好耐受性和安全性。
A168-重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	获批开展临床	<b>国内首家申报的 Ramucirumab (Cyramza) 的生物类似药。Cyramza 是全球第一个获批用于治疗胃癌的靶向 VEGFR (血管内皮生长因子受体) 的全人源化单抗药物</b> , 能显著改善不可手术切除或转移性胃癌或食管连接部腺癌患者的总生存期 (OS), 2015 年全球销售额超过 3.8 亿美元, 预测 2020 年全球销售额达 13.4 亿美元。
A166 创新抗体偶联药物注射液	申报临床	注射用 A166 是全球首个通过赖氨酸定点定量偶联、具有创新连接子和高活性毒素小分子的第三代抗 HER2 ADC, 拟用于 HER2 阳性乳腺癌、胃癌等恶性肿瘤的治疗。研究数据表明: 注射用 A166 可在温和条件下实现定点定量偶联, 无需抗体工程化改造、修饰或还原, 免疫原性风险低, 工艺简单、易于放大; 产品质量均一、稳定性好; 在不同

HER2 表达水平及赫赛汀? 耐药肿瘤动物模型中的抗肿瘤活性显著优于同类已上市药物, 且具有良好的血液稳定性和肿瘤靶向性, 实现高活性毒素载荷的同时, 兼具良好的安全性和耐受性。

A157-注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白

资料补正

本品与美国 Amgen 公司的 Romiplostim 氨基酸序列一致, 采用的大肠杆菌表达系统具有成本优势, 有望解决国内患者用药可及性问题。Romiplostim 用于免疫性血小板减少性紫癜(ITP)的二线治疗, 为糖皮质激素治疗不耐受或应答不佳的 ITP 患者提供新选择, 与同类药物相比, 具有起效快、给药频率低、安全性更优等特点; 此外初步临床研究表明 Romiplostim 对化疗导致的小血小板减少 (CIT) 具有潜在的临床价值。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**NDDS 方面**, 围绕经典化疗药物的增效减毒和靶向治疗, 优秀糖尿病和精神疾病药物的缓、控释及长效制剂等研究方向, 目前进度靠前项目主要为多西他赛白蛋白纳米粒、阿立哌唑长效微晶、盐酸伊立替康脂质体。

表 6: 科伦 2017 年进度靠前的 NDDS 项目

项目名称	研发状态	项目特点
A026-2 注射用多西他赛 (白蛋白结合型)	启动 BE	本品是采用独特的白蛋白纳米粒技术平台开发的高技术内涵药物, 适应症为 <b>肺癌、乳腺癌、胃癌、胰腺癌、前列腺癌等</b> 实体瘤。与多西他赛普通注射液相比, 具有组织靶向性, 药效和安全性更优, 同时可避免普通注射液中吐温、乙醇等溶媒造成的体液滞留和过敏反应。
A029 盐酸伊立替康脂质体注射液	启动 I 期临床	脂质体可有效 <b>延长药物作用时间</b> , 增加药物在肿瘤组织的聚集, 增强抗肿瘤疗效, <b>降低毒副作用</b> 。伊立替康为结直肠癌指南推荐一线治疗药物, 普通注射液 2016 年全国市场 14 亿。
A120 阿立哌唑长效肌肉注射剂	准备开展临床	阿立哌唑为同类药物中全球销售额最高品种 (212 亿美元), <b>长效制剂每月给药一次, 显著提高患者顺应性</b> , 与同类长效制剂比较, 疗效确切, 安全性最优。

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 结论:

公司输液板块维稳、川宁项目扭亏、研发稳步推进、制剂板块未来弹性巨大。我们判断公司业绩拐点已现, 三发驱动逐步兑现, 股权激励为业绩提供保障。我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 12.37 亿元、16.08 亿元、20.13 亿元, 对应增速分别为 65.20%、30.16%、25.21%, EPS 分别为 0.86 元、1.12 元、1.40 元, 对应 PE 分别为 37X、28X、22X。维持“强烈推荐”评级。

## 风险提示:

研发进度低于预期

**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>	8748	11619	14510	19090	24632	<b>营业收入</b>	8566	11435	16638	22012	28637
货币资金	1228	1231	2496	3302	4296	<b>营业成本</b>	4855	5568	7975	10295	12910
应收账款	3559	4862	6837	9046	11769	营业税金及附加	119	185	200	264	344
其他应收款	94	73	106	141	183	营业费用	1254	3074	4808	6460	8865
预付款项	277	429	588	794	1052	管理费用	1252	1450	1895	2751	3723
存货	2133	2500	3543	4574	5735	财务费用	293	553	200	80	80
其他流动资产	767	1052	28	28	28	资产减值损失	140.91	306.37	105.00	150.00	200.00
<b>非流动资产合计</b>	14662	16369	15228	14829	14020	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	32	2138	2138	2138	2138	投资净收益	15.71	787.81	0.00	0.00	0.00
固定资产	9586	11065	10364	9677	9007	<b>营业利润</b>	668	1157	1455	2011	2516
无形资产	1021	1047	942	838	733	营业外收入	94.93	7.11	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	335	295	295	703	703	营业外支出	46.56	22.67	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	23410	27988	29738	33919	38651	<b>利润总额</b>	716	1141	1455	2011	2516
<b>流动负债合计</b>	10198	11892	17616	21797	26529	所得税	92	330	218	402	503
短期借款	2820	2720	10864	12399	13766	<b>净利润</b>	624	811	1237	1608	2013
应付账款	1358	1387	1420	1833	2299	少数股东损益	40	63	0	0	0
预收款项	59	210	1874	4075	6939	归属母公司净利润	585	749	1237	1608	2013
一年内到期的非	3278	1182	1182	1182	1182	EBITDA	2563	3489	2461	2898	3406
<b>非流动负债合计</b>	1745	4114	56	56	56	<b>EPS (元)</b>	0.41	0.52	0.86	1.12	1.40
长期借款	290	208	208	208	208	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1096	3288	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	11944	16006	17672	21853	26586	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	136	179	179	179	179	营业收入增长	10.34%	33.49%	45.50%	32.30%	30.10%
实收资本 (或股	1440	1440	1440	1440	1440	营业利润增长	16.49%	73.16%	25.80%	38.15%	25.16%
资本公积	3477	3532	3532	3532	3532	归属于母公司净利	-9.40%	28.04%	65.25%	30.03%	25.16%
未分配利润	5776	6283	5046	3438	1425	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	11330	11803	11887	11887	11887	毛利率 (%)	43.33%	51.31%	52.07%	53.23%	54.92%
<b>负债和所有者权</b>	23410	27988	29738	33919	38651	净利率 (%)	7.29%	7.09%	7.43%	7.31%	7.03%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	4.77%	2.50%	2.67%	4.16%	4.74%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	5.16%	6.34%	10.41%	13.53%	16.94%
<b>经营活动现金流</b>	1725	1103	-1725	1518	1920	<b>偿债能力</b>					
净利润	624	811	1237	1608	2013	资产负债率 (%)	51%	57%	59%	64%	69%
折旧摊销	1602	1779	0	807	809	流动比率	0.86	0.98	0.82	0.88	0.93
财务费用	293	553	200	80	80	速动比率	0.65	0.77	0.62	0.67	0.71
应收账款减少	0	0	-1975	-2209	-2723	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	1664	2201	2864	总资产周转率	0.37	0.44	0.58	0.69	0.79
<b>投资活动现金流</b>	-1789	-2279	242	-558	-200	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.07	8.33	11.85	13.53	13.86
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	16	788	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.41	0.52	0.86	1.12	1.40
<b>筹资活动现金流</b>	-610	1211	2748	-154	-726	每股净现金流 (最	-0.47	0.02	0.88	0.56	0.69
应付债券增加	0	0	-3288	0	0	每股净资产 (最新	7.87	8.20	8.25	8.25	8.25
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	76.54	60.35	36.53	28.09	22.45
资本公积增加	-198	55	0	0	0	P/B	3.99	3.83	3.80	3.80	3.80
<b>现金净增加额</b>	-674	35	1264	806	994	EV/EBITDA	20.07	14.72	22.33	19.21	16.46

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。