

证券研究报告

公司研究——跟踪报告

康恩贝（600572.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2016.08.26

李惜浣 行业分析师

执业编号：S1500512040001
联系电话：+86 10 8332 6736
邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 行业分析师

执业编号：S1500514070004
联系电话：+86 10 8332 6738
邮箱：wulinping@cindasc.com

龚琴容 研究助理

联系电话：+86 10 8332 6750
邮箱：gongqinrong@cindasc.com

相关研究

《20150827 康恩贝（600572）打造基于互联网的制药蓝筹公司》
《20160826 康恩贝（600572）专注互联网与产业协同，具有较高的安全边际》特支撑业绩快速增长》
《20141029 康恩贝（600572）拜特支撑业绩快速增长》
《20140804 康恩贝（600572）并表拜特提速植物药业务》

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

大品牌大品种工程支撑公司业绩高速增长

2018年6月5日

- **2017年以来公司业绩高速增长。**剔除珍诚医药并表因素后，2017年公司营业收入、归母净利润分别增长31.75%、61.23%；2018年一季度，营业收入和归母净利润分别增长62.51%、41.75%，高速增长趋势得以延续。公司2017年4月推动的大品牌大品种工程取得了显著效果，贡献了主要增量收入。在两票制等政策影响下，公司销售费用率增加、应收账款增加。
- **大品牌大品种工程效果显著。**执行大品牌大品种工程营销改革之后，公司大品牌大品种工程系列产品大部分销售额得到大幅度提高。2017年大品牌大品种系列产品销售收入为37.01亿元，同比增长37.98%，扣除高开的贡献后，可比增长20.12%；2018年一季度大品牌大品种工程销售收入为12.8亿元，同比增长81.85%。2017年，新增加了4个过亿品种，分别是“金笛”复方鱼腥草合剂、“康恩贝”麝香通心丸、“金康速力”乙酰半胱氨酸片和“珍视明”眼健康系列；此外，丹参川芎嗪注射液销售额破10亿，肠炎宁系列产品销售额破5亿。
- **持续布局生物药。**继公司合资控股成立杭州贝罗康、参股四川辉阳生命工程股份有限公司、远东超级实验室有限公司后，公司收购嘉和生物21.05%股权，持续布局生物药。嘉和生物主营业务为单抗及生物制品的研发及生产，控股股东为沃森生物。目前，重点在研单抗产品有10个，其中抗HER2人源化单抗、英夫利昔单抗生物类似药和贝伐珠单抗生物类似药处于III期临床试验中，对应原研药全球市场销售额都是几十亿美元，属于大品种。
- **丹参川芎嗪注射液呈现企稳回升态势。**2017年，参川芎嗪注射液销售数量同比下降约10%，销售收入为10.35亿元，同比增长65.72%，剔除高开因素后，同比下降10.99%。通过进一步开发基层市场及民营市场，销售下降得到扭转，呈现企稳回升态势，2018年一季度销量同比增长6.68%，实现销售收入3.7亿元，同比增长161.12%，剔除高开因素可比口径增长7.68%。
- **医药电商业务经营良好。**公司在天猫、京东等电商平台开设了“珍视明”品牌旗舰店，围绕“珍视明”品牌，开发眼健康新市场。此外，前列康系列产品聚焦阿里健康和京东两大平台。2018年一季度，公司医药电商销售收入为6465万元，同比增长85%。
- **盈利预测：**鉴于公司大品牌大品种工程效果显著、医药电商业务经营良好、核心品种丹参川芎嗪注射液呈现企稳回升态势以及公司持续布局生物药领域，我们预测公司2018-2020年全面摊薄后EPS分别为0.30、0.35和0.39元，给予“增持”评级。

➤ **风险因素：** 并购公司整合进度低于预期；主要产品招标价格下降；新药研发的不确定性；渠道拓展不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,020.37	5,293.97	6,530.65	7,902.92	9,607.85
增长率 YoY %	13.55%	-12.07%	23.36%	21.01%	21.57%
归属母公司净利润(百万元)	441.07	711.12	802.08	925.06	1,047.64
增长率 YoY%	0.16%	61.23%	12.79%	15.33%	13.25%
毛利率%	47.97%	72.63%	75.87%	75.12%	74.30%
净资产收益率 ROE%	10.25%	12.41%	13.08%	13.90%	14.34%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.27	0.30	0.35	0.39
市盈率 P/E(倍)	44	27	24	21	19
市净率 P/B(倍)	4.3	3.4	3.2	2.9	2.7

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年6月4日收盘价

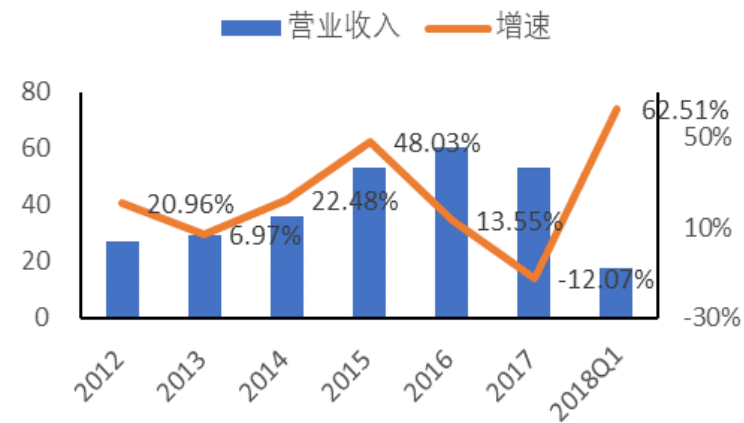
2017 年以来公司业绩高速增长

2017 年度，公司实现营业收入 52.94 亿元，较上年同期减少 12.07%，剔除 2016 年末处置的珍诚医药并表因素后，按可比口径算，营业收入同比增长 31.75%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.11 亿元，同比增长 61.23%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 6.98 亿元，同比增长 43.29%。

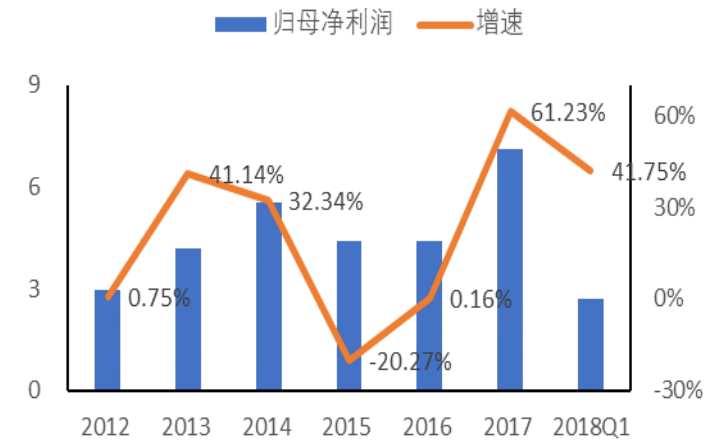
2018 年一季度，公司实现营业收入 17.82 亿元，同比增长 62.51%，环比增长 17.99%；其中医药工业营业收入 17.38 亿元，占营业收入的 97.52%，同比增长 67.32%；实现归属于上市公司股东净利润 2.68 亿元，同比增长 41.75%，环比增长 157.63%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.30 亿元，同比增长 20.15%，环比增长 114.33%。扣除拜特贡献后，2018 年一季度营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别增长 48.08%、61.62%、22.75%。2017 年和 2018 年一季度，公司均是中药工业企业增长龙头；2017 年增速位居 A 股和 H 股医药工业上市公司第三位；2018 年一季度增速位于 A 股和 H 股医药工业上市公司第二位。

2017 年以来公司经营业绩分析：

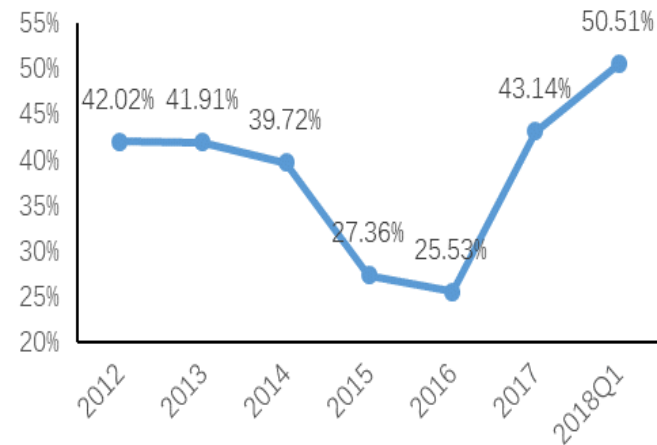
- (1) 大品牌大品种工程贡献主要增量收入。公司于 2017 年 4 月启动大品牌大品种工程，计划用 5 年时间至少培育 10 个销售额达到或超过 10 亿的大品牌大品种。启动以来，取得了良好的开局，部分品牌产品市场营销取得显著突破。纳入大品牌大品种工程的系列产品 2017 年销售收入为 37.01 亿元，同比增长 37.98%；2018 年一季度销售收入为 12.80 亿元，同比增长 81.85%。
- (2) 销售费用率增加。公司开展大品牌大品种工程，进行营销改革。在医保控费、药品零加成背景下，公立医院终端增量受到限制，为了减低这些医药政策对公司业绩的影响，公司加大基层医院、民营医药以及 OTC 终端的覆盖，同时加大专业化推广力度，导致销售费用大幅度增加，增加的 7.89 亿销售费用中有 4.4 亿是专业化推广费用。2017 年公司销售费用率为 43.14%，较 2016 年增加了 5.92 个百分点；2018 年一季度销售费用率继续增加至 50.51%。截止目前，各地两票制几乎已经全部实施，两票制对医药工业销售费用率的影响已经逐渐稳定，预计未来公司销售费用率大概稳定在 50%到 52%之间。
- (3) 应收账款增加。2017 年公司应收账款金额为 9.13 亿，较 2016 年增加了 3.9 亿（拜特有 2.5 亿），同比增长了 73.84%。应收账款增幅高于营业收入增幅，主要是“两票制”背景下，处方药由低开转向高开。

图 1：2012-2018Q1 公司营业收入（亿元）及增速（%）


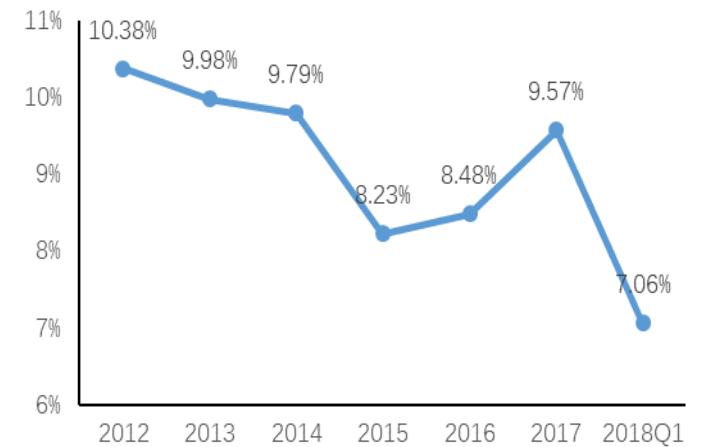
资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 2：2012-2018Q1 公司归母净利润（亿元）及增速（%）


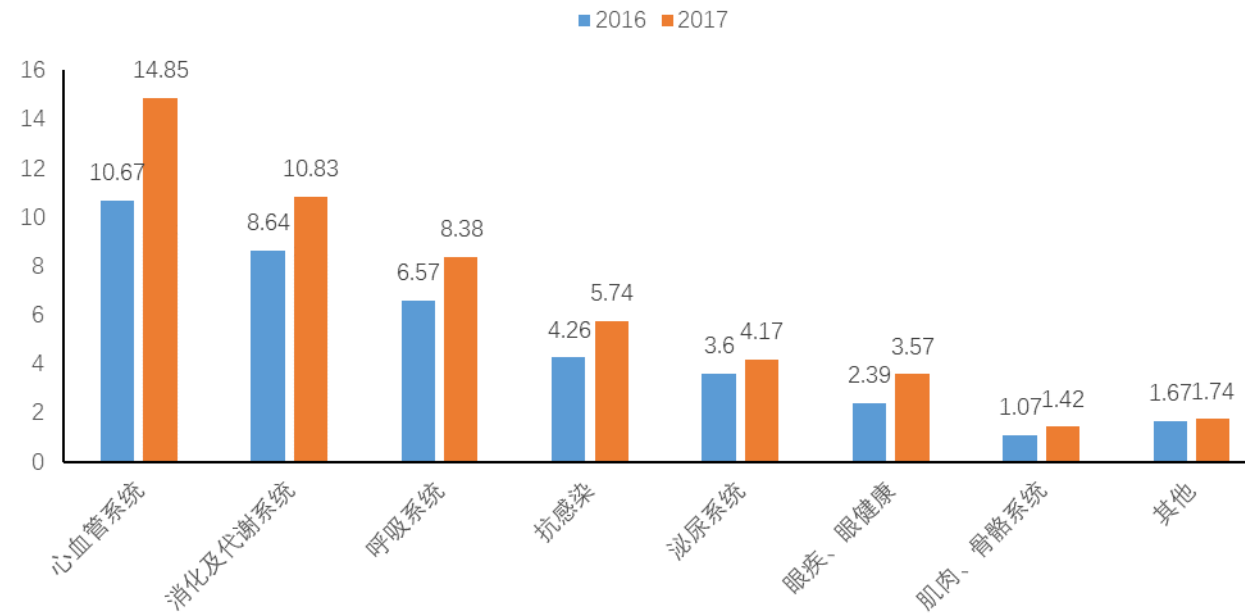
资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 3：2012-2018Q1 公司销售费用率


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 4：2012-2018Q1 公司管理费用率


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

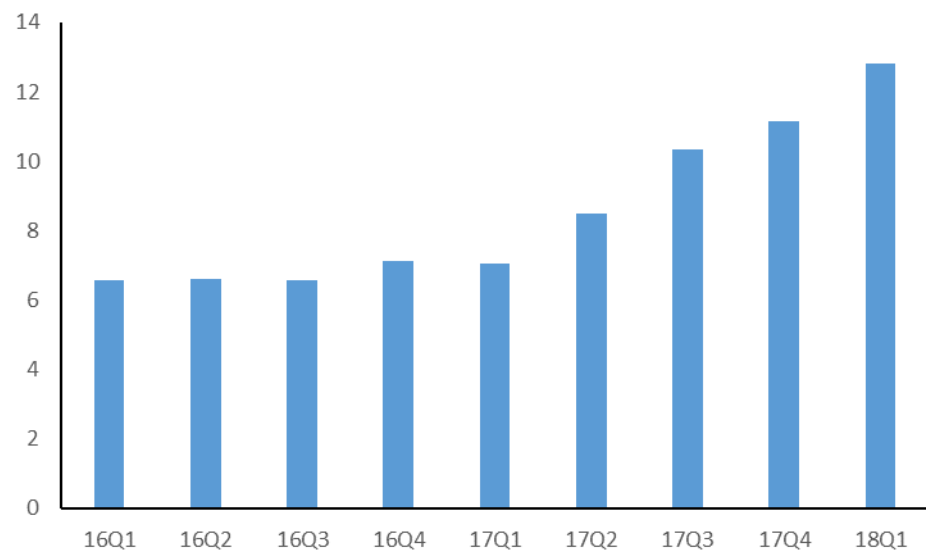
图 5：公司重点品种治疗领域收入（亿元）


资料来源：信达证券研发中心整理；

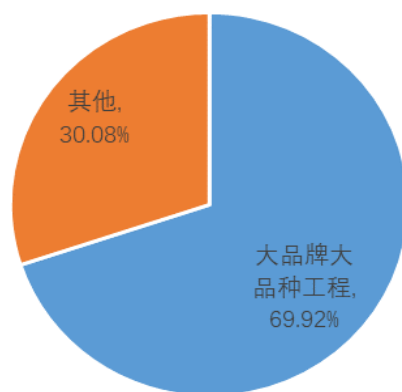
大品牌大品种工程效果显著

公司于 2017 年 4 月启动了大品牌大品种工程，聚焦核心品种，扩大终端覆盖，提高核心产品销量。2017 年大品牌大品种系列产品销售收入为 37.01 亿元，同比增长 37.98%，扣除两票制带来的高开贡献后，可比增长 20.12%，占总营业收入的 69.92%，同比增加 3.16 个百分点。2017 年，新增加了 4 个过亿品种，分别是“金笛”复方鱼腥草合剂、“康恩贝”麝香通心丸、“金康速力”乙酰半胱氨酸片和“珍视明”眼健康系列；此外，丹参川芎嗪注射液销售额破 10 亿，肠炎宁系列产品销售额破 5 亿。2018 年一季度大品牌大品种工程销售收入为 12.8 亿元，同比增长 81.85%，扣除两票制带来的高开贡献后，可比增长 50.98%；占总营业收入 71.84%。从各个季度数据来看，执行大品牌大品种工程营销改革之后，相关系列产品销售额确实得到大幅度提升。

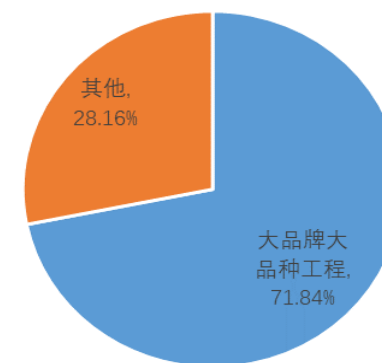
- **OTC 品种：**在公立医院药品零加成以及医保控费的大背景下，OTC 终端产品销量出现井喷式增长，其中肠炎宁系列产品 2017 年销售收入为 5.32 亿元，同比增长了 64%，零售终端市场份额由 2016 年的 11.82% 提高到 14.75%，2018 年一季度销售收入为 2.04 亿元，同比增长 135.78%，继续保持市场“胃肠道及代谢——止泻药，肠道抗炎/抗感染药”品类第一的市场地位；复方鱼腥草合剂 2017 年销售收入达 1.78 亿元，同比增长 140%，首次进入“呼吸系统——咽喉用制剂”品类 TOP10，位列第六，零售终端市场份额也由 1.13% 上升至 3.29%，2018 年一季度销售收入为 1.42 亿元，同比增长 385.92%；珍视明牌滴眼液及眼健康系列产品 2017 年销售收入达 3.1 亿元，同比增长 58.8%，2018 一季度增速保持 40% 以上。
- **处方药：**处方药中，三七药酒 2017 年销售收入为 4260 万元，同比增长 145%，在相关品类市场中位列第 20 名，较上年提升了 67 位，2018 年一季度销售收入为 1981 万元，同比增长 481.39%；新纳入 2017 版国家医保的汉防己甲素片 2017 年销售收入为 2.35 亿元，同比增长 32.84%；麝香通心滴丸 2017 年销售收入为 1.17 亿元，销售首次过亿，同比增长 38.55%；“金奥康”奥美拉唑 2017 年销售收入为 4.71 亿元，增长近 10%；“天保宁”牌银杏叶制剂系列因政策及医院市场变化等不利影响，2017 年实现销售收入 2.39 亿元，同比下降 9.68 %。

图 6：2016-2018Q1 大品牌品种工程销售收入（亿元）


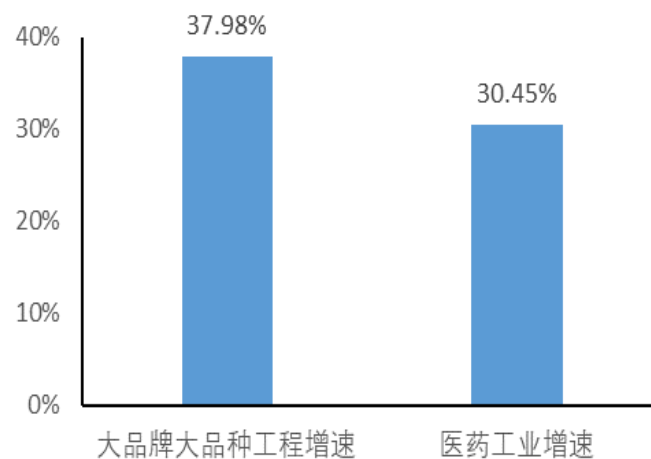
资料来源：信达证券研发中心整理

图 7：2017 年收入结构


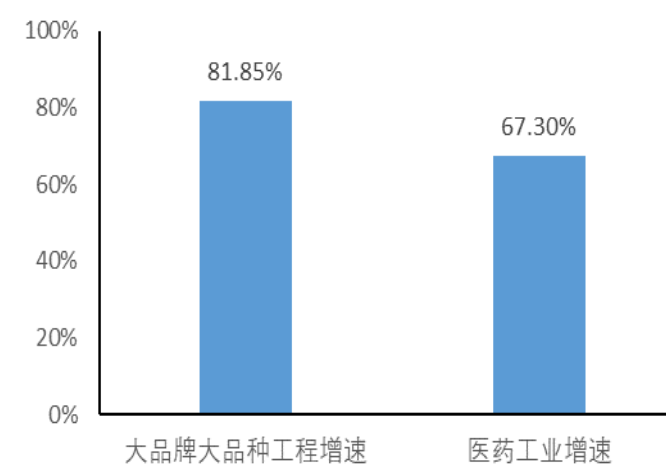
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 8：2018 年一季度收入结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 9：2017 年大品牌品种工程增速及公司医药工业增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 10：2018 年一季度大品牌品种工程增速及公司医药工业增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

表 1：公司大品牌大品种工程

品牌	品种	是否处方药	基药	国家医保	2017 年销售额 (增速)	2017 年销售量 (增速)	市场份额	2018Q1 销售收入 (增速)
旭彤	丹参川芎嗪注射液	处方	否	否	10.35 亿 (65.72%)	8,070.63 万支 (-10.42%)		6.68%
康恩贝	肠炎宁系列产品	处方+OTC	否	否	5.32 亿 (64%)	7,658.70 万盒 (72.90%)	第一	2.04 亿 (135.78%)
康恩贝	麝香通心滴丸	处方	否	否	1.17 亿 (38.55%)	596.31 万盒 (41.07%)		40%+
康恩贝	三七药酒	处方	否	否	4260 万 (145%)		第 20	1981 万 (481.39%)
天保宁	银杏系列产品 (含提取物、保健品)	处方	是	否	2.39 亿 (9.68%)	1,896.40 万盒 (-6.90%)		13%
金奥康	奥美拉唑系列产品	处方	是	是	4.71 亿 (10%)	1,573.27 万盒 (14.04%)		
金笛	复方鱼腥草合剂	OTC			1.78 亿 (140%)	1,458.43 万瓶 (80.62%)	第六	1.42 亿 (385.92%)
前列康	普乐安	处方+OTC	是	否		1,806.66 万盒		47%

							(-11.54%)
	坦洛新		是	是			
	黄莪		否	否			
珍视明	滴眼液及眼健康系 列产品	OTC	否	否	3.1 亿 (58.8%)	956.59 万盒 (滴眼液) (13.07%)	(40%+)
金康速力	汉防己甲素片	处方	否	否	2.35 亿 (32.84%)	485.28 万盒 (33.22%);	
	乙酰半胱氨酸片			是		531.85 万盒 (12.48%)	66%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

持续布局生物药

公司主要通过外延并购，取得产品生产批文，拓展产品线。2012 年开始，通过合资控股成立杭州贝罗康、参股四川辉阳生命工程股份有限公司、远东超级实验室有限公司，探索投资生物药。公司于 2018 年 4 月 26 日，发布公告收购嘉和生物 21.05% 股权，布局生物药板块，实现医药工业中药和植物药、化学药及生物药三大板块布局。

嘉和生物成立于 2007 年，主营单抗及生物制品的研究、开发与生产，控股股东是沃森生物，直接持有 70.68% 股权。在研产品包括单抗生物类似药和单抗创新药两大类，其中后者主要以快速跟进药和生物改良药为主；主要适应症包括肿瘤、自身免疫性疾病和代谢类疾病等重大疾病。同时，也在探索拓展其他创新单抗、双特异抗体、细胞治疗等生物制品药物和新技术领域。

目前重点在研单抗产品有 10 个，其中 8 个产品已获得临床试验批件，正在展开临床试验，有 3 个产品处于 III 期临床试验中；有 1 个产品处于临床审批中；1 个产品在国内申报临床之后又撤回；多个产品在国外（澳大利亚和韩国）同步开展临床试验。

目前处于 III 期临床试验阶段的产品为：抗 HER2 人源化单抗（同类药商品名：赫赛汀，Herceptin），英夫利昔单抗生物类似药（原研药商品名：类克，Remicade）和贝伐珠单抗生物类似药（原研药商品名：安维汀，Avastin），对应原研药全球市场销售额都是几十亿美元，属于大品种。同时，嘉和生物的抗 PD-1 单抗也即将开展多个适应症的临床 II、III 期试验。未来 2-3 年，我们预计有品种上市。

表 2: 嘉和生物在研产品线

产品种类	产品名称	研发阶段	国内其他在研厂家及所处阶段	申请上市厂家数量	已批准上市厂家数量	原研药及厂家	原研药生产厂家 2017 年全球销售额	适应症
生物改良药	抗 HER2 人源化单抗 (GB221)	III 期临床试验	华兰生物 (I 期)、上海复宏汉霖 (III 期)、正大天晴药业	2 (罗氏制药、三生国健)	1 (罗氏制药, 进口产品, 文号有效)	赫赛汀 (曲妥珠单抗); 罗氏制药	71.57 亿美元 (罗氏)	Her-2 阳性乳腺癌
生物类似药	英夫利昔单抗生物类似药 (GB242)	III 期临床试验		3 (西安杨森、强生制药、上海百迈博)	1 (强生制药, 进口产品, 文号过期)	英夫利昔单抗 (类克); 强生制药	63.15 亿美元 (强生)	克罗恩病、类风湿性关节炎、溃疡性结肠炎、强直性脊柱炎、银屑病关节炎、儿童克罗恩病
	GB232	目前在韩国进行 I 期临床试验, 国内已停止。	华兰生物 (I 期)、通化东宝 (I 期)、百奥泰 (III 期)、雅培制药 (II 期、III 期)	2 (艾伯维、雅培制药)	2 (艾伯维, 进口产品, 文号有效; 雅培制药, 进口产品, 文号过期)	阿达木单抗 (修美乐); 艾伯维	184.27 亿美元 (艾伯维)	类风湿性关节炎、幼年特发性关节炎、银屑病关节炎、强直性脊柱炎、克罗恩病、斑块状银屑病
	贝伐珠单抗生物类似药 (GB222)	III 期临床试验	罗氏制药 (III 期)、恒瑞医药 (I 期、III 期)、正大天晴	1 (罗氏制药)	1 (罗氏制药, 进口产品, 文号有效)	贝伐珠单抗 (阿瓦斯汀); 罗氏制药	68.24 亿美元 (罗氏)	结直肠癌, 乳腺癌, 非小细胞肺癌, 肾脏癌, 卵巢癌, 神经胶质母细胞瘤
	GB241	I 期临床试验阶段	华兰生物 (I 期)、正大天晴 (I 期)、鲁南新时代、珠海市丽珠单抗 (I 期)、信达生物制药 (I 期、III 期)、北京天广实 (I 期、II 期)、神州细胞工程 (I 期、II 期、III 期)、上海复宏汉霖 (I 期、III 期)、罗氏制药 (III 期)	2 (三生国健、上海复宏汉霖)	1 (罗氏制药, 进口产品, 文号有效)	利妥昔单抗 (美罗华)	73.88 亿瑞士法郎 (罗氏)	CD20 阳性非霍奇金淋巴瘤患者
生物创新	GB224	I 期临床试验阶段				注射用重组抗 IL-6 单克隆抗		肿瘤及自身免疫

药				体		
GB226	I 期临床试验阶段	上海复宏汉霖（申请临床）	0	0	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体	中国晚期和/或复发实体瘤/淋巴瘤患者
GB223	2017 年 12 月与 2018 年 1 月分别获两个不同适应症的临床试验批件。	罗氏制药（III 期）	1（罗氏制药）	0	人源化单抗	骨质疏松及癌症骨转移后骨风险事件的预防
GB235	2018 年 2 月获中国临床试验批件				新型抗 HER2 人源化单抗	Her-2 阳性乳腺癌
GB251	临床批件审评中				HER2 单抗偶联药物	Her-2 阳性乳腺癌

资料来源：公司公告，Insight，各公司官网，信达证券研发中心整理

丹参川芎嗪注射液呈现企稳回升态势

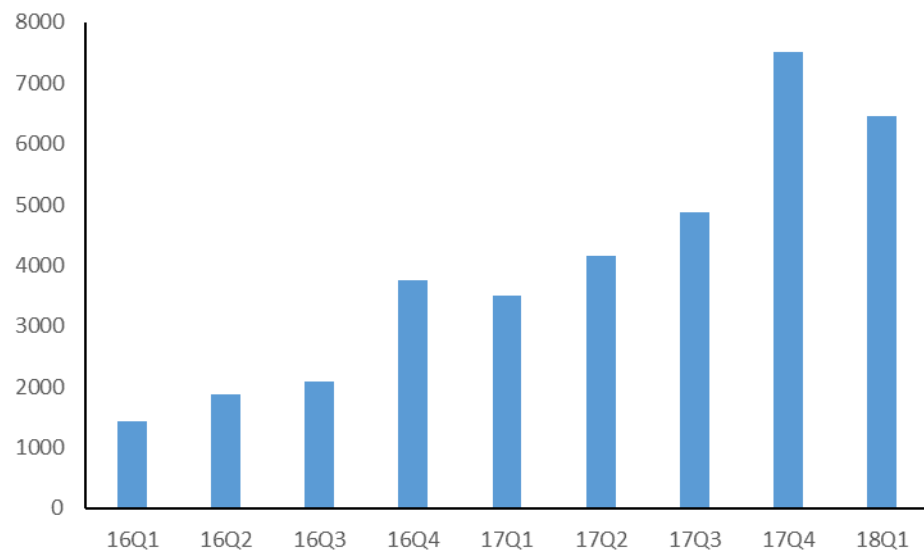
公司先后收购贵州拜特 51% 股权、49% 股权，贵州拜特成为公司全资子公司。通过收购贵州拜特，获得丹参川芎嗪注射液生产批文，该产品具有降血脂、抗凝及调整血管舒缩功能，主要用于闭塞性脑血管疾病，如脑供血不全、脑血栓形成、脑栓塞及其他缺血性心血管疾病，如冠心病的胸闷、心绞痛、心肌梗塞、缺血性中风、血栓闭塞性脉管炎等症。

2017 年，参川芎嗪注射液销售数量同比下降约 10%，销售收入为 10.35 亿元，同比增长 65.72%，其中逐步执行“两票制”下的价格政策带来的销售收入增加额为 4.79 亿元，剔除该因素可比口径销售收入为 5.5 亿元，同比下降 10.99%，主要是受医保控费、辅助用药限制等政策限制影响，公立医院市场下滑。通过进一步开发基层市场及民营市场，销售下降得到扭转，呈现企稳回升态势，2018 年一季度销量同比增长 6.68%，实现销售收入 3.7 亿元，同比增长 161.12%，其中逐步执行“两票制”下的价格政策带来的销售收入增加额为 21,732 万元，剔除该因素可比口径增长 7.68%。

医药电商业务经营良好

公司在天猫、京东等电商平台开设了“珍视明”品牌旗舰店，围绕“珍视明”品牌，开发眼健康新市场。此外，前列康系列产品聚焦阿里健康和京东两大平台。对于“珍视明”系列产品，线上主要销售眼罩、眼贴等产品，药品主要还是通过线下销售。2018年一季度，公司医药电商销售收入为6465万元，同比增长85%。

图 11：公司医药电商 2016-2018Q1 销售收入（万元）



资料来源：信达证券研发中心整理

盈利预测及投资评级

鉴于公司大品牌大品种工程效果显著、医药电商业务经营良好、核心品种丹参川芎嗪注射液呈现企稳回升态势以及公司持续布局生物药领域，我们预测公司 2018-2020 年归属于上市公司股东的净利润分别为 8.02 亿元、9.25 亿元、10.48 亿元，按照最新股本计算全面摊薄后 EPS 分别为 0.30、0.35 和 0.39 元，最新股价对应的 PE 为 24、21、19 倍，给予公司“增持”评级。

风险因素

并购公司整合进度低于预期；主要产品招标价格下降；新药研发的不确定性；渠道拓展不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,833.96	4,661.84	4,658.97	5,051.73	5,619.81
货币资金	1,912.06	2,167.95	1,761.56	1,555.01	1,366.66
应收票据	391.30	416.45	523.81	633.88	770.63
应收账款	524.16	911.20	1,124.05	1,360.25	1,653.70
预付账款	43.66	26.11	28.39	35.43	44.50
存货	664.16	911.67	992.68	1,238.70	1,555.85
其他	298.63	228.47	228.47	228.47	228.47
非流动资产	4,661.25	4,758.38	5,273.95	5,606.90	5,937.46
长期投资	567.66	564.91	564.91	564.91	564.91
固定资产	1,960.27	2,260.34	2,532.71	2,585.06	2,583.38
无形资产	481.91	464.98	447.38	429.11	410.16
其他	1,651.41	1,468.14	1,728.93	2,027.82	2,379.00
资产总计	8,495.21	9,420.22	9,932.91	10,658.63	11,557.27
流动负债	2,709.54	2,326.17	2,415.61	2,591.83	2,815.15
短期借款	856.80	486.00	486.00	486.00	486.00
应付账款	283.40	313.15	330.89	412.90	518.62
其他	1,569.34	1,527.03	1,598.72	1,692.93	1,810.53
非流动负债	1,297.46	1,250.39	1,250.39	1,250.39	1,250.39
长期借款	42.25	17.25	17.25	17.25	17.25
其他	1,255.21	1,233.13	1,233.13	1,233.13	1,233.13
负债合计	4,007.00	3,576.56	3,666.00	3,842.22	4,065.54
少数股东权益	183.59	114.73	136.00	160.53	188.32
归属母公司股东权益	4,304.62	5,728.93	6,130.92	6,655.88	7,303.42
负债和股东权益	8495.21	9420.22	9932.91	10658.63	11557.27

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,020.37	5,293.97	6,530.65	7,902.92	9,607.85
同比	13.55%	-12.07%	23.36%	21.01%	21.57%
归属母公司净利润	441.07	711.12	802.08	925.06	1,047.64
同比	0.16%	61.23%	12.79%	15.33%	13.25%
毛利率	47.97%	72.63%	75.87%	75.12%	74.30%
ROE	10.25%	12.41%	13.08%	13.90%	14.34%
摊薄 EPS(元)	0.17	0.27	0.30	0.35	0.39
P/E	44	27	24	21	19
P/B	4.3	3.4	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	21.29	15.97	14.31	12.77	11.58

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,020.37	5,293.97	6,530.65	7,902.92	9,607.85
营业成本	3,132.50	1,449.02	1,575.69	1,966.19	2,469.61
营业税金及附加	75.10	96.65	119.22	144.27	175.40
营业费用	1,536.92	2,283.65	3,265.32	3,951.46	4,803.93
管理费用	510.54	506.56	457.15	474.18	576.47
财务费用	101.11	62.96	49.89	51.23	54.74
资产减值损失	95.91	27.48	32.03	39.21	48.26
公允价值变动收益	-68.93	315.81	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-23.30	-335.84	-52.19	-137.11	-175.05
营业利润	476.06	906.82	979.16	1,139.28	1,304.41
营业外收入	77.24	4.08	49.33	43.55	32.32
营业外支出	18.80	14.79	17.74	17.11	16.54
利润总额	534.49	896.12	1,010.75	1,165.72	1,320.18
所得税	130.35	166.14	187.39	216.13	244.76
净利润	404.14	729.97	823.36	949.59	1,075.42
少数股东损益	-36.93	18.86	21.27	24.53	27.78
归属母公司净利润	441.07	711.12	802.08	925.06	1,047.64
EBITDA	864.59	1,183.86	1,349.22	1,529.06	1,701.34
EPS (摊薄)	0.17	0.27	0.30	0.35	0.39

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	969.71	712.27	896.05	1,022.11	1,092.46
净利润	404.14	729.97	823.36	949.59	1,075.42
折旧摊销	232.33	219.64	269.38	299.01	314.44
财务费用	97.76	68.10	69.09	64.33	66.71
投资损失	23.30	418.36	52.19	137.11	175.05
营运资金变动	72.79	-366.00	-346.11	-462.30	-581.37
其它	139.38	-357.81	28.14	34.36	42.20
投资活动现金流	480.96	-537.82	-833.24	-764.24	-813.99
资本支出	-231.35	-287.04	-781.05	-627.12	-638.94
长期投资	86.29	-122.20	-52.19	-137.11	-175.05
其他	626.02	-128.58	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-702.37	63.54	-469.19	-464.43	-466.81
吸收投资	4.00	1,084.00	0.00	0.00	0.00
借款	-1,365.00	-388.30	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	335.21	321.71	469.19	464.43	466.81
现金净增加额	750.02	236.75	-406.39	-206.55	-188.35

研究团队简介

李惜浣，药学学士，工商管理硕士，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，2012年加入信达证券研究开发中心。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券研究开发中心。

龚琴容，北京师范大学物理学学士，北京大学理论物理专业博士，2017年加入信达证券研究开发中心。

医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
赛升药业	300485	康恩贝	600572	天坛生物	600161	利德曼	300289
通化东宝	600867	嘉事堂	002462	博晖创新	300318	乐普医疗	300003
同仁堂	600085	昆明制药	600422	天士力	600535	羚锐制药	600285

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。