

收入端提速，二线品种高速增长，销售及研发投入加大

——信立泰（002294）点评

2018年10月28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 年三季度报告，2018 年前三季度公司实现营业收入 35.35 亿元，同比增长 13.96%；归属于上市公司股东的净利润 11.50 亿元，同比增长 5.12%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 11.08 亿元，同比增长 3.71%，实现 EPS 为 1.10 元。

Q3 公司实现营业收入 12.68 亿元，同比增长 18.79%；归属于上市公司股东的净利润 3.60 亿元，同比下降 0.91%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3.45 亿元，同比下降 3.46%，实现 EPS 为 0.34 元。

公司公告 2018 年全年经营预告，预计归母净利润 14.52 亿元至 15.97 亿元，同比增速 0-10%，即 Q4 单季度业绩区间 3.02-4.47 亿。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	972.21	1062.47	1067.39	1051.71	1126.39	1140.71	1268.01
增长率（%）	6.23%	8.79%	13.85%	4.73%	15.86%	7.36%	18.79%
毛利率（%）	79.43%	79.38%	82.61%	82.84%	81.25%	79.32%	81.51%
期间费用率（%）	32.48%	39.36%	41.23%	44.54%	37.67%	39.76%	48.49%
营业利润率（%）	45.49%	38.11%	40.00%	41.88%	43.94%	38.77%	33.15%
净利润（百万元）	372.68	350.73	360.25	353.22	411.46	376.67	359.19
增长率（%）	04.21%	04.73%	04.86%	-00.21%	10.41%	7.40%	-0.29%
每股盈利（季度，元）	0.36	0.34	0.35	0.34	0.40	0.36	0.34
资产负债率（%）	14.77%	10.78%	10.89%	10.28%	8.4%	8.28%	13.99%
净资产收益率（%）	6.39%	6.44%	6.20%	5.74%	6.64%	6.00%	5.82%
总资产收益率（%）	5.45%	5.74%	5.53%	5.15%	6.35%	5.45%	5.05%

观点:

1、收入端提速, 氯吡格雷稳健, 二线品种高速增长, 三季度费用增多

公司前三季度收入 35.35 亿元, 同比增长 13.96%; 业绩 11.50 亿元, 同比增长 5.12%, 收入端略超市场预期, 业绩稳健符合预期。公司研发的投入力度、销售费用投入持续加大, 导致利润增速低于收入增速。

从季度的角度, Q1-Q3 收入分别为 11.26 亿、11.40 亿、12.68 亿, 增速分别为 15.86%、7.36%、18.79%; 收入端逐季向好, 三季度单季度收入增速 18.79%略超预期。

分产品来看:

- ◆ **氯吡格雷** 增速 12%左右, 主要驱动来自氯吡格雷重回广东市场, 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** 高速增长趋势延续, 增速 50%以上, 全年预计 2.5-3 亿收入可期。
- ◆ **阿利沙坦酯** 放量迅速, 前三季度收入 6000 万以上, 全年过亿可期。

从费用端的角度: 公司前三季度研发费用 2.99 亿, 较去年同期增加 7398.05 万, 增速 32.81%, 远远快于收入增速, 研发投入力度持续加大。除研发支出外的管理费用也比去年增加 5260.82 万, 增速 46.18%, 主要是无形资产摊销(阿利沙坦酯今年开始无形资产摊销)以及管理人工成本增加所致。销售费用投入力度也有所加大。

财务指标方面, 公司前三季度销售费用率为 29.32%, 与去年同期(27.24%)相比, 上升 2.08pp, 阿利沙坦酯和比伐卢定的推广期费用投入较多; 管理费用率为 13.18%, 比去年同期的 10.94%上升 2.24pp, 一方面是研发投入力度大, 一方面是有阿利沙坦酯的无形资产摊销。公司综合毛利率 80.72%, 相较于去年同期 80.51%略有上升, 收入结构持续优化。

公司全年业绩区间 0-10%, 我们判断大概率收入接近 15%, 利润个位数主要还是费用投入较多。展望 2018, 公司收入端增长驱动如下:

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、河南、山东、安徽、四川五个省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、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、研发投入不断加大，坚持心血管方向，18-19年聚焦丰富产品线

公司前三季度研发费用2.99亿元，同比增长32.81%。目前公司替格瑞洛（泰仪®）已获得《药品注册批件》，为国内首家仿制并获批上市，取得市场先机，未来也将成为10亿级别品种。

公司目前研发团队超过600人，化药、生物药、器械均有布局，为公司长期发展提供源源动力。公司抗心衰创新药S086、生物药“重组胰高血糖素样肽-1-Fc融合蛋白注射液”申报临床已获得临床批件（二季度CDE受理，三季度获得批件）；甲磺酸伊马替尼、奥美沙坦酯、盐酸莫西沙星等项目申报生产获CDE受理，目前分处于不同的审评阶段；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”获得临床批件。

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，我们认为未来5年，公司作为优质仿制药龙头，18-19年心血管仿制药产品线有望持续丰富（匹伐他汀、贝那普利、奥美沙坦、瑞舒伐他汀等），形成梯队，同时通过一致性评价不断巩固地位。

在器械领域，公司通过海内外项目引进，快速获得多个优秀的医疗器械产品或产品的独家经营权，产品梯队业已形成。

- ◆ 公司收购苏州桓晨100%股权，获得“Alpha Stent 药物洗脱冠脉支架系统”，并将以此为基石，形成器械协同，为PCI手术提供全面治疗方案。
- ◆ 在外周血管领域，公司获得Mercator MedSystems, Inc. 创新产品“Bullfrog®微针输送系统”在中国大陆地区的独家许可经营权，以及M. A. MED ALLIANCE SA“雷帕霉素药物洗脱球囊Selution™”相关知识产权、技术信息在中国大陆地区的独家许可使用权。
- ◆ 公司参股金仕生物，获得其在研“生物介入瓣（TAVI）”全国销售代理权的优先选择权，丰富结构性心脏病领域的产品线；
- ◆ 参股锦江电子，战略布局有源心电生理领域。借助公司在心血管领域浸淫多年的品牌积累、专业的学术平台优势，将进一步提升公司在心血管领域综合解决方案的地位。

结论：

公司是优质仿制药企业，研发投入排名全国前列。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 15.44 亿元、17.78 亿元、20.50 亿元，对应增速分别为 6.33%，15.20%，15.29%，EPS 分别为 1.48 元、1.70 元、1.98 元，对应 PE 分别为 17X、15X、13X。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
流动资产合计	3651	3716	6246	8535	11163	营业收入	3833	4154	4874	5733	6726
货币资金	1714	829	3960	5821	7947	营业成本	950	785	926	1147	1412
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	1413	1651	1944
预付款项	37	58	76	99	127	管理费用	362	507	707	831	942
存货	323	478	335	415	511	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
非流动资产合计	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	营业利润	1631	1715	1765	2033	2344
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
资产总计	6534	6864	8582	10701	13157	利润总额	1650	1715	1795	2068	2384
流动负债合计	969	573	1038	1627	2319	所得税	260	278	251	290	334
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1390	1437	1544	1778	2050
应付账款	77	91	56	69	85	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	1544	1778	2050
一年内到期的非流	15	15	15	15	15	EBITDA	2666	2747	1933	2203	2516
非流动负债合计	106	133	56	56	56	EPS (元)	1.33	1.39	1.48	1.70	1.96
长期借款	45	30	30	30	30	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1074	706	1094	1684	2376	成长能力					
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%	2.94%	15.17%	15.31%
资本公积	182	161	161	161	161	归属于母公司净利润	10.31%	3.97%	6.33%	15.20%	15.29%
未分配利润	3605	4325	5035	5853	6796	获利能力					
归属母公司股东权	5360	6053	7383	8912	10675	毛利率(%)	75.22%	81.10%	81.00%	80.00%	79.00%
负债和所有者权	6534	6864	8582	10701	13157	净利率(%)	36.26%	34.59%	31.67%	31.02%	30.48%
现金流量表						单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)	12.90%	21.37%	21.15%	17.99%	16.62%
经营活动现金流	1435	1458	2759	2095	2397	ROE(%)	26.05%	23.99%	20.91%	19.95%	19.21%
净利润	1390	1437	1544	1778	2050	偿债能力					
折旧摊销	1067	1053	0	170	172	资产负债率(%)	16%	10%	13%	16%	18%
财务费用	-31	-21	0	0	0	流动比率	3.77	6.48	6.02	5.25	4.81
应收账款减少	0	0	-166	-176	-204	速动比率	3.44	5.65	5.70	4.99	4.59
预收帐款增加	0	0	487	573	673	营运能力					
投资活动现金流	-530	-1203	662	15	17	总资产周转率	0.64	0.62	0.63	0.59	0.56
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	5	5	5	5	5
长期股权投资减少	0	0	261	0	0	应付账款周转率	31.09	49.39	66.20	91.78	87.21
投资收益	-1	23	10	15	17	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-200	-1133	-290	-249	-287	每股收益(最新摊薄)	1.33	1.39	1.48	1.70	1.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	0.67	-0.84	2.99	1.78	2.03
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.12	5.79	7.06	8.52	10.21
普通股增加	0	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	-21	0	0	0	P/E	18.64	17.83	16.80	14.58	12.65
现金净增加额	705	-879	3131	1861	2127	P/B	4.84	4.28	3.51	2.91	2.43
						EV/EBITDA	9.10	9.15	11.39	9.15	7.17

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。