



## 业绩增速加快，盈利能力改善 ——辅仁药业（600781）事件点评

2018年10月31日

推荐/首次

辅仁药业 | 事件点评

### 事件：

2018年10月26日，公司发布三季度报告：公司2018年前三季度营业收入47.67亿元，同比增长12.46%；归属上市公司股东净利润7.31亿元，同比增长154.02%；归属上市公司股东扣非净利润为6.68亿元，同比增长5599.88%；

### 主要观点：

#### 1. 业绩大幅增加，Q3业绩增速加快

公司2018前三季度收入增长12.46%，归母净利润增长154.02%，收入端增长情况与上半年基本保持了一致，利润端增速加快。单独拆分Q3，公司收入16.59亿元，归母净利润2.80亿元，扣非归母净利润2.65亿元，按照追溯调整后的报表数据计算，分别增长9.00%，267.61%和2128.76%，利润端实现了超高速增长。与Q2相比，公司利润端继续改善，无论是归母净利润的绝对值（环比+0.13亿元），还是同比增速（环比+164.16PP），均呈现向好趋势。公司Q3的业绩高增长表明，公司在合并开封制药后，经营层面出现明显变化，业绩增速有望在未来继续加快。

#### 2. 毛利率明显提高，销售费用率有所上升，盈利能力得到改善

公司2018前三季度的净利率为15.39%，相较去年同期上升2.27个PP（按追溯后数据计算，下同），主要是毛利率的提高。公司前三季度毛利率为45.72%，相较2017年同期提高6PP，毛利率明显提高。2018前三季度，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为13.08%，5.14%，3.37%，3.68%，相较17年同期分别+3.54PP，-0.21PP，+0.45PP，-0.25PP，销售费用率有所上升，主要是市场推广费用增加所致，研发投入加大使研发费用率略有提高，管理费用率和财务费用率均有所略有降低。整体上，公司的各项财务指标出现积极变化，盈利能力得到改善。

### 分析师：张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

### 研究助理：缪牧一

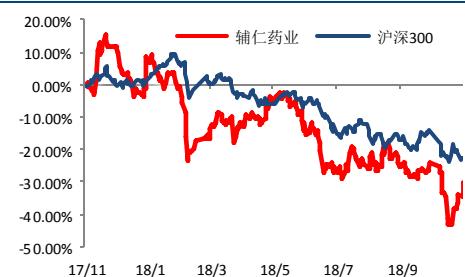
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

### 交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间（元）   | 25.13-11.72 |
| 总市值（亿元）      | 92.13       |
| 流通市值（亿元）     | 26.09       |
| 总股本/流通A股（万股） | 62715/17759 |
| 流通B股H股（万股）   | /           |
| 52周日均换手率     | 1.17        |

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

### 3、合并开药集团为公司带来发展新契机，加大研发投入布局创新药

公司2017年12月完成了发行股份及支付现金收购开药集团100%股权事项。开药集团注入上市公司后，公司的营业收入和净利润均大幅增加，由2016年的4.96亿元和0.22亿元分别升至2017年的58亿元和7.75亿元。开药的注入同时为公司带来了化学药、原料药、生物药、中药饮片和医药商业等业务，丰富了公司的业务板块，使得公司从一家传统中成药企业变为综合性药企，业务更趋多元化。

公司在合并开药集团的同时，为提高企业竞争力，已经在创新药领域进行了布局：在郑州、北京、上海建设了三大研发创新平台，分别从事创新生物药的研发，中药领域的研发，高端药品仿制、一致性评价、现有产品二次开发。公司研发创新团队超1000人，积极推动以创新能力为新的企业核心竞争力。公司重点研发项目，一类生物创新药项目包括了血友病治疗领域的重组人凝血因子VIII-Fc融合蛋白、糖尿病治疗领域GLP1-FC-PEG融合蛋白和肿瘤治疗领域GCSF-C-PEG，其中注射用重组人凝血因子VIII-Fc融合蛋白(250IU/瓶)及注射用重组人凝血因子VIII-Fc融合蛋白(1000IU/瓶)已于2018年10月收到国家药品监督管理局(以下简称“药监局”)核准签的《药物临床试验批件》，即将进入临床试验阶段。

### 结论：

公司完成重组后，已经从一家传统中成药企业转型为覆盖中成药，化学药，原料药和生物药等的综合性大型医药平台，并将发力创新药领域，以创新作为公司新的核心竞争力和增长点。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为63.87亿元、70.95亿元和78.68亿元，归属于上市公司股东净利润分别为8.80亿元、9.72亿元和10.85亿元，每股收益分别为1.40元、1.55元和1.73元，对应PE分别为11X、10X、9X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 风险提示：

新药研发进度不及预期，注射剂受政策影响收入增速减缓。

**公司盈利预测表**

| 资产负债表           |       |       |       |       | 利润表           |                  |         |          |         |        |        |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|---------------|------------------|---------|----------|---------|--------|--------|
|                 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E         |                  | 2016A   | 2017A    | 2018E   | 2019E  | 2020E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 336   | 5219  | 6160  | 7282  | 8531          | <b>营业收入</b>      | 496     | 5800     | 6301    | 6895   | 7568   |
| 货币资金            | 105   | 1289  | 1400  | 1532  | 1682          | <b>营业成本</b>      | 284     | 3459     | 3465    | 3792   | 4162   |
| 应收账款            | 67    | 2362  | 2566  | 2808  | 3082          | <b>营业税金及附加</b>   | 6       | 75       | 81      | 89     | 98     |
| 其他应收款           | 7     | 20    | 21    | 23    | 26            | <b>营业费用</b>      | 93      | 581      | 882     | 965    | 1060   |
| 预付款项            | 8     | 601   | 1195  | 1846  | 2560          | <b>管理费用</b>      | 52      | 498      | 541     | 592    | 650    |
| 存货              | 142   | 661   | 662   | 725   | 796           | <b>财务费用</b>      | 38      | 209      | 209     | 209    | 209    |
| 其他流动资产          | 1     | 31    | 38    | 45    | 53            | <b>资产减值损失</b>    | 3.54    | 39.44    | 39.44   | 39.44  | 39.44  |
| <b>非流动资产合计</b>  | 937   | 4661  | 4430  | 4194  | 3950          | <b>公允价值变动收益</b>  | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0             | <b>投资净收益</b>     | 0.73    | 0.75     | 11.69   | 10.00  | 10.00  |
| 固定资产            | 843   | 3432  | 3029  | 2918  | 2901          | <b>营业利润</b>      | 20      | 959      | 1094    | 1218   | 1360   |
| 无形资产            | 40    | 256   | 230   | 205   | 179           | <b>营业外收入</b>     | 9.41    | 12.40    | 1.00    | 1.00   | 1.00   |
| 其他非流动资产         | 12    | 61    | 61    | 61    | 61            | <b>营业外支出</b>     | 0.03    | 7.86     | 6.00    | 6.00   | 6.00   |
| <b>资产总计</b>     | 1273  | 9880  | 10590 | 11476 | 12481         | <b>利润总额</b>      | 29      | 963      | 1089    | 1213   | 1355   |
| <b>流动负债合计</b>   | 561   | 4437  | 4591  | 4856  | 5169          | <b>所得税</b>       | 7       | 188      | 212     | 236    | 264    |
| 短期借款            | 244   | 2030  | 2081  | 2189  | 2325          | <b>净利润</b>       | 22      | 775      | 877     | 976    | 1091   |
| 应付账款            | 61    | 207   | 205   | 224   | 246           | <b>少数股东损益</b>    | 5       | 383      | 4       | 4      | 4      |
| 预收款项            | 10    | 80    | 157   | 241   | 333           | <b>归属母公司净利润</b>  | 18      | 392      | 873     | 972    | 1087   |
| 一年内到期的非流动负债     | 175   | 530   | 530   | 530   | 530           | <b>EBITDA</b>    | 162     | 1731     | 1533    | 1663   | 1812   |
| <b>非流动负债合计</b>  | 279   | 782   | 789   | 789   | 789           | <b>EPS (元)</b>   | 0.03    | 0.63     | 1.39    | 1.55   | 1.73   |
| 长期借款            | 75    | 453   | 453   | 453   | 453           | <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>     | 840   | 5219  | 5380  | 5645  | 5958          | <b>成长能力</b>      |         |          |         |        |        |
| 少数股东权益          | 64    | 61    | 65    | 69    | 73            | <b>营业收入增长</b>    | 7.27%   | 1070.21% | 8.63%   | 9.43%  | 9.77%  |
| 实收资本(或股)        | 178   | 627   | 627   | 627   | 627           | <b>营业利润增长</b>    | -42.09% | 4814.29% | 14.12%  | 11.32% | 11.68% |
| 资本公积            | 129   | 1898  | 1898  | 1898  | 1898          | <b>归属于母公司净利</b>  | -36.43% | 2120.14% | 122.63% | 11.42% | 11.77% |
| 未分配利润           | 43    | 1983  | 2348  | 2755  | 3210          | <b>获利能力</b>      |         |          |         |        |        |
| 归属于母公司股东        | 369   | 4600  | 5145  | 5761  | 6450          | <b>毛利率(%)</b>    | 42.62%  | 40.36%   | 45.00%  | 45.00% | 45.00% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 1273  | 9880  | 10590 | 11476 | 12481         | <b>净利率(%)</b>    | 4.49%   | 13.37%   | 13.92%  | 14.16% | 14.41% |
| <b>现金流量表</b>    |       |       |       |       | <b>单位:百万元</b> | <b>总资产净利润(%)</b> | 18.73%  | 1.39%    | 3.97%   | 8.24%  | 8.47%  |
|                 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E         | <b>ROE(%)</b>    | 4.78%   | 8.52%    | 16.96%  | 16.88% | 16.85% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 115   | 531   | 589   | 620   | 650           | <b>偿债能力</b>      |         |          |         |        |        |
| 净利润             | 22    | 775   | 877   | 976   | 1091          | <b>资产负债率(%)</b>  | 66%     | 53%      | 51%     | 49%    | 48%    |
| 折旧摊销            | 104   | 564   | 0     | 237   | 243           | <b>流动比率</b>      | 0.60    | 1.18     | 1.34    | 1.50   | 1.65   |
| 财务费用            | 38    | 209   | 209   | 209   | 209           | <b>速动比率</b>      | 0.35    | 1.03     | 1.20    | 1.35   | 1.50   |
| 应付帐款的变化         | 0     | 0     | -204  | -242  | -274          | <b>营运能力</b>      |         |          |         |        |        |
| 预收帐款的变化         | 0     | 0     | 77    | 84    | 92            | <b>总资产周转率</b>    | 0.40    | 1.04     | 0.62    | 0.62   | 0.63   |
| <b>投资活动现金流</b>  | -174  | -889  | -27   | -29   | -29           | <b>应收账款周转率</b>   | 8       | 5        | 3       | 3      | 3      |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0             | <b>应付帐款周转率</b>   | 6.99    | 43.35    | 30.61   | 32.19  | 32.23  |
| 长期股权投资减         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0             | <b>每股指标(元)</b>   |         |          |         |        |        |
| 投资收益            | 1     | 1     | 12    | 10    | 10            | <b>每股收益(最新摊</b>  | 0.10    | 0.94     | 1.39    | 1.55   | 1.73   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 80    | 390   | -451  | -458  | -471          | <b>每股净现金流(最</b>  | 0.12    | 0.05     | 0.18    | 0.21   | 0.24   |
| 应付债券增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0             | <b>每股净资产(最新</b>  | 2.08    | 7.33     | 8.20    | 9.19   | 10.28  |
| 长期借款增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0             | <b>估值比率</b>      |         |          |         |        |        |
| 普通股增加           | 0     | 450   | 0     | 0     | 0             | <b>P/E</b>       | 521.78  | 23.50    | 10.56   | 9.47   | 8.48   |
| 资本公积增加          | 0     | 1769  | 0     | 0     | 0             | <b>P/B</b>       | 7.07    | 2.00     | 1.79    | 1.60   | 1.43   |
| <b>现金净增加额</b>   | 21    | 31    | 111   | 132   | 150           | <b>EV/EBITDA</b> | 18.52   | 6.32     | 7.09    | 6.52   | 5.98   |

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，4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

缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

## 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：

看好评好：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。