



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 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），主要原因是毛利率的提高。公司前三季度毛利率为 45.72%，相较 2017 年同期提高 6 PP，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

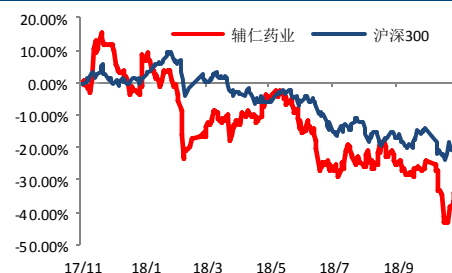
010-66554035

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