

买入 (维持)

01177.HK 中国生物制药

港股通 (沪、深)

目标价: 9.0 港元

现价: 7.25

集采影响边际递减, 创新领先驱动成长

2019年04月03日

预期升幅: 24.1%

主要财务指标

市场数据

日期	2018.04.02
收盘价(港元)	7.25
总股本(百万股)	126
流通股本(百万股)	126
总市值(亿港元)	912.7
流通市值(亿港元)	912.7
净资产(亿元)	289.34
总资产(亿元)	497.8
每股净资产(元)	2.32

数据来源: Wind

相关报告

- 《创新之路已启, 龙头强者恒强》2018-04-21
- 《安罗替尼获批在即, 肿瘤板块黄金时代来临》2018-05-10
- 《一季度业绩超预期, 下半年惊喜待释放》2018-05-22
- 《安罗上市开启首个收入提速季度》2018-08-29
- 《利国利民利企, 安罗替尼纳入医保》2018-10-12
- 《安罗首季告捷, 肿瘤强者崛起》2018-11-27

海外医药研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万元)	20,889	23,535	26,760	31,173
同比增长(%)	41.0%	12.7%	13.7%	16.5%
归母净利润(百万元)	9,046	3,114	3,847	4,800
同比增长(%)	316.7%	-65.6%	23.6%	24.8%
毛利率(%)	79.9%	78.0%	78.1%	78.7%
净利润率(%)	51.4%	21.3%	23.2%	24.8%
净资产收益率(%)	31.3%	10.0%	11.3%	12.8%
每股收益(元)	0.72	0.25	0.31	0.38
市盈率(倍)	8.6	24.9	20.2	16.2

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **事件:** 公司公布 2018 年全年业绩, 全年实现收入约人民币 208.9 亿元, 较去年同期增长约 41.0%; 扣非归母核心盈利约人民币 28.4 亿元, 较去年同期增长约 37.0%; 扣非核心每股基本盈利约人民币 22.98 分, 较去年同期增长约 23.2%; 建议派发末期股息每股 2 港仙, 全年共每股 8 港仙。
- **扣非业绩略低于预期, 四季度研发费用提升:** 收入符合预期, 核心净利润略低于预期。归母利润差异约为 1.5 亿人民币, 主要是研发费用和行政费用高于预期, 销售费用低于预期, 转型和升级为公司长期发展奠定基础。
- **创新驱动成长, 规模创造效益:** 公司有 50 个以上产品处于报产阶段, 不乏重磅首仿产品, 多个生物药处于临床 III 期, 自主创新药也陆续进入临床。18-19 年新获批产品已迅速打开市场, 19-21 年待上市的产品将陆续改善公司产品结构, 补充各个治疗领域产品组合, 驱动公司持续成长, 带来生产和销售的规模效益, 我们在下文梳理了详细情况。
- **集中采购影响有限, 新品种改善产品结构:** 我们对已受集采影响的 7 个产品及潜在受影响的 19 个产品进行了梳理 (不含间接受影响品种), 得出影响有限结论: 1) 首批品种 18 年收入占比约为 33.2%, 潜在品种仅占不到 13%, 预计首批品种 19 年占比将进一步下降至 24.5%, 20 年所有可能受影响的品种占比约为 32.2%, 21 年这些品种占比将降至 30% 以内, 边际降价空间和对全局的影响力都在下降。2) 潜在 19 个品种中 11 个为新上市或市占率极低品种, 有望受益于政策, 详见正文梳理。
- **盈利预测和估值:** 我们进一步下调 2020 年的收入预测 6.9% 至 267.6 亿人民币, 考虑泰德摊销影响, 下调 19-20 年归母净利润预测至 31.1 及 38.5 亿人民币, 还原摊销后较原 19 年预测略提升, 20 年不变。提升目标价至 9.0 港元, 以还原摊销后利润计算, 对应 19PEG=1 (936.3 亿港币) 加 21 年及以后上市的管线整体给予 196.6 亿港币, 性价比较高, 买入评级。

风险提示: 在研产品上市进度不及预期; 重点品种降幅超预期; 竞争加剧导致毛利率下降和研发成本上升。



报告正文**事件**

- 公司公布 2018 年全年业绩，全年实现收入约人民币 208.9 亿元，较去年同期增长约 41.0%；计入 1) 权益投资和金融资产未实现公允价值利润及亏损 2) 收购北京泰德新增资产摊销费用前，归属于母公司持有者应占盈利约人民币 28.4 亿元，较去年同期增长约 37.0%；**归属于母公司持有者之每股基本盈利约人民币 22.98 分，较去年同期增长约 23.2%**；计入 1) 权益投资和金融资产未实现公允价值利润及亏损 2) 收购北京泰德新增资产摊销费用后，归属于母公司持有者应占盈利约人民币 90.5 亿元，较去年同期增长约 316.7%；归属于母公司持有者之每股基本盈利约人民币 73.16 分，较去年同期增长约 274.6%；截至 2018 年 12 月 31 日，**公司现金及银行结余约人民币 66.7 亿元**。建议派发末期股息每股 2 港仙，全年共每股 8 港仙。

点评

- **扣非业绩略低于预期，四季度研发费用提升**

收入符合我们前期预期（208.4 亿人民币），核心净利润略低于我们之前预期。主要差异在：1) 其他收益扣除视同出售泰德收益 66.0 亿人民币后为 8.44 亿，高于我们原先预测的 5.5 亿，主要是**利息收益和政府补贴高于预期**。2) 销售费用 80.8 亿人民币，同比下降 1.2ppts，低于我们预测的 81.3 亿人民币，**销售团队的规模效应在提升，公司对销售架构做了调整使得管理更精细化，下沉更有效，基层人均销售效率更高，费用节约很好地对冲了价格下行压力**。3) 行政费用 21.9 亿人民币，扣除并购泰德的折旧摊销成本后约为 15.8 亿人民币，扣除后的行政费用率为 7.6%，同比上升 0.9ppts，主要是并购泰德后行政费用率结构不同导致，高于我们原先预测的 14.1 亿人民币。4) 其他费用为 23.4 亿（主要是研发费用 20.9 亿），高于我们原先预测的 20.4 亿人民币，**主要是多个新研发基地投入使用、更多新产品/组合临床进度推进等原因**。财务费用和联营公司收益符合预期。综合净利润差异约为 1.1 亿人民币，归母利润差异为 1.5 亿人民币，最主要原因仍是研发费用的投入，为公司长期发展奠定基础。

泰德并购给报表表观利润带来较大的影响，因前三季度披露的是未审计报表，年度报表一次性对泰德并表活动按会计准则进行确认，大致分为以下步骤：1) 视同出售原先持有的 33.6% 股份，一次性确认投资收益 66.0 亿人民币。2) 视同并购泰德 57.6% 股份，合并为子公司，确认商誉 138.1 亿人民币，确认无形资产 87.3 亿人民币，据我们测算约平均分为 12 年摊销，年均摊销 7.3 亿人民币，18 年摊销 10 个月约为 6.1 亿人民币，对应归母利润 3.5 亿人民币（泰德持股比例为 57.6%）。另外，17 年泰德并表利润反映在联营公司盈利里，合共 4.1 亿人民币，18 年则直接并表 10 个月泰德利润，联营公司盈利 0.6 亿人民币仅为 1-2 月泰德 33.6% 股份对应的利润。剔除泰德新并购 24% 股份贡献的利润，集团应占核心利润同比增速约为 27.3%。

分板块看，心脑血管、肝病、肠外营养、抗感染板块（以集团口径算，18年收入占比约为50.8%，17年为60.6%）因产品较为成熟，面临一定的增长压力，整体有小幅下降（-1.5%）。

其他板块包括镇痛、抗肿瘤、糖尿病、呼吸、肛肠、骨科均有不同幅度的提升，整体增速达46.4%，以集团口径算，占比达49.2%（17年为39.4%），**肿瘤板块表现尤为亮眼，增速达99.6%，集团口径算，占比达14.9%。**

18年镇痛板块新增产品**利多卡因凝胶贴膏**；肿瘤板块新增**安罗替尼、注射用硼替佐米、注射用左亚叶酸钙、多西他赛注射液**等产品，我们估测这些新产品18年贡献收入在13亿人民币以上，主要是安罗替尼和硼替佐米带来的。呼吸系统仿制药**福多司坦片**18年销售额达8000多万，增速为147.9%。肛肠科除维持快速增长的艾司奥美拉唑钠以外，18年新增过亿产品**得佑**（链霉蛋白酶颗粒），该产品是泰德国内独家产品，增速达116.3%。

● 创新驱动成长，规模创造效益

多年积累，公司已形成八大研发平台，包括抗肿瘤药物研发平台、抗病毒药物研发平台、呼吸感染药物研发平台、镇痛药物研发平台、生物药研发平台、心脑血管药物研发平台、微循环药物研发平台、现代透皮贴剂研发平台。累计了丰富的管线，目前在研产品497件，其中抗肿瘤206件，心脑血管54件，肝病38件，呼吸25件，糖尿病26件，其他148件，北京泰德累计在研项目38项，其中创新药9项，江苏正大天晴累计在研项目171项，其中创新药50项。

我们梳理了公司18年已上市新品种及19-21年大概率上市的重磅新品种的详细资料（在申请上市阶段，见表1）。暂不包括在临床阶段的重磅生物创新药及类似物，例如PD-L1、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、阿达木单抗、利妥昔单抗、帕妥珠单抗、雷莫芦单抗等，预计这些重磅生物药有望在20-21年上市。也暂不包括在临床阶段的多个重磅产品例如TAF、布地奈德福莫特罗、及多个1.1类新药。

预计公司19年的最大增长驱动力仍是**安罗替尼**，包括非小细胞肺癌医保放量及新适应症获批。新产品及次新产品例如**加尼瑞克、利多卡因、硼替佐米、来那度胺、莫西沙星、氟比洛芬贴片、达沙替尼、雷替曲塞、福多司坦、艾司奥美拉唑钠、链霉蛋白酶颗粒、唑来膦酸注射液**等共同促进肿瘤、镇痛、抗感染、呼吸、消化、肛肠、骨科多板块持续增长，改善产品结构。19年布地奈德混悬溶液、阿哌沙班片等多个重磅产品的加入将进一步改善20年的产品结构，公司将进入加速成长期。各个板块产品线的丰富也将进一步产生规模效应，提高人均销售额。

表1：2018-21年已上市/即将上市核心管线一览

产品	实际/预计上市时间	性质	类别	18年竞争格局	一致性评价情况	公司中标进度
复方醋酸纳	2018年已上市	仿制药	电解质补充剂	科伦15年上市，样本	南京天晴在审评	山西、广西、江苏、黑龙江、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

林格注射液			(营养板块)	医院份额 100%, 正大丰海及正大天晴分别为第二第三家		四川、宁夏、广西
醋酸加尼瑞克注射液	2018 年已上市	首仿药	辅助生殖	原研 13 年上市, 样本医院份额 100%	正大天晴在审评	江苏、广西、甘肃
盐酸安罗替尼胶囊	2018 年已上市	创新药	抗肿瘤	独家		已获纳入全国医保, 半数以上省份中标
注射用左亚叶酸钙	2018 年已上市	仿制药	抗肿瘤	多家竞争产品, 普德 44.35%, 恒瑞 39.32%	正大天晴在审评	重庆、山西、广西、广东、安徽、江西、山东
利多卡因凝胶贴膏	2018 年已上市	改良剂型仿制药	镇痛	独家		湖南、广西、山东、江西
多西他赛注射液	2018 年已上市	仿制药	抗肿瘤	多家品种, 恒瑞 51.38%, 赛诺菲 24.67%	四川汇宇通过, 正大天晴、恒瑞、齐鲁在审评	重庆、甘肃、山西、西藏、广东、安徽、江西、山东
碘克沙醇注射液	2018 年已上市	仿制药	诊断	原研 GE 71.1%, 恒瑞 18.3%, 扬子江 8.93%, 南京天晴国产第四家	恒瑞及扬子江在审评	上海、山东、江西
注射用硼替佐米	2018 年已上市	仿制药	抗肿瘤	原研杨森 93.71%, 豪森 6.08%, 正大天晴、南京天晴分别国产第三、第四家	天晴、豪森、齐鲁在审评	青海、山东、山西、上海、内蒙、甘肃、安徽、湖北、广西、黑龙江、海南、广东、西藏、江西、天津
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	2018 年已上市	仿制药	抗感染	原研拜耳 100%, 18 年国产正大丰海、石四药、成都正康获批	正大丰海在审评	甘肃
注射用帕瑞昔布钠	2018 年已上市	仿制药	镇痛	多家, 原研 Pharmacia & Upjohn 98.81%	天晴及其他 3 家在审评	江西、山西、甘肃、内蒙、上海、湖北
来那度胺胶囊	2019 年已上市	仿制药	抗肿瘤	二仿, 新基 97.65%, 双鹭 2.35%	双鹭、天晴在审评	海南、山西、甘肃、山东、广西、福建
产品	实际/预计上市时间	性质	类别	18 年竞争格局	一致性评价情况	18 年全球/国内市场容量
注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	预计 2019 年上市	仿制药	肝病	多家, 海正 58.26%, 震元 15%		样本医院 3.8 亿人民币
注射用福沙匹坦双葡甲胺	预计 2019 年上市	预计首仿	抗肿瘤	暂未有上市, 天晴优先审评		
吉非替尼片	预计 2019 年上市	仿制药	抗肿瘤	AZ 79.00%, 齐鲁 21.01%	齐鲁通过	样本医院 7.5 亿人民币
钆塞酸二钠注射液	预计 2019 年上市	预计首仿	诊断	拜耳 100%, 天晴优先审评		样本医院 0.4 亿人民币
注射用左泮托拉唑钠	预计 2019 年上市	预计首仿	消化	暂未有上市		
注射用盐酸苯达莫司汀	预计 2019 年上市	仿制药	抗肿瘤	进口刚上市, 天晴、先声优先审评		
注射用阿扎胞苷	预计 2019 年上市	预计首仿	抗肿瘤	新基 100%, 天晴优先审评		
注射用醋酸卡泊芬净	预计 2019 年上市	仿制药	抗感染	默沙东 91.09%, 恒瑞 8.91%, 多家待批	恒瑞在审评	样本医院 6.4 亿人民币
吸入用布地奈德混悬液	预计 2019 年上市	预计首仿	呼吸	AZ 100%		样本医院 10.5 亿人民币
阿哌沙班片	预计 2019 年上市	仿制药	心脑血管	施贵宝 100%, 豪森 19 年 1 月获批, 多家待批	豪森通过	18 年全球 98.72 亿美金, 第 2 名, 样本医院 0.12 亿人民币
安立生坦片	预计 2020 年上市	仿制药	其他	Patheon 100%, 豪森 18 年 7 月获批	豪森通过	
沙格列汀片	预计 2020 年上市	仿制药	糖尿病	AZ 100%, 奥赛康 19 年 1 月获批		样本医院 1.1 亿人民币

注射用多黏菌素B甲磺酸钠	预计2020年上市	预计首仿	抗感染	暂未有上市,天晴优先审评		
醋酸阿比特龙片	预计2020年上市	仿制药	抗肿瘤	Patheon 100%		18年全球34.98亿美金,第26名,样本医院2.8亿人民币
枸橼酸托法替布片	预计2020年上市	预计首仿	其他	辉瑞 100%		
磷酸西格列汀片	预计2020年上市	仿制药	糖尿病	默沙东 100%		18年全球36.86亿美金,第21名,样本医院1.8亿人民币
恩曲他滨替诺福韦片	预计2020年上市	仿制药	抗病毒	Patheon 100%		18年全球29.97亿美金,第33名,样本医院0.1亿人民币
利伐沙班片	预计2021年上市	仿制药	心脑血管	拜耳 100%		18年全球24.77亿美金,第46名,样本医院5.3亿人民币
替格瑞洛片	预计2021年上市	仿制药	心脑血管	AZ 100%,信立泰18年11月上市	信立泰通过	18年全球13.21亿美金,第98名,样本医院2.4亿人民币
沙美特罗替卡松粉吸入剂	预计2021年上市	预计首仿	呼吸	GSK 100%,天晴优先审评		18年全球31.21亿美金,第32名,样本医院2.7亿人民币
泊马度胺胶囊	预计2021年上市	预计首仿	抗肿瘤	暂未有上市,天晴优先审评		18年全球20.4亿美金,第58名
乌美溴铵维兰特罗吸入粉雾剂	预计2021年上市	预计首仿	呼吸	GSK 100%		
糠酸氟替卡松维兰特罗吸入粉雾剂	预计2021年上市	预计首仿	呼吸	GSK 100%		
氟维司群注射液	预计2021年上市	预计首仿	抗肿瘤	AZ 100%		样本医院1.1亿人民币
达比加群酯胶囊	预计2021年上市	预计首仿	心脑血管	BI 100%,天晴优先审评		样本医院1.7亿人民币
注射用重组人凝血因子VIII	预计2021年上市		其他	拜耳 100%		

数据来源:公司资料, Wind医药库, 新康界, 兴业证券经济与金融研究院整理

注:全球销售额为新康界根据上市公司报表整理或预测数据,国内销售额为未经放大的样本医院数据,预计市场规模应放大3-4倍

● 集中采购影响有限,新品种改善产品结构

公司目前获纳入第一批集中采购目录的品种一共7个,其中伊马替尼及阿法骨化醇还未通过一致性评价(已在审评中),且二者占公司收入比重非常低,且公司产品市占率低,影响很小。

其他已通过一致性评价的品种受影响的有恩替卡韦、瑞舒伐他汀、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、替诺福韦、氟比洛芬酯注射剂。其中恩替卡韦和氟比洛芬酯由天晴和泰德分别中标,降幅为91.9%及44.1%,虽实施范围暂不推广到全国,我们预计19-20年价跌量升综合来看还是对销售额及净利润产生一定影响,但已在市场预期内。厄贝沙坦氢氯噻嗪片、瑞舒伐他汀、替诺福韦分别由华海、京新、成都倍特降价16.1%、74.6%、90.9%中标,预计19年将给销量增速带来一定压力,但因收入占

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

比及市场份额不大，对整体影响小。

其他潜在可能参与第二轮集采的产品有奥美沙坦酯、伊马替尼胶囊、醋酸加尼瑞克、注射用替加环素、注射用地西他滨、二甲双胍缓释片、复方醋酸钠林格、注射用硼替佐米、盐酸氨基葡萄糖片、多西他赛注射液、注射用帕瑞昔布、阿德福韦酯、盐酸莫西沙星氯化钠注射液、来那度胺胶囊、利奈唑胺葡萄糖注射液、福多司坦片、艾司奥美拉唑钠、碘克沙醇、硼替佐米、卡培他滨、唑来膦酸等，注意到这些品种中 7 个为新上市品种，4 个市场份额非常低，总共占公司收入比重在不到 13%，且多数市场份额处于较低水平。相比第一批产品占 18 年总收入比重为 33.2%，潜在的第二批产品占收入比重少，且新上市产品或将受益于集采，政策对公司的影响边际递减。随着创新药和特殊剂型品种放量，这些品种占收入和利润比重将逐年下降，对业绩和成长影响越来越小。

表 2：受集采影响及潜在受集采影响产品情况梳理

产品	集采批次	中标者降幅	18 年占集团收入比	18 年按销售额计算市场份额	一致性评价情况	预计影响情况
恩替卡韦口服剂型	第一批中标	91.9%	15.8%	42.7%	6 家已通过，2 家在审评	19-20 年影响较大，市场已预期
氟比洛芬酯注射剂	第一批中标	44.1%	8.9%	99.94%	泰德、大安通过，0 家在审评	19-20 年影响较大，市场已预期
瑞舒伐他汀口服剂型	第一批未中标	74.6%	3.1%	4.65%	4 家已通过，2 家在审评	影响较小，市场已预期
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服剂型	第一批未中标	16.1%	3.6%	22.84%	2 家已通过，1 家在审评	影响较小，市场已预期
富马酸替诺福韦二吡啶酯口服剂型	第一批未中标	90.9%	0.7%	小于 1%	6 家已通过	影响极小，市场已预期
伊马替尼口服剂型	第一批未中标	26.0%	1.1%	6.88%	豪森已通过，天晴在审评	影响极小，市场已预期
奥美沙坦酯	潜在第二批		很小	4.88%	南京天晴已通过，1 家在审评	正面影响
注射用替加环素	潜在第二批		1.0%	13.59%	正大天晴及其他 2 家在审评	影响极小
注射用地西他滨	潜在第二批		1.0%	43.02%	正大天晴及其他 2 家在审评	影响较小
二甲双胍缓释片	潜在第二批		0.5%	13.73% (缓释片)	3 家已通过，天晴及其他多家在审评	影响极小
盐酸氨基葡萄糖片	潜在第二批		1.5%	55.87%	正大清江及 3 家在审评	影响较小
阿德福韦酯	潜在第二批		1.0%	28.67%	正大天晴及其他 3 家在审评	影响极小
福多司坦片	潜在第二批		0.4%	26.19%	正大丰海及 3 家在审评	影响极小
注射用艾司奥美拉唑钠	潜在第二批		3.5%	25.34%	正大天晴及奥赛康在审评	影响较小
利奈唑胺葡萄糖注射液	潜在第二批		很少	2.22%	正大天晴及豪森在审评	无影响或正面影响
复方醋酸钠林格注射液	潜在第二批		新上市	无	南京天晴在审评	正面影响
醋酸加尼瑞克注射液	潜在第二批		新上市	无	正大天晴在审评	正面影响
多西他赛注射液	潜在第二批		新上市	无	四川汇宇通过，正大天晴及其他 2 家在审评	无影响或正面影响
碘克沙醇注			新上市	无	恒瑞及扬子江在审评	无影响

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

注射液						
注射用硼替佐米	潜在第二批		0.3%	很少	天晴及其他 2 家在审评	无影响或正面影响
盐酸莫西沙星氯化钠注射液		新上市		无	正大丰海在审评	无影响或正面影响
注射用帕瑞昔布钠	潜在第二批	新上市		无	天晴及其他 3 家在审评	无影响或正面影响
来那度胺胶囊	潜在第二批	新上市		无	双鹭、正大天晴在审评	无影响或正面影响
卡培他滨片			0.8%	5.88%	齐鲁、恒瑞在审评	影响极小
唑来膦酸注射液			1.8%	23.7%	齐鲁、科伦在审评	影响极小

数据来源：公司资料，Wind 医药库，兴业证券经济与金融研究院整理

- 盈利预测和估值：**我们根据当前集采执行情况以及对之后影响的预判调整了相应的收入和毛利预测，进一步下调了 2020 年的收入预测 6.9% 至 267.6 亿人民币。考虑到泰德无形资产摊销影响，下调了 19-20 年归母净利润预测至 31.1 亿人民币及 38.5 亿人民币，还原摊销后对应 20 年核心利润预测不变，19 年核心利润略微上调至 35.3 亿。提升目标价至 9.0 港元，对应 19 年预测市盈率 30.9 倍，还原泰德无形资产摊销后为 27.3 倍，再扣除在手净现金 32.6 亿人民币后对应 26.4 倍市盈率。以还原摊销后的核心利润计算，该目标价对应 19PEG=1 (936.3 亿港元)，加上 2021 年及以后上市的管线整体给予 196.6 亿港元估值，相较可比制药龙头公司仍有较大的估值性价比，维持买入评级。

表 3: 2019-21 年调整后预测

产品	集采批次	2019E	2020E	2021E	说明
受集采影响品种增速预测					
恩替卡韦(分散片+胶囊)	第一批中标	-35%	-20%	-5%	假设慢病用药更易跨区流动，19 年 4+7 及部分其他地区受影响，20 年全国受影响
氟比洛芬酯注射剂	第一批中标	-10%	-20%	-5%	假设 19 年 4+7 及少数其他地区受影响，20 年全国受影响
瑞舒伐他汀	第一批未中标	0	-10%	-5%	假设 19 年部分地区梯度降价，销量上升，20 年全国受影响
厄贝沙坦氢氯噻嗪	第一批未中标	0	-10%	-5%	假设 19 年部分地区梯度降价，销量上升，20 年全国受影响
富马酸替诺福韦二吡啶酯	第一批未中标	-5%	-47%	-30%	假设 19 年部分地区梯度降价，销量上升，20 年全国受影响
伊马替尼	第一批未中标	10%	-5%	-5%	假设 19 年部分地区梯度降价，销量上升，20 年全国受影响
板块收入增速预测					
心脑血管(集团口径)		-4.1%	-3.5%	1.5%	19 年阿哌沙班上市，21 年利伐沙班、替格瑞洛、达比加群酯上市
肝病		-11.9%	-4.4%	5.8%	19-20 年逐渐消化集采影响，21 年新产品上市
镇痛(集团口径)		7.7%	5.4%	17.5%	19-20 年逐渐消化集采影响，利多卡因和得百安驱动增长
抗肿瘤		68.4%	45.9%	31.7%	达沙替尼、雷替曲塞、安罗替尼、硼替佐米、来那度胺驱动增长，19-21 年还有多个新产品及生物药上市
糖尿病		18.5%	10.0%	6.7%	二甲双胍预计 20-21 年受集采影响，新产品放量需要时间
呼吸		29.8%	26.7%	27.8%	福多司坦维持良好增速，布地奈德上市带动增长
肠外营养		-1.5%	-0.9%	0.8%	产品老化，醋酸钠林格上市补充板块
肛肠		36.0%	14.0%	16.2%	艾速平预计 20 年受集采影响，德佑维持高速增长
抗感染		5.1%	22.7%	9.1%	比阿培南受限、替加环素预计 20 年受影响，莫西沙星成为驱动力
骨科		22.0%	16.9%	15.0%	基数较大，增速放缓
总收入增速(报表口径)		12.7%	13.7%	16.5%	
毛利率		78.0%	78.1%	78.7%	19 年受集采和产品结构改善影响下降 1.4ppts，降税提升 1.7ppts，综合毛利率提升 0.3ppts；20 年受集采和产品结构改善影响下降 0.4ppts，降税进一步提升 0.6ppts。21 年

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

					受集采和产品结构改善影响提升 0.6ppts
销售费用率		36.2%	35.5%	35.0%	受集采和规模效应影响逐年下降
行政费用率		9.7%	9.2%	9.0%	受泰德无形资产摊销影响和规模效应影响
其他费用率(主要研发费用)		10.5%	9.7%	9.0%	受规模效应影响
财务费用率		-0.7%	-0.3%	-0.1%	债务规模逐年下降
净利润增速		-65.6%	23.6%	24.8%	19年还原摊销后核心利润增速约为 24.4%

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

- **风险提示:** 在研产品上市进度不及预期; 重点品种降幅超预期; 竞争加剧导致毛利率下降和研发成本上升。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	18538	23342	29195	36931	营业额	20889	23535	26760	31173
现金及现金等价物	6676	13887	20561	28209	销售成本	-4197	-5178	-5860	-6640
应收款项	2001	1986	1973	1961	毛利	16692	18357	20899	24534
其他应收款	2924	3294	3746	4364	其他收入	7443	847	856	873
存货	5728	2864	1432	716	销售费用	-8079	-8520	-9500	-10911
其他	1209	1311	1484	1681	管理费用	-2190	-2283	-2462	-2806
非流动资产	31242	31042	30651	30089	其他费用	-2344	-2471	-2596	-2806
可供出售投资	0	0	0	0	经营溢利	11522	5931	7198	8884
联营投资	326	326	326	326	财务费用	-153	-165	-82	-16
无形资产	368	345	322	299	应占子公司溢利	60	0	0	0
固定资产	5804	6171	6423	6565	除所得税前溢利	11429	5766	7116	8868
商誉	13897	13897	13897	13897	所得税开支	-696	-744	-911	-1126
土地使用权	1222	1419	1493	1507	除所得税后溢利	10733	5022	6205	7742
其他	9625	8884	8190	7495	少数股东权益	1686	1908	2358	2942
总资产	49780	54385	59846	67020	归属母公司净利润	9046	3114	3847	4800
流动负债	9669	10009	10384	10949	EPS(人民币元)	0.72	0.25	0.31	0.38
短期借款	2906	2324	1860	1488	主要财务比率				
应付款项	1832	2260	2558	2899	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
预收账款	4684	5153	5668	6235	成长性				
其他	246	271	298	328	营业额增长率	41.0%	12.7%	13.7%	16.5%
非流动负债	2562	2560	2598	2674	净利润增长率	316.7%	-65.6%	23.6%	24.8%
长期借款	507	406	325	260	盈利能力				
其他	2055	2154	2273	2414	EBITDA/营业额	56.7%	26.4%	27.7%	29.0%
负债合计	12231	12568	12982	13623	毛利率	79.9%	78.0%	78.1%	78.7%
股本	279	279	279	279	净利率	51.4%	21.3%	23.2%	24.8%
储备	37271	41538	46585	53118	ROE	31.3%	10.0%	11.3%	12.8%
母公司股东应占权益	28934	31292	33982	37573	偿债能力				
非控制性股东权益	8337	10245	12603	15545	资产负债率	24.6%	23.1%	21.7%	20.3%
总权益	37550	41816	46863	53397	流动比率	1.96	1.92	2.33	2.81
总负债和总权益	49780	54385	59846	67020	速动比率	1.79	2.20	2.67	3.22
现金流量表					营运能力				
单位:百万元					资产周转率	0.59	0.45	0.47	0.49
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	应收帐款周转率	8.40	7.57	7.60	7.69
除所得税后溢利	11429	5766	7116	8868	应付账款周转率	3.04	2.53	2.43	2.43
折旧和摊销	1210	1433	1521	1602	存货周转率	3.94	4.11	4.19	4.20
营运资本的变动	-911	3250	1586	777	每股资料				
其他经营活动	-6696	-459	-728	-1025	每股收益	0.72	0.25	0.31	0.38
经营活动产生现金流量	5032	9989	9495	10223	每股经营现金流	0.40	0.79	0.75	0.81
资本性支出	-1176	-1265	-1110	-1016	每股净资产	2.32	2.51	2.72	3.01
其他投资活动	-22481	89	75	103	估值比率(倍)				
投资活动产生现金流量	-23657	-1176	-1035	-912	PE	8.59	24.91	20.16	16.16
借款变动	308	-847	-628	-453	PB	2.66	2.46	2.26	2.05
发行股份	-348	0	0	0					
其他融资活动	21153	-755	-1158	-1208					
融资活动产生现金流量	21112	-1603	-1787	-1662					
现金净变动	2488	7211	6674	7648					
现金的期初余额	3692	6180	13391	20065					
现金的期末余额	6676	13887	20561	28209					

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游菜互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。