

业绩符合预期，肿瘤板块强劲增长

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019H1 实现收入 125.3 亿元 (+28.8%); 归母净利润 14.4 亿元 (+5.8%), 调整后归母净利润 (除去收购北京泰德摊销费用及权益投资和金融资产影响) 16.7 亿元 (+20.5%), 总体现金流 71.8 亿元 (+29.6%), 符合预期。
- **业绩符合预期, 抗肿瘤板块成为核心增长动力。从收入端看:** 2019H1 肝病、抗肿瘤和心脑血管板块产品依旧占据主导地位, 收入分别为 32.9、25.6 和 17 亿元, 总占比超 60%; 其中肝病品种受带量采购影响, 收入占比同比降低 8pp 至 26.3%, 预计将来还会持续萎缩; 受创新药安罗替尼拉动, 肿瘤板块增速达到 145%, 收入占比同比提升 10pp, 一跃成为公司第二大核心板块, 从研发管线中丰富的抗肿瘤品种储备来看, 该板块未来将会成为公司最核心的增长动力。**从盈利能力看:** 公司毛利率、销售费用率与研发费用率与上年同期基本持平, 较为稳定; 净利率 (调整后) 同比降低 1.3pp, 主要系收购泰德新增无形资产摊销导致管理费用有所提升。
- **创新药安罗替尼新适应症获批, PD-1 弯道超车: 1) 安罗替尼:** 公司自主研发的创新 VEGFR 靶向药, 现已纳入国家医保谈判目录。得益于优异的临床疗效、庞大的患者群体 (非小细胞肺癌) 以及公司强大的销售实力, 该品种放量迅速, 上市当年创造接近 13 亿元销售额。2019 上半年销售额超过 13 亿元, 为肿瘤板块高增长的核心驱动力, 预计年内销售额有望达到 30 亿元。另外, 安罗替尼于 7 月斩获软组织肉瘤适应症, 是目前国内唯一获批该适应症的靶向药, 现已纳入其治疗指南, 预计该适应症峰值销售约 3 亿元; 其实安罗替尼早在 2016 年获得 FDA 授予的软组织肉瘤孤儿药资格认定, 是对公司研发实力的肯定。此外, 安罗替尼于 8/30 日获批第三个适应症, 三线小细胞肺癌 (SCLC)。小细胞肺癌标准疗法除 PD-(L)1 及传统化疗药物外, 并无其他选择, 因此安罗替尼的获批很大程度上满足了对 SCLC 新药的迫切需求。目前全国晚期小细胞肺癌患者约 4.5 万人, 保守估计该适应症峰值销售约 7~9 亿元。**2) PD-1:** 2019 年 6 月, 公司通过与康方生物成立合资公司, 在 PD-1 领域后来居上, 实现弯道超车, 目前该品种一线非鳞非小细胞肺癌以及联合化疗治疗鳞状非小细胞肺癌正处于临床 III 期阶段, 进展顺利。PD-1 单药治疗应答率相对较低, 联合疗法为主要趋势, 其中与 VEGFR 联用颇具看点, 公司自有品种 (已上市或管线中) 安罗替尼、仑伐替尼以及贝伐珠单抗均为 VEGFR 靶向药, 组合搭配范围广, 未来在销售方面有望与 PD-1 形成协同效应。预计该品种峰值销售约 30 亿元。
- **仿制药一致性评价数量全国领先, 医保目录调节重大利好: 1) 一致性评价:** 截止 2019/8/27, 公司通过一致性评价的品种共 16 个, 全国领先, 在带量采购独家中标变多家中标的大背景下, 公司明显获益。2019 年通过一致性评价的品种中, 伊马替尼关注度较高, 原药品种曾是接近 50 亿美元的重磅品种; 公司的伊马替尼 2018 年销售额 2.4 亿元, 现已经入医保, 预计峰值销售额将接近 4 亿元。**2) 医保目录腾笼换鸟, 对公司重大利好:** 本次医保目录调节, 公司包括利多卡因、雷替曲塞等多个独家品种均进入谈判目录, 预计进入全国医保后将成为 10 亿大品种。来那度胺、硼替佐米、替格瑞洛、阿哌沙班、阿比特龙、吉非替尼

西南证券研究发展中心

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: cti@swsc.com.cn

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	4.63-11.66
3 个月平均成交量(百万)	50.72
流通股数(亿)	125.88
市值(亿)	1,467.80

相关研究

1. 中国生物制药 (1177.HK): 带量采购影响初显, 但新品种放量助业绩增长 (2019-05-22)
2. 中国生物制药 (1177.HK): 营收稳定增长, 大品种战略持续推进 (2019-04-02)
3. 中国生物制药 (1177.HK): 硼替佐米获批, 仿制之王再添猛将 (2018-10-16)

等重磅品种均被调入医保，有望迅速扩大市场份额；此外，氟比洛芬巴布膏取消门诊限制；总体来说本次医保目录调节对公司是重大利好。

- **盈利预测与评级：**预计公司 19/20/21 年 EPS 分别为人民币 0.25/0.30/0.36 元，对应 PE 为 42X/35X/30X。预计未来三年公司将有 72 个品种获批上市，其中包括 PD-(L)1、仑伐替尼、贝伐珠单抗等在内的至少 10 个品种峰值销售预计超 10 亿。因此我们坚定看好公司在行业内的龙头地位以及成长潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示：**药品大幅降价的风险，研发进度不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元人民币)	14,819	20,889	25,223	29,753	34,544
增长率	4.7%	41.0%	20.7%	18.0%	16.1%
归属母公司净利润(百万元人民币)	2,171	9,046	3,196	3,810	4,501
增长率	26.8%	316.7%	-64.7%	19.2%	18.1%
每股收益 EPS	0.29	0.72	0.25	0.30	0.36
净资产收益率	17.2%	24.1%	11.9%	12.3%	12.8%
PE	36.2	14.8	41.8	35.1	29.7

数据来源：公司资料，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

附：财务报表
损益表

12月31年结(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	14,819	20,889	25,223	29,753	34,544
毛利	11,729	16,692	18,513	21,266	24,286
EBIT	3,865	11,522	5,866	6,790	7,940
財務收入(費用)	-78	-153	-56	-56	-56
聯營公司	409	60	0	0	0
非經常性項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	4,196	11,429	5,810	6,734	7,884
稅項	-542	-696	-842	-976	-1,143
非控股權益	-1,483	-1,686	-1,771	-1,948	-2,240
已终止经营业务利润	0	0	0	0	-0
淨利潤(歸屬母公司)	2,171	9,046	3,196	3,810	4,501

資產負債表

12月31年结(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
現金及現金等價物	4,188	6,676	15,592	21,873	28,770
應收賬款	2,051	2,924	11,747	13,858	16,089
存貨	919	1,209	2,757	3,488	4,216
其他流動資產	6,622	7,729	550	600	600
物業、廠房及設備	3,483	5,804	4,914	4,158	3,568
無形資產	308	22,246	22,246	22,246	22,246
其他非流動資產	3,364	3,192	3,192	3,192	3,192
總資產	20,935	49,780	60,999	69,414	78,681
應付賬款	929	1,832	12,868	16,276	19,674
短期借款	741	2,906	10	10	10
其他流動負債	4,019	4,931	10	5,661	5,828
長期借款	2,210	507	507	507	507
遞延稅項負債	184	1,522	184	184	184
其他非流動負債	242	533	0	0	0
總負債	8,324	12,231	19,096	22,638	26,203
股本	170	279	279	279	279
儲備	9,039	28,934	31,516	34,441	37,904
股東權益	9,209	29,213	31,795	34,720	38,183
非控股權益	3,402	8,337	10,108	12,055	14,296
總權益	12,611	37,550	41,903	46,776	52,478
淨現金(負債)	1,237	3,263	15,075	21,356	28,253

現金流量表

12月31年结(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	4,196	11,429	5,810	6,734	7,884
稅項	-552	596	-1,585	-842	-976
營運資本變動	316	-408	7,843	517	438
經營現金流量	316	-408	7,843	517	438
資本開支	-800	-2,321	-2,803	-3,306	-3,839
自由現金流量	2,750	9,236	12,959	7,166	7,935
股息	-552	-664	-639	-762	-900
其他非流動資產變動	-286	-21,706	0	0	0
股本變動	4	109	0	0	0
其他	-1,173	14,761	25	-123	-138
淨現金流量	743	1,735	12,344	6,281	6,897
期初淨現金(負債)	252	995	2,730	15,075	21,356
期終淨現金(負債)	995	2,730	15,075	21,356	28,253

財務比率

12月31年结	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
增長(%)					
收入	4.7	41.0	20.7	18.0	16.1
EBIT	100.8	136.0	(41.9)	13.5	14.0
淨利潤	24.0	198.1	(49.1)	15.8	16.9
每股盈利	26.8	316.7	(64.7)	19.2	18.1
利潤率(%)					
毛利	79.1	79.9	73.4	71.5	70.3
EBITDA	47.0	78.7	37.9	36.5	35.8
EBIT	26.1	55.2	23.3	22.8	23.0
淨利潤	14.6	43.3	12.7	12.8	13.0
其他比率					
ROE(%)	17.2	24.1	11.9	12.3	12.8
ROA(%)	10.4	18.2	5.2	5.5	5.7
淨負債率	(7.9)	(7.3)	(36.0)	(45.7)	(53.8)
利息覆蓋率(倍)	49.6	75.2	104.6	121.1	141.6
應收賬款周轉天數	50.5	51.1	170.0	170.0	170.0
應付賬款周轉天數	109.7	159.3	700.0	700.0	700.0
存貨周轉天數	108.5	105.2	150.0	150.0	150.0
有效稅率(%)	12.9	6.1	14.5	14.5	14.5

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn