

创新驱动业绩逐季加速，吡咯替尼疗效进一步验证

——恒瑞医药 (600276.SH) 2019 年三季报&临床试验进展点评

公司简报

增持 (维持)

当前价: 82.71 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

宋硕 (执业证书编号: S0930518060001)

021-52523872

songshuo@ebsecn.com

联系人

王明瑞

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

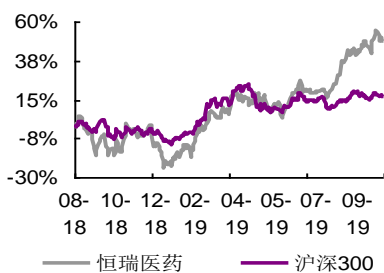
总股本(亿股): 44.23

总市值(亿元): 3658.11

一年最低/最高(元): 41.36/86.86

近3月换手率: 23.41%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.03	22.86	48.59
绝对	0.25	24.19	70.00

资料来源: Wind

相关研报

创新驱动业绩提速, PD-1 大适应症国内领先——恒瑞医药 (600276.SH) 2019 年中报点评

..... 2019-09-01

PD-1 大适应症获突破性进展, 创新药梯队次第花开——恒瑞医药 (600276.SH) 2019H1 创新药研发动态跟踪

..... 2019-07-16

事件:

- 1) 公司发布 2019 年三季报, 1-9 月实现营收 169.45 亿元, 同比+36.01%; 归母净利润 37.35 亿元, 同比+28.26%; 扣非归母净利润 35.36 亿元, 同比+27.25%; 经营性净现金流 26.08 亿元, 同比+27.19%; EPS 0.84 元。业绩略超市场预期。
- 2) 马来酸吡咯替尼片联合卡培他滨治疗晚期乳腺癌的 III 期临床研究 (PHOEBE) 达到方案预设的期中分析优效判定标准, 且安全性可接受, 对比拉帕替尼联合卡培他滨, 可显著延长患者的无进展生存期。截至目前, 该产品项目已投入研发费用约为 69,317 万元人民币。

点评:

◆创新药放量驱动业绩逐季加速, 研发投入大幅加码

公司 Q1~3 单季实现营收 49.67/50.59/69.19 亿元, 同比+28.77/29.61/47.27%; 归母净利 11.93/12.20/13.22 亿元, 同比+25.61/27.03/31.96%。业绩逐季提速明显, 预计主要是卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、紫杉醇 (白蛋白结合型) 等创新药和碘克沙醇等高端仿制药的迅速放量。利润增速低于收入增速主要是公司持续大力投入研发, 前三季度累计研发费用 28.99 亿元, 研发费用率提升至 17.11%, 单季研发投入分别达到 6.62/8.22/14.15 亿元, 研发费用率 13.32/16.26/20.46%, Q3 研发费用同比增速达到 90.93%。主要是由于公司临床研发管线庞大, 推进至后期的项目逐步增多, 因此研发投入力度持续加大。公司研发投入占营收的比例已经与国际一流药企看齐, 逐渐转型为创新驱动的制药龙头。

- **抗肿瘤:** 预计 2019 年收入增速高达 50% 以上, 卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、紫杉醇 (白蛋白结合型)、19K 等重磅品种有望放量超预期, 卡瑞利珠单抗 2019 年有望贡献 8 亿元左右收入, 吡咯替尼 10 亿左右、白紫接近 15 亿元;
- **麻醉:** 整体增速承压, 预计 2019 年收入增长 5% 左右。主要是右美托咪定受到带量采购的冲击, 预计收入下滑 10% 左右, 瑞马唑仑获批进度低于预期;
- **造影剂:** 预计 2019 年收入增速有望达到 35% 左右, 预计主要得益于碘克沙醇超 50% 增长拉动。

预计 2019 年公司整体收入增速接近 40%, 进入创新驱动业绩加速增长的阶段。

◆吡咯替尼新添重磅临床证据, PD-1 大适应症国内领先

吡咯替尼: 联合卡培他滨二线治疗 HER2 阳性乳腺癌的 III 期试验达到主要终点, 进一步验证了对于曲妥珠单抗进展的晚期乳腺癌患者有较高的临床价值, 大规模临床的数据 (267 例患者) 有利于学术推广活动, 利好产品放量。另有一线治疗、新辅助治疗和延长辅助治疗的 III 期临床正在有序推进。

卡瑞利珠单抗：目前已获批适应症为 3 线治疗经典型霍奇金淋巴瘤，另有三个适应症已提交上市申请，包括联用培美曲塞+卡铂一线治疗 EGFR-/ALK-晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）、单药二线晚期肝细胞癌（HCC）、单药二线晚期或转移性食管鳞癌（ESCC），均已纳入优先审评，有望 2020 年获批上市，成为国产 PD-1 大适应症布局领先的厂商。另有多种联用方案和适应症正有序推进临床试验，逐步完善以 PD-1 为核心的肿瘤免疫治疗布局。

其他重磅品种：瑞马唑仑于 2019 年 8 月纳入优先审评，有望年底或明年初获批上市；SHR4640、SHR6390、SHR3680、氟唑帕利、SHR-1316、贝伐珠单抗类似药、法米替尼、海曲泊帕乙醇胺、瑞格列汀、恒格列净正在推进 III 期临床试验，阿帕替尼也有多项拓展适应症处于 III 期，预计将在试验结束后陆续报产；另有多个品种处于 I/II 期临床试验阶段。

公司的创新药管线日益丰富，品种和适应症数量持续提升、创新性不断增强，明年有望提交 5 个以上的上市申请（包括新适应症申请），进入创新药收获期。

◆盈利预测、投资评级和估值：

公司是中国创新药龙头企业，重磅品种正陆续获批上市、放量，同时创新药在研产品管线丰富，长期空间大。考虑到创新药品种放量超预期，我们上调公司收入预测，同时由于重磅产品正进入临床后期，研发投入将保持高增长，我们小幅上调 19-21 年 EPS 预测为 1.20/1.53/2.02 元（原为 1.19/1.53/1.93 元），同比增长 30%/28%/32%，现价对应 19-21 年 PE 为 69/54/41 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：

药品降价超预期的风险；新品审批进度不达预期；创新药研发失败的风险。

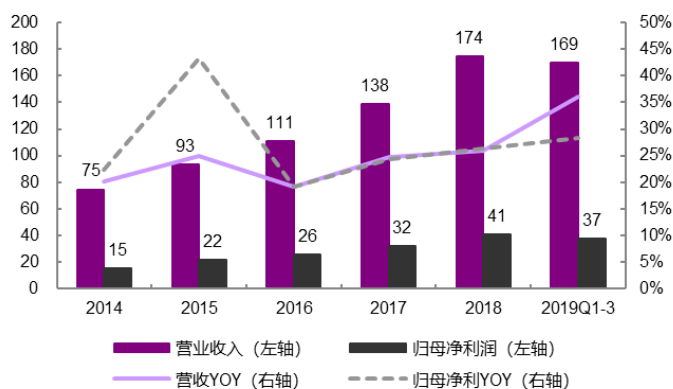
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13,836	17,418	24,081	30,855	38,555
营业收入增长率	24.72%	25.89%	38.26%	28.13%	24.95%
净利润（百万元）	3,217	4,066	5,290	6,775	8,916
净利润增长率	24.25%	26.39%	30.11%	28.07%	31.60%
EPS（元）	0.73	0.92	1.20	1.53	2.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.93%	20.61%	21.66%	22.10%	22.93%
P/E	114	90	69	54	41
P/B	23.8	18.5	15.0	11.9	9.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 24 日

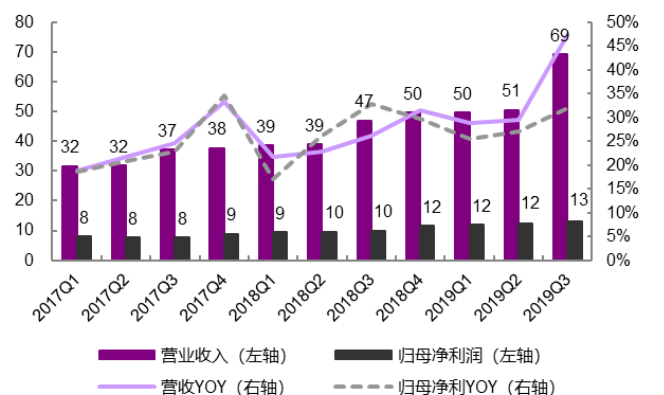
附录

图 1：公司 19 年以来业绩加速增长（亿元）



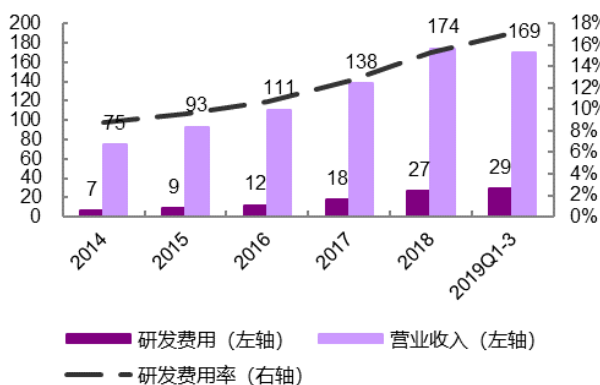
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：公司 19 年以来业绩逐季加速增长（亿元）



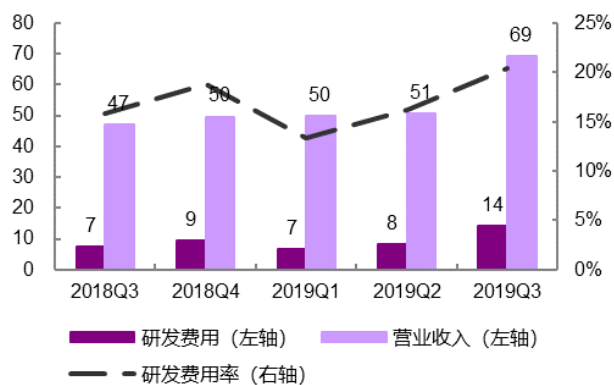
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 3：公司研发费用率近年来持续上升（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 4：公司研发费用率 19 年逐季提升（亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

表 1：公司进入临床阶段的部分创新药管线（截至 2019.10）

阶段	治疗领域	药物类型	靶点	通用名	联用	适应症	治疗地位	地区
上市	镇痛消炎	COX2 抑制剂	COX2	艾瑞昔布	NA	缓解骨关节炎的疼痛	NA	中国
		EGFR/ERBB2 抑制剂	HER2	吡咯替尼	卡培他滨	HER2 阳性乳腺癌	2 线	中国
	肿瘤	VEGFR 抑制剂	VEGFR	阿帕替尼	NA	晚期胃或胃食管结合部腺癌	3 线	中国
		单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	NA	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (cHL)	3 线	中国
NDA	肿瘤	单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	培美曲塞+卡铂	EGFR-/ALK-晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
					NA	晚期肝癌 (HCC)	2 线	中国
					NA	晚期或转移性食管鳞癌	2 线	中国
III 期	麻醉镇静	GABA 受体激动剂	GABAa 受体	瑞马唑仑	NA	择期手术中的全身麻醉	NA	中国
		自身免疫疾病	URATI 抑制剂	URATI	SHR4640	NA	原发性痛风伴高尿酸血症	NA

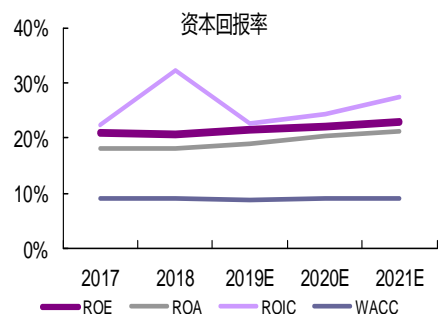
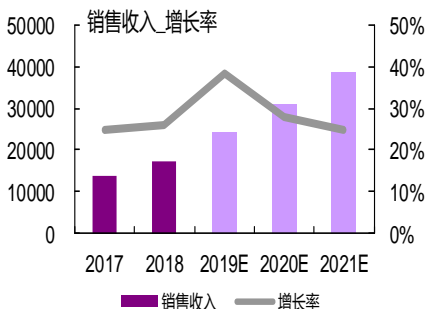
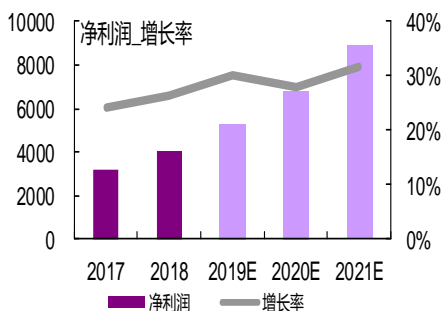
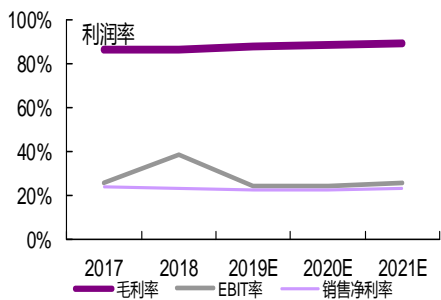
肿瘤	CDK 抑制剂	CDK4/6	SHR6390	芳香化酶抑制剂	HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌	1 线	中国	
				氟维司群	HR 阳性、HER2 阴性晚期乳腺癌	2 线	中国	
	EGFR/ERBB2 抑制剂	HER2	吡咯替尼	曲妥珠单抗+多西他赛	HER2 阳性复发/转移性乳腺癌	1 线	中国	
				曲妥珠单抗+多西他赛	HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌	新辅助治疗	中国	
				NA	HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌	延长辅助治疗	中国	
	PARP 抑制剂	PARP	氟唑帕利	NA	复发性卵巢癌	3 线	中国	
				NA	晚期肝癌 (HCC)	2 线	中国	
				NA	晚期肝内胆管细胞癌	2 线	中国	
	VEGFR 抑制剂	VEGFR	阿帕替尼	伊立替康	复发性小细胞肺癌 (SCLC)	2 线	中国	
				依托泊苷	复发性卵巢癌	2 线及以上	中国	
				NA	晚期 EGFR 野生型非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	3 线	中国	
	单抗	雌激素受体抑制剂	雌激素受体	SHR3680	NA	激素敏感性前列腺癌 (HSPC)	2 线	中国
					阿帕替尼	晚期肝癌 (HCC)	1 线	国际多中心
		单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	卡铂+紫杉醇	IV 期鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
					吉西他滨+顺铂	局部晚期复发或转移鼻咽癌	1 线	中国
					紫杉醇+顺铂	不可切除的局部晚期/复发或远处转移的食管鳞癌	1 线	中国
					FOLFOX4	晚期肝癌 (HCC)	1 线	中国
			PD-L1	SHR-1316	卡铂+依托泊苷	广泛期小细胞肺癌	1 线	中国
		单抗类似药	VEGF	贝伐珠单抗	NA	非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
			多靶点络氨酸激酶抑制剂	PDGFR、VEGFR、FGF、c-Src、Flt3、c-Kit、KDR、Flt1、Ret 受体	法米替尼	NA	晚期结直肠癌	3 线
心血管		小分子 TPO	TPO	海曲泊帕乙醇胺	NA	原发免疫性血小板减少症 (ITP)	2 线	中国
	标准免疫抑制治疗				再生障碍性贫血	NA	中国	
	NA				恶性肿瘤化疗所致血小板减少症	NA	中国	
麻醉镇静	GABA 受体激动剂	GABAa 受体	瑞马唑仑	NA	胃镜诊疗镇静	NA	中国	
				NA	结肠镜诊疗镇静	NA	中国	
代谢疾病	DPP4 抑制剂	DPP4	瑞格列汀	NA	饮食和运动后血糖控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	1 线	中国	
				二甲双胍	二甲双胍控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	2 线	中国	
	SGLT-2 抑制剂	SGLT-2	恒格列净	NA	单纯饮食运动控制不佳的 2 型糖尿病	1 线	中国	
				二甲双胍	二甲双胍控制不佳的 2 型糖尿病	2 线	中国	
II 期 自身免疫疾病	JAK1 抑制剂	JAK1	SHR0302	NA	类风湿性关节炎 (RA)	1-2 线	中国	
				NA	中至重度活动性克罗恩病 (CD)	2 线及以上	国际多中心	
				NA	溃疡性结肠炎	2 线及以上	国际多中心	

				NA	特应性皮炎	NA	中国
	单抗	IL-17A	Vunakizumab (SHR-1314)	NA	成人中重度斑块型银屑病 (PS)	1 线	中国
				NA	慢性中重度斑块型银屑病 (PS)	NA	国际多中心
	EGFR/ERBB2 抑制剂	HER2	吡咯替尼	NA	HER2 突变的晚期非小细胞肺癌	2 线及以上	中国
	VEGFR 抑制剂	VEGFR	阿帕替尼	Sox	晚期胃或胃食管结合部腺癌	1 线	中国
				DOS	局部进展期胃或胃食管结合部腺癌	1 线	中国
	雌激素受体抑制剂	雌激素受体	SHR3680	氟唑帕利	转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC)	2 线	中国
				阿帕替尼 / FOLFOX4	晚期原发性肝癌患者或肝外胆管癌	1~2 线	中国
				阿帕替尼	晚期三阴性乳腺癌 (TNBC)	1~3 线	中国
				GEMOX	晚期胆道癌 (BTC)	1 线	中国
				NA	晚期或转移性胃癌或胃食管交界处腺癌	1 线	中国
				阿帕替尼+化疗	晚期或转移性食管鳞癌	1 线	中国
				贝伐珠单抗	PD-L1 阳性的晚期或转移性 EGFR/ALK 野生型非鳞非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
肿瘤	单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	法米替尼	晚期泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤	1 线	中国
				阿帕替尼	软组织肉瘤	1 线	中国
				贝伐珠单抗 + XELOX	转移性结直肠癌 (mCRC)	1 线	中国
				阿帕替尼	IV 期 KRAS 突变非鳞非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
				阿帕替尼	晚期非小细胞肺癌 (NSCLC)	2~3 线	中国
				NA	非小细胞肺癌 (NSCLC)	2 线	中国
				NA	复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤 (鼻型)	2 线	中国
				阿帕替尼	广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC)	2 线	中国
				NA	晚期或转移性胃肠胰腺神经内分泌瘤	1~2 线	中国
	多靶点络氨酸激酶抑制剂	PDGFR、VEGFR、FGF、c-Src、Flt3、c-Kit、KDR、Flt1、Ret 受体	法米替尼	HS-10296	EGFR 突变的晚期非小细胞肺癌 (NSCLC)	1 线	中国
				NA	复发/不可切除胃肠道间质瘤 (GIST)	2 线	中国
				NA	晚期非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC)	3 线	中国
代谢疾病	DPP4 抑制剂	DPP4	瑞格列汀	恒格列净	饮食和运动后血糖控制不佳的 2 型糖尿病 (T2DM)	1 线	中国
	单抗	PCSK9	SHR-1209	NA	高胆固醇血症	NA	中国
	BTK 抑制剂	BTK	SHR1459	NA	类风湿关节炎	NA	中国
	URATI 抑制剂	URATI	SHR4640	非布司他和秋水仙碱	高尿酸血症、痛风	NA	中国
自身免疫疾病	α阿片受体激动剂	α受体	SHR0410	NA	疼痛和瘙痒	NA	国际多中心
I 期	单抗	IL-17A	Vunakizumab (SHR-1314)	NA	中轴性脊柱关节炎	2 线及以上	中国
	AML1-ETO 抑制剂	AML1-ETO	HAO472	NA	急性髓性细胞白血病	NA	中国
肿瘤	BTK 抑制剂	BTK	SHR1459	NA	复发/难治 B 细胞淋巴瘤	2 线及以上	中国
	CDK 抑制剂	CDK4/6	SHR6390	NA	晚期黑色素瘤	NA	中国

c-Met 抑制剂	c-Met	HS-12041	NA	晚期实体瘤	2 线	中国			
			单药或者联合甲磺酸阿帕替尼	晚期实体瘤	2 线	中国			
EGFR/ERBB2 抑制剂	HER2	吡咯替尼	NA	HER2 阳性实体瘤	NA	美国			
			多西他赛	HER2 表达阳性晚期胃癌	NA	中国			
			利福平	实体瘤	NA	中国			
			伊曲康唑	HER2 阳性乳腺癌	NA	中国			
EZH2	EZH2	SHR2554	NA	复发/难治成熟淋巴细胞肿瘤	2 线	中国			
Hedgehog 抑制剂	Hedgehog	环咪德吉	NA	实体瘤	NA	中国			
IDO 抑制剂	IDO	SHR9146	与 SHR-1210 二药联合, 及 SHR-1210 和甲磺酸阿帕替尼三药联合	晚期实体瘤	NA	中国			
MEK 激酶抑制剂	MEK	SHR7390	NA	晚期实体瘤	NA	中国			
			SHR-1210	晚期实体瘤	NA	中国			
PARP 抑制剂	PARP	氟唑帕利	阿帕替尼+紫杉醇	复发或转移性胃癌	2 线	中国			
			NA	实体瘤	NA	澳大利亚			
			奥美拉唑	晚期实体瘤	NA	中国			
雌激素受体下调剂	ERs	SHR9549	NA	乳腺癌	2-3 线	中国			
			CD47	SHR-1603	NA	恶性肿瘤	2 线	中国	
			IL-15	SHR-1501	NA	晚期实体瘤或血液肿瘤	NA	中国	
			NA	SHR-1702	± 卡瑞利珠单抗	晚期恶性肿瘤	NA	中国	
单抗	PD-1	卡瑞利珠单抗	NA	晚期黑色素瘤	2 线	中国			
			阿帕替尼+氟唑帕利	复发转移性三阴乳腺癌 (TNBC)	2 线及以上	中国			
			SHR9146+阿帕替尼	晚期实体瘤	NA	中国			
			PD-L1	SHR-1316	氟唑帕利胶囊	小细胞肺癌	2 线	中国	
抗体偶联药物	c-Met	抗 c-Met 偶联微管抑制剂 (SHR-A1403)	NA	晚期实体瘤	NA	中国			
		HER2	DM1 (SHR-A1201)	NA	HER-2 阳性晚期转移性乳腺癌	NA	中国		
		双抗	PD-L1&TGF-β RII	SHR-1701	NA	晚期恶性实体肿瘤	2 线	中国	
心血管	ROMK 抑制剂	ROMK	SHR0532	NA	高血压	NA	中国		
	脯氨酸羟化酶 (PHD) 抑制剂	脯氨酸羟化酶 (PHD)	DDO-3055 片	NA	慢性肾病所致贫血	NA	中国		
生殖	GnRH 抑制剂	GnRH	SHR7280	NA	子宫内异位症	NA	中国		
神经系统用药	NMDA 受体激动剂	NMDA 受体及其他多种受体	盐酸(R)-氯胺酮鼻喷剂	NA	抑郁症	NA	中国		
麻醉镇静	MOR 受体激动剂	MOR	SHR8554	NA	术后疼痛	NA	中国		
			NA	NA	儿童术前镇静	1 线	中国		
			α2-肾上腺素受体激动剂	α2-肾上腺素受体	盐酸右美托咪定鼻喷剂	NA	术前镇静	1 线	中国
			NA	NA	行全身麻醉的手术患者气管插管和机械通气时的镇静	1 线	中国		

吗啡的代谢产物	NA	M6G	NA	术后镇痛治疗	NA	中国			
呼吸系统多靶点络氨酸激酶抑制剂 疾病	PDGFR、VEGFR、FGF、c-Src、Flt3、c-Kit、KDR、Flt1、Ret 激酶受体	法米替尼	NA	特发性肺纤维化	NA	中国			
			格列本脲片	2型糖尿病	NA	中国			
代谢疾病	DPP4 抑制剂	瑞格列汀	缬沙坦	2型糖尿病	NA	中国			
			辛伐他汀	2型糖尿病	NA	中国			
			GPR40 激动剂	GPR40	呋格列泛	NA	2型糖尿病	NA	中国
			辛伐他汀片	2型糖尿病	NA	中国			
			缬沙坦	2型糖尿病	NA	中国			
			格列美脲	2型糖尿病	NA	中国			
			SGLT-2 抑制剂	SGLT-2	恒格列净	厄贝沙坦	2型糖尿病	NA	中国
			华法林钠片	2型糖尿病	NA	中国			
			地高辛片	2型糖尿病	NA	中国			
			利福平	2型糖尿病	NA	中国			
胰岛素	胰岛素受体	INS068	NA	1 和 2 型糖尿病	NA	中国			

资料来源：CDE、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,836	17,418	24,081	30,855	38,555
营业成本	1,850	2,335	2,966	3,477	4,049
折旧和摊销	320	381	303	332	357
营业税费	254	237	403	516	645
销售费用	5,189	6,464	8,561	10,886	13,564
管理费用	2,953	1,626	6,318	8,403	10,341
财务费用	-37	-124	-12	-5	-65
公允价值变动损益	0	0	161	161	161
投资收益	39	248	100	100	100
营业利润	3,808	4,597	6,114	7,815	10,258
利润总额	3,759	4,499	6,061	7,763	10,206
少数股东损益	76	-4	70	90	109
归属母公司净利润	3,217	4,066	5,290	6,775	8,916

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	18,039	22,361	28,147	33,803	42,594
流动资产	14,469	18,069	23,903	29,561	38,369
货币资金	4,267	3,890	4,335	5,979	10,160
交易型金融资产	0	0	2,000	3,000	4,000
应收帐款	3,189	3,773	5,270	6,847	8,448
应收票据	989	659	1,690	1,846	2,157
其他应收款	233	970	726	1,068	1,564
存货	790	1,031	1,306	1,524	1,787
可供出售投资	118	155	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	1	12	22	32
固定资产	1,998	2,329	2,516	2,622	2,664
无形资产	279	273	308	341	373
总负债	2,096	2,563	3,586	2,913	3,366
无息负债	2,096	2,563	3,460	2,913	3,366
有息负债	0	0	126	0	0
股东权益	15,943	19,798	24,561	30,890	39,228
股本	2,833	3,686	4,423	4,423	4,423
公积金	2,518	3,571	3,690	3,690	3,690
未分配利润	10,545	13,115	16,738	22,977	31,206
少数股东权益	575	70	140	230	338

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,547	2,774	2,807	3,369	5,881
净利润	3,217	4,066	5,290	6,775	8,916
折旧摊销	320	381	303	332	357
净营运资金增加	3,528	4,180	3,692	4,780	4,561
其他	-4,518	-5,852	-6,477	-8,517	-7,953
投资活动产生现金流	-3,376	-2,856	-1,904	-1,068	-1,078
净资本支出	-379	-526	-310	-320	-330
长期投资变化	0	1	-10	-10	-10
其他资产变化	-2,997	-2,331	-1,584	-738	-738
融资活动现金流	220	-368	-459	-656	-621
股本变化	485	853	737	0	0
债务净变化	0	0	126	-126	0
无息负债变化	641	467	896	-546	453
净现金流	-651	-396	445	1,644	4,181

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.72%	25.89%	38.26%	28.13%	24.95%
净利润增长率	24.25%	26.39%	30.11%	28.07%	31.60%
EBITDA 增长率	25.73%	82.48%	-13.60%	28.28%	30.56%
EBIT 增长率	25.77%	88.16%	-13.22%	29.26%	31.56%
估值指标					
PE	114	90	69	54	41
PB	24	19	15	12	9
EV/EBITDA	60	43	59	46	35
EV/EBIT	65	45	62	48	36
EV/NOPLAT	75	50	71	54	41
EV/Sales	17	17	15	12	9
EV/IC	17	16	16	13	11
盈利能力 (%)					
毛利率	86.63%	86.60%	87.68%	88.73%	89.50%
EBITDA 率	28.16%	40.82%	25.51%	25.54%	26.69%
EBIT 率	25.85%	38.63%	24.25%	24.46%	25.76%
税前净利润率	27.17%	25.83%	25.17%	25.16%	26.47%
税后净利润率 (归属母公司)	23.25%	23.34%	21.97%	21.96%	23.12%
ROA	18.25%	18.16%	19.04%	20.31%	21.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.93%	20.61%	21.66%	22.10%	22.93%
经营性 ROIC	22.29%	32.17%	22.77%	24.32%	27.46%
偿债能力					
流动比率	7.06	7.25	6.80	10.40	11.64
速动比率	6.67	6.83	6.43	9.86	11.10
归属母公司权益/有息债务	-	-	194.17	-	-
有形资产/有息债务	-	-	219.23	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.73	0.92	1.20	1.53	2.02
每股红利	0.08	0.18	0.12	0.16	0.20
每股经营现金流	0.58	0.63	0.63	0.76	1.33
每股自由现金流(FCFF)	-0.10	0.40	0.33	0.44	0.97
每股净资产	3.47	4.46	5.52	6.93	8.79
每股销售收入	3.13	3.94	5.44	6.98	8.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼