【广发医药&海外】中国生物制药（01177.HK）

肿瘤增长强劲，重视新品价值

公司评级	买入
当前价格	13.02 港元
合理价值	15.50 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-06-02

核心观点：

*如非特别说明，本报告货币为人民币

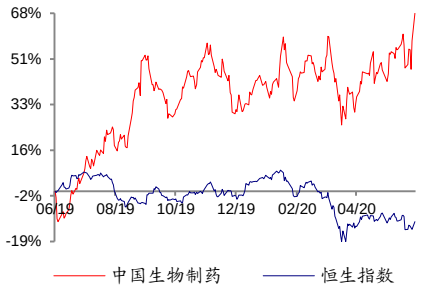
- **收入同比增长 0.2%，归母净利润同比增长 0.6%，Q1 业绩承压。**公司公告 2020 年一季度业绩：收入 62.22 亿元，同比增长 0.2%；归母净利润 8.62 亿元，同比增长 0.6%；调整后归母净利润 8.34 亿元（去除收购泰德产生的无形资产摊销费用和权益投资影响），同比下降 14.6%；调整后每股盈利 6.62 分，同比下降 14.6%；派息每股 2 港仙。
- **肿瘤收入增长强劲，肝病收入继续下滑。**肿瘤收入 19.84 亿元（YoY+61.2%），收入占比提升至 31.9%（+12.1pct）。重磅创新药安罗替尼继续快速增长，阿比特龙和吉非替尼在国家集采中标后增长迅速，来那度胺、硼替佐米、卡培他滨也贡献可观的收入。肝病收入 13.3 亿元（YoY-23.7%），以恩替卡韦为代表的全国集采品种继续承压。抗感染收入 4.16 亿元(YoY+41.9%),呼吸收入 3.34 亿元(YoY+12.3%)，骨科收入 4.68 亿元（YoY+10.9%），保持稳健增长。
- **迎来研发收获期，重磅新产品上市申请获受理。**5 月 25 日，公司和康方生物合作的潜在重磅肿瘤创新药抗 PD-1 单抗安尼可复发难治经典霍奇金淋巴瘤适应症上市申请获得受理。5 月 29 日，重组凝血因子Ⅷ的上市申请获得受理。公司指引 2020-2022 年可获得新药品批件 30/34/35 个，数量位居上市公司第一，未来 5 年可推出 10-20 种 1.1 类创新药，超过 10 种生物药。不断批量上市的优质首仿药、难仿药和陆续上市的创新药将成为公司强者恒强的重要驱动力。
- **盈利预测及投资建议：**预计 20-22 年收入增速 11.5%/19.7%/21.2%，归母净利润增速 12.7%/20.4%/20.0%。采用 DCF 方法得到公司合理价值为 15.50 港元/股，公司肿瘤和呼吸产品线产品持续放量可期，即将迎来 PD-1/PD-L1 和生物药收获期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**仿制药降价超预期；研发进度低于预期；行业政策风险

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	20,889	24,234	27,018	32,339	39,210
增长率（%）	41.0%	16.0%	11.5%	19.7%	21.2%
EBITDA（百万元）	12,511	6,869	8,226	9,609	11,262
归母净利润（百万元）	9,046	2,707	3,052	3,676	4,412
增长率（%）	316.7%	-70.1%	12.7%	20.4%	20.0%
EPS（元/股）	0.72	0.22	0.24	0.29	0.35
市盈率（P/E）	16.69	55.71	49.38	41.00	34.16
市净率（P/B）	5.17	4.85	4.43	4.08	3.72
EV/EBITDA	11.81	21.47	17.36	14.30	11.68

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心　　*本表货币为人民币

相对市场表现



分析师：罗佳荣
SAC 执证号：S0260516090004
SFC CE No. BOR756
021-60750612
luojiarong@gf.com.cn
分析师：马步云
SAC 执证号：S0260519080009
SFC CE No. BOS189
0755-88286935
mabuyun@gf.com.cn

相关研究：

【广发医药&海外】中国生物制药（01177.HK）:集采品种承压，期待新品放量	2020-03-31
【广发医药&海外】中国生物制药（01177.HK）:重磅首仿布地奈德获批，拉开进口替代帷幕	2020-02-28
【广发医药&海外】中国生物制药（01177.HK）:肿瘤表现靓丽，多个领域稳健增长	2019-11-27

联系人：肖鸿德
xiaohongde@gf.com.cn

目录索引

一、疫情和集采影响下一季度整体业绩承压.....4
二、肿瘤收入持续高增长，重磅产品上市申请获受理.....5
三、高研发投入持续，迎来阶段性研发收获期.....5
四、估值与投资建议：长期成长可期.....8
五、风险提示.....9

图表索引

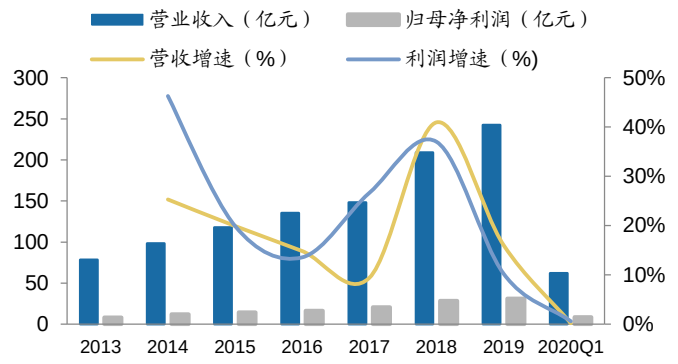
图 1: 中国生物制药收入和利润增长（亿元）.....4
图 2: 中国生物制药收入拆分（2019 年）.....4
图 3: 中国生物制药各疾病领域收入占比变化（2013-2020 年 Q1）.....4
图 4: 中国生物制药研发费用支出增长（百万元）.....6

表 1: 中国生物制药各疾病领域收入和占比情况（百万元）.....5
表 2: 中国生物制药 2019 至今已获批的产品.....6
表 3: 中国生物制药 2020-2022 待获批品种.....7
表 4: 中国生物制药现金流假设（百万元）.....8
表 5: 中国生物制药 WACC 核心假设.....9
表 6: 中国生物制药的 DCF 估值.....9

一、疫情和集采影响下一季度整体业绩承压

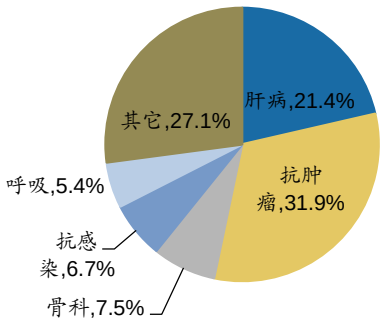
公司2020年1季度实现收入62.22亿元，同比增长0.2%；归母净利润8.62亿元，同比增长0.6%；调整后归母净利润8.34亿元（去除收购泰德产生的无形资产摊销费用和权益投资影响），同比下降14.6%；调整后每股盈利6.62分，同比下降14.6%，1季度派息每股2港仙。公司2020年1季度在疫情和集采的影响下业绩承压。

图1：中国生物制药收入和利润增长（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

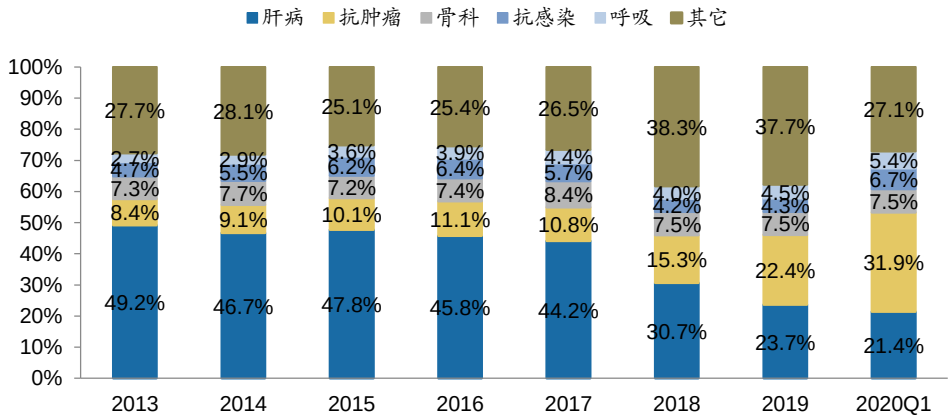
图2：中国生物制药收入拆分（2020年Q1）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从各领域收入和增长来看，肿瘤板块在安罗替尼、集采中标产品和新产品放量的推动下增长靓丽，2020年1季度收入占比已经提升到31.9%。肝病由于全国集采的冲击销售占比下降明显，2020年1季度已下降至21.4%。肿瘤板块的收入占比已经超过肝病，成为公司贡献收入最多的领域。

图3：中国生物制药各疾病领域收入占比变化（2013-2020年Q1）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表1：中国生物制药各疾病领域收入和占比情况（百万元）

	2018H1		2019H1			2018		2019			2019Q1		2020Q1		
	收入	占比	收入	占比	增速（%）	收入	占比	收入	占比	增速（%）	收入	占比	收入	占比	增速（%）
肝病	3339	34.3%	3292	26.3%	-1.4%	6417	30.7%	5740	23.7%	-10.6%	1742	28.1%	1330	21.4%	-23.7%
抗肿瘤	1045	10.7%	2566	20.5%	145.5%	3188	15.3%	5428	22.4%	70.3%	1231	19.8%	1984	31.9%	61.2%
心脑血管	1374	14.1%	1697	13.5%	23.5%	2743	13.1%	3116	12.9%	13.6%					
镇痛	959	9.9%	1030	8.2%	7.4%										
骨科	819	8.4%	918	7.3%	12.1%	1563	7.5%	1809	7.5%	15.7%	422	6.8%	468	7.5%	10.9%
消化系统	571	5.9%	763	6.1%	33.6%	1178	5.6%	1530	6.3%	29.9%					
呼吸	426	4.4%	573	4.6%	34.5%	834	4.0%	1085	4.5%	30.0%	298	4.8%	334	5.4%	12.3%
抗感染	504	5.2%	567	4.5%	12.5%	879	4.2%	1032	4.3%	17.5%	293	4.7%	416	6.7%	41.9%
肠外营养	327	3.4%	374	3.0%	14.4%										
糖尿病	64	0.7%	79	0.6%	23.4%										

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、肿瘤收入持续高增长，重磅产品上市申请获受理

2020年1季度，公司肿瘤业务实现收入19.84亿元，同比增长61.2%，收入占比提升至31.9%，表现靓丽。肿瘤业务中重磅创新药安罗替尼继续保持增长，阿比特龙和吉非替尼在国家集采中标后增长迅速，其他产品也取得可观的增长。

5月25日，公司与康方生物合作开发的潜在重磅肿瘤创新药抗PD-1单抗安尼可（派安普利，研发代号AK105）上市申请获得受理。该产品首个申报的适应症为经典型霍奇金淋巴瘤，后续还有鼻咽癌、一线非鳞和鳞状非小细胞肺癌、肝癌、泌尿上皮癌、头颈部癌等多癌肿的临床研发。预计该产品有望于2021年上市，成为公司增长的新动力之一。

公司多个疾病领域保持稳健增长：抗感染收入4.16亿元（YoY+41.9%），呼吸收入3.34亿元（YoY+12.3%），骨科收入4.68亿元（YoY+10.9%）。疫情期间，公司优先保证疫情用药的供应，呼吸科天晴速乐（噻托溴铵干粉吸入剂）、抗感染产品天解（注射用替加环素）、丰瑞能（盐酸莫西沙星氯化钠注射剂）、天礼（利奈唑胺葡萄糖注射液）、天铭（注射用醋酸卡泊芬净）等产品增长良好。

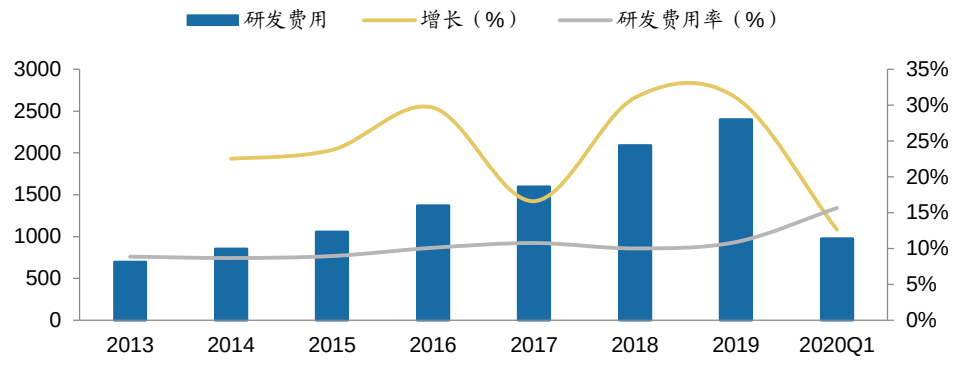
三、高研发投入持续，迎来阶段性研发收获期

公司继续加大研发创新投入，2020年1季度研发投入共计9.94亿元，占收入比例达16.0%，其中费用化部分9.74亿元，占收入比例15.7%。目前公司共开展187个临床项目，其中创新药40个，生物药14个。

公司迎来阶段性研发收获期，2020年1季度获得生产批件6个，一致性评价获批6个。呼吸领域（布地奈德等）、肿瘤领域（安罗替尼、PD-1等）和生物药（凝血八因子、生物类似物等）将推动公司未来3-5年的持续成长。尽管公司2020年1季度在疫情和集采的影响下业绩承压，但预计随着更多新产品的获批上市，公司业绩增长有望逐

季提速。

图4：中国生物制药研发费用支出增长（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表2：中国生物制药2019至今已获批的产品

2020 年	通用名	领域	适应症	药品类别	子公司
1	肿瘤	注射用福沙匹坦双葡甲胺（欧盟）	化药	仿制	正大天晴
2	骨科消炎止痛	塞来昔布胶囊	化药	仿制	正大清江
3	心脑血管	依达拉奉氯化钠注射液	化药	首仿	正大丰海
4	血液制品	人血白蛋白	生物药	独家经销	南京正大天晴
5	肿瘤	氟维司群注射液（美国 ANDA）	化药	仿制	正大天晴
6	肿瘤	氟维司群注射液（德国上市）	化药	仿制	正大天晴
7	呼吸	吸入用布地奈德混悬液	化药	首仿	正大天晴
8	内分泌	磷酸西格列汀片	化药	首仿	正大天晴
9	呼吸	孟鲁司特钠颗粒	化药	仿制	正大丰海
10	抗感染	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	化药	仿制	南京正大天晴
11	心血管	达比加群酯胶囊	化药	首仿	正大天晴
12	内分泌	维格列汀片	化药	仿制	北京泰德
13	心脑血管	依达拉奉氯化钠注射液（新适应症）	化药	首仿	正大丰海
2019 年	产品名称	治疗领域	适应症	药品类别	子公司
1	肿瘤	来那度胺胶囊	化药	仿制	正大天晴
2	心脑血管	安立生坦片	化药	仿制	正大天晴
3	肿瘤	吉非替尼片	化药	仿制	正大天晴
4	心脑血管	阿哌沙班片	化药	仿制	正大天晴
5	肝病	替诺福韦二吡呋酯片（欧盟）	化药	仿制	正大天晴
6	肿瘤	盐酸帕洛诺司琼注射液（补充申请）	化药	仿制	正大天晴
7	肝病	钆塞酸二钠注射液	化药	首仿	正大天晴
8	抗感染	注射用醋酸卡泊芬净	化药	仿制	正大天晴
9	生殖健康	他达拉非片	化药	仿制	南京正大天晴
10	心脑血管	替格瑞洛片	化药	仿制	南京正大天晴
11	肿瘤	盐酸安罗替尼胶囊（新增适应症：软组织肉瘤）	化药	创新药	正大天晴
12	抗感染	盐酸莫西沙星注射液	化药	仿制	南京正大天晴
13	肿瘤	醋酸阿比特龙片	化药	仿制	正大天晴

14	心脑血管	利伐沙班片	化药	仿制	正大天晴
15	肿瘤	盐酸安罗替尼胶囊（新增适应症：小细胞肺癌）	化药	创新药	正大天晴
16	类风湿关节炎	枸橼酸托法替布片	化药	首仿	正大天晴
17	肿瘤	注射用阿扎胞苷	化药	首仿	正大天晴
18	心脑血管	替格瑞洛片（美国 ANDA）	化药	仿制	北京泰德
19	肿瘤	注射用福沙匹坦双葡甲胺	化药	仿制	正大天晴
20	肿瘤	来那度胺胶囊（药品补充申请）	化药	仿制	正大天晴
21	消化系统	注射用艾司奥美拉唑钠	化药	仿制	正大丰海
22	肝病	注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	化药	仿制	正大天晴
23	肿瘤	注射用盐酸苯达莫司汀	化药	首仿	正大天晴
24	心脑血管	阿加曲班注射液	化药	仿制	南京正大天晴
25	肿瘤	注射用硼替佐米（药品补充申请）	化药	仿制	南京天晴
26	心脑血管	替格瑞洛片	化药	仿制	正大天晴

数据来源：公司业绩简报、广发证券发展研究中心

表3：中国生物制药2020-2022待获批品种

	2020 年		2021 年		2022 年	
	通用名	领域	通用名	领域	通用名	领域
1	注射用福沙匹坦双葡甲胺（欧盟）	肿瘤	PD-1 单抗	肿瘤	PD-L1 单抗	肿瘤
2	塞来昔布胶囊	骨科消炎止痛	利妥昔单抗	肿瘤	曲妥珠单抗	肿瘤
3	依达拉奉氯化钠注射液	心脑血管	阿达木单抗注射液	自身免疫	贝伐珠单抗	肿瘤
4	人血白蛋白	血液制品	注射用重组人凝血因子八	血友病	艾酚福韦片	肝病
5	氟维司群注射液（ANDA）	肿瘤	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	肿瘤	依维莫司片	肿瘤
6	氟维司群注射液（德国上市）	肿瘤	甲磺酸仑伐替尼胶囊	肿瘤	曲氟尿苷替匹嘧啶片	肿瘤
7	吸入用布地奈德混悬液	呼吸	沙美特罗氟替卡松粉吸入剂	呼吸	氢溴酸伏硫西汀片	精神
8	磷酸西格列汀片	内分泌	氟维司群注射液	肿瘤	阿瑞匹坦胶囊	肿瘤
9	孟鲁司特钠颗粒	呼吸	注射用多黏菌素 E 甲磺酸钠	抗感染	酒石酸阿福特罗雾化吸收用溶液	呼吸
10	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	抗感染	艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	消化	TQ-B3525 片（化学创新药）	多适应症肿瘤
11	达比加群酯胶囊	心脑血管	沙库巴曲缬沙坦钠片	心脑血管	TQ-B3101 胶囊（化学创新药）	血液瘤
12	维格列汀片	内分泌	磷丙替诺福韦片	肝病	利斯的明贴剂	阿兹海默症
13	依达拉奉（渐冻症）	心脑血管	碘克沙醇注射液	造影剂	洛索洛芬钠凝胶贴膏	骨科
14	注射用左旋泮托拉唑钠	消化	苹果酸舒尼替尼胶囊	肿瘤	罗替戈汀贴剂	帕金森
15	泊马度胺胶囊	肿瘤	恩格列净片	内分泌	西格列汀二甲双胍缓释片	内分泌
16	沙格列汀片	内分泌	卡格列净片	内分泌	培唑帕尼片	抗肿瘤
17	恩曲他滨替诺福韦片	抗感染	马来酸阿法替尼片	肿瘤	甲磺酸仑伐替尼胶囊	抗肿瘤
18	安罗替尼胶囊（新增适应症：甲状腺髓样癌）	肿瘤	注射用醋酸地加瑞克	肿瘤	氨氯地平阿托伐他汀钙片	心脑血管
19	苯磺顺阿曲库铵注射液	麻醉	右兰索拉唑肠溶胶囊	消化	富马酸丙酚替诺福韦片	抗感染

20	依托考昔片	骨科	安罗替尼胶囊（第五适应症：分化型甲状腺癌）	肿瘤	阿瑞匹坦胶囊	肿瘤
21	阿哌沙班	心脑血管	帕立骨化醇注射液	骨科	鲁比前列酮软胶囊	消化
22	利伐沙班	心脑血管	立马前列素片	椎管狭窄	罗沙司他胶囊	泌尿
23	硫酸氯吡格雷	心脑血管	索磷布韦片	抗感染	骨化三醇口服液	骨科
24	碘帕醇注射液	造影剂	磷酸西格列汀片	内分泌	艾地骨化醇胶囊	骨科
25	盐酸伊达比星冻干粉	肿瘤	枸橼酸托法替布片	类风关	琥珀酸呋罗曲坦片	偏头疼
26	转化糖注射液	肠外营养	奥美沙坦酯氨氯地平片	心脑血管	奥美钠镁咀嚼片	消化
27	螺内酯片（补充申请）	水肿疾病	托伐普坦片	心脑血管	盐酸托罗西汀胶囊（药品补充申请批件）	注意缺陷
28	TY01 素乾	特医	马昔腾坦片	心脑血管	盐酸托罗西汀口服液	注意缺陷
29	TY02 恬能	特医	舒更葡萄钠注射液	手术麻醉	福多司坦口服溶液	呼吸
30	TY04 海唯舒	特医	依达拉奉注射液	心脑血管	盐酸替罗非班氯化钠注射液	心血管
31			聚普瑞锌颗粒	消化	盐酸右美托咪定氯化钠注射液	麻醉
32			TY021 田能欣	特医	TY13 海维安	特医
33			枸橼酸托法替布片	类风关	洛索洛芬钠凝胶	镇痛
34			骨化三醇软膏	骨科	阿普斯特片	银屑病
35					艾拉莫德片	类风关

数据来源：公司业绩简报、广发证券发展研究中心

四、估值与投资建议：长期成长可期

考虑PD-1、重组八因子等潜在重磅产品的上市申请于2020年5月获得受理，有望于2021年获批上市，提高2021年及未来的现金流预测。预计公司2020-2022年收入分别为270/323/392亿元，同比增长11.5%/19.7%21.2%；归母净利润30.52/36.76/44.12亿元，同比增长12.7%/20.4%20.0%。排除泰德摊销费用的调整后净利润34.72/40.96/48.32亿元，同比增长10.9%/18.0%18.0%，调整后EPS分别为0.28/0.33/0.38元/股，当前股价对应调整后净利润分别为43.4/36.8/31.2x PE。如果公司产品获批速度超预期或者新产品销售超预期，业绩增长有望提速。

采用DCF方法对公司进行估值，假设股权beta为0.89，WACC=9.26%，永续增长率=2.6%，得到公司合理价值为15.50港元/股，维持“买入”评级。

表4：中国生物制药现金流假设（百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	6,532	7,808	9,332	11,198	13,214	15,328	17,781	20,448	22,901	24,733
所得税税率	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
EBIT*(1-所得税税率)	5,521	6,590	7,870	9,406	11,100	12,876	14,936	17,176	19,237	20,776
折旧与摊销	1,694	1,802	1,930	2,026	2,128	2,234	2,346	2,463	2,586	2,715
营运资金的净变动	-1,305	-875	-1,473	-1,546	-1,624	-1,705	-1,790	-1,880	-1,974	-2,072
资本性投资	-900	-1,200	-1,400	-1,470	-1,544	-1,621	-1,702	-1,787	-1,876	-1,970
FCFF	5017	6316	6927	8416	10060	11784	13789	15973	17973	19449

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表5：中国生物制药WACC核心假设

核心假设	
WACC	9.26%
股权成本	12.03%
债权成本	4.00%
股权 Beta	0.89
无风险利率	2.6%
市场风险溢价	9.4%
目标资产负债率	25.0%
企业所得税税率	16.0%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表6：中国生物制药的DCF估值

假设项目	
WACC	9.26%
永续增长率	2.6%
终值（百万元，2030 年）	116,147
核心企业价值（百万元）	198,122
股票价值（百万元）	180,334
发行股数（百万股）	12,582
归属股东的每股净现值（元）	14.33
归属股东的每股净现值（港元）	15.50
汇率（港元/人民币元）	0.92

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

（1）仿制药降价超预期;

（2）研发进度低于预期;

（3）行业政策风险。

资产负债表 单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**18,538**	**24,913**	**30,447**	**38,115**	**46,867**
货币资金	6,676	11,911	15,968	21,362	27,219
应收及预付	5,728	6,903	7,496	8,744	10,276
存货	1,209	1,659	1,510	1,843	2,234
其他流动资产	4,925	4,440	5,474	6,166	7,137
非流动资产	**31,242**	**33,386**	**32,618**	**32,017**	**31,487**
长期股权投资	326	808	853	853	853
固定资产	5,804	6,914	7,572	8,351	9,130
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	8,349	7,704	6,251	4,871	3,562
其他长期资产	16,762	17,960	17,941	17,941	17,941
资产总计	**49,780**	**58,299**	**63,066**	**70,132**	**78,353**
流动负债	**9,669**	**8,123**	**7,690**	**9,088**	**10,509**
短期借款	2,906	667	86	86	86
应付及预收	1,832	1,809	1,812	2,211	2,681
其他流动负债	4,931	5,647	5,792	6,791	7,742
非流动负债	**2,562**	**9,892**	**9,913**	**9,923**	**9,933**
长期借款	507	7,885	7,895	7,905	7,915
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,055	2,007	2,018	2,018	2,018
负债合计	**12,231**	**18,015**	**17,602**	**19,011**	**20,442**
股本	126	126	126	126	126
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	29,391	31,246	33,756	36,697	40,226
归属母公司股东权益	29,213	31,112	34,035	36,975	40,505
少数股东权益	8,337	9,173	11,429	14,145	17,406
负债和股东权益	**49,780**	**58,299**	**63,066**	**70,132**	**78,353**

现金流量表 单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**5,094**	**5,325**	**5,906**	**7,516**	**8,327**
净利润	10,733	4,694	5,307	6,392	7,673
折旧摊销	1,219	1,575	1,694	1,802	1,930
营运资金变动	243	-279	-1,309	-875	-1,473
其它	-7,101	-666	214	197	198
投资活动现金流	**-616**	**-3,824**	**-920**	**-1,200**	**-1,400**
资本支出	-474	-1,720	-886	-1,200	-1,400
投资变动	1,556	-951	-34	0	0
其他	-1,698	-1,154	-1	0	0
筹资活动现金流	**-2,178**	**2,801**	**-263**	**-923**	**-1,070**
银行借款	1,102	21,955	79	10	10
股权融资	-577	-4	0	0	0
其他	-2,703	-19,150	-342	-933	-1,080
现金净增加额	**2,301**	**4,301**	**4,723**	**5,394**	**5,857**
期初现金余额	**3,692**	**6,676**	**11,911**	**15,968**	**21,362**
期末现金余额	**6,676**	**11,911**	**15,968**	**21,362**	**27,219**

利润表 单位：百万元人民币

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**20,889**	**24,234**	**27,018**	**32,339**	**39,210**
营业成本	-4,197	-4,926	-5,512	-6,726	-8,156
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-8,079	-9,320	-10,402	-12,483	-15,096
管理费用	-2,190	-2,589	-2,972	-3,622	-4,627
研发费用	-2,091	-2,399	-2,756	-3,234	-3,921
财务费用	-153	-230	-214	-197	-198
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7,443	863	880	880	880
营业利润	**11,424**	**5,765**	**6,412**	**7,688**	**9,212**
营业外收支	159	48	120	120	120
利润总额	**11,429**	**5,584**	**6,318**	**7,610**	**9,134**
所得税	-696	-889	-1,011	-1,218	-1,461
净利润	**10,733**	**4,694**	**5,307**	**6,392**	**7,673**
少数股东损益	1,686	1,988	2,256	2,717	3,261
归属母公司净利润	**9,046**	**2,707**	**3,052**	**3,676**	**4,412**
EBITDA	12,511	6,869	8,226	9,609	11,262
EPS（元）	0.72	0.22	0.24	0.29	0.35

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	40.96%	16.02%	11.49%	19.69%	21.25%
营业利润增长	12.19%	18.45%	15.19%	23.75%	22.64%
归母净利润增长	316.70%	-70.08%	12.75%	20.44%	20.03%
获利能力					
毛利率	79.91%	79.67%	79.60%	79.20%	79.20%
净利率	51.38%	19.37%	19.64%	19.77%	19.57%
ROE	30.97%	8.70%	8.97%	9.94%	10.89%
ROIC	34.79%	14.21%	15.58%	18.47%	21.51%
偿债能力					
资产负债率	24.57%	30.90%	27.91%	27.11%	26.09%
净负债比率	-22.85%	-38.29%	-46.92%	-57.77%	-67.20%
流动比率	1.92	3.07	3.96	4.19	4.46
速动比率	1.79	2.86	3.76	3.99	4.25
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.45	0.45	0.49	0.53
应收账款周转率	8.28	8.48	8.57	9.34	9.39
存货周转率	3.89	3.39	3.60	3.96	3.95
每股指标（元）					
每股收益	0.72	0.22	0.24	0.29	0.35
每股经营现金流	0.40	0.42	0.47	0.60	0.66
每股净资产	2.32	2.47	2.71	2.94	3.22
估值比率					
P/E	16.69	55.71	49.38	41.00	34.16
P/B	5.17	4.85	4.43	4.08	3.72
EV/EBITDA	11.81	21.47	17.36	14.30	11.68

广发医药行业研究小组

罗 佳 荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获 2019 年新财富医药生物行业第五名。

孙 辰 阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

孔 令 岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

马 步 云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

李 安 飞：联系人，中山大学医学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

李 东 升：联系人，上海交通大学硕士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

肖 鸿 德：联系人，南加州大学硕士，2020 年 3 月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明:（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场;（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。