

CAR-T 提交上市申请，领军国内细胞免疫治疗

——复星医药 (600196.SH/2196.HK) 研发动态跟踪

跨市场公司动态

◆公司动态变化:

公司2020年2月24日公告表示，合营公司复星凯特收到《受理通知书》(受理号: CXSS2000006 国)，其益基利仑赛注射液(拟定)(即抗人CD19 CAR-T 细胞注射液)用于成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤治疗获国家药监局药品上市注册审评受理。

截至公告日，该产品已完成用于治疗成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤的中国境内桥接临床试验。截至2020年1月，该产品累计研发投入约为人民币47,400万元(含专利和技术许可费用，未经审计)。

◆点评:

国内首个 CAR-T 报产，领军国内细胞免疫治疗。CAR-T 是通过对患者自身的 T 细胞进行修饰之后再输回患者体内杀伤肿瘤细胞的新型抗癌疗法，目前全球仅有两款药物上市，分别是吉利德的 Yescarta (19 年销售额 4.56 亿美元，同比+73%) 和诺华的 Kymriah (19 年销售额 2.78 亿美元，同比+266%)。公司的益基利仑赛注射液即为 Yescarta，由复星凯特(持股 50%) 从吉利德子公司 Kite Pharma 引进，是国内首个申报生产的 CAR-T 疗法。

客观缓解率高达 72%，为淋巴瘤提供有效性优秀的新疗法。在临床试验中，Yescarta 的有效性指标优秀，客观缓解率 (ORR) 高达 72%，完全缓解率 (CR) 高达 51%，中位缓解持续时间 (DOR) 达到 9.2 个月；同时安全性良好，各种不良反应相对可控。我们预计益基利仑赛的国内峰值销售额有望达到 19 亿元左右。

◆盈利预测、估值与评级

公司覆盖医药健康全产业链，业务板块间具协同潜力，且布局多个创新型平台，随着各创新平台逐步落地，有望逐步实现创新驱动转型。考虑到新冠肺炎疫情对公司 20Q1 业绩可能有负面影响，略下调 20 年 EPS 预测为 1.42 元(原预测为 1.45 元)，维持 19/21 年 EPS 预测为 1.20/1.72 元，A 股现价对应 19~21 年 PE 为 23/20/16 倍，维持“买入”评级；H 股现价对应 19~21 年 PE 为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示:

药品降价超预期；研发进度不达预期；投资收益低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,534	24,918	29,528	35,079	41,209
营业收入增长率	26.69%	34.45%	18.50%	18.80%	17.48%
净利润(百万元)	3,124	2,708	3,076	3,646	4,417
净利润增长率	11.36%	-13.33%	13.59%	18.54%	21.15%
EPS(元)	1.25	1.06	1.20	1.42	1.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.34%	9.68%	10.16%	11.05%	12.16%
P/E(A股)	22	27	23	20	16
P/E(H股)	17	20	18	15	12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 2 月 26 日

A 股: 买入(维持)

当前价: 28.04 元

H 股: 买入(维持)

当前价: 23.40 港元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebsecn.com

联系人

王明瑞
wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股): 25.63
总市值(亿元): 718.64
一年最低/最高(元): 22.03/31.85
近 3 月换手率: 56.91%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.38	4.42	-2.40
绝对	7.10	9.45	6.81

资料来源: Wind

相关研报

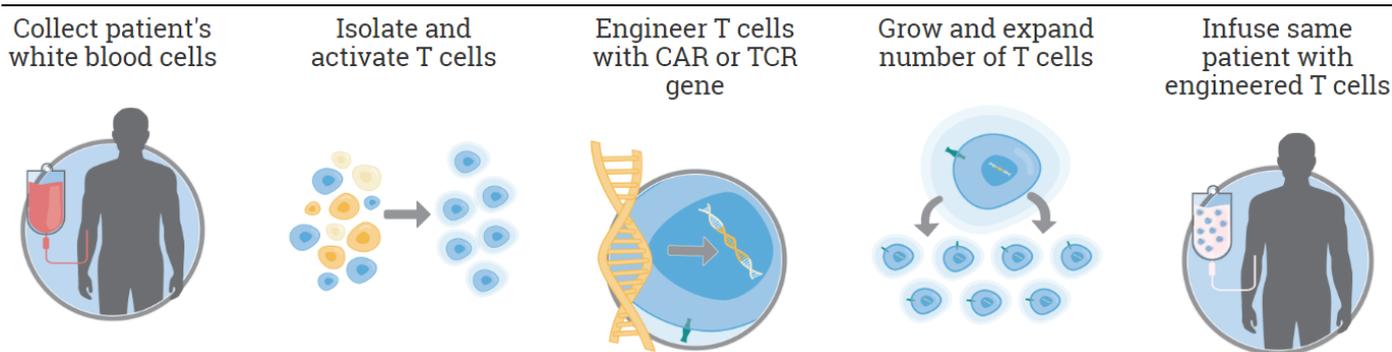
Q3 扣非增速较高，创新转型稳步推进——复星医药 (600196.SH、2196.HK) 2019 三季度点评
..... 2019-11-01
产业布局优势强化，由仿转创趋势渐显——复星医药 (600196.SH、2196.HK) 首次覆盖报告
..... 2019-09-04

1、肿瘤免疫治疗的“新贵”：CAR-T 细胞疗法

益基利仑赛注射液（美国商品名 Yescarta）是一种 CD19 定向基因修饰的自体 T 细胞免疫疗法，适用于成人复发性或难治性大 B 细胞淋巴瘤患者，包括弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL）非特指型、原发性纵隔 B 细胞淋巴瘤（PMBCL）、高级别 B 细胞淋巴瘤和滤泡淋巴瘤转化的 DLBCL。

制备 Yescarta，需要收集患者自身的 T 细胞，并通过逆转录病毒转导进行离体基因修饰，以表达嵌合抗原受体（CAR），然后将抗 CD19 CAR-T 细胞扩增并输回患者体内，然后识别和杀伤表达 CD19 的肿瘤细胞。

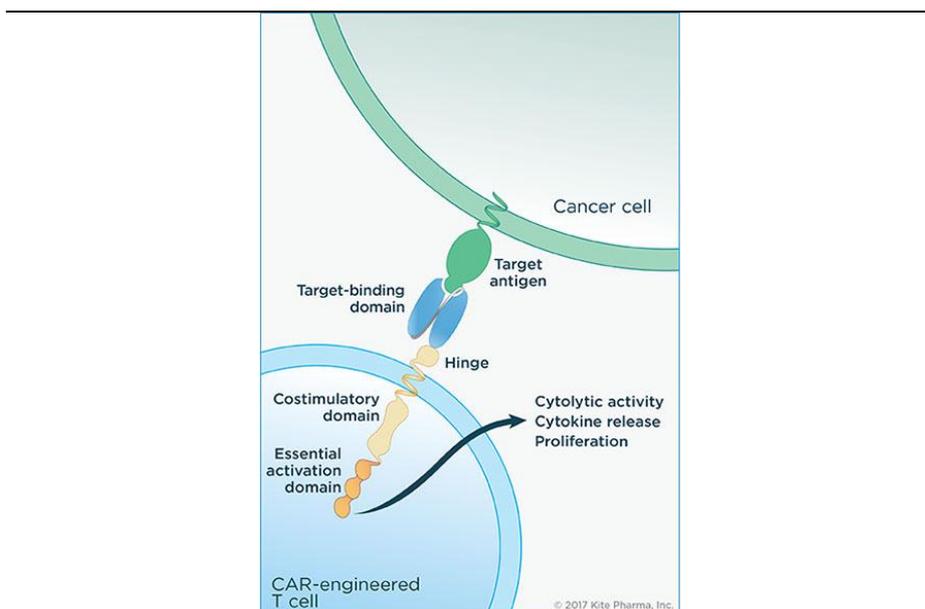
图 1：CAR T 技术流程



资料来源：Kite Pharma 官网、光大证券研究所

研究表明，在抗 CD19 CAR T 细胞与表达 CD19 的靶细胞结合后，CD28 和 CD3-zeta 共刺激域激活下游信号传导级联反应，从而导致 T 细胞活化，增殖，获得效应功能和分泌炎症性细胞因子和趋化因子，通过这一系列效果杀死表达 CD19 的细胞。

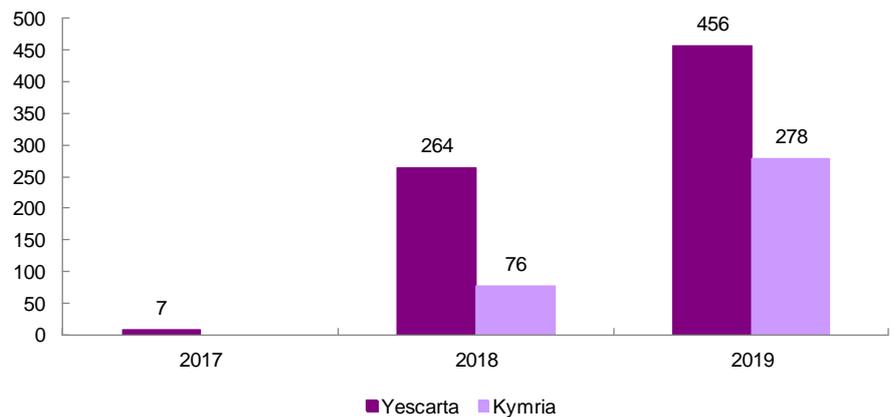
图 2：CAR-T 抗肿瘤原理



资料来源：Kite Pharma 官网、光大证券研究所

Yescarta 的原研企业为吉利德子公司 Kite Pharma, 该产品于 2017 年获 FDA 批准上市, 2018 年获欧盟 EMA 批准上市; 全球已获批上市的另一款 CD19 CAR T 疗法是诺华于 2018 年上市的 Kymriah。两款细胞疗法上市后销售额迅速增长, 2019 年 Yescarta 销售额 4.56 亿美元, 同比+73%, Kymriah 销售额 2.78 亿美元, 同比+266%。

图 3: 两款 CAR-T 疗法上市后销售额迅速增长 (百万美元)



资料来源: 吉利德年报、诺华年报、光大证券研究所

Yescarta 由公司的合营企业复星凯特从 Kite Pharma 引进, 获得在中国大陆、香港特别行政区和澳门特别行政区的技术及商业化权利, 并拟于中国境内 (不包括港澳台地区) 进行本地化生产。2018 年 8 月, 该产品获得国家药监局临床试验批准。截至公告日, 该产品已完成用于治疗成人复发难治性大 B 细胞淋巴瘤的中国境内桥接临床试验。

2017 年 1 月 10 日, 公司全资子公司复星医药产业与 KP EU C.V. 签订《中外合作经营合同》, 复星医药产业拟投资不超过等值 8,000 万美元 (包括但不限于投资款及股东贷款) 与 Kite 共同设立中外合作经营企业复星医药凯特生物科技 (中国) 有限公司, 携手开拓中国 (根据本次合作约定, 包括中国大陆、香港及澳门, 但不包括台湾) 癌症 T 细胞免疫疗法市场。

注册资本: 4,000 万美元, 其中: 复星医药产业拟以等值于 2,000 万美元的人民币现金认缴, 占比 50%; Kite 拟以其相关产品和专有技术项下的独占商业使用权作价 2,000 万美元认缴, 占比 50%。

协议付款:

- **专利和技术许可:** 由复星医药产业另向复星凯特支付等值于 4,000 万美元的现金, 用于支付《技术许可协议》的相关专利和技术费用。复星凯特设立和《技术许可协议》签署后, 将获得: Kite 就其研发的 KTE-C19 (一种向自体 T 细胞转导靶向人 CD19 的嵌合抗原受体用以治疗 B 细胞淋巴瘤及白血病的细胞治疗产品) 于中国的商业化权利以及后续产品 (即 KITE-439 及 KITE-718) 授权许可的优先选择权。

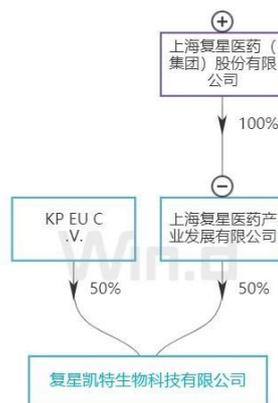
- **里程碑付款：**复星凯特将根据 KTE-C19 的研发进展及市场情况向 Kite 支付 **3,500 万美元**的里程碑付款；复星凯特就后续产品（即 KITE-439 及 KITE-718）将支付给 Kite 的全部费用（包括许可费以及全部里程碑付款，不包括销售提成）预计为 **14,000 万美元**。

进一步融资：发生下列情况时，复星医药产业或其关联方应该向复星凯特提供利率介于人民银行公布的同期商业银行贷款利率的 1 倍至 1.2 倍间的股东贷款：

- 当复星凯特成立之日起 3 年内，如流动资金少于 250 万美元，复星医药产业或其关联方应向复星凯特提供总额最高为 1,000 万美元或等值人民币的股东贷款；
- 当复星凯特不具有足够的流动资金以支付《技术许可协议》项下相关付款时，复星医药产业或其关联方应向复星凯特提供总额最高为 1,000 万美元或等值人民币的股东贷款。

利润分配：考虑到复星凯特的持股比例及合作条件，复星医药产业将有权获得复星凯特 **60%**可分配利润，Kite 将有权获得复星凯特 **40%**可分配利润。

图 4：复星凯特股权结构（截至 2020.2）



资料来源：Wind、光大证券研究所

截至目前，国内众多的 CAR-T 研发企业中，进度最快的即为公司的益基利仑赛注射液，于 2020 年 2 月提交上市申请，其余进展较快的企业均在 I/II 期临床阶段。公司成为中国抗肿瘤细胞疗法的领军企业，享有先发优势，预计获批后可凭借相对缓和的竞争格局实现迅速放量。

表 1：部分进入临床的国内 CAR-T 疗法进展（截至 2020.2）

阶段	公司	靶点	通用名	适应症	治疗地位	进展
NDA	复星凯特/复星医药	CD19	益基利仑赛 (FKC876)	复发难治性侵袭性非霍奇金淋巴瘤 (NHL)	2 线	2020/02 提交上市申请 CXSS2000006
II 期或 I/II 期	恒润达生	CD19	HRAIN-001	复发/难治性 CD19 阳性弥漫大 B 细胞淋巴瘤和滤泡性淋巴瘤	2~3 线	2018/11/13 首例入组 CTR20181354
	南京传奇/金斯瑞	BCMA	LCAR-B38M	复发或难治多发性骨髓瘤	4 线	2019/01/28 首例入组

						CTR20181007
I 期	明聚生物/药明巨诺	CD19	JWCAR029	复发难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤	3 线	2019/06/11 首例入组 CTR20182325
	南京驯鹿	BCMA	CT103A	复发/难治性多发性骨髓瘤	4 线	2020/01/14 首次公示 CTR20192510
	恒润达生	CD19	HRAIN-001	复发/难治性 CD19 阳性 B 细胞急性淋巴细胞白血病	2~3 线	2018/11/12 首例入组 CTR20181970
	银河生物	CD19	MBC19	复发性或难治性 B 细胞淋巴瘤	2~3 线	2019/03/14 首次公示 CTR20190470
	科济生物	GPC3 CAR-GPC3 T 细胞		晚期肝细胞癌	NA	2019/03/19 首次公示 CTR20190421
	上海细胞治疗/姚记科技	CD19	BZ019	复发或难治性大 B 细胞淋巴瘤	3 线	2019/08/03 首次公示 CTR20191703
	精准生物/智飞生物	CD19	pCAR-19B	CD19 阳性复发/难治性 B 细胞急性淋巴细胞白血病	2~3 线	2019/11/21 首例入组 CTR20191243
	华道生物/新开源	CD19	HD CD19 CAR-T 细胞	难治或复发的 B 细胞急性淋巴细胞白血病 (r/r B-ALL)	2~3 线	2019/12/02 首次公示 CTR20192479
	合源生物/中源协和	CD19	CNCT19	复发或难治性侵袭性非霍奇金淋巴瘤	3 线	2020/01/13 首次公示 CTR20192705
		CD19	CNCT19	复发或难治性急性淋巴细胞白血病	2~3 线	2020/01/16 首次公示 CTR20192701

资料来源：CDE、光大证券研究所（注：仅统计在 CDE 登记的临床试验）

2、抗肿瘤有效性优秀，客观缓解率高达 72%

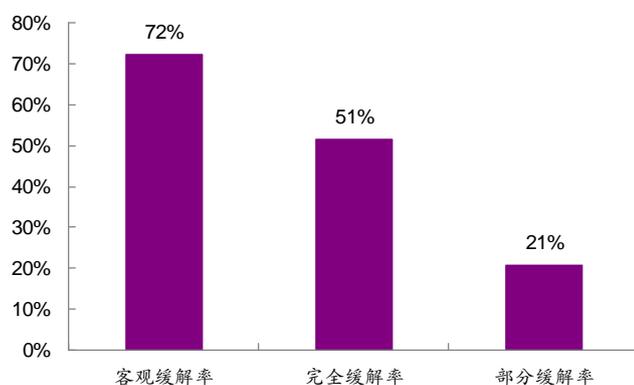
Yescarta 在一项单臂，开放标签，多中心试验中评估了复发或难治性侵袭性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤成年患者中的疗效。受试者进行淋巴结切除术化疗后，以单次静脉输注方式给予 Yescarta。

在 101 名接受 Yescarta 的受试者中，总体客观缓解率（ORR）高达 72%，完全缓解率高达 51%。

整体中位缓解持续时间（duration of response, DOR）为 9.2 个月，完全缓解的患者 DOR 尚未达到。

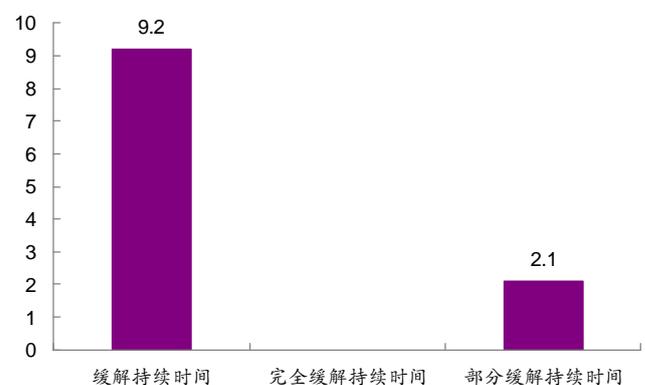
从初步临床试验结果来看，Yescarta 用于 B 细胞非霍奇金淋巴瘤有着优秀的治疗效果。

图 5: Yescarta 治疗获得良好的缓解率 (%)



资料来源：FDA 官网、光大证券研究所

图 6: Yescarta 治疗获得良好的中位缓解持续时间 (月)



资料来源：FDA 官网、光大证券研究所

3、安全性良好，不良反应相对可控

在安全性方面，Yescarta 不良反应相对可控，3 级以上不良反应率整体较低，发生率最高的依次为脑病（29%）、发热（16%）、非特定病原体感染（16%）、低血压（15%）、细胞因子释放综合征（13%）、缺氧（11%）。

表 2：Yescarta 临床试验不良反应汇总

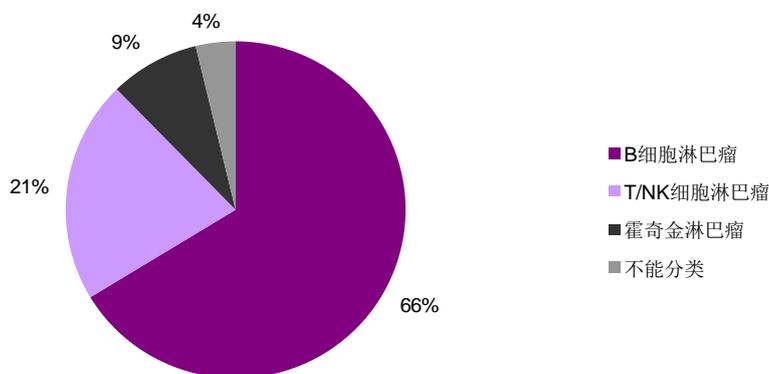
不良反应		任何级别(%)	3 级以上(%)
心脏疾病	心动过速	57	2
	心律失常	23	7
胃肠道疾病	腹泻	38	4
	恶心	34	0
	呕吐	26	1
	便秘	23	0
	腹部疼痛	14	1
	口干	11	0
一般疾病	发热	86	16
	疲劳	46	3
	寒意	40	0
	水肿	19	1
免疫系统疾病	细胞因子释放综合征	94	13
	低球蛋白血症	15	0
感染和侵扰	非特定病原体感染	26	16
	病毒感染	16	4
	细菌感染	13	9
检查	食欲下降	44	2
	重量减轻	16	0
	脱水	11	3
肌肉骨骼和结缔组织疾病	运动功能障碍	19	1
	四肢疼痛	17	2
	背痛	15	1
	肌肉疼痛	14	1
	关节痛	10	0
神经系统疾病	脑病	57	29
	头疼	45	1
	震颤	31	2
	头晕	21	1
	失语症	18	6
精神病	谵妄	17	6
	缺氧	32	11
呼吸，胸和纵隔疾病	咳嗽	30	0
	呼吸困难	19	3
	胸腔积液	13	2
肾脏和泌尿系统疾病	肾功能不全	12	5
血管疾病	低血压	57	15
	高血压	15	6
	血栓形成者	10	1

资料来源：FDA、光大证券研究所

4、市场空间约为 19 亿元

Yescarta 的主要适应症为大 B 细胞淋巴瘤，是中国淋巴瘤的主要亚型之一，市场空间广阔。

图 7：中国淋巴瘤亚型分类比例



资料来源：李小秋等《中国淋巴瘤亚型分布：国内多中心性病例 10002 例分析》、光大证券研究所

关键假设：

- 1) 参考《淋巴瘤诊疗规范（2018 年版）》，我国淋巴瘤 2015 年预计发病率为 6.89/10 万人；根据国家统计局，2018 年末我国总人口 13.95 亿人；可测算我国淋巴瘤每年新发病约 10 万人；
- 2) 参考图 7，假设益基利仑赛注射液的适用患者比例约为 66%；
- 3) 根据《2015 年中国恶性肿瘤流行情况分析》，我国淋巴瘤死亡率约为 3.62/10 万人，发病患者的死亡比例较高，因此我们推测有较高比例的患者会推进到二线以后的治疗，假设适用细胞治疗的患者比例为 50%；
- 4) 益基利仑赛注射液有效性优秀，但面临抗体药物和化疗等其他药物的竞争，其市场渗透率分别按照 10%、20%、30% 三种渗透率进行测算；
- 5) Yescarta 的美国定价为 37.3 万美元/治疗方案，考虑国内患者的支付能力有限，我们参考国内抗肿瘤创新药的常见定价水平，按照 20、30、40 万元/治疗方案三种假设定价水平进行测算。

综合以上假设，取测算范围的中位数，我们预计益基利仑赛的销售峰值约为 19 亿元。

表 3：益基利仑赛注射液国内销售额预测

淋巴瘤发病人数 (万人)	10								
B 细胞淋巴瘤比例	66%								
B 细胞淋巴瘤患者人数 (万人)	6								
适用细胞治疗比例	50%								
渗透率	10%			20%			30%		
定价 (万元)	20	30	40	20	30	40	20	30	40
销售额 (亿元)	6	10	13	13	19	25	19	29	38

资料来源：光大证券研究所测算

5、投资评级

公司覆盖医药健康全产业链，业务板块间具协同潜力，且布局多个创新型平台，随着各创新平台逐步落地，有望逐步实现创新驱动转型。考虑到新冠肺炎疫情对公司 20Q1 业绩可能有负面影响，略下调 20 年 EPS 预测为 1.42 元（原预测为 1.45 元），维持 19/21 年 EPS 预测为 1.20/1.72 元，A 股现价对应 19~21 年 PE 为 23/20/16 倍，维持“买入”评级；H 股现价对应 19~21 年 PE 为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。

6、风险分析

1) 药品降价超预期

由于创新药和仿制药的竞争日趋激烈和药品集中采购、医保谈判等政策的推进，未来药品价格压力较大，公司的制药业务占比大，药品有降价超预期的风险。

2) 研发进度不达预期

复宏汉霖、复创医药、弘创医药、复星凯特等子公司创新药研发难度大、风险高，若药品有效性不足或不良反应过大有可能导致项目研发失败；若试验推进速度或审批进度较慢，有可能导致产品上市时间慢于预期。

3) 投资收益低于预期

公司投资收益不确定性较大，长期股权投资等收益有低于预期的风险。

7、附录

表 4：公司部分进入临床阶段的研发管线梳理（截至 2020.2）

阶段	公司	治疗领域	靶点	通用名	联用	适应症	治疗地位	地区
上市	复宏汉霖	肿瘤	CD20	利妥昔单抗 (HLX01)	CHOP	非霍奇金淋巴瘤 (NHL)	1 线	中国
NDA	复宏汉霖	肿瘤	HER2	曲妥珠单抗 (HLX02)	NA	HER2 阳性的早期/转移性乳腺癌， HER2 阳性的转移性胃或食管交界 处腺癌	辅助治疗、 1~2 线	中国
					NA	HER2 阳性的早期/转移性乳腺癌， HER2 阳性的转移性胃或食管交界 处腺癌	辅助治疗、 1~2 线	欧盟
		自身免疫 疾病	TNF- α	阿达木单抗 (HLX03)	NA	中至重度斑块型银屑病 (PS)	2 线	中国
	复星凯特	肿瘤	CD19	益基利仑赛 (FKC876)	NA	难治性侵袭性非霍奇金淋巴瘤 (NHL)	2 线	中国
III 期	复创医药/ 信立泰	代谢疾病	DPP-4	苯甲酸复格列汀 (FCN-005) 片	NA	糖尿病	1 线	中国
					NA	糖尿病	2 线	中国
	复宏汉霖	肿瘤	PD-1	HLX10	化疗	PD-L1 阳性 (CPS \geq 1%) 局部晚 期/转移性食管鳞癌 (ESCC)	1 线	中国
					卡铂+白蛋白 紫杉醇	局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺 癌 (NSCLC)	1 线	中国
					卡铂+依托泊 苷	广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC)	1 线	国际多 中心
				化疗	PD-L1 阳性 (CPS \geq 10) 胃腺癌	新辅助/辅 助治疗	国际多 中心	
				HLX04+化疗	EGFR-/ALK-转移性非鳞状非小细胞 肺癌 (NSCLC)	1 线	中国	

				化疗	三阴性乳腺癌 (TNBC)	新辅助/辅助治疗	国际多中心
		VEGF	贝伐珠单抗 (HLX04)	奥沙利铂+氟尿嘧啶	转移性结直肠癌	1 线	中国
	自身免疫疾病	CD20	利妥昔单抗 (HLX01)	甲氨蝶呤	中度至重度类风湿性关节炎 (RA)	2 线	中国
复星医药产业/AkaRx	肿瘤	TPO 受体	阿伐曲泊帕片	NA	肿瘤化疗引起的血小板减少症	NA	国际多中心
江苏万邦	代谢疾病	胰岛素受体	赖脯胰岛素	NA	2 型糖尿病	NA	中国
			赖脯胰岛素 (50R)	NA	2 型糖尿病	NA	中国
II 期	复创医药 肿瘤	ALK/ROS1	丁二酸复瑞替尼 (SAF-189)	NA	ALK 阳性局部晚期和/或转移性 III 期 B 和 IV 期非小细胞肺癌 (NSCLC)	2 线	中国
	抗感染	PD-1	HLX10	NA	慢性乙型肝炎	NA	中国台湾
	复宏汉霖 肿瘤	EGFR	HLX07	NA	实体瘤	1 线	中国
		PD-1	HLX10	NA	不可切除或转移性 MSI-H 或 dMMR 实体瘤	NA	中国
				HLX04	晚期肝细胞癌 (HCC)	2 线	中国
				白蛋白紫杉醇 PD-L1 阳性 (CPS ≥ 1)	晚期宫颈癌	2 线	中国
	复创医药 肿瘤	CDK4/6	FCN-437c	NA	晚期不可切除/转移性实体瘤	NA	美国
	复创医药/复星医药产业	MEK	FCN-159	NA	NRAS 变异/突变的晚期黑色素瘤	2 线	中国
	复创医药/锦州奥鸿 肿瘤	CDK4/6	FCN-437c	NA	ER+、HER2-的晚期乳腺癌绝经后女性患者	NA	中国
		EGFR&HER2&HER4	FCN-411	NA	转移性 NSCLC 和 HSNCC	NA	中国
		HER2	HLX22	NA	HER2 阳性胃癌和乳腺癌	NA	中国
		PD-1	HLX10	NA	实体瘤	2 线	中国台湾
	复宏汉霖 肿瘤	PD-L1	HLX20	NA	实体瘤	1 线	澳大利亚
I 期		VEGF	贝伐珠单抗 (HLX04)	奥沙利铂+氟尿嘧啶	非小细胞肺癌	NA	中国
		VEGFR2	雷莫芦单抗 (HLX12)	NA	晚期胃癌或胃食管结合部腺癌、非小细胞肺癌、结直肠癌适应症	1 线	中国
		VEGFR2	HLX06	NA	晚期或转移性实体瘤	2 线	中国台湾
	复星弘创 肿瘤	未公布	ORIN1001	NA	复发性、难治性、转移性乳腺癌	3 线	美国
	复星医药产业 肿瘤	HER2	重组 HER2 人源化单抗单甲基奥瑞他汀 F 偶联剂 (FS-1502)	NA	HER2 阳性的晚期乳腺癌和/或晚期恶性实体瘤	NA	中国
		GLP-1	利拉鲁肽	NA	2 型糖尿病	NA	中国
	江苏万邦 代谢疾病	SGLT2	万格列净	NA	2 型糖尿病	NA	中国
		胰岛素受体	甘精胰岛素	NA	2 型糖尿病	NA	中国
	凯茂生物 肿瘤	NA	多西他赛聚合物胶束	NA	HER2 阴性的复发转移性乳腺癌	2 线	中国
	星泰医药/复星医药产业 抗感染	未公布	PA-824	NA	结核病	NA	中国
	复星医药产业 肿瘤	未公布	FN-1501	NA	复发/难治的急性髓性白血病	NA	中国

资料来源: CDE、ClinicalTrials.gov、光大证券研究所 (注: 未特别标注的“中国”是指中国大陆)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,534	24,918	29,528	35,079	41,209
营业成本	7,609	10,365	12,302	14,461	16,812
折旧和摊销	939	1,320	925	1,030	1,137
税金及附加	223	256	322	383	449
销售费用	5,791	8,488	9,944	12,290	14,278
管理费用	2,749	2,239	2,517	2,838	3,167
研发费用	0	1,480	1,791	2,207	2,872
财务费用	555	724	620	655	648
投资收益	2,307	1,815	2,081	2,333	2,611
营业利润	4,075	3,536	3,992	4,740	5,752
利润总额	4,062	3,580	4,036	4,784	5,796
所得税	476	560	605	718	869
净利润	3,585	3,020	3,430	4,066	4,926
少数股东损益	461	312	354	420	509
归属母公司净利润	3,124	2,708	3,076	3,646	4,417
EPS(按最新股本计)	1.25	1.06	1.20	1.42	1.72

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,580	2,950	3,395	2,022	2,641
净利润	3,124	2,708	3,076	3,646	4,417
折旧摊销	939	1,320	925	1,030	1,137
净营运资金增加	2,693	2,421	1,234	3,002	3,313
其他	-4,176	-3,499	-1,841	-5,656	-6,226
投资活动产生现金流	-10,504	-5,245	-2,084	-198	574
净资本支出	-2,070	-3,146	-3,609	-2,685	-2,192
长期投资变化	18,451	21,428	0	0	0
其他资产变化	-26,884	-23,527	1,525	2,487	2,766
融资活动现金流	9,909	3,138	1,403	293	-877
股本变化	81	68	0	0	0
债务净变化	9,072	2,914	1,680	504	-645
无息负债变化	4,640	1,815	3,415	2,149	2,423
净现金流	1,812	825	2,713	2,117	2,338

主要指标

盈利能力 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	58.9%	58.4%	58.3%	58.8%	59.2%
EBITDA 率	17.2%	14.5%	13.1%	11.2%	11.6%
EBIT 率	12.1%	9.1%	10.0%	8.3%	8.8%
税前净利润率	21.9%	14.4%	13.7%	13.6%	14.1%
归母净利润率	16.9%	10.9%	10.4%	10.4%	10.7%
ROA	5.8%	4.3%	4.4%	4.8%	5.5%
ROE (摊薄)	12.3%	9.7%	10.2%	11.0%	12.2%
经营性 ROIC	6.9%	5.8%	6.9%	6.2%	7.2%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	52%	52%	54%	53%	52%
流动比率	0.91	1.00	1.28	1.54	1.95
速动比率	0.74	0.82	1.07	1.28	1.63
归母权益/有息债务	1.25	1.21	1.22	1.30	1.47
有形资产/有息债务	2.22	2.25	2.40	2.57	2.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	61,971	70,551	78,293	84,099	89,722
货币资金	7,249	8,547	11,260	13,376	15,714
交易性金融资产	219	616	1,345	1,345	1,345
应收账款	3,248	3,624	4,475	5,317	6,246
应收票据	578	713	874	1,039	1,220
其他应收款(合计)	424	447	555	653	761
存货	2,751	3,287	3,844	4,531	5,280
其他流动资产	315	296	369	457	555
流动资产合计	15,056	18,002	23,221	27,305	31,804
其他权益工具	0	126	126	126	126
长期股权投资	18,451	21,428	21,428	21,428	21,428
固定资产	6,556	7,083	7,900	8,716	9,376
在建工程	1,758	2,039	3,052	3,601	3,751
无形资产	7,248	7,151	7,058	6,966	6,876
商誉	8,464	8,854	8,571	8,571	8,571
其他非流动资产	554	1,053	1,440	1,440	1,440
非流动资产合计	46,915	52,550	55,071	56,794	57,918
总负债	32,230	36,959	42,054	44,707	46,486
短期借款	9,715	5,607	6,269	4,774	2,129
应付账款	1,652	2,184	2,380	2,798	3,252
应付票据	130	149	205	241	280
预收账款	527	0	540	641	753
其他流动负债	77	227	429	671	939
流动负债合计	16,600	17,923	18,163	17,750	16,290
长期借款	5,580	8,631	10,631	12,631	14,631
应付债券	4,235	4,235	5,781	5,781	5,781
其他非流动负债	2,257	3,457	4,583	5,940	7,438
非流动负债合计	15,629	19,035	23,891	26,958	30,195
股东权益	29,741	33,593	36,239	39,392	43,236
股本	2,495	2,563	2,563	2,563	2,563
公积金	11,333	12,920	12,918	12,918	12,918
未分配利润	11,112	12,772	15,027	17,761	21,096
归属母公司权益	25,327	27,978	30,269	33,003	36,338
少数股东权益	4,415	5,615	5,969	6,389	6,898

费用率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	31%	34%	34%	35%	35%
管理费用率	15%	9%	9%	8%	8%
财务费用率	3%	3%	2%	2%	2%
研发费用率	0%	6%	6%	6%	7%
所得税率	12%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股红利	0.38	0.32	0.36	0.42	0.51
每股经营现金流	1.03	1.15	1.32	0.79	1.03
每股净资产	10.15	10.92	11.81	12.88	14.18
每股销售收入	7.43	9.72	11.52	13.69	16.08

估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PE	22	27	23	20	16
PB	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	24.3	23.7	22.2	22.2	18.4
股息率	1.4%	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%

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与, 也不, 也将不会与本报告中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版权所有。保留一切权利。

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