

## 医药生物

2017年03月29日

## 华东医药 (000963)

—— 核心品种与产品梯队助力快速增长，国际化拓展打开发展空间

报告原因：强调原有的投资评级

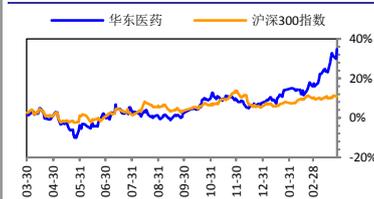
买入 (维持)

收盘价(元)	89.08
一年内最高/最低(元)	91.5/59.82
市净率	6.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	38666
上证指数/深证成指	3241.31/10520.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

每股净资产(元)	14.97
资产负债率%	47.14
总股本/流通A股(百万)	486/434
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《晨会推荐 170329》 2017/03/29  
《华东医药(000963)点评：扣非净利润增速 29.85%，核心品种保持持续高增长》  
2016/10/21

## 证券分析师

杜舟 A0230514080008  
duzhou@swsresearch.com

## 联系人

熊超逸  
(8621)23297818 × 转  
xiongcy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **工业百亿目标，商业浙江省内龙头。**公司是医药工业与商业一体的综合性上市公司，工业核心资产中美华东目前拥有百令、阿卡波糖等 7 个销售规模上亿元的重磅品种，已形成稳定的产品梯队，2017 版医保目录中，公司多个品种受益，公司战略目标中美华东 2020 年实现收入 100 亿。公司医药商业深耕浙江市场，规模和市场份额处于浙江省内龙头地位，随着两票制的实施，公司医药流通行业集中度有望加速提升，预计到 2020 年公司商业业务在浙江省内的市场占有率有望从目前 20% 提升至 25%，收入体量达到 300 亿元规模，在产业上下游的议价能力进一步提升。
- **百令胶囊：终端需求强劲，新产能释放，打开向上通道。**百令胶囊虽为辅助用药，但临床疗效好，已纳入多个病种的诊疗指南及临床路径，终端需求强劲，2016 年百令销售额突破 20 亿，制约百令需求释放的产能瓶颈在 2016 年得到解决，2017 医保目录从肿瘤辅助用药类改为气血双补剂。随着产能瓶颈解除，百令有望借助公司强大的营销能力及阿卡在基层渠道的布局在基层进一步推广，我们预计未来 3 年百令胶囊有望维持 20% 左右的增速，未来有望成长为销售规模达 40~50 亿的超级重磅品种！
- **阿卡波糖：“进口替代+基层下沉”实现持续放量；二三线产品梯队完善，潜力品种丰富。**阿卡为餐后口服降糖药物，目前为国内第一大糖尿病药物(根据 2016PDB 数据测算)，2017 版医保目录阿卡由乙类上调为甲类，加速需求释放；目前国内仅有拜耳、华东及绿叶三家生产，由于阿卡波糖研发及生产工艺难度较大，加之一致性评价政策的实施，预计未来 2-3 年内难有新竞争者进入，良好的竞争格局为公司赢得先机；华东阿卡价格是拜耳的 70%，具有一定价格优势，进口替代趋势仍将延续，2016 年华东阿卡波糖销售额突破 15 亿，我们预计进口替代以及基层放量将支撑阿卡未来 3 年 25%-30% 的增速。另外，公司二三线品种丰富，产品梯队完善，众多潜力品种有望持续推进企业收入业绩稳健快速增长。
- **定增 35 亿，现金流充裕，助力国际化外延拓展。**2016 年 2 月，公司完成向大股东、二股东定增 35 亿，大股东持股比例由 35.5% 提升至 41.77%，持股比例提升后，我们预计大股东对公司的业绩考核和回报率也将进一步提升，有利于公司业绩释放。国际化方向一直是公司长期坚持的战略方向，公司积极推进重点品种 FDA 认证，此次定增解决了公司长期以来负债率较高的问题，财务费用率从 2015 年的 0.95% 降低到 2016 年的 0.37%，增强了公司的抗风险能力，充裕的现金流也为公司外延并购提供资金基础，国际化外延拓展加速。
- **优质仿制药领军企业，工商业一体化龙头，维持买入评级。**公司是优质仿制药领军企业，产品梯队完善，潜力品种丰富，推动企业内生持续快速增长；定增 35 亿充裕现金促进公司国际化外延拓展。考虑公司核心品种增长强劲，我们上调 2017-18 年 EPS3.57/4.40 元至 3.81/4.63 元，新增 2019 年 EPS 5.62 元，对应市盈率分别为 23/19/16 倍，维持买入评级。我们对医药工业和医药商业两块业务进行分部估值，预计 2017 年医药工业和商业净利润分别为 14、4.4 亿元，分别给予 33、27 倍估值，得到公司 2017 合理市值为 581 亿元，公司当前市值 433 亿元，相比有 34% 上涨空间，对应目标股价为 119.69 元。
- **风险提示：**百令招标降价风险；阿卡波糖竞争加剧风险；新上市产品推广不及预期

## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,727	25,380	29,634	34,768	40,741
同比增长率(%)	14.67	16.81	16.76	17.32	17.18
净利润(百万元)	1,097	1,447	1,853	2,252	2,731
同比增长率(%)	44.97	31.88	28.09	21.53	21.27
每股收益(元/股)	2.53	2.98	3.81	4.63	5.62
毛利率(%)	24.0	24.3	24.7	25.1	25.5
ROE(%)	36.9	19.9	20.3	19.8	19.3
市盈率	35	30	23	19	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司是优质仿制药领军企业，工商业一体化龙头，百令、阿卡等一线品种强劲增长，二三线产品梯队完善，潜力品种丰富，推动企业内生持续快速增长；定增 35 亿充裕现金促进公司国际化外延拓展。考虑公司核心品种增长强劲，我们上调 2017-18 年 EPS3.57/4.40 元至 3.81/4.63 元，新增 2019 年 EPS 5.62 元，对应市盈率分别为 23 倍、19 倍、16 倍，维持买入评级。我们对医药工业和医药商业两块业务进行分部估值，2017 年医药工业预计贡献净利润 14 亿元，对应可比公司估值 33 倍，医药工业估值为 462 亿元；2017 年医药商业预计贡献净利润 4.4 亿元，对应可比公司估值 27 倍，医药商业估值为 119 亿元，2017 年总计估值为 581 亿，公司当前市值 433 亿元，相比有 34% 上涨空间，对应目标股价为 119.69 元。

### 关键假设点

- 1) 百令胶囊 17-19 年收入增速分别为 23%，23%，22%；
- 2) 阿卡波糖 17-19 年收入增速分别为 26%，27%，27%；
- 3) 医药商业 17-19 年收入 增速分别为 15.7%，16.4%，16.1%；

### 有别于大众的认识

- (1) 市场认为百令是辅助用药，面临限量降价压力。我们认为：百令胶囊虽为辅助用药，但临床认可度较高，定位清晰，进入多个病种的诊疗指南，此外，2017 版医保目录，百令解除限制，未来有望加速终端需求释放；从招标价来看，面临宏观控费大环境，产品降价压力在所难免，但从目前来看，公司的价格体系维持良好，短期不会发生大的风险。
- (2) 市场认为 DPP-4 抑制剂纳入医保乙类对阿卡波糖的市场造成一定的冲击。我们认为：首先阿卡波糖药理作用适合国人饮食习惯，且前期市场教育充分，医生、患者认可度高，DPP-4 类药物初进入国内市场，尚处在开发阶段，短期对阿卡波糖冲击不大；其次，DPP-4 类药物为医保乙类，且限二线用药，阿卡波糖为医保甲类，日用价格要小于 DPP-4 类药物，具有很大的价格优势。

### 股价表现的催化剂

业绩超预期；管理层激励变化；外延并购超预期

### 核心假设风险

百令招标降价风险；阿卡波糖竞争加剧风险；新上市产品推广不及预期

## 目录

---

<b>1. 工业百亿目标+商业省内龙头 .....</b>	<b>6</b>
<b>2. 核心品种需求强劲，确保工业百亿目标 .....</b>	<b>7</b>
2.1 百令胶囊：终端需求强劲，新产能投产拓展向上通道 .....	8
2.2 阿卡波糖：“进口替代+基层下沉”实现持续放量 .....	11
2.3 免疫产品线：进口替代进一步提升市场份额 .....	14
2.4. 在研品种丰富，布局长远发展 .....	17
<b>3. 商业集中度加速提升，新业态差异化竞争 .....</b>	<b>18</b>
3.1 受益于两票制，省内覆盖率进一步提升 .....	18
3.2 新业态差异化竞争 .....	19
<b>4. 公司现金流充裕，国际化战略持续推进 .....</b>	<b>20</b>
<b>5. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 2016 年 2 月定增完成后, 大股东持股比例进一步上升.....	6
图 2: 2007-2016 年公司收入增速.....	6
图 3: 2007-2016 年公司归母净利润及增速.....	6
图 4: 2016 年, 公司收入构成.....	7
图 5: 2016 年, 公司毛利构成.....	7
图 6: 2020 年中美华东将实现百亿销售目标.....	7
图 7: 百令胶囊销售额.....	10
图 8: 糖尿病市场份额.....	11
图 9: 阿卡波糖在国内糖尿病领域市场占有率 NO.1.....	11
图 10: 2005-2015 年, 阿卡波糖销售额 CAGR 12.6%.....	12
图 11: 阿卡波糖竞争格局良好 (2016 前 3 季度).....	12
图 12: 2007-2015, 公司阿卡波糖样本医院销售额 CAGR.....	12
图 13: 中国糖尿病患病率高于全球患病率.....	13
图 14: 2005-2015 年, 国内免疫抑制类药物销售额 CAGR15%.....	15
图 15: 国内免疫抑制各类药物占比 (2016 前 3 季度).....	15
图 16: 2007-2015 年, 环孢素样本医院销售额及增速.....	15
图 17: 环孢素竞争格局 (2016 前 3 季度).....	15
图 18: 2007-2015 年, 吗替样本医药销售额及增速.....	16
图 19: 吗替麦考酚酯竞争格局 (2016 前 3 季度).....	16
图 20: 2007-2015 年, 他克莫司样本医院销售额及增速.....	16
图 21: 他克莫司竞争格局 (2016 前 3 季度).....	16
图 22: 2010-2016 年, 公司商业收入及增速.....	19
图 23: 资产负债率.....	20
图 24: 财务费用率.....	20
表 1: 公司主要品种一览表.....	8
表 2: 百令胶囊与金水宝对比.....	9
表 3: 百令胶囊进入多个病种诊疗指南.....	10

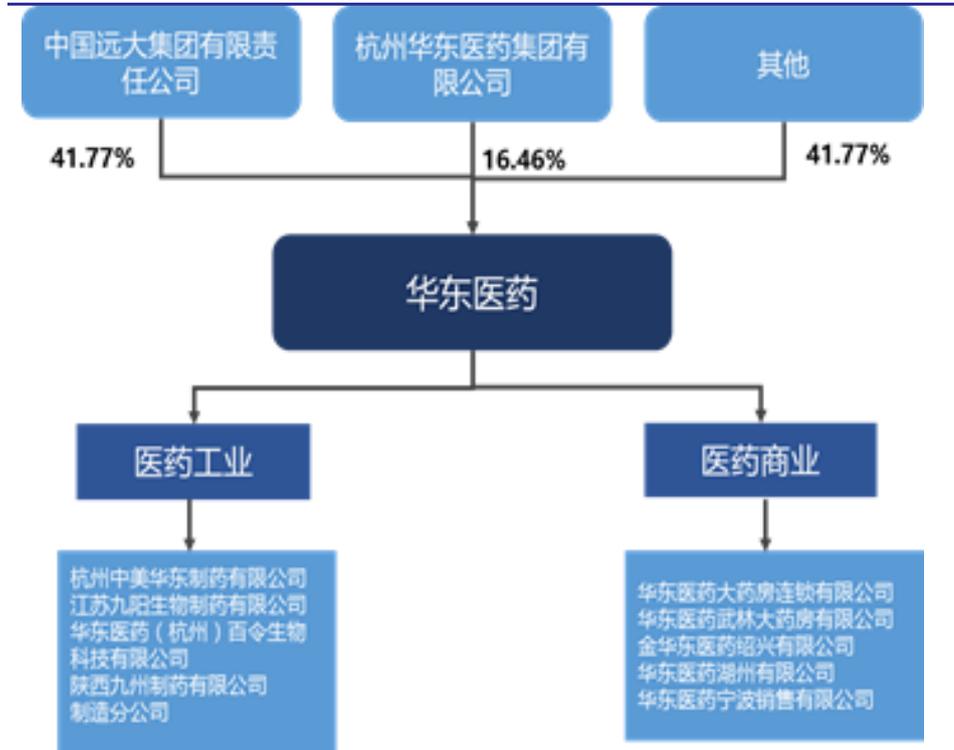
表 4: 百令胶囊各省份历年中标价格 (单位: 元/盒, 规格: 0.5mg*42 盒) .....	10
表 5: 卡博平招标价约为原研的 70%.....	14
表 6: 卡博平招标价约为原研的 70%.....	14
表 7: 上市公司主要在研项目 .....	17
表 8: 华东医药集团新药研究院为上市公司定向开发项目 .....	17
表 9: 公司收入利润分拆及分布估值.....	21
表 10: 可比公司估值情况 (工业) .....	21
表 11: 可比公司估值情况 (商业) .....	21

## 1. 工业百亿目标+商业省内龙头

公司是一家集医药工业与商业为一体的综合上市公司。公司医药工业核心子公司杭州中美华东制药有限公司为浙江省规模最大的处方药品国产企业，目前已形成稳定的产品梯队，拥有百令胶囊、阿卡波糖等多个重磅品种，在免疫移植、糖尿病、消化道和肾病治疗领域市场份额均保持国内厂家领先地位；公司医药商业连续几年位居中国医药商业企业十强，医药商业规模 and 市场份额处于浙江省内龙头地位。

公司第一大股东为中国远大集团有限责任公司，华东医药集团为第二大股东。2015年8月，公司向大股东、二股东以67.31元/股定向增发51,998,217股，募集资金35亿元（大股东约33亿、二股东约2亿）。大股东二股东参与定增彰显了对公司未来发展的信心，定增完成后大股东持股比例由35.5%提升至41.77%，持股比例提升后，我们预计大股东对上市公司的业绩考核和回报率也将进一步提升，有利于公司业绩释放。

图 1：2016 年 2 月定增完成后，大股东持股比例进一步上升

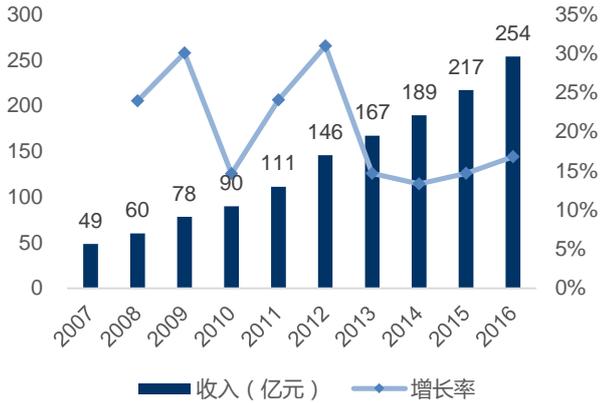


资料来源：公司公告，申万宏源研究

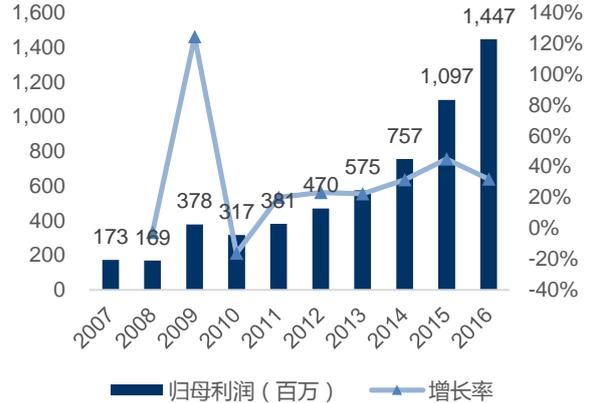
公司自上市以来，业绩一直保持高速增长。2016年公司收入254亿元，同比增长17%，2007-2016年收入CAGR 20%；2016年公司实现归母净利润14.5亿元，同比增长32%，2007-2016年归母净利润CAGR 27%。2016年，公司制造业收入58亿元，占比23%，商业收入201亿元，占比77%。由于制造业利润率远高于商业，2016年中美华东实现利润11亿元，占公司总利润的75%，是公司业绩的重要组成部分。

图 2：2007-2016 年公司收入增速

图 3：2007-2016 年公司归母净利润及增速

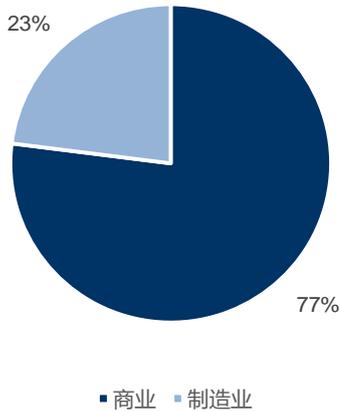


资料来源：公司公告，申万宏源研究



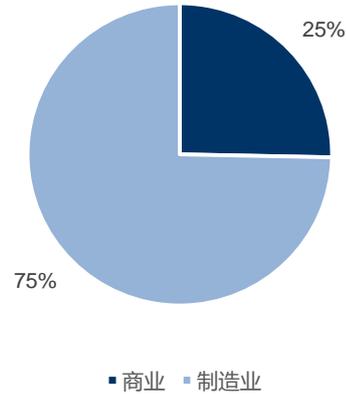
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 2016 年，公司收入构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5: 2016 年，公司毛利构成

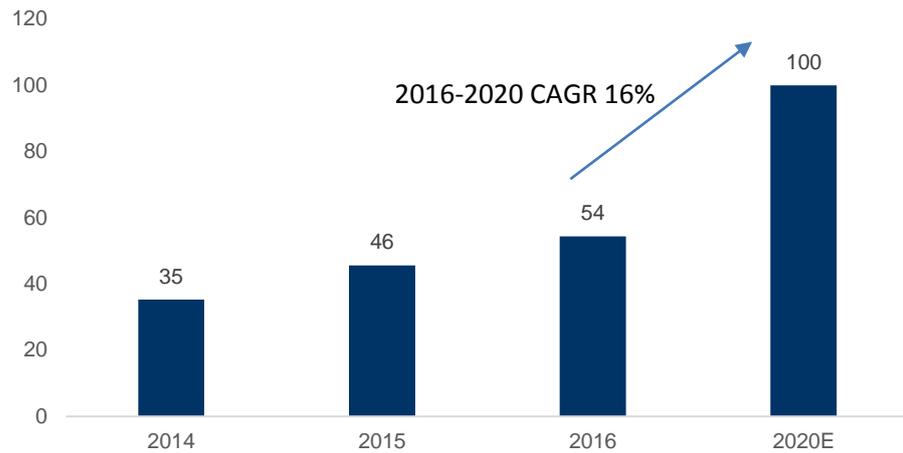


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 核心品种需求强劲，确保工业百亿目标

华东工业核心资产为其全资子公司中美华东，中美华东目前拥有百令、阿卡波糖等 7 个销售规模上亿元的重磅品种，已形成稳定的产品梯队，2017 版医保目录中，公司多个品种受益，核心产品百令解除限制，阿卡波糖由甲类上调为乙类，百令和阿卡波糖临床认可度高，终端需求强劲，有望借此次医保上调机会，加速业绩释放，在未来 2-3 年内成长为超级重磅品种。我们预计公司子公司中美华东现有产品依托其强大的营销能力有望在 2020 年实现收入 100 亿的目标，2016-2020 年 CAGR 16%。同时公司在研产品储备丰富，不乏曲格列汀 (DPP-4)、伊马替尼 (抗肿瘤)、厄洛替尼 (抗肿瘤) 等重磅品种，丰富的在研品种确保公司长期的盈利能力。

图 6: 2020 年中美华东将实现百亿销售目标



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司主要品种一览表

品种类别	品种名称	上市时间	适应症	预测销售额 (2016, 亿元)
成熟品种	百令胶囊	1991 年 1 月	补肺肾、益精气	20
	阿卡波糖	2002 年 1 月	口服降糖	15
	他克莫司	2008 年 1 月	免疫抑制剂	11
	吗替麦考酚酯	2004 年 1 月		
	环孢素	1996 年 1 月		
	泮托拉唑	1999 年 1 月	消化用药	7
	吡格列酮	2002 年 1 月	糖尿病	1.8
	<b>合计</b>			<b>54</b>
近期上市品种	达托霉素	2015 年 11 月获批生产	金黄色葡萄球菌	1000 万
	地西他滨	2016 年获批，待华东集团研究员定向转让	复治骨髓增生异常综合征	—
	吲哚布芬	2016 年 9 月获批生产	缺血性心血管病变等	—
	磺达肝癸钠	正在申报生产	预防静脉血栓栓塞	—
主要在研品种	曲格列汀	获批临床	糖尿病	—
	伊马替尼	获批临床	白血病	—
	迈华替尼	1 期临床	非小细胞肺癌	—
	依鲁替尼	获批临床	淋巴瘤等	—
	HD-118	计划 2017 申报临床	糖尿病 (DPP-4)	—

资料来源：公司公告，丁香园，申万宏源研究

## 2.1 百令胶囊：终端需求强劲，新产能投产拓展向上通道

百令胶囊主要成分为发酵冬虫夏草菌粉，具有补肺肾、益精气功效，主要用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛、慢性支气管炎，慢性肾功能不全的辅助治疗。虫草发酵菌制剂即人工虫草，通过分离天然虫草菌株进行深层发酵得到发酵虫草菌粉并对其进行制剂获得。目前市场上主流的市场人工虫草主要有百令、金水宝、心肝宝和宁心宝 4

大商业品牌。其中济民可信的金水宝与公司的百令胶囊分别于 1987、1988 年获得国家一级新药证书，是公司的主要竞争对手。

金水宝与百令胶囊虽归属同类，适应症相似，但两者在菌株选择及发酵工艺上相差甚远：**1) 菌株选择**，百令胶囊为选用的是中国被毛孢菌，是冬虫夏草的原生本菌，金水宝选用的是蝙蝠蛾拟青霉菌，不是冬虫夏草的原生本菌，百令胶囊发酵采用的原料是人工虫草菌丝体，与天然冬虫夏草的基因序列相似度高达 100%，可作为天然虫草的替代品；**2) 发酵工艺**，百令胶囊发酵周期为 40 天左右，而金水宝只有 7 天。百令胶囊出身“正宗”，临床认可度更高，2016 年公司百令胶囊销售额突破 20 亿，增速预计在 20% 左右，销售规模远远高于金水宝。

表 2：百令胶囊与金水宝对比

	百令胶囊	金水宝
发酵菌属	中国被毛孢菌	蝙蝠蛾拟青霉菌
适应症	补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛；慢性支气管炎、慢性肾功能不全的辅助治疗。	补益肺肾、秘精益气。用于肺肾两虚，精气不足，久咳虚喘，神疲乏力，不寐健忘，腰膝?软，月经不调，阳痿早泄；慢性支气管炎见上述证候者。
国家新药		一类新药
生产厂家	华东医药	江西济民可信金水宝制药
国家医保		乙类
发酵时间	约 40 天	7 天
产品规格	0.5g/粒 42 粒	0.33g/粒 63 粒
零售价	68-75 元	36-38 元
日用量	一日 3 次，一次 2-6 粒	一日 3 次，一次 3 粒
日用价格	19.43-21.43 元	5.14-5.43 元

资料来源：公司公告，用药助手申万宏源研究

百令胶囊虽然为辅助用药，但临床疗效好，已纳入多个病种的诊疗指南及临床路径，2016 年百令胶囊在产能受限的情况下仍保持 20% 以上的增速也进一步印证了百令胶囊终端需求强劲，而之前制约百令需求释放的两大因素—**医保和产能瓶颈**—在 2017 年均得到解决：

### 1) 医保目录调整，适应症拓展释放需求

2017 年 3 月公布的新版医保目录中，百令胶囊由 2009 版医保乙类—“肿瘤用药—肿瘤辅助用药”类调整为医保乙类—气血双补类药品。医保目录调整淡化其肿瘤辅助用药色彩，利好百令胶囊在其他科室及适应症的拓展，百令目前销售占比中主要集中在肾内科和呼吸科（两者合计占销售额的 70% 左右）。一方面，公司在呼吸科和肾内科等优势科室的基础上，适应症逐步拓宽到肺纤维化、慢阻肺、支气管哮喘、肺癌、肾衰等适应症；另一方面，百令在抗肿瘤、糖尿病领域的应用也具有非常大的潜力。

### 2) 新产能投产，产能瓶颈解除

2016 年 7 月，公司江东基地 1 期项目正式投产，年产量 1200 吨，可支撑百令年销售额达 30 亿元，2016 年产能利用率在 70% 左右，未来生产效率有进一步提升空间。目前，百令的销售主要集中在医院终端（预计终端销售占比在 80% 以上），基层及 OTC 端占比较小，

随着产能瓶颈解除，百令有望借助公司强大的营销能力及阿卡在基层渠道的布局在基层进一步推广。

**我们预计未来几年百令胶囊仍将保持 20%左右的增速，到 2020 年有望成长为销售规模达 40~50 亿的超级重磅品种！**

**表 3：百令胶囊进入多个病种诊疗指南**

诊疗指南	作用
慢性肾小球肾炎诊疗指南	补益肺肾
慢性肺原性心脏病中医诊疗指南（2014 版）	补肾益肺，纳气平喘
慢性阻塞性肺疾病中医诊疗指南（2011 版）	补肾益肺，纳气定喘
消渴病肾病（糖尿病肾脏疾病）诊疗方案（2011 版）	治疗气阴虚血瘀湿浊
慢性肾衰诊疗方案	补脾益肾

资料来源：CNKI，申万宏源研究

**图 7：百令胶囊销售额**



资料来源：公司公告，申万宏源研究 注：销售额为预测数据

当然面临来自国家层面的控费压力，百令胶囊降价在所难免，这也是市场最为担心的问题之一。从目前的招标价来看，公司的百令胶囊价格体系维护良好(降价幅度在 3%左右)，由于百令临床需求量大，患者及医生的认可度较高，而新版医保解除限制也从侧面证明百令胶囊的临床价值所在，为此我们认为未来百令胶囊可维持较好的价格体系，预计短期不会发生大幅度降价风险。

**表 4：百令胶囊各省份历年中标价格（单位：元/盒，规格：0.5mg\*42 盒）**

省份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
北京	66.19			66.19				
河南	67.23	67.23						
黑龙江	66.43							
江西	65.76							
辽宁	66.53							
内蒙古	69.00	68.80						
山东	69.38							65.26
天津	69.39							

浙江	68.00					58.75		
青海			66.00					
陕西			65.10					
四川	67.25			66.98			65.27	
云南	69.39							
贵州	64.20							
河北	65.73							
湖北				68.24		66.93	66.93	
江苏				65.10				
安徽				67.32				
海南						59.39		
吉林						66.19		
山西						66.50		
甘肃							65.20	
广西							68.20	
西藏							69.30	
福建								64.84
陕西								65.10
均值	67.55	67.10	65.55	66.77	62.79	64.06	66.98	65.07
变化幅度		-0.7%	-2.3%	1.9%	-6.0%	2.0%	4.6%	-2.9%

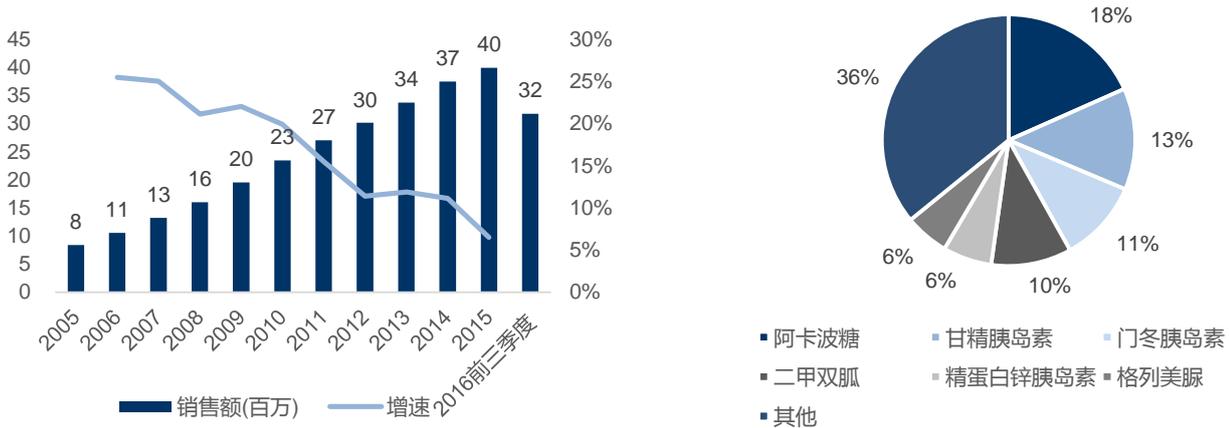
资料来源：丁香园，申万宏源研究

## 2.2 阿卡波糖：“进口替代+基层下沉”实现持续放量

“中国特色”决定阿卡波糖为国内重磅品种。阿卡波糖为餐后口服降糖药物，原研公司为拜耳，其通过抑制小肠的α葡萄糖苷酶，抑制食物的多糖分解，使糖的吸收相应减缓，从而达到减少餐后高血糖的目的。由于国人一直以来的饮食习惯，多以米饭、面食等淀粉、蛋白质含量较高的食品，阿卡波糖的药理作用尤其适合中国人，加上原研厂家前期对市场的做了比较好的教育工作，医生、患者对该药的认可度特别高。从PDB样本医院的数据来看，2016年前三季度阿卡波糖在糖尿病治疗领域占比为18%，为我国糖尿病市场占有率NO.1的药物。

图 8：糖尿病市场份额

图 9：阿卡波糖在国内糖尿病领域市场占有率 NO.1



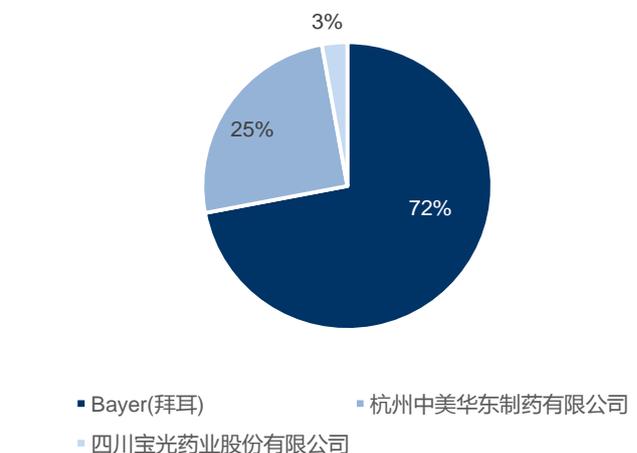
资料来源: PDB, 申万宏源研究

资料来源: PDB, 申万宏源研究 (注: 市占率根据 2016 年前三季度销售额测算)

**品种竞争格局良好, 技术壁垒较高。**阿卡波糖的原料药生产难度较大, 具有较高的技术壁垒, 目前国内阿卡波糖原料药厂家仅有华东医药、海正药业、丽珠集团及河北华荣制药四家, 而生产企业仅有原研厂家拜耳、中美华东及绿叶宝光 3 家企业, 其中绿叶尚未拿到原料药批文, 未能大批量生产, 中美华东为首仿厂家, 目前市场份额为 25%, 仅次于原研厂家。由于国内政策审批标准趋严以及一致性评价政策的实施, 新进入者难度加大, 我们预计近 2-3 年内阿卡波糖竞争仍将维持现有竞争格局, 华东医药有望借此机会, 进一步做大阿卡波糖市场规模。

图 10: 2005-2015 年, 阿卡波糖销售额 CAGR 12.6%

图 11: 阿卡波糖竞争格局良好 (2016 前 3 季度)



资料来源: PDB, 申万宏源研究

资料来源: PDB, 申万宏源研究

2017 年新版医保目录, 阿卡波糖由原来医保乙类调整为医保甲类, 报销比例从部分报销上升为全额报销, 此次调整将有助于阿卡波糖进一步放量。2016 年, 公司阿卡波糖的销售额突破 15 亿, 预计同比增长 30%左右。我们预计未来几年, 公司阿卡波糖仍将保持 25%左右的增速, 到 2020 年成长为年销售规模 30 亿左右的品种。

图 12: 2007-2015 年, 公司阿卡波糖样本医院销售额 CAGR

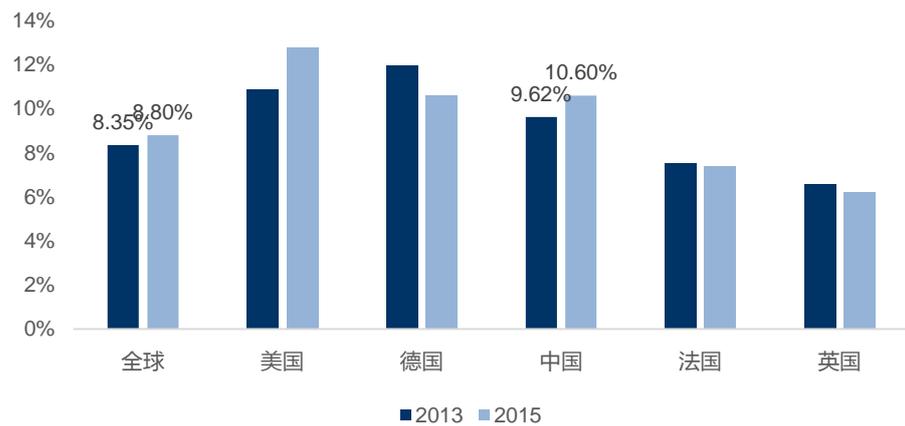


资料来源：PDB，申万宏源研究

### 一、国内糖尿病患病率逐年提高，阿卡波糖市场规模有望继续增大

我国糖尿病患病率高、且增速快。根据世界糖尿病联盟（IDF）的数据，2015年，我国糖尿病的患病率为10.6%，而全球糖尿病的患病率为8.35%，糖尿病的患病率高全球2.3个百分点；同时我国糖尿病患者人数呈持续增加趋势，患病率从2013年的9.62%增加至2015年的10.6%，增加1个百分点，糖尿病患者人数从2013年的0.98亿增加至2015年1.5亿，增54%。且中国对糖尿病的重视程度较差，人均糖尿病医疗费用也仅为全球水平的1/3。中国的糖尿病治疗领域市场仍有较大的增长空间，阿卡波糖作为适合国人饮食习惯的口服降糖药物，市场规模有望继续提升。

图 13：中国糖尿病患病率高于全球患病率



资料来源：国际糖尿病联盟，申万宏源研究

### 二、“进口替代+基层放量”支撑阿卡波糖持续放量

中美华东阿卡波糖为国内首仿药，具有专利权，目前公司正在积极推进阿卡波糖的一致性评价工作，进展顺利。中美华东阿卡波糖质量过硬，价格是原研的70%，具有较大的

价格优势，在国家医保控费趋严、降低药占比等政策的实施下，高品质的仿制药有望继续替代进口药，公司的市占率仍将提升。同时，公司积极开拓基层市场，目前阿卡波糖的基层销量约占 1/3，随着分级诊疗政策的实施以及公司在基层销售布局不断推进，公司在基层的份额将会继续扩大，为公司阿卡波糖的放量贡献增量。

**表 5：卡博平招标价约为原研的 70%**

省份	中美华东	拜耳	中标时间
福建	40	62	2016
甘肃	44	64	2016
广东	41	62	2016
广西	58	65	2016
黑龙江	63	63	2016
湖北	56	64	2016
宁夏	41	62	2016
陕西	53	64	2016
四川	54	63	2016
西藏	47	69	2016
福建	40	62	2017
宁夏	41	62	2017
均值	48	63	

资料来源：丁香园，申万宏源研究

此次新版医保目录调整，DPP-4 抑制剂也进入医保目录乙类，市场担心 DPP-4 抑制剂进入医保目录将影响阿卡波糖销量，DPP-4 是一种细胞表面的丝氨酸蛋白酶，可以分解体内的蛋白质 GLP-1，GLP-1 可以通过刺激胰岛素、抑制升糖素、抑制胃排空和让胰岛细胞重生的方式来降低血糖，DPP-4 降糖药通过抑制 DPP4 酶活性从而不分解 GLP-1 来达到降低血糖的效果。我们认为：首先阿卡波糖药理作用适合国人饮食习惯，且前期市场教育充分，医生、患者认可度高，DPP-4 初进入国内市场，尚处在开发阶段，短期对阿卡波糖冲击不大；其次，DPP-4 为医保乙类，且限二线用药，阿卡波糖为医保甲类，日用价格要小于 DPP-4，具有很大的价格优势。公司有望借助现有竞争格局做大做强阿卡波糖。

**表 6：卡博平招标价约为原研的 70%**

	卡博平	捷诺维	安立泽
医保类别	医保甲类	医保乙类	医保乙类
厂家	中美华东	默沙东	百时美施贵宝
零售均价(元/盒)	48.6	112.2	74.2
规格	50mg*30	100mg*14	5mg*7
服用频率	一天三次	一天一次	一天一次
日均单价(元)	4.86	8.01	10.60

资料来源：用药助手，申万宏源研究

## 2.3 免疫产品线：进口替代进一步提升市场份额

他克莫司、吗替及环孢素为国内免疫抑制剂市占率前三名用药。免疫抑制剂可以抑制与免疫反应有关细胞（T 细胞和 B 细胞等巨噬细胞）的增殖和功能，能降低抗体免疫反应，

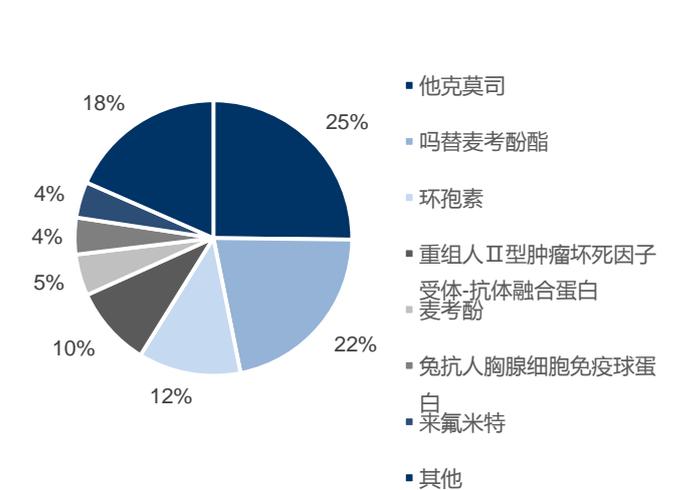
主要用于器官移植抗排斥反应及自身免疫病如类风湿性关节炎、红斑狼疮等。目前，我国器官移植与发达国家相比处于较低水平（我国每年约 5.6 例/百万人，世界平均水平约 16.6 例/百万人），2015 年国内样本医院免疫抑制用药的整体销售额为 28 亿，2007-2015 年 CAGR 为 15%，受益于国内器官移植率的提升，我国器官移植市场尚有较大空间。免疫抑制剂主要由以单抗为代表的生物制剂及以环孢素、他克莫司为代表的非生物制剂类药物，华东的免疫产品线主要药物为：环孢素、吗替麦考酚酯及他克莫司，从市占率来看，他克莫司、吗替及环孢素为目前免疫抑制主要用药，市占率分别为 25%、22%及 12%，排名前三。

图 14: 2005-2015 年，国内免疫抑制类药销售额 CAGR15%



资料来源：PDB，申万宏源研究

图 15: 国内免疫抑制各类药物占比（2016 前 3 季度）



资料来源：PDB，申万宏源研究

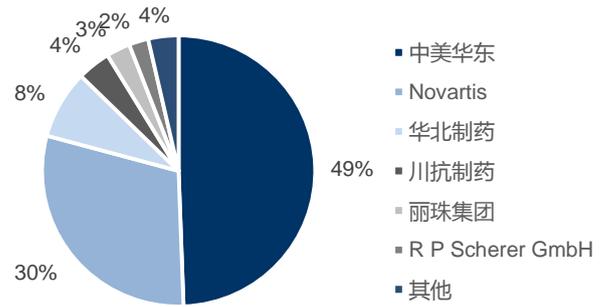
(1) 环孢素于 2002 年在国内上市，原研厂家为诺华，2016 年前三季度 PDB 样本医院的销售额为 2.6 亿(2015 全年 3.6 亿)，其中中美华东以 49% 的市场份额，占据市场第一位，处于绝对优势地位；2017 版医保目录中环孢素由甲类上调为乙类，且取消“限器官移植、再生障碍性贫血”适应症限制，(2) 吗替麦考酚酯原研厂家为罗氏，2003 年在国内上市，2016 年前三季度 PDB 样本医院的销售额为 4.8 亿元，中美华东为首仿上市，目前市场占比为 29%，尚有较大的进口替代空间；(3) 他克莫司于 2002 年在国内上市，原研厂家为 Astellas，2016 年他克莫司国内 PDB 样本医院销售规模达 7.6 亿元（2016 前 3 季度 6.1 亿元），2015 年中美华东样本医院的销售额为 1.3 亿元，同比增长 26%。他克莫司预防各种器官移植所出现的排斥反应的效果优于环孢菌素，且副作用较小，但价格要远高于环孢素。优质仿制药对原研药的替代是必然趋势，公司产品有望借助其现有市场地位，进一步替代原研厂家，扩大其市场份额。

图 16: 2007-2015 年，环孢素样本医院销售额及增速

图 17: 环孢素竞争格局（2016 前 3 季度）

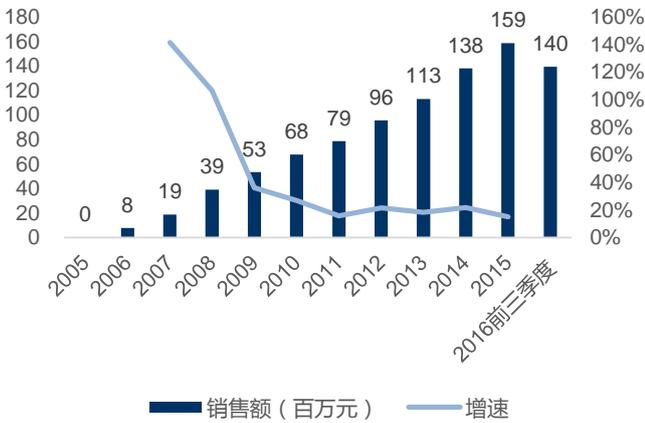


资料来源: PDB, 申万宏源研究



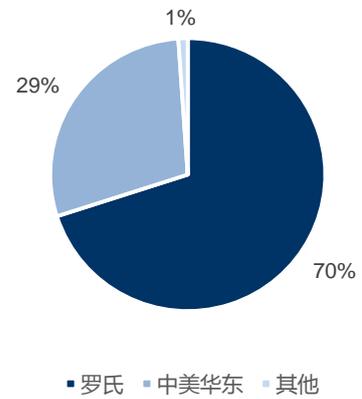
资料来源: PDB, 申万宏源研究

图 18: 2007-2015 年, 吗替麦考酚酯销售额及增速



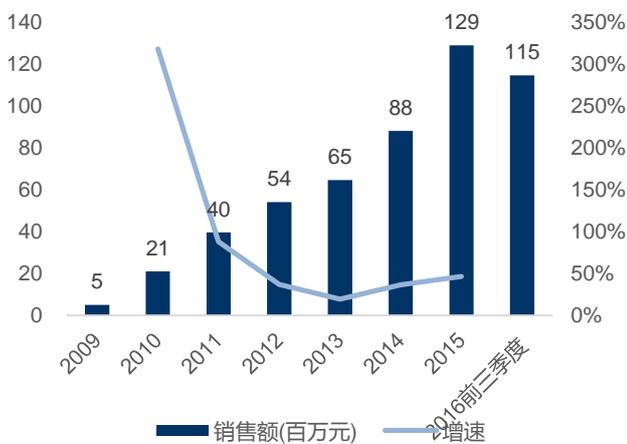
资料来源: PDB, 申万宏源研究

图 19: 吗替麦考酚酯竞争格局 (2016 前 3 季度)



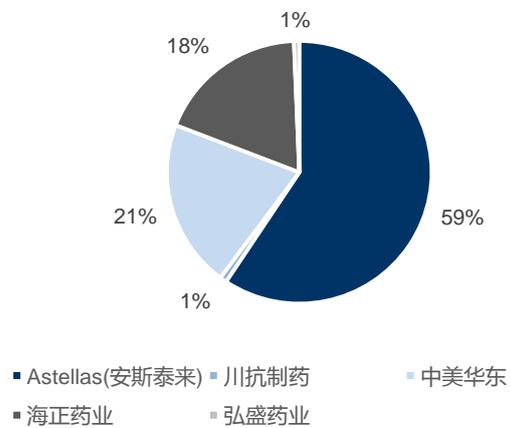
资料来源: PDB, 申万宏源研究

图 20: 2007-2015 年, 他克莫司样本医院销售额及增速



资料来源: PDB, 申万宏源研究

图 21: 他克莫司竞争格局 (2016 前 3 季度)



资料来源: PDB, 申万宏源研究

## 2.4. 在研品种丰富，布局长远发展

公司目前已形成以百令胶囊、阿卡波糖为核心品种，免疫抑制剂、消化类药物等为二线品种及众多在研品种的稳定梯队。公司在糖尿病、免疫抑制剂等领域的优势上，重点开发抗肿瘤药物、超级抗生素及心血管药物。研发方面公司采用自主研发与定向对外委托相结合的模式，合作研发公司有华东医药集团新药研究院、杭州九源基因工程有限公司（公司参股公司）、杭州领业科技有限公司、浙江大学及沈阳药科大学等科研单位。

公司新上市品种有望借助公司强大的营销能力得以快速稳健增长，成长为新的重磅品种其中达托霉素于 2015 年 11 月上市，16 年收入预计在 1000 万，预计 17 年收入将达到 4000 万左右，有望成为公司新的增长点；心血管用药吡喹布芬于 2016 年 9 月获批生产，原研为意大利 Erba 公司，公司为首仿，2015 年 PDB 样本医院销售额为 95 万元，随着吡喹布芬纳入医保目录（限阿司匹林不耐受患者），未来有望在低基数基础上快速增长。

表 7：上市公司主要在研项目

编号	项目名称	注册分类	适应症领域	研发投入 (万元)	研发进展
1	复方奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	化药 3.2	胃溃疡	728.56	完成临床试验，计划 2017 年申报生产
2	磺达肝葵钠及注射液	化药 3+6	静脉血栓	2,620.00	申报生产，补充相关资料
3	左泮托拉唑钠及注射剂	化药 3.1	胃溃疡	2,262.32	获得临床批文，已制备临床样品，开始临床试验
4	迈华替尼及片	化药 1.1	非小细胞肺癌	2,668.06	I 期临床试验
5	HD-118 及片	化药 1.1	II 型糖尿病 (DPP-4 类)	1,058.26	计划 2017 年申报临床
6	依鲁替尼及胶囊	化药 3.1	淋巴瘤等	733.33	获得临床批文，制备临床样品，开展临床试验
7	波舒替尼及片	化药 3.1	白血病	1,233.88	获得临床批文，制备临床样品，开展临床试验
8	沃诺拉赞及片	化药 3.1	胃溃疡	780.21	获得临床批文，制备临床样品，开展临床试验
9	吡格列酮二甲双胍片 (15/850mg)	补充申请	II 型糖尿病	648.56	申报补充申请
10	百令疏肝胶囊	中药 6.1	肝病	729.22	IIa 期临床试验
11	他克莫司缓释胶囊	化药 6	免疫抑制剂	958.52	获得临床批文，已制备临床样品，开始 BE 试验
12	地特胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素	555.16	临床前研究
13	门冬胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素	208.94	临床前研究
14	德谷胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素	901.44	临床前研究
15	雷珠单抗	生物制品 2	黄斑变性	509.36	临床前研究

资料来源：公司 2016 年年报，申万宏源研究，注：以上项目由公司自主立项开发，杭州华东医药集团新药研究院和杭州九源基因公司提供相关技术和临床研究服务，开发成功后产权直接归属于本公司。

表 8：华东医药集团新药研究院为上市公司定向开发项目

编号	项目名称	注册分类	适应症领域	研发进展
1	地西他滨	化药 3.1	原料药	2016 年已取得生产批件，待进行定向转让给本公司。
2	注射用地西他滨 (50mg)	化药 6	适用于已经治疗、未经治疗、原发性和继发性骨髓增生异常综合征 (MDS)	2016 年已取得生产批件，待进行定向转让给本公司。
1	卡泊芬净及注射剂	化药 3+6	抗真菌	申报生产，等待审评
2	米卡芬净及注射剂	化药 3+6	抗真菌	申报生产，等待审评
3	硼替佐米及注射剂	化药 3+6	多发性骨髓瘤	申报生产，等待审评
4	卡格列净及片	化药 3+3	II 型糖尿病	获得临床批文，已制备临床样品，开始临床试验
5	曲格列汀及片	化药 3+3	II 型糖尿病	获得临床批文，已制备临床样品，开始临床试验
6	非达霉素及片	化药 3+3	超抗	获得临床批文，制备临床样品，开展临床试验
7	索拉非尼及片	化药 3+6	肝癌	获得临床批文，制备临床样品，开展临床试验
8	厄洛替尼及片	化药 3+6	非小细胞肺癌	获得临床批文，制备临床样品，开展 BE 试验
9	来曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种，按新要求完成临床试验后重新申报
10	阿那曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种，按新要求完成临床试验后重新申报
11	伊马替尼片	化药 6	白血病	获得临床批文，已制备临床样品，开始 BE 试验
12	利奈唑胺片	化药 6	超抗	获得临床批文，已制备临床样品，开始 BE 试验

资料来源：公司 2016 年年报，申万宏源研究，注：上述项目由杭州华东医药集团新药研究院为本公司定向开发，产权归属于杭州华东医药集团新药研究院，但开发成功后将按约定独家转让给本公司或本公司下属企业。

## 3. 商业集中度加速提升，新业态差异化竞争

### 3.1 受益于两票制，省内覆盖率进一步提升

公司医药商业连续几年位居中国医药商业企业十强，医药商业规模和市场份额处于浙江省内龙头地位。公司商业的传统优势在于业务规模与覆盖浙江全省的经营网络，医药流通业务深耕浙江市场，目前，除丽水、4 个地级市外在省内其他各地市均已设立区域子公司，未来有望通过外延并购进一步提高省内覆盖率。

2017 年，公司商业业务收入 同比增长，预计在浙江省的市场占有率为 20%，随着分级诊疗、处方外流、两票制等政策的逐步贯彻和执行，国内医药流通行业集中度有望加速

提升，我们预计到 2020 年公司的商业在浙江省内的市场占有率有望达到 25%，收入体量达到 300 亿元，在产业上下游的议价能力进一步提升。

图 22：2010-2016 年，公司商业收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 新业态差异化竞争

公司在发展传统商业业务同时，引进互联网思维，接轨国际，发展特色大健康板块，在原有华东健康馆、采薇坊中药香文化、悦可美容基础上，新设杏联诊所子公司，通过挖掘商业平台化价值，搭建“健康指针”医养护平台，串联医疗、养护、慢病管理的服务营销模式，通过专业化服务能力和差异化竞争提升自身综合实力。

**专业代理：**公司子公司华东宁波是公司子公司商业模式成功转型的代表，华东宁波公司专注于创新和专业化推广，在医美和大健康领域精耕细作，代理的进口美容产品伊婉连续三年保持 100% 以上增长，2016 年销售突破 4 亿元，代理产品的利润率高达 20%，预计为公司贡献业绩增量 4100 万元（公司持股华东宁波 51% 股权）。

**零售业务：**公司医药商业旗下零售连锁企业积极探索产品+服务的发展道路，积极介入慢病管理，对接医院处方外配。目前已有三大平台运行，包括社区平台、大医院平台以及移动医疗平台。

**第三方物流业务：**公司整合各分、子公司物流资源，创建全省一体化管理运作模式，2016 年新启用的 TMS 项目弥补了公司在医药物流运输管理信息系统领域的空白，2016 年 11 月公司取得了浙江省药监局下发的开展多仓协同运营试点工作的通知文件，将进一步推动公司供应链服务的标准化、规范化水平。

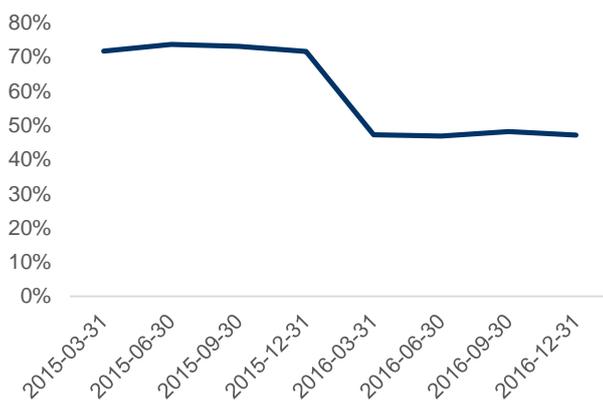
**电商平台：**公司医药商务网已成为国内最具有影响力的医药 B2B 电商平台之一，既对接省集采平台，也支撑自营业务，2016 年完成销售 106 亿元，订单达到 72 万余笔。

## 4. 公司现金流充裕，国际化战略持续推进

2015年8月，公司以67.31元/股向其大股东远大集团、二股东华东集团共定向增发51,998,217股，募集资金35亿元，大股东二股东分别出资约33亿、2亿元参与定增，充分显示了其对公司未来发展的信心及价值的认可，有利于公司业绩的释放。此次定增完成后，大股东远大集团的持股比例从35.5%提升至41.77%，大股东持股比例进一步增加，我们预计对上市公司业绩的考核标准及回报也将进一步提升，有利于公司业绩的释放。

此次募集资金解决了公司长期以来负债率较高的问题，2016年2月定增完成后，公司的负债率从2015年末的71.59%降低到2016年Q1的47.19%，财务费用率从2015年的0.95%降低到2016年的0.37%，增强了公司的抗风险能力，充裕的现金流也为公司日后的外延并购提供资金基础。

图 23：资产负债率



资料来源：WIND 申万宏源研究

图 24：财务费用率



资料来源：WIND 申万宏源研究

国际化方向一直是公司长期坚持的战略方向，公司积极推进重点品种FDA认证，2016年公司已向美国FDA递交洋托拉唑ANDA申请并已受理，同时公司已启动了他克莫司、达托霉素、地西他滨等多个品种的海外的临床研究，目前临床试验进展顺利。我们认为公司此前参与美国仿制药企业Kremers Urban股权收购竞标虽未成但已表明公司决心，定增完成后，公司现金流充裕，国际化外延收购有望再次提升日程。

## 5. 盈利预测与估值

公司是优质仿制药领军企业，工商业一体化龙头，百令、阿卡等一线品种强劲增长，二三线产品梯队完善，潜力品种丰富，推动企业内生持续快速增长；定增35亿充裕现金促进公司国际化外延拓展。考虑公司核心品种增长强劲，我们上调2017-18年EPS3.57/4.40元至3.81/4.63元，新增2019年EPS5.62元，维持买入评级。

由于医药工业和医药商业分属不同子行业，我们对两块业务进行分部估值。

- 1) 医药工业 2017-2019 年净利润分别为 14 亿元、17 亿元、21 亿元，按医药工业行业可比公司 2017 年平均估值 33 倍 PE，我们给予公司医药工业业务 2017 年的估值为 462 亿元市值；
- 2) 医药商业 2017-2019 年净利润分别为 4.4 亿元、5.2 亿元、6.4 亿元，按医药商业行业可比公司 2017 年平均估值 27 倍 PE，我们给公司医药工业业务 2017 年的估值为 119 亿元市值；
- 3) 按照分部估值法，2017 年两者总计市值 581 亿元，与公司当前市值 433 亿元相比分别存在 34% 的上涨空间，对应目标股价为 119.69 元。

表 9：公司收入利润分拆及分部估值

	2016	2017E	2018E	2019E	17 年 PE	估值 (亿元)
<b>1、工业部分</b>						
收入 (亿元)	58	70	84	101		
(+/-%)		19.7%	20.1%	20.0%		
归母利润 (亿元)	11	14	17	21	<b>33</b>	<b>462</b>
(+/-%)		23.6%	23.7%	20.0%		
<b>2、商业部分</b>						
收入 (亿元)	201	233	271	314		
(+/-%)		15.7%	16.4%	16.1%		
归母利润 (亿元)	3.1	4.4	5.2	6.4	<b>27</b>	<b>119</b>
(+/-%)		41%	17%	22%		
<b>合计</b>						
收入 (亿元)	260	303	355	415		
(+/-%)		16.6%	17.2%	17.0%		
归母利润 (亿元)	14.5	18.4	22.5	27.1	<b>32</b>	<b>581</b>
(+/-%)		27.5%	22.1%	20.6%		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 10：可比公司估值情况 (工业)

可比公司	代码	收盘价	EPS		PE	
			2017.3.28	2017E	2018E	2017
恒瑞医药	600276	53.84	1.35	1.65	39.82	32.67
丽珠医药	000513	44.30	2.23	2.70	25.12	20.76
华海药业	600521	21.73	0.66	0.85	32.87	25.69
<b>平均值</b>					<b>32.60</b>	<b>26.37</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究，注：可比公司 EPS 来自 WIND 一致预期

表 11：可比公司估值情况 (商业)

可比公司	代码	收盘价	EPS	PE
------	----	-----	-----	----

		2017.3.28	2017E	2018E	2017	2018
柳州医药	603368	78.00	2.88	3.57	27.06	21.85
九州通	600998	19.95	0.68	0.86	29.40	23.13
国药股份	600511	33.61	1.48	1.73	22.64	19.44
南京医药	600713	7.92	0.26	0.34	30.52	23.61
平均值					27.41	22.01

资料来源：公司公告，申万宏源研究，注：可比公司 EPS 来自 WIND 一致预期

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,727	25,380	29,634	34,768	40,741
医药工业	4,965	5,848	7,003	8,412	10,095
医药商业	17,275	20,115	23,272	27,080	31,444
营业总成本	20,353	23,550	27,275	31,894	37,249
营业成本	16,518	19,219	22,320	26,042	30,337
医药工业	964	1,144	1,401	1,682	2,019
医药商业	15,854	18,521	21,410	24,913	28,928
营业税金及附加	104	132	154	180	211
销售费用	2,769	3,299	3,849	4,572	5,419
管理费用	722	759	886	1,040	1,226
财务费用	206	94	65	61	55
资产减值损失	34	47	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	27	8	8	8
营业利润	1,383	1,856	2,367	2,881	3,501
营业外收支	37	26	26	26	26
利润总额	1,420	1,882	2,392	2,907	3,527
所得税	268	347	446	542	658
净利润	1,152	1,535	1,947	2,365	2,869
少数股东损益	55	89	93	114	138
归属于母公司所有者的净利润	1,097	1,447	1,853	2,252	2,731

资料来源:申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,152	1,535	1,947	2,365	2,869
加: 折旧摊销减值	198	264	124	124	124
财务费用	172	78	65	61	55
非经营损失	(11)	(39)	(8)	(8)	(8)
营运资本变动	(838)	(507)	(549)	(663)	(774)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	659	1,347	1,580	1,879	2,266
资本开支	366	466	0	0	0
其它投资现金流	(455)	16	8	8	8
投资活动现金流	(819)	(614)	8	8	8
吸收投资	10	3,470	0	0	0
负债净变化	512	(2,263)	(28)	0	0
支付股利、利息	684	716	65	61	55
其它融资现金流	(195)	(34)	0	0	0
融资活动现金流	629	458	(94)	(61)	(55)
净现金流	468	1,191	1,494	1,826	2,219

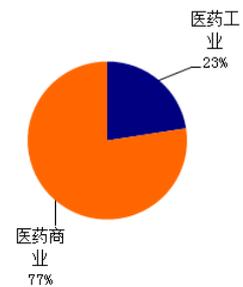
资料来源:申万宏源研究

### 关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
工业收入增速	18%	20%	20%	20%
工业毛利率	80%	80%	80%	80%
商业收入增速	16%	16%	16%	16%
商业毛利率	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
销售费用率	13.0%	13.0%	13.2%	13.3%
管理费用率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用	94	65	61	55

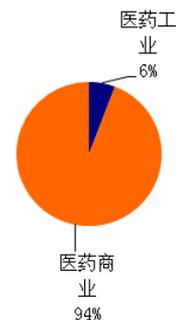
### 收入结构

2016年收入结构

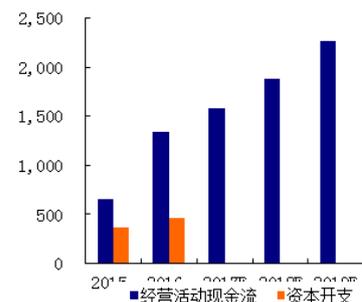


### 成本结构

2016年成本结构



### 资本开支与经营活动现金流

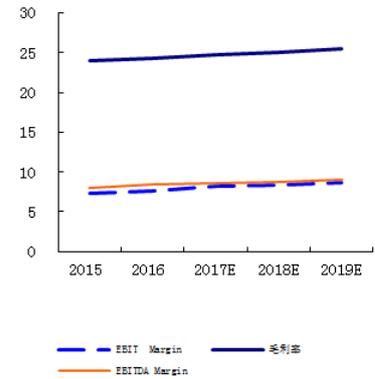


合并资产负债表

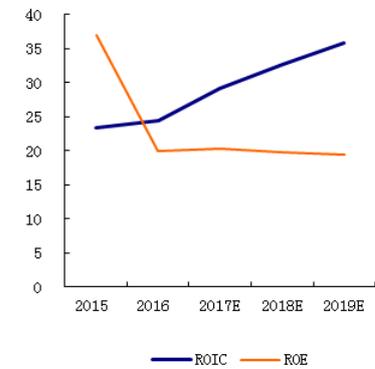
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,957	11,709	14,449	17,776	21,736
现金及等价物	1,487	2,661	4,155	5,981	8,200
应收款项	4,997	5,771	6,519	7,423	8,474
存货净额	2,423	3,084	3,582	4,179	4,869
其他流动资产	51	192	192	192	192
长期投资	144	156	156	156	156
固定资产	1,754	1,931	1,807	1,684	1,560
无形资产及其他资产	562	661	660	659	658
资产总计	11,417	14,456	17,072	20,275	24,110
流动负债	6,850	5,782	6,451	7,288	8,255
短期借款	2,472	502	473	473	473
应付款项	3,721	4,324	5,022	5,859	6,826
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1,324	1,033	1,033	1,033	1,033
负债合计	8,174	6,815	7,484	8,321	9,288
股本	434	486	486	486	486
资本公积	20	3,436	3,436	3,436	3,436
盈余公积	245	357	502	677	890
未分配利润	2,272	2,999	4,708	6,784	9,303
少数股东权益	272	363	457	570	708
股东权益	3,243	7,642	9,588	11,954	14,823
负债和股东权益合计	11,417	14,456	17,072	20,275	24,110

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

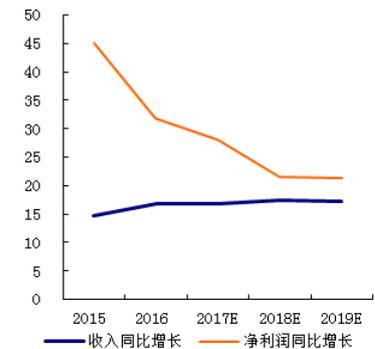


重要财务指标

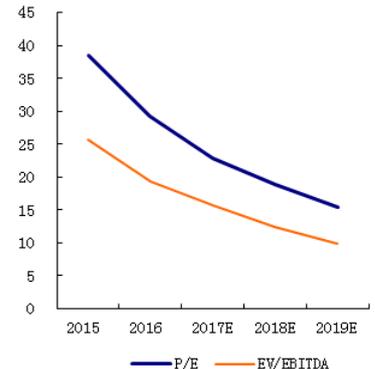
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	2.26	2.98	3.81	4.63	5.62
每股经营现金流	1.35	2.77	3.25	3.87	4.66
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	6.11	14.97	18.79	23.42	29.04
关键运营指标(%)					
ROIC	23.4	24.4	29.2	32.7	35.9
ROE	36.9	19.9	20.3	19.8	19.3
毛利率	24.0	24.3	24.7	25.1	25.5
EBITDA Margin	8.0	8.4	8.6	8.8	9.0
EBIT Margin	7.3	7.6	8.2	8.4	8.7
收入同比增长	14.7	16.8	16.8	17.3	17.2
净利润同比增长	45.0	31.9	28.1	21.5	21.3
资产负债率	71.6	47.1	43.8	41.0	38.5
净资产周转率	7.31	3.49	3.25	3.05	2.89
总资产周转率	1.90	1.76	1.74	1.71	1.69
有效税率	19.0	18.7	18.7	18.7	18.7
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	38.6	29.2	22.8	18.8	15.5
P/B	14.2	5.8	4.6	3.7	3.0
EV/Sale	2.1	1.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	25.7	19.4	15.7	12.5	9.9

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



## 信息披露

### 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，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。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。