

强烈推荐-A (维持)

华东医药 000963.SZ

目标估值: N.A.  
 当前股价: 89.0 元  
 2017年04月29日

三大核心品种仍有翻番空间, 国际化已起步

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	48606
已上市流通股(万股)	43406
总市值(亿元)	433
流通市值(亿元)	386
每股净资产(MRQ)	16.1
ROE(TTM)	19.9
资产负债率	46.3%
主要股东	中国远大集团有限责
主要股东持股比例	41.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	22	34
相对表现	3	19	25



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华东医药(000963)一增长略超预期 看好进口替代》2017-03-13
- 2、《华东医药(000963)一费用控制效果明显, 期待公司海外并购落地》2016-10-27
- 3、《华东医药(000963)一主营业务稳健增长的优质低估值白马》2016-03-29

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn  
 S1090517040001

研究助理

李点典

lidiandian@cmschina.com.cn

公司作为专科药龙头, 核心产品百令胶囊和阿卡波糖增长确定, 免疫抑制剂医保限制放开后在自身免疫病领域的市场潜力被低估, 未来制剂出口认证后将助推国内洋立苏粉针销售。公司研发储备丰富, 在糖尿病领域全方位布局, 期待公司在外延并购和管理层股权激励上有进一步动作, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **17年一季报增长稳健 后续有望提速。**公司 17Q1 收入、归母净利润和扣非归母净利润同比+15.95%、+25.11%和+25.55%。我们判断公司商业端收入增速和毛利率受国家医保目录延迟发布等因素影响出现波动, 但是后续会有所恢复, 包括利润的延后确认等; 17Q1 工业端主要受国家医保目录延迟发布导致百令胶囊收入增速暂缓的影响, 预计后续工业利润将会恢复 30%左右的增速。
- **百令胶囊和阿卡波糖片收入有望分别在 4-5 年和 3-4 年内翻番。**百令胶囊科室开发受益医保目录调整, 公司销售人员配置向基层倾斜和国家强推分级诊疗助推其保持 20%左右增速。阿卡波糖片受益良好竞争格局、医保支付价推行带来的进口替代及一致性评价等行业因素, 增速有望保持 30%左右。
- **免疫抑制剂系列潜力被低估, 制剂出口初见成果。**新版医保目录中环孢素和他克莫司限器官移植的使用限制被取消, 吗替麦考酚酯的限制在地方上也有修订的余地, 未来公司三大免疫抑制剂产品在自身免疫病等市场的潜力巨大。加上免疫抑制剂特殊的销售壁垒和国内良好的市场竞争格局, 我们认为公司该类产品是低估的, 未来 3 年内有望从 11 亿增加到 20 亿规模。洋立苏粉针申报 FDA 认证获受理, 预计获批后将对国内洋立苏粉针销售有重要推动作用。
- **研发储备丰富。**公司目前在糖尿病和肿瘤领域研发储备丰富, 特别是糖尿病, 集齐了从阿卡波糖片、DPP-4 抑制剂、GLP-1 类似物到胰岛素类似物的全面布局; 肿瘤方面除了多个重磅仿制药外, 拥有 1.1 类新药迈华替尼。
- **维持“强烈推荐-A 评级”:** 预计公司 17-19 年归母净利润增速为 29%, 24%和 22%, 对应 EPS 3.83 元, 4.80 元和 5.80 元, 当前市值对应 17pe 估值 23.3 倍, 是当前医药市场上少有的 PEG<1 的标的, 安全边际明确, 维持“强烈推荐-A”评级。风险提示: 产品销售不达预期; 研发进度不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	21727	25380	29473	33894	38524
同比增长	15%	17%	16%	15%	14%
营业利润(百万元)	1383	1856	2398	3016	3652
同比增长	19%	34%	29%	26%	21%
净利润(百万元)	1097	1447	1860	2334	2821
同比增长	45%	32%	29%	25%	21%
每股收益(元)	2.11	2.98	3.83	4.80	5.80
PE	42.2	29.9	23.3	18.5	15.3
PB	15.6	5.9	4.9	4.1	3.6

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、17年一季报增长稳健 后续有望提速.....	3
二、百令胶囊--受益医保目录调整 产能解决后基层有望提速.....	4
三、阿卡波糖片--竞争格局受益临床数据核查 多方面因素利好公司产品销售.....	5
四、免疫抑制剂产品市场前景被低估.....	6
五、制剂出口一墙外开花墙内香.....	7
六、研发策略明确 管线储备丰富.....	8
七、盈利预测假设、收入预测和估值意见.....	9

## 图表目录

图 1: 2013-2015 年百令胶囊样本公立医疗机构销售比例.....	4
图 2: 16 年公司三大免疫抑制剂产品样本医院市场竞争格局.....	7
图 3: 16 年国内泮索拉唑各剂型市场占比.....	7
表 1: 母公司单季度财务数据.....	3
表 2: 福建阳光联合限价采购药品目录中阿卡波糖片的各价格情况.....	6
表 3: 公司研发储备.....	8

## 一、17 年一季报增长稳健 后续有望提速

公司发布 2017 年一季度报，收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 71.49 亿元、5.44 亿元和 5.33 亿元，同比+15.95%、+25.11%和 25.55%。公司一季度利润受暂时性因素的影响，我们预计后续影响因素消除后恢复 30%的左右利润增速。

**17Q1 商业收入增速和毛利率受外部因素影响，我们判断后续将恢复正常。**贡献主要商业业务收入的母公司 17Q1 收入 42.82 亿元，同比+14.92%，低于上年同期 17.74%的增速；毛利率 4.91%，同比下降 0.40 个百分点。

我们判断商业收入增速和毛利率同比下降主要的原因有：1)、浙江二次议价在 16 年下半年全部铺开，药品进院价格下调导致公司商业业务收入增速降低。同时药品进院价格的下调在渠道传导上还没有传导到公司的采购价格上，导致毛利率有所下降，预计未来在价格传导完成后毛利率会有所恢复；2) 国家医保目录延迟到二月底公布，医院对于某些有被调出医保目录或调进辅助用药目录可能的大品种在库存方面比较敏感，从而减少进货导致公司收入增速同比下降。目前国家医保目录已经公布，医院采购和公司该部分收入也会恢复正常。

由于二次议价带来的进院差价需要生产厂家在后续发货过程中补齐，导致公司 17Q1 部分商业净利润的确认延后到下个季度，我们判断若包含该部分利润，公司 17Q1 商业利润增速超过 25%，除去财务费用的影响，净利润增速也在 15%以上。

表 1: 16Q1-17Q1 母公司单季度财务数据

项目	子项目	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
母公司营业总收入		3,726.58	3,918.94	4,325.69	4,224.00	4,282.52
母公司营业总成本		3,655.32	3,843.40	4,266.96	4,145.18	4,196.84
	营业成本	3,528.81	3,691.01	4,161.69	4,007.58	4,072.38
	营业税金及附加	5.01	3.17	2.95	6.95	3.44
	销售费用	78.13	67.80	66.41	83.98	85.99
	管理费用	31.87	33.64	23.81	39.71	32.95
	财务费用	11.50	7.45	12.10	2.39	2.08
	资产减值损失		40.32		4.58	
总收入-总成本		71.26	75.54	58.73	78.82	85.68
同比增速						20.23%

资料来源：公司财报、招商证券

市场可能认为公司商业端在 16 年通过定增补流减少财务费用后，在目前药品流通环境趋严的情况下业绩增速会进一步趋缓，但我们认为公司商业端仍然能够保持 15%以上的收入和利润增速，主要原因为：

- 1) 浙江省药品配送市场接近千亿规模，在二次议价等政策打压下仍然有 10%左右的增速；
- 2) 目前两票制在浙江还未执行，公司在小型商业企业的并购和竞争对手退出后留下的空白市场的抢夺上还有一定的空间；
- 3) 公司在浙江药品配送市场占比超过 20%，处于龙头地位，在处方外流的大背景下相比竞争对手有更多的业务模式可以探索，比如院边店、药房托管等方向。

工业端利润增速暂受百令胶囊影响，预计后续恢复 30%左右增速。我们估计公司 17Q1 一季度工业端收入增速 20%左右，利润增速同比略有下降。我们估计公司一季度工业净利润增速略低的原因主要是百令胶囊收入增速暂时受影响导致，一季度后该影响因素会消除：之前国家医保目录发布前，下游担心百令胶囊被列入辅助用药目录而影响使用，导致备货时略有顾忌，使得百令胶囊一季度的收入增速只有 17%-18%，低于正常 20%左右的水平。预计随着国家医保目录的出台和该顾虑的打消，后续增速将会恢复到 20%左右的水平。我们判断其他品种增速正常：阿卡波糖片作为基药在各省的二次议价中受到的影响较小，保持 26-27%的增速；消化系列产品增速 12%左右；免疫抑制剂整体增速 20%左右。

一季度费用控制较好。公司 17Q1 合并报表销售费用 11.26 亿元，同比+17.28%，控制得当；管理费用 1.69 亿元，同比-4.46%，我们估计管理费用主要是统计口径发生变化，部分折旧费用转入生产成本导致；财务费用 1122 万元，同比-56.33%，公司现金充裕的情况下财务费用进一步降低。

## 二、百令胶囊--受益医保目录调整 产能解决后基层有望提速

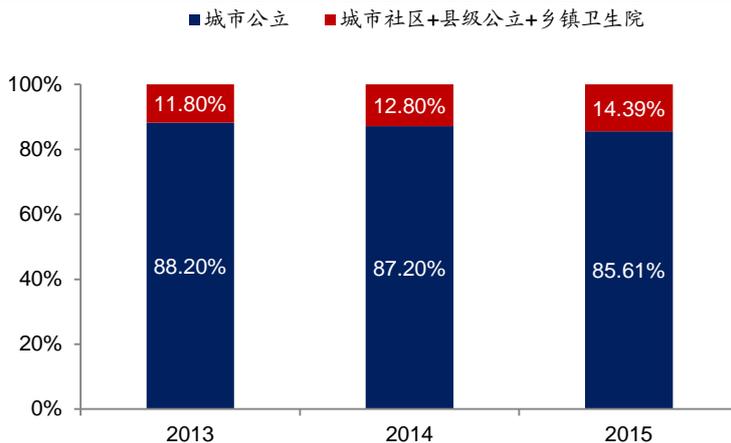
国家医保目录调整利于更多科室开发。2009 版国家医保目录，包含百令胶囊的虫草菌发酵制剂被分在了辅助用药的类别，导致目前百令胶囊主要是用于肾病和呼吸两个科室。新版国家医保目录，包含百令胶囊的虫草菌发酵制剂被调整进入补气养血剂类别，脱离了辅助用药行列（限制），我们预计该调整对百令胶囊在其他科室比如肝病和免疫等科室的开发有明显的促进作用。

市场可能认为目前三级医院对于用量大的中成药限方降价等动作会影响百令胶囊整体增速的保持，但是我们认为百令胶囊在三级医院以外市场的增速目前还没有真正体现，该市场的增速会在未来迅速提升，带动百令胶囊整体增速未来几年保持在 15-20%水平，主要原因为：

- 1) 产能有保障。江东百令基地投产，彻底解决了产能问题，为百令胶囊在基层的放量提供了保障；
- 2) 销售人员结构开始向基层（县级医院、城市社区医院、乡镇卫生院）倾斜。公司 16 年年报披露销售人员共 3658 人，我们估计其中基层销售人员 800 人左右，占比超过 20%，我们判断公司后续销售人员的增加会往基层市场倾斜，助推百令胶囊在基层的放量；
- 3) 分级诊疗下公司的积极推动。在分级诊疗的大背景下，患者势必向基层分流。我们判断公司将会积极的推动百令胶囊销售终端的下沉，例如将处方从三级医院导出到基层，规避三级医院限方控费等问题。
- 4) 基层销售比例逐年扩大。从米内网的终端销售数据来看，百令胶囊在基层的销售比例正在加速扩大。

2016 年百令胶囊销售为 20 亿左右，综上所述理由我们判断该品种未来能够保持 15%-20% 的增速，4-5 年内销售额有望实现翻番到 40 亿的规模。

图 1：2013-2015 年百令胶囊样本公立医疗机构销售比例



资料来源：米内网、招商证券

### 三、阿卡波糖片--竞争格局受益临床数据核查 多方面因素利好公司产品销售

良好竞争格局能够保持 3 年左右。2015 年的临床数据核查事件中，所有阿卡波糖片的生产注册申请都遭遇了撤回。由于目前口服仿制药申报生产需要完成 BE 试验后才能申报，且普通仿制药的审评需要排队，我们判断阿卡波糖片市场目前拜耳、华东和绿叶宝光三足鼎立的局面会保持 3 年左右。

**DDP-4 抑制剂短期内不会对阿卡波糖片造成威胁。**在本次新医保目录调整中，DPP-4 抑制剂被调整进入医保，按照当前全球范围内的糖尿病用药销售占比，DDP-4 抑制剂位列第二，是仅次于胰岛素的降糖药，而阿卡波糖（ $\alpha$ -糖苷酶抑制剂）已经不在前五之列。目前中国糖尿病用药中阿卡波糖市场份额大概 25%左右，仅次于胰岛素。市场可能担心 DPP-4 抑制剂进入医保后会抢占阿卡波糖片的市场，但是我们认为阿卡波糖片市场占比第二的位置在短期内不会发生变化：

- 1) 糖尿病用药市场潜力巨大。中国的糖尿病患者 15 年已经过亿，但是诊断率和治疗率还非常低下，分别在 50%和 30%的水平，市场潜在空间巨大；
- 2) DPP-4 抑制剂在医保目录中限二线用药，推广困难。口服降糖药种类繁多，DPP-4 抑制剂在新版国家医保目录中限于二线用药，在医院的推广上受到很大的影响。相比之下阿卡波糖在国内已经和其他口服降糖药形成了互补的关系，使用人群广泛，口碑良好；
- 3) 阿卡波糖片国内畅销存在中国国情。首先国内大部分人群以米饭为主食，阿卡波糖片适合餐后血糖的调节。其次是阿卡波糖片在欧美人群服用后普遍会引起气体消化道的产生，但是由于人种的关系，亚洲人服用阿卡波糖片后该副作用不是很明显。

**乘分级诊疗之春风，享进口替代之趋势。**拜耳的阿卡波糖片价格一直都比公司产品贵 45%左右（福建除外），在基药唯低价取的招标过程中，公司产品中标优势明显，我们估计 2016 年其基层销售额在 5 个亿左右。在国家强推分级诊疗的背景下，该优势将会被放大，继续助推公司产品在基层的放量。同时在国内推行医保支付价的背景下，阿卡波糖片这种慢性病用药进口替代趋势明显，其医保支付价的优势大大增加了患者选择国产用药的概率。

表 2: 福建阳光联合限价采购药品目录中阿卡波糖片的各价格情况

产品	企业	医保最高 销售限价	医院采购 价	医院销售 价	医保支 付限价	医保实际 支付	医院 利润	患者实 际支付
阿卡波糖	拜耳	61.92 元	55.7 元	61.92 元	49.54 元	49.54 元	6.22 元	12.38 元
	华东医药	40 元	36 元	40 元	40 元	40 元	4 元	0 元

备注：（1）假设二次议价降幅 10%；医院对非竞争性品种按照医保最高销售限价销售。（2）氯吡格雷医保乙类报销 80%，阿卡波糖医保甲类全部报销。均按每盒计算。

资料来源：福建省医保办、招商证券

阿卡波糖一致性评价公司成为最大赢家。我们估计目前公司的阿卡波糖一致性评价试验已经开始，预计年内能够完成。完成一致性评价将为公司产品在三级医院市场的争夺上提供有力的支持，将加速进口替代的过程。同时四川绿叶宝光的阿卡波糖胶囊由于没有原研参比剂型，其一致性评价试验进度可能会比公司慢，在国内产品的比拼上公司的阿卡波糖片将是一致性评价的最大赢家。

2016 年公司阿卡波糖片销售为 15 亿左右，综上所述理由我们判断该品种未来能够保持 25-30%左右的增速，3-4 年内有望销售额实现翻番到达 30 亿规模。

#### 四、免疫抑制剂产品市场前景被低估

受益医保目录调整，公司产品在自身免疫病市场的潜力被低估。新医保目录中，环孢素和他克莫司限器官移植的限制被取消，以前该类产品基本上只用于器官移植，但是在全全球免疫病人中，特别是他克莫司，在作为作为肝、肾移植的一线用药的同时已经成为了治疗特应性皮炎（AD）、系统性红斑狼疮（SLE）等自身免疫疾病的重要药物。我们估计公司环孢素软胶囊销售额 4 亿左右，市场比较成熟，增速较缓；他克莫司胶囊超过 3 亿左右，增速 30%左右，在限制被放开后将大大受益，在自身免疫病领域的市场潜力巨大。公司吗替麦考酚酯分散片/胶囊 16 年销售额超过 3 亿，增速在 20%左右，虽然该品种在国家医保目录中的仍然限于器官移植，但是随着地方医保目录的修订，该品种有望在地方上去除限制，享受自身免疫病的市场。

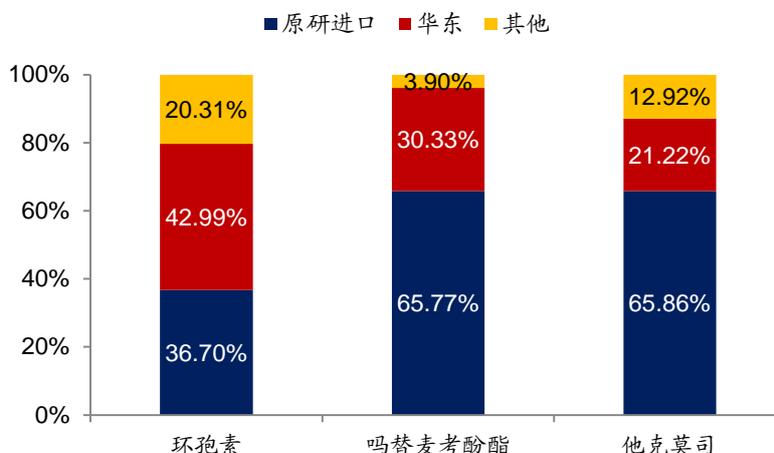
免疫抑制剂销售壁垒高。由于免疫抑制剂的使用可能会诱发肿瘤，只有经验充足的专科医师才可以使用，对销售人员的专业知识要求很高，这使得其推广难度大，从而形成了较高的销售壁垒。公司深耕免疫抑制剂领域多年，组建了强大的销售队伍，属于医保目录调整的最大受益者。

市场竞争格局好，同样有进口替代的趋势。公司三大免疫制剂产品竞争格局都很好：都是市场占比 20%-40%，竞争对手主要是原研进口产品，市场占有率第一或者第二。作为国产免疫抑制剂的龙头，公司有望最大程度的享受该种类产品在自身免疫病市场的蛋糕。免疫抑制剂作为需要长期服用的药物，其医保支付价的制定同样也会想价格更加实惠的国产产品倾斜，公司三大产品有望将在进口替代的大趋势中从原研进口产品手中抢夺更多市场份额，保持较高的增速。

2016 年公司免疫抑制剂系列产品销售规模接近 11 亿，增速 20%左右，综上所述理由我们认为该类产品市场潜力被低估，在自身免疫病市场打开的情况下，增速有望得到提升，

三个产品合计销售额 3 年内有望到 20 亿。

图 2: 16 年公司三大免疫抑制剂产品样本医院市场竞争格局



资料来源: 米内网、招商证券

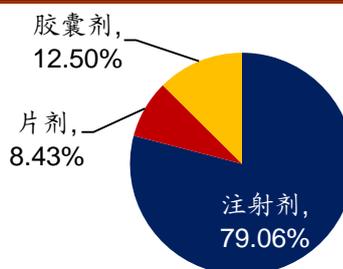
## 五、制剂出口一墙外开花墙内香

制剂出口初见成果，产品形成梯队。16 年公司泮立苏粉针国内首家向美国 FDA 递交 ANDA 申请并获受理，同时公司启动了他克莫司胶囊在海外的临床研究，目前临床实验进展顺利。我们预计后续还会有达托霉素和阿卡波糖等特色品种进行 FDA 的认证。

泮立苏粉针国内销售有望受益其 FDA 认证。公司同时拥有泮索拉唑胶囊和注射剂，在泮索拉唑市场中占比 20% 左右，仅次于原研的武田。在当前国内泮索拉唑市场中，注射剂占了 80% 左右的市场份额。我们估计目前公司有一半的省份由于招标价格过低的原因弃标或者被迫降价。公司泮立苏粉针在获得 FDA 认证后，按照各地的招标规则，可以和原研产品分到同一个质量层次，价格上的竞争压力会小很多，我们判断其泮立苏粉针剂有望实现增速的保持甚至回升。

2016 年公司泮索拉唑的收入 9-10 亿，我们判断其粉针通过出口认证后国内销售增速有望保持目前 12% 左右的增速甚至提升。

图 3: 16 年国内泮索拉唑各剂型市场占比



资料来源: 米内网、招商证券

## 六、研发策略明确 管线储备丰富

保持当前四大优势领域。公司在糖尿病、发酵虫草菌粉、器官移植免疫抑制和消化系统4个优势领域继续积极布局。华东新药研究院已经获得卡格列净及片(SGLT2抑制剂)、曲格列汀及片(DPP-4抑制剂)的临床试验批件,子公司九源基因拥有利拉鲁肽注射液(GLP-1)的临床批件,公司也在进行胰岛素类似物的临床前研究,可谓在糖尿病领域全面布局。16年公司获得百令颗粒剂生产批件和他克莫司缓释胶囊的BE临批,并完成了泮立苏粉针的海外认证申报工作。

表 3: 公司研发储备

治疗领域	名称	分类	类别	治疗领域	16年进度	单位
糖尿病	卡格列净及片	化药3+3	SGLT2抑制剂	II型糖尿病	获得临床批文,已制备临床样品,开始临床试验	研究院
	曲格列汀及片	化药3+3	DPP-4抑制剂	II型糖尿病	获得临床批文,已制备临床样品,开始临床试验	研究院
	HD-118及片	化药1.1	DPP-4抑制剂	II型糖尿病	计划2017年申报临床	公司
	利拉鲁肽注射液	生物制品7	DPP-5抑制剂	II型糖尿病	申请临床批件	九源基因
	吡格列酮二甲双胍片	补充申请	复方制剂	II型糖尿病	申报补充申请	公司
	地特胰岛素	生物制品7	长效胰岛素	糖尿病	临床前研究	公司
	门冬胰岛素	生物制品7	长效胰岛素	糖尿病	临床前研究	公司
	德谷胰岛素	生物制品7	长效胰岛素	糖尿病	临床前研究	公司
肿瘤	地西他滨及粉针剂	化药6	DNA甲基化特异性抑制剂	骨髓增生异常综合症	2016年已取得生产批件,待进行定向转让给本公司。	研究院
	硼替佐米及注射剂	化药3+6	蛋白酶体抑制剂	多发性骨髓瘤	申报生产,等待审评	研究院
	迈华替尼及片	化药1.1	TKI	非小细胞肺癌	I期临床试验	公司
	依鲁替尼及胶囊	化药3.1	TKI	淋巴瘤等	获得临床批文,制备临床样品,开展临床试验	公司
	波舒替尼及片	化药3.1	TKI	白血病	获得临床批文,制备临床样品,开展临床试验	公司
	波舒替尼及片	化药3.1	TKI	白血病	获得临床批文,制备临床样品,开展临床试验	公司
	索拉非尼及片	化药3+6	TKI/STKI	肝癌	获得临床批文,制备临床样品,开展临床试验	研究院
	厄洛替尼及片	化药3+6	TKI	非小细胞肺癌	获得临床批文,制备临床样品,开展BE试验	研究院
	伊马替尼片	化药6	TKI	白血病	获得临床批文,已制备临床样品,开始BE试验	研究院
	来曲唑片	化药6	芳香化酶抑制剂	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	研究院
超抗	阿那曲唑片	化药6	芳香化酶抑制剂	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	研究院
	非达霉素及片	化药3+3	大环内酯类抗生素	超抗	获得临床批文,制备临床样品,开展临床试验	研究院
心脑血管	利奈唑胺片	化药6	恶唑烷酮类抗生素	超抗	获得临床批文,已制备临床样品,开始BE试验	研究院
	磺达肝葵钠及注射液	化药3+6	活化因子X选择性抑制剂	静脉血栓	申报生产,补充相关资料	公司
	吲哚布芬片	化药6	血小板环氧合酶抑制剂	PCI手术抗血小板	获得生产批件	公司

资料来源:公司公告、招商证券

积极开拓新领域。公司在抗肿瘤、超级抗生素、肝病治疗以及心脑血管等领域拥有丰富

的管线储备。抗肿瘤领域公司已经开始了化药 1.1 类新药迈华替尼片的 I 期临床试验，研究院取得了地西他滨及粉针剂的生产批件，两者都还有其他替尼类仿制药的临床批件。超级抗生素类，公司的达托霉素粉针已经开始销售，研究院研发的非达霉素及片已经开始开展临床试验且获得利奈唑胺片的 BE 临批。肝病治疗领域，公司围绕虫草发酵剂研发的百令疏肝胶囊已经进入 II 期临床试验。心脑血管领域，公司 16 年获得了吲哚布芬片的生产批件，磺达肝葵钠及注射液调整资料后会再次报产。

## 七、盈利预测假设、收入预测和估值意见

### 盈利预测基本假设：

- 1、百令胶囊基层开发进度符合预期，预计 17 年增速 20%；
- 2、阿卡波糖片 17 年通过一致性评价，价格维持较好，预计 17 年增速 28%；
- 3、免疫抑制剂在自身免疫病市场推广进度符合预期，预计 17 年合计增速 18%左右；
- 4、国内质子泵抑制剂政策收紧不超预期，泮索拉唑粉针在 17-18 年获得 FDA 认证；
- 5、浙江省药品流通政策不会过度收紧。

表 4：华东医药工业各产品收入预测（单位：亿元）

产品		2016	2017	2018	2019
百令胶囊	收入	20.00	24.00	28.32	32.85
	增速		20.00%	18.00%	16.00%
阿卡波糖片及咀嚼片	收入	15.00	19.20	24.00	29.28
	增速		28.00%	26.00%	24.00%
环孢素软胶囊	收入	4.00	4.24	4.58	4.95
	增速		6.00%	8.00%	8.00%
吗替麦考酚酯分散片/ 胶囊	收入	3.30	3.96	4.95	6.19
	增速		20.00%	25.00%	25.00%
他克莫司胶囊	收入	3.30	4.29	6.01	8.41
	增速		30.00%	40.00%	40.00%
泮索拉唑胶囊和粉针	收入	8.70	9.74	10.91	12.22
	增速		12.00%	12.00%	12.00%
其他工业产品	收入	2.12	2.33	2.57	2.82
	增速		10.00%	10.00%	10.00%
工业小计	收入	56.42	67.76	81.34	96.72
	增速		20.10%	20.03%	18.92%
	毛利率	83.68%	83.68%	83.68%	83.68%
商业小计	收入	197.36	226.96	257.60	288.52
	增速	16.44%	15.00%	13.50%	12.00%
	毛利率	7.29%	7.29%	7.29%	7.29%
总计	收入	253.78	294.73	338.94	385.24
	增速		16.13%	15.00%	13.66%
	毛利率	24.27%	24.85%	25.62%	26.47%

资料来源：招商证券

**我们对估值的观点：**公司当前股价对应 17pe23 倍，17 年预计净利润增速 29%，是当期市场少数 PEG<1 的标的之一。此外公司的估值在几个方面还没有得到体现：一是公司免疫抑制剂的市场潜力还没有得到市场的合理判断；二是公司在糖尿病领域的布局十

分全面，是国内少数几个既能全面布局该领域产品，又有与之匹配的销售队伍，特别是基层销售队伍的公司；三是公司此前一直都是内生发展，在目前的资本运作环境下具有国际化和外延并购的预期；四是公司优秀的管理层目前都还没有持股，我们判断公司正在寻求恰当的机会给予管理层股权方面的激励。综上，公司目前 433 亿左右的市值低估了公司内在的价值，我们维持“强烈推荐-A”的评级

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	8957	11709	13707	16218	18843
现金	1487	2661	3262	4252	5279
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	992	957	1111	1278	1452
应收款项	3637	4466	5164	5938	6749
其它应收款	37	30	35	40	45
存货	2423	3084	3545	4035	4554
其他	382	510	590	674	763
<b>非流动资产</b>	2460	2747	2572	2414	2272
长期股权投资	53	65	65	65	65
固定资产	1265	1850	1727	1615	1515
无形资产	381	491	442	398	358
其他	761	342	339	336	334
<b>资产总计</b>	<b>11417</b>	<b>14456</b>	<b>16279</b>	<b>18632</b>	<b>21115</b>
<b>流动负债</b>	6850	5782	5874	6493	7149
短期借款	2414	473	0	0	0
应付账款	2799	3353	3864	4398	4964
预收账款	58	41	47	54	61
其他	1578	1915	1962	2041	2125
<b>长期负债</b>	1324	1033	1033	1033	1033
长期借款	314	21	21	21	21
其他	1010	1011	1011	1011	1011
<b>负债合计</b>	<b>8174</b>	<b>6815</b>	<b>6906</b>	<b>7526</b>	<b>8182</b>
股本	434	486	486	486	486
资本公积金	20	3436	3436	3436	3436
留存收益	2517	3356	4973	6563	8217
少数股东权益	272	363	478	621	794
归属于母公司所有者权益	2971	7279	8895	10485	12139
<b>负债及权益合计</b>	<b>11417</b>	<b>14456</b>	<b>16279</b>	<b>18632</b>	<b>21115</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	659	1347	1447	1812	2262
净利润	1097	1447	1860	2334	2821
折旧摊销	164	217	237	219	203
财务费用	172	78	62	40	32
投资收益	(8)	(27)	(20)	(22)	(24)
营运资金变动	(818)	(444)	(808)	(906)	(948)
其它	53	76	117	147	177
<b>投资活动现金流</b>	(819)	(614)	(60)	(60)	(60)
资本支出	(383)	(467)	(60)	(60)	(60)
其他投资	(436)	(147)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	629	458	(787)	(762)	(1175)
借款变动	87	(2633)	(502)	0	0
普通股增加	0	52	0	0	0
资本公积增加	7	3416	0	0	0
股利分配	(260)	(312)	(243)	(744)	(1167)
其他	795	(66)	(42)	(18)	(8)
<b>现金净增加额</b>	<b>468</b>	<b>1191</b>	<b>601</b>	<b>990</b>	<b>1027</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	21727	25380	29473	33894	38524
营业成本	16518	19219	22149	25211	28450
营业税金及附加	104	132	153	176	200
营业费用	2769	3299	3802	4406	5008
管理费用	722	759	884	1017	1156
财务费用	206	94	62	40	32
资产减值损失	34	47	45	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	27	20	22	24
<b>营业利润</b>	1383	1856	2398	3016	3652
营业外收入	64	60	60	65	70
营业外支出	26	34	35	40	45
<b>利润总额</b>	1420	1882	2423	3041	3677
所得税	268	347	449	564	683
<b>净利润</b>	1152	1535	1974	2477	2994
少数股东损益	55	89	114	143	173
<b>归属于母公司净利润</b>	1097	1447	1860	2334	2821
<b>EPS (元)</b>	2.11	2.98	3.83	4.80	5.80

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	17%	16%	15%	14%
营业利润	19%	34%	29%	26%	21%
净利润	45%	32%	29%	25%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.0%	24.3%	24.8%	25.6%	26.2%
净利率	5.0%	5.7%	6.3%	6.9%	7.3%
ROE	36.9%	19.9%	20.9%	22.3%	23.2%
ROIC	21.3%	19.4%	21.3%	22.3%	23.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.6%	47.1%	42.4%	40.4%	38.7%
净负债比率	24.4%	3.6%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.3	2.0	2.3	2.5	2.6
速动比率	1.0	1.5	1.7	1.9	2.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
存货周转率	7.8	7.0	6.7	6.7	6.6
应收帐款周转率	6.4	6.3	6.1	6.1	6.1
应付帐款周转率	6.3	6.2	6.1	6.1	6.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	2.11	2.98	3.83	4.80	5.80
每股经营现金	1.26	2.77	2.98	3.73	4.65
每股净资产	5.71	14.97	18.30	21.57	24.97
每股股利	0.60	0.50	1.53	2.40	2.90
<b>估值比率</b>					
PE	42.2	29.9	23.3	18.5	15.3
PB	15.6	5.9	4.9	4.1	3.6
EV/EBITDA	25.4	20.6	16.1	13.2	11.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**吴斌**，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

**李珊珊** CPA，厦门大学工商管理硕士，10年证券从业经验，注册会计师。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

**张同**，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

**蒋一樊**，法国波城大学硕士，1年海外一级市场投资经验，3年证券从业经验，2017年4月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李点典**，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

**团队荣誉**：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。2012年新财富最佳分析师第4名，2014年新财富最佳分析师第2名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。