

2017年06月30日

德展健康 (000813.SZ)

国内降脂药领先者，未来业绩有望在多重因素驱动下持续增长且当前估值具有显著优势

■公司为国内降脂药领域领先者，主打产品“阿乐”品牌卓著。公司前身为北京嘉林药业，2016年借壳天山纺织上市，其核心产品阿乐为国内阿托伐他汀首仿药，2016年销售额约14亿元，由于是低开模式，按照行业平均扣率30%测算，我们预计和测算公司阿乐在终端市场规模约48亿元，在他汀类药物中市场份额仅次于辉瑞的立普妥（阿托伐他汀原研）以及阿斯利康的可定（瑞舒伐他汀原研），成为国内降脂药第一国产品牌。

■在血脂异常患病率增加、医保报销范围扩大、一线预防用药增加等多重因素驱动下，他汀类药物市场有望迎来新一轮扩容以及增速换挡。首先，随着生活水平的不断提高，抽烟、喝酒、饮食不当等问题导致的高血脂人群也在不断壮大中国成人血脂异常总体患病率高达40.40%，较2002年呈大幅度上升，未来我国成人血脂异常患病及相关疾病负担将继续加重。其次，2017版医保目录取消对多种他汀类药品的报销范围，取消了二线用药限制，降脂药市场有望迎来新一轮扩容。最后，他汀类药品的应用逐步从ASCVD患者的二级预防扩展到一级预防和更广泛的人群，也同样驱动降脂药市场进一步扩容，同时他汀类药品的产品生命周期有望延长。

■阿乐可进一步挖潜，有望在高基数情况下实现持续高增长。1) 医院覆盖率仍有较大空间提升：我国医院总数约28000多家，目前公司覆盖仅7000多家医院，覆盖率不足25%，其中全国三甲医院共有2100多家，我们预计公司仅覆盖不到600家，覆盖率不到30%，因此终端覆盖率方面仍有较大提升空间。2) 加强零售药店布局：目前阿乐在零售药店的销售占比不到30%，公司今年开始加强了与连锁药店的合作强度，考虑到零售药店端的净利润率较医院端更高，因此随着阿乐在零售药店终端的销售占比提升，阿乐整体的利润增速将快于收入增速。3) 规格转换带来毛利率提升：嘉林药业在2015年转变了销售策略，开始重点推广销售阿乐20mg规格的产品，阿乐20mg产品无论是从临床的效果、单盒的售价、毛利等方面考虑，均显著优于阿乐10mg产品，随着20mg规格销售占比提升，将带动阿乐整体毛利率的提升。

■未来几年业绩有望持续释放，当前估值具有显著优势且存在较大修复

公司深度分析

证券研究报告

服装及服饰制品

投资评级 买入-A

首次评级

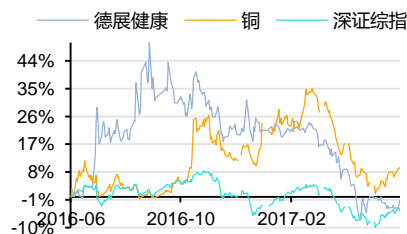
6个月目标价：11元

股价(2017-06-29) 8.47元

交易数据

总市值(百万元)	18,985.35
流通市值(百万元)	4,986.65
总股本(百万股)	2,241.48
流通股本(百万股)	588.74
12个月价格区间	7.70/18.02元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.17	-10.54	1.16
绝对收益	-1.12	-18.19	-2.1

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

孔令岩

报告联系人

kongly@essence.com.cn

相关报告

空间。北京嘉林药业在 2015 年启动借壳之际，承诺 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年度归母净利润分别为 49,980.50 万元、64,996.15 万元、77,947.53 万元、93,679.55 万元，即 2016-2018 年净利润增速分别为 30%、20%、20%。根据 wind 数据显示，当前医药生物行业对应 2017 年预期估值为 32 倍左右，按照公司未来两年业绩承诺测算，对应目前 190 亿市值的 17-18 年估值仅分别为 24X、20X，具有较大的安全边际。与此同时，我们认为公司此前关注度较低，从 2016 年年报中可以看出前十大流通股东中没有一家公募机构进入。当前估值水平并未真实的反映出公司的价值，考虑到公司在国内降脂药领域的龙头位置以及未来两年较高的业绩承诺，我们认为公司的估值被低估且存在较大的修复空间。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 11 元。我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 8 亿元、9.6 亿元、11.42 亿元，增速分别为 21%/20%/19%，EPS 分别为 0.36 元、0.43 元、0.51 元，对应当前股价的 PE 分别为 24X/20X/17X。考虑到公司为国内降脂药龙头企业，未来两年业绩有望持续释放且当前估值不高具有显著优势，首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11 元。

■**风险提示：**阿乐市场拓展不达预期；两票制后带来业务调整风险；10 月部分股票解禁

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	510.8	1,443.0	1,686.9	1,966.4	2,279.4
净利润	6.2	661.7	799.2	960.2	1,142.0
每股收益(元)	0.00	0.30	0.36	0.43	0.51
每股净资产(元)	0.47	1.67	2.94	3.37	3.88

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	3,082.2	28.7	23.8	19.8	16.6
市净率(倍)	17.8	5.1	2.9	2.5	2.2
净利润率	1.2%	45.9%	47.4%	48.8%	50.1%
净资产收益率	0.6%	17.6%	12.1%	12.7%	13.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.9%	43.1%	38.4%	120.1%	91.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 核心投资逻辑.....	4
2. 公司为国内降脂药领先企业，去年借壳天山纺织上市后有望借助资本市场迅速成长.....	5
2.1. 公司是国内阿托伐他汀首仿企业，主打产品“阿乐”品牌卓著.....	5
2.2. 去年借壳天山纺织上市，公司有望借助资本市场迅速成长.....	6
2.3. 未来几年业绩增长确定，当前公司估值具有安全边际且存在较大修复空间.....	7
3. 国内降脂药市场空间巨大，阿托伐他汀高增长仍有望持续.....	8
3.1. 国内降脂药市场空间巨大，在血脂异常患病率增加、医保报销范围扩大、一线预防用药增加等因素驱动下市场有望迎来新一轮扩容.....	8
3.2. 公司与海南康宁深度合作打造了优秀的销售网络，阿乐增长空间仍有望进一步挖潜.....	10
4. 盈利预测与投资建议.....	10
5. 风险提示.....	11

图表目录

图 1：公司阿乐历年销售收入与增速情况.....	5
图 2：2016 年样本医院阿托伐他汀竞争格局.....	6
图 3：2016 年样本零售药店阿托伐他汀竞争格局.....	6
图 4：公司股权结构与业务布局.....	7
图 5：历年样本医院降脂药销售规模与增速.....	8
图 6：2016 年前十大降脂药市场份额.....	8
图 7：历年样本医院阿托伐他汀销售额与增速.....	8
图 8：历年样本医院瑞舒伐他汀销售额与增速.....	8
表 1：公司历年净利润情况以及重组业绩承诺.....	7
表 2：他汀类药物纳入医保情况以及报销适应症范围.....	9
表 3：中国 ASCVD 一级预防人群血脂合适水平和异常分层标准[mmol/L(mg/dl)].....	9

1. 核心投资逻辑

公司前身为北京嘉林药业，2016 年借壳天山纺织上市，其核心产品阿乐为国内阿托伐他汀首仿药，2016 年销售额约 14 亿元，由于是低开模式，按照行业平均扣率 30% 测算，我们预计和测算公司阿乐在终端市场规模约 48 亿元，成为国内降脂药第一国产品牌。**市场认为阿乐基数较大很难继续保持高速增长，但我们持有不同观点：**

首先，在血脂异常患病率增加、医保报销范围扩大、一线预防用药增加等多重因素驱动下，他汀类药品市场有望迎来新一轮扩容以及增速换挡。公司的阿乐品牌卓著，在他汀类药品中市场份额仅次于辉瑞的立普妥（阿托伐他汀原研）以及阿斯利康的可定（瑞舒伐他汀原研），**在控制药占比、医保定费等大背景下最有望受益于降脂药新一轮的市场扩容，我们预计公司的阿乐将逐步实现进口替代，市场份额有望进一步扩大。**

其次，从公司本身角度来看，阿乐在以下三个方面仍有增长空间。1) **医院覆盖率仍有较大空间提升：**我国医院总数约 28000 多家，目前公司覆盖仅 7000 多家医院，覆盖率不足 25%，其中全国三甲医院共有 2100 多家，我们预计公司仅覆盖不到 600 家，覆盖不到 30%，因此终端覆盖率方面仍有较大提升空间。2) **加强零售药店布局：**目前阿乐在零售药店的销售占比不到 30%，公司今年开始加强了与连锁药店的合作强度，考虑到零售药店端的净利润率较医院端高，因此随着阿乐在零售药店终端的销售占比提升，阿乐整体的利润增速将快于收入增速。3) **规格转换带来毛利率提升：**嘉林药业在 2015 年转变了销售策略，开始重点推广销售阿乐 20mg 规格的产品，阿乐 20mg 产品无论是从临床的效果、单盒的售价、毛利等方面考虑，均显著优于阿乐 10mg 产品，随着 20mg 规格销售占比提升，将带动阿乐整体毛利率的提升。

从公司估值与业绩承诺角度来看，公司当前估值仅 24 左右，对应 2017 年至少 20% 以上的业绩增速承诺，估值具有显著优势且存在较大修复空间。北京嘉林药业在 2015 年启动借壳之际，承诺 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年度归母净利润分别为 49,980.50 万元、64,996.15 万元、77,947.53 万元、93,679.55 万元，即 2016-2018 年净利润增速分别为 30%、20%、20%。根据 wind 数据显示，当前医药生物行业对应 2017 年预期估值为 32 倍左右，**按照公司未来两年业绩承诺测算，对应目前 190 亿市值的 17-18 年估值仅分别为 24X、20X，具有较大的安全边际。**与此同时，我们认为公司此前关注度较低，**从 2016 年年报中可以看出前十大流通股东中没有一家公募机构进入，当前估值水平并未真实的反映出公司的价值，考虑到公司在国内降脂药领域的龙头位置以及未来两年较高的业绩承诺，我们认为公司的估值被低估且存在较大的修复空间。**

目前，市场对公司主要有以下几点担忧：

- 公司应收账款收入占比较高，市场对公司经营质量有所怀疑
- 由于当前公司为低开模式，两票制实施后公司后续可能出现业务调整风险

但，我们认为上述两个问题无需过多担忧。首先，2016 年应收账款中下游客户海南康宁占比约 84%，我们预计，公司与海南康宁签订了 10 年代理推广合同且给予海南康宁 6 个月的信用账期，这主要基于双方彼此的信任且海南康宁代理公司产品的收入占比较大，基于阿乐在终端市场的品牌与销售情况来看，**我们认为应收账款风险可控。**从往年情况来看，公司的应收账款收入占比一直维持高位，**但实际发生坏账的情况较少。**其次，两票制目的在于减少流通环节、规范药品流通，对于已执行两票制的区域由公司进行直接供货并开具增值税发票，终端推广等工作仍由海南康宁负责，同时药品终端价格由各省招标所决定，受两票制影响较小。

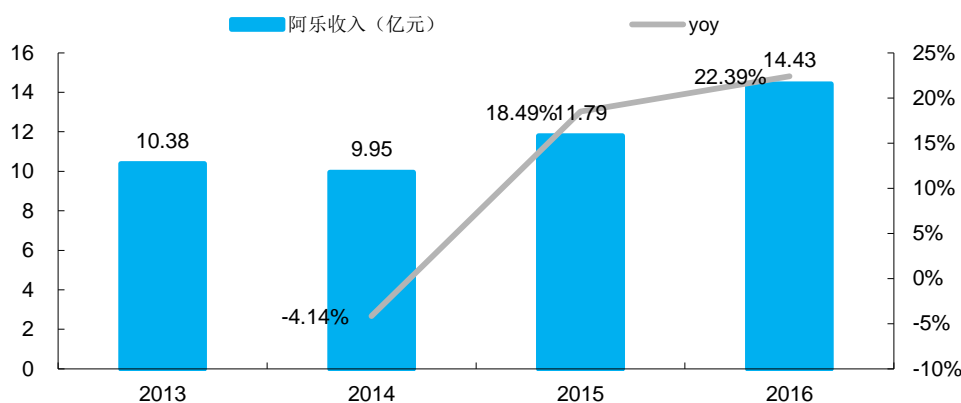
2. 公司为国内降脂药领先企业，去年借壳天山纺织上市后有望借助资本市场迅速成长

2.1. 公司是国内阿托伐他汀首仿企业，主打产品“阿乐”品牌卓著

公司前身为北京嘉林药业股份有限公司，成立于1998年。目前，公司在产与销售的产品主要包括阿乐（10mg）、阿乐（20mg）-调脂药、盐酸曲美他嗪胶囊-抗心绞痛、凡乐片一型、凡乐片二型-抗病毒药、硫唑嘌呤片-免疫抑制剂、盐酸胺碘酮片-抗心律失常药、羟基脲片-抗肿瘤和秋水仙碱片-抗风湿、抗肿瘤等9个主要品种。阿乐（含10mg和20mg两种规格）和盐酸曲美他嗪胶囊两类产品合计销售收入在2013年、2014年和2015年占嘉林药业全部营业收入的比例分别为95.87%、89.86%和95.99%，阿乐和盐酸曲美他嗪胶囊为嘉林药业的主要产品。

其中，公司核心产品阿乐（阿托伐他汀首仿药）在国内调/降血脂药物领域中同品类市场占有率排名前三，近年来销售收入增长迅速，2016年销售额高达14亿元（低开模式），按照行业平均扣率30%测算，我们预计和测算公司阿乐在终端市场规模约48亿元。根据中国药学会商情数据（覆盖全国360家三级医院）数据统计，2016年嘉林药业的产品阿乐在降血脂药物市场中的市场份额为8.71%，市场占有率9.88%，市场排名第三，因此公司是国内降脂药领域的领军企业。

图1：公司阿乐历年销售收入与增速情况



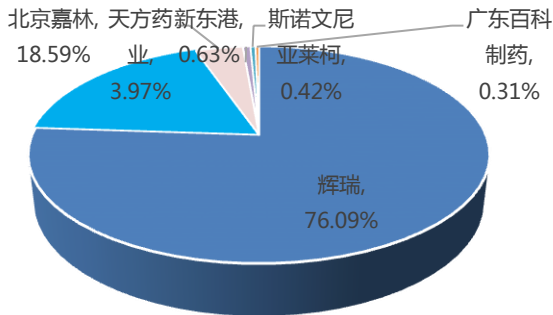
资料来源：公司公告，安信证券研究中心 *2014年收入端下滑是由于2013年营销模式由高开转为低开导致的

阿托伐他汀原研药“立普妥”为心内血管领域用药的重磅品种，1997年于美国上市，其年销售峰值曾高达135亿美元，是全球历史上第一个年销售超过百亿的药品，市场空间巨大。公司的阿乐为国内阿托伐他汀首仿药，1999年9月29日北京红惠药业（公司子公司）获得SFDA颁发的新药证书和生产批件，为二类新药，首仿上市享受8年的行政保护期。同年，SFDA随后又批准了辉瑞公司原研药“立普妥”进入中国市场，由大连辉瑞制药分装销售，其国内临床使用的阿托伐他汀制剂主要有10mg、20mg和40mg三种规格，2000年下半年开始销售。立普妥进入中国的同时，也申请了新药保护，因此在很长一段时间，国内阿托伐他汀钙市场被立普妥和阿乐分享。2005年，第二家仿制药河南天方药业（中国医药子公司）的“尤佳”（胶囊剂型）获准上市，此后广东百科（分散片剂型）和浙江新东港的阿托伐他汀钙制剂也相继获批。

阿托伐他汀上市时间虽久，但其竞争格局仍然较好，大多数市场份额仍由原研药立普妥与阿乐占据着。根据米内网数据显示，2016年辉瑞与嘉林药业的产品分别在重点城市样本医院的市场份额为76.09%、18.59%，合计占据着约95%的市场份额，此外二者在重点城市样本

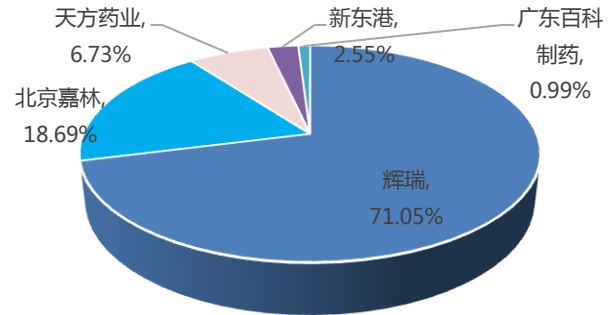
零售药店同样占据着绝大市场份额（约 90%）。阿乐作为国内阿托伐他汀首仿药，与原研药立普妥同年获批，凭借着良好的品质与疗效打造成阿托伐他汀第一国产品牌，在广大患者中树立了良好的口碑。

图 2：2016 年样本医院阿托伐他汀竞争格局



资料来源：米内网，安信证券研究中心

图 3：2016 年样本零售药店阿托伐他汀竞争格局



资料来源：米内网，安信证券研究中心

2017 年 6 月 9 日总局办公厅发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告（征求意见稿）》，对一致性评价的工作程序进行了较大调整，包括一致性评价受理程序、检查/核查程序、检验程序、审评程序以及技术审评机构的调整。我们预计待国家总局将上述调整正式生效，公司的阿托伐他汀钙片的一致性评价申请即可申报。我们预计公司阿乐的一致性评价前期工作进展顺利，根据公告其实公司早先共完成四次生物等效性试验，分别于 2001 年、2011 年、2013 年和 2015 年以原研药物“立普妥”为对照在上海中山医院、辽宁中医药大学第二附属医院、北京安贞医院和宁夏医科大学进行了生物等效性试验，结果表明公司生产的阿托伐他汀钙片与原研药品质量和疗效基本一致。

此外，作为阿托伐他汀药物的质量标准起草单位，嘉林药业为了提升产品质量和增强市场竞争力，于 2009 年主动向国家食品药品监督管理局提出了修订阿托伐他汀钙和片剂的质量标准，并经 CFDA 审批通过。2017 年初公司“化学药物晶型关键技术体系的建立与应用”研究项目获得国家科技进步二等奖，主要生产的生产技术均达到了国内先进水平，质量标准的提高也有效地保障了嘉林药业的核心竞争力。

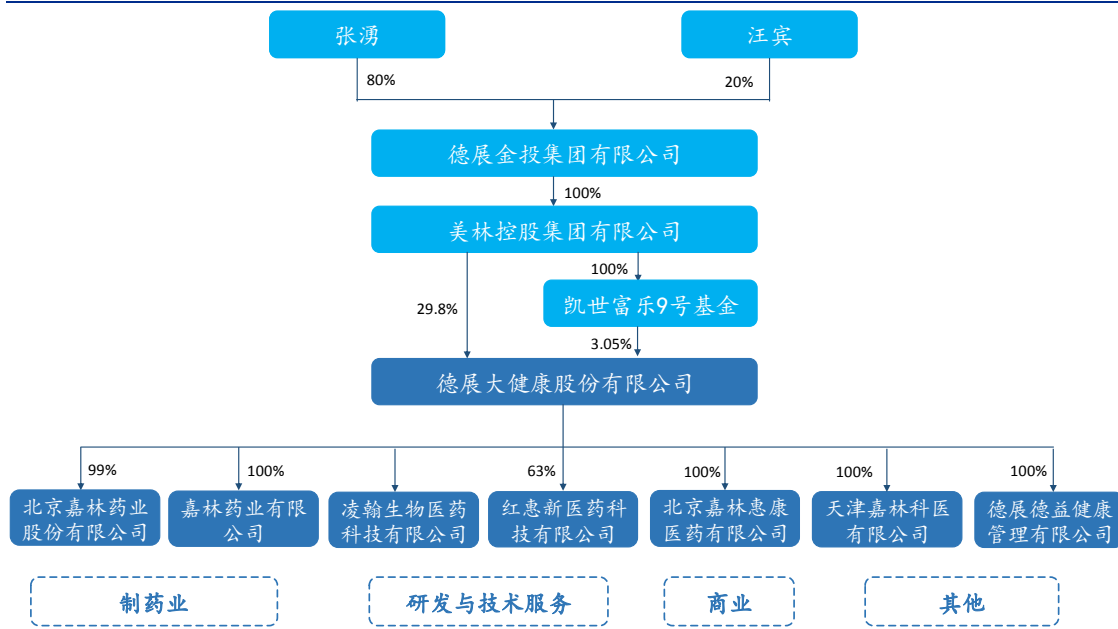
2.2. 去年借壳天山纺织上市，公司有望借助资本市场迅速成长

2015 年 5 月，公司开始实施重大资产重组工作，通过资产置换、发行新股购买嘉林药业 100% 股权、股权转让等方式借壳天山纺织。2016 年下半年重大资产重组实施完毕后，公司的主营业务发生重大变化，由原毛纺织生产、销售和矿产品生产销售变更为药品的研发、生产和销售，此前天山纺织全部资产已经置出。

目前，公司形成了以北京嘉林药业为主体的医药研发与销售平台，其中 1) 嘉林药业定位于药品制剂的生产基地，年设计产能为 30 亿片；2) 天津嘉林科医有限公司定位于药品的原料药生产基地，设计年产能 70 吨，公司拥有阿托伐他汀原料药生产批件，制剂生产可以自给自足；3) 北京红惠新医药科技有限公司定位于公司的药品研发中心，研发能力出众，目前公司储备了多个心脑血管领域在研品种，包括氨氯地平-阿托伐他汀钙片、盐酸依福地平片、安立生坦片、盐酸吡西卡尼胶囊等，其中氨氯地平-阿托伐他汀钙片为降血压降脂复方制剂，国内仅辉瑞原研药多达一上市，公司产品已经完成生产报批，我们预计将在未来 1-2 年内获批。

5月16日，公司控股股东美林控股增持88.73万股，占公司总股本的0.06%，增持后美林控股通过直接与间接方式共持有公司32.85%股权。与此同时，公司公告后续增持计划，美林控股拟累计增持不超过1500万股公司股份，占公司总股本的1.00%（含上述增持股份）。

图4：公司股权结构与业务布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 未来几年业绩有望持续释放，当前公司估值具有显著优势且存在较大修复空间

北京嘉林药业在2015年启动借壳之际，承诺2015年、2016年、2017年、2018年度归母净利润分别为49,980.50万元、64,996.15万元、77,947.53万元、93,679.55万元，即2016-2018年净利润增速分别为30%、20%、20%。从近年来公司业绩实际完成情况来看，2015年、2016年分别实现净利润50920.46万元、66131.35万元，均超额完成业绩承诺。公司净利润能够在高基数的情况实现持续高增长实属难得，也反映公司较强的执行力，我们预计公司业绩未来几年仍将维持在20%以上的增速。

根据wind数据显示，当前医药生物行业对应2017年预期估值为32倍左右，按照公司未来两年业绩承诺测算，对应目前190亿市值的17-18年估值仅分别为24X、20X，具有较大的安全边际。与此同时，我们认为公司此前关注度较低，从2016年年报中可以看出前十大流通股东中没有一家公募机构进入，当前估值水平并未真实的反映出公司的价值，考虑到公司在国内降脂药领域的龙头位置以及未来两年较高的业绩承诺，我们认为公司的估值被低估且存在较大的修复空间。

表1：公司历年净利润情况以及重组业绩承诺

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
承诺净利润 (万元)	-	-	49,980.50	64,996.15	77,947.50	93,679.55
yoy	-	-	-	30%	20%	20%
实际净利润 (万元)	17038.33	35487.28	50920.46	66131.35	-	-
yoy		108%	43%	30%		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

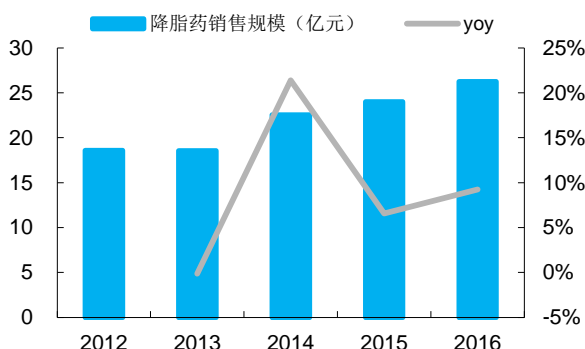
3. 国内降脂药市场空间巨大，阿托伐他汀高增长仍有望持续

3.1. 国内降脂药市场空间巨大，在血脂异常患病率增加、医保报销范围扩大、一线预防用药增加等多重因素驱动下市场有望迎来新一轮扩容

近 30 年来，中国人群的血脂水平逐步升高，血脂异常患病率明显增加。2012 年全国调查结果显示，成人血清总胆固醇（total cholesterol, TC）平均为 4.50 mmol/L，高胆固醇血症的患病率 4.9%；甘油三酯（triglyceride, TG）平均为 1.38 mmol/L，高 TG 血症的患病率 13.1%；高密度脂蛋白胆固醇（high-densitylipoprotein cholesterol, HDL-C）平均为 1.19 mmol/L，低 HDL-C 血症的患病率 33.9%。中国成人血脂异常总体患病率高达 40.40%，较 2002 年呈大幅度上升。人群血清胆固醇水平的升高将导致 2010 年-2030 年期间我国心血管病事件约增加 920 万。我国儿童青少年高胆固醇血症患病率也有明显升高，预示未来中国成人血脂异常患病及相关疾病负担将继续加重。

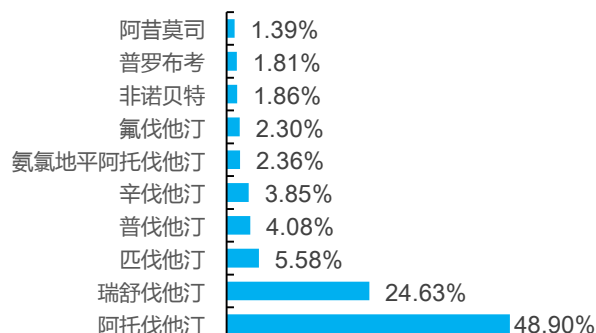
饮食控制和运动疗法是防治高脂血症的基础，但调脂药物的治疗更起决定性的作用，且高血脂为慢性病，患者需要长期用药甚至终生使用，因此降脂药是临床上的刚性用药。随着生活水平的不断提高，抽烟、喝酒、饮食不当等问题导致的高血脂人群也在不断壮大，降脂药市场整体呈扩张趋势。据米内网数据显示，近年来我国降脂药保持着 10% 以上的复合增速，2016 年重点城市样本医院的销售规模高达 26.24 亿元。他汀类药物占据着降脂药 90% 以上的市场份额，其中阿托伐他汀与瑞舒伐他汀的市场份额排名前两位，分别为 48.9%、24.63%。

图 5：历年样本医院降脂药销售规模与增速



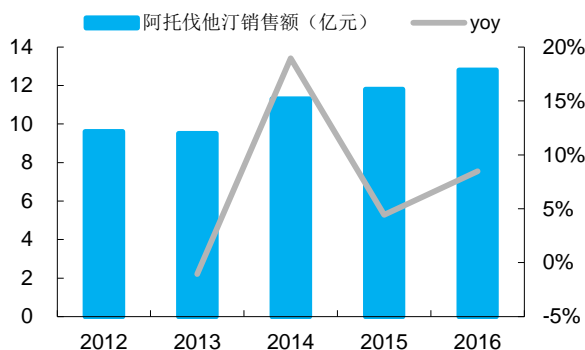
资料来源：米内网，安信证券研究中心

图 6：2016 年前十大降脂药市场份额



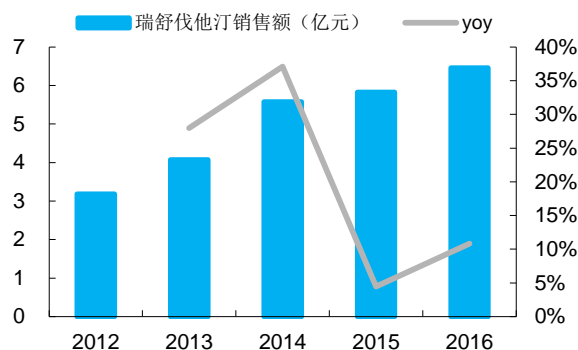
资料来源：米内网，安信证券研究中心

图 7：历年样本医院阿托伐他汀销售额与增速



资料来源：米内网，安信证券研究中心

图 8：历年样本医院瑞舒伐他汀销售额与增速



资料来源：米内网，安信证券研究中心

新版医保目录取消对多种他汀类药品的报销范围，降脂药市场有望迎来扩容。2004年，阿托伐他汀制剂进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》后，进一步带动了国内市场的增长。经过几年的推进，2006年阿托伐他汀已超过了在样本医院市场销售居首位的辛伐他汀，至今遥遥领先。**瑞舒伐他汀以及复方制剂氨氯地平阿托伐他汀钙分别被纳入医保 2009版医保目录、2017版医保目录。**

从他汀类药品报销范围来看，国家逐步放开对他汀类药品的限制。**以阿托伐他汀为例，2004年被新纳入医保后仅限于高胆固醇血症的保险，2009年后放宽到限二线用药，至2017年放开所有报销范围，由此反映了国家对降血脂药品日益重视，我国降脂药尤其是他汀类药品有望迎来新一轮的市场规模扩容。**

表 2：他汀类药品纳入医保情况以及报销适应症范围

药品通用名	剂型	2004 版医保目录		2009 版医保目录		2017 版医保目录	
辛伐他汀	口服常释剂型	乙类	限高胆固醇血症	甲类	-	甲类	-
	滴丸剂	乙类	限高胆固醇血症	乙类	限二线用药	乙类	-
阿托伐他汀	口服常释剂型	乙类	限高胆固醇血症	乙类	限二线用药	乙类	-
氟伐他汀	口服常释剂型	乙类	限高胆固醇血症	乙类	限二线用药	乙类	-
洛伐他汀	口服常释剂型	乙类	限高胆固醇血症	乙类	限二线用药	乙类	-
普伐他汀	口服常释剂型	乙类	限高胆固醇血症	乙类	限二线用药	乙类	-
瑞舒伐他汀	口服常释剂型	-	-	乙类	限二线用药	乙类	-
氨氯地平阿托伐他汀钙	口服常释剂型	-	-	-	-	乙类	-

资料来源：人社部，安信证券研究中心

他汀类药品的应用逐步从 ASCVD 患者的二级预防扩展到一级预防和更广泛的人群，也同样驱动降脂药市场进一步扩容，同时他汀类药品的产品生命周期有望延长。目前，临床数据显示他汀类药品在心血管病高危人群一级预防中的作用已得到肯定，及早服用他汀类药物将血脂降至理想水平或合适水平不仅可以降低动脉粥样硬化的发病率同时也能减少后续血脂异常所带来并发症。随着我国居民健康意识水平的提升，未来他汀类药物适用范围将从高胆固醇血症、混合性高脂血症和 ASCVD 患者逐步扩展到一级预防和更广泛的人群，驱动我国降脂药市场进一步扩容。

表 3：中国 ASCVD 一级预防人群血脂合适水平和异常分层标准[mmol/L(mg/dl)]

分层	TC	LDL-C	HDL-C	非-HDL-C	TG
理想水平	-	< 2.6 (100)	-	< 3.4 (130)	
合适水平	< 5.2 (200)	< 3.4 (130)	-	< 4.1 (160)	< 1.7 (150)
边缘升高	≥ 5.2 (200) 且	≥ 3.4 (130)	-	≥ 4.1 (160)	≥ 1.7 (150)
	<6.2(240)	且<4.1(160)	-	且<4.9 (190)	且<2.3 (200)
升高	≥ 6.2 (240)	≥ 4.1 (160)	-	≥ 4.9 (190)	≥ 2.3 (200)
降低			< 1.0 (40)		

资料来源：中国成人血脂异常防治指南，安信证券研究中心

综上所述，降脂药市场在血脂异常患病率增加、医保报销范围扩大、一线预防用药增加等多重有利因素驱动下，他汀类药品市场有望迎来新一轮扩容以及增速换挡。**公司的阿乐品牌卓著，在他汀类药品中市场份额仅次于辉瑞的立普妥（阿托伐他汀原研）以及阿斯利康的可定（瑞舒伐他汀原研），在控制药占比、医保控费等大背景下最有望受益于降脂药新一轮的市场扩容，我们预计公司的阿乐将逐步实现进口替代，市场份额有望进一步扩大。**

3.2. 公司与海南康宁深度合作打造了优秀的销售网络，阿乐增长空间仍有望进一步挖潜

2013年11月之前，嘉林药业药品的销售模式主要采用自营推广销售模式。嘉林药业自身组建有规模庞大的销售队伍，专门负责产品终端的推广工作。截至2013年11月，嘉林药业共设有10个销售大区、51个办事处、专职销售推广人员近千人，产品销售区域遍布全国29个省市自治区。其中，大部分省市自治区均由嘉林药业自主进行推广营销工作，仅有北京、江苏、海南、甘肃、宁夏、青海和内蒙等几个省份采用经销商推广销售模式。

2013年医药行业发生GSK商业贿赂风波，公司基于对国内药品销售市场反商业贿赂和加强风险控制的考虑，嘉林药业管理层亦在积极寻求销售模式的转变以加强风险控制。自2013年11月，嘉林药业逐步开始对自身的销售模式进行调整，由以前的自营推广销售模式为主，改为以经销商推广销售模式为主的市场营销模式，由此公司由高开模式转为低开模式。为此，嘉林药业陆陆续续剥离了自身的销售推广队伍，并在综合考虑销售渠道、推广能力等各项因素的基础上，选择了海南康宁作为重点合作的经销商，并与其于2013年9月27日签署了为期十年的除个别省市外其他省市自治区阿乐产品独占、排他的经销协议，并由海南康宁负责协议约定区域内药品的终端推广工作。原从嘉林药业离职的销售推广人员大部分被海南康宁接收，保证了公司此前建立的销售网络可以平稳过渡到海南康宁。

目前，海南康宁主要经销嘉林药业的产品，嘉林药业与海南康宁形成互惠互利的双赢格局，从近几年的合作效果来看，一方面海南康宁通过代理阿乐保证了公司较好的盈利空间以及稳定性，激励了海南康宁销售的积极性，近年的销售目标均超额完成，另一方面也有效地促进嘉林药业主打产品阿乐等药品销售的快速增长，近年阿乐销售数量复合增速接近50%。

我们认为公司的阿乐仍有望在高基数的情况下保持持续高增长，主要基于以下三点：1) 医院覆盖率仍有较大空间提升：我国医院总数约28000多家，目前公司覆盖仅7000多家医院，覆盖率不足25%，其中全国三甲医院共有2100多家，公司仅覆盖不到600家，覆盖不到30%，因此终端覆盖率方面仍有较大提升空间。2) 加强零售药店布局：目前阿乐在零售药店的销售占比不到30%，公司今年开始加强了与连锁药店的合作强度，考虑到零售药店端的净利润率较医院端高，因此随着阿乐在零售药店终端的销售占比提升，阿乐整体的利润增速将快于收入增速。3) 规格转换带来毛利率提升：嘉林药业在2015年转变了销售策略，开始重点推广销售阿乐20mg的产品，阿乐20mg产品无论是从临床的效果、单盒的售价、毛利等方面考虑，均显著优于阿乐10mg产品，随着20mg规格销售占比提升，将带动阿乐整体毛利率的提升。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 暂不考虑全国实行两票制后公司低开转高开情形下对公司营业收入、毛利率、销售费用率等方面的影响
- 随着阿乐20mg规格以及在零售药店端的销售占比提升，公司整体的毛利率与净利润率逐年提升
- 管理费用率与财务费用率维持稳定

盈利预测与投资建议：

买入-A 投资评级，6个月目标价11元。我们预计公司2017-2019年净利润分别为8亿元、9.6亿元、11.42亿元，增速分别为21%/20%/19%，EPS分别为0.36元、0.43元、0.51元，对应当前股价的PE分别为24X/20X/17X。考虑到公司为国内降脂药龙头企业，未来两年业

绩有望持续释放且当前估值不高具有显著优势，首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11 元。

5. 风险提示

阿乐市场拓展不达预期；两票制后带来业务调整风险；10 月份部分股票解禁；

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	510.8	1,443.0	1,686.9	1,966.4	2,279.4	成长性					
减:营业成本	333.7	222.9	254.0	277.1	308.0	营业收入增长率	-8.7%	182.5%	16.9%	16.6%	15.9%
营业税费	6.8	25.2	24.0	25.8	29.2	营业利润增长率	-21.9%	1216.6%	20.6%	20.7%	18.6%
销售费用	20.1	286.1	332.1	379.9	431.0	净利润增长率	-71.4%	10642.1	20.8%	20.1%	18.9%
管理费用	56.5	123.2	141.9	159.9	181.4	EBITDA 增长率	-24.6%	609.8%	19.2%	19.8%	18.3%
财务费用	10.9	1.5	-7.9	-12.9	-14.6	EBIT 增长率	-24.9%	1013.7%	19.3%	20.3%	18.7%
资产减值损失	24.0	11.9	11.3	10.9	9.2	NOPLAT 增长率	-39.6%	2094.4%	19.4%	20.4%	18.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.7%	34.3%	-61.5%	56.1%	2.2%
投资和汇兑收益	-	3.1	3.3	2.1	2.8	净资产增长率	1.5%	173.3%	75.8%	14.6%	15.1%
营业利润	58.9	775.3	934.7	1,127.8	1,338.0	利润率					
加:营业外净收支	11.0	1.7	11.0	7.9	6.9	毛利率	34.7%	84.6%	84.9%	85.9%	86.5%
利润总额	69.9	777.0	945.8	1,135.7	1,344.9	营业利润率	11.5%	53.7%	55.4%	57.4%	58.7%
减:所得税	39.8	117.8	142.5	170.5	201.7	净利润率	1.2%	45.9%	47.4%	48.8%	50.1%
净利润	6.2	661.7	799.2	960.2	1,142.0	EBITDA/营业收入	22.0%	55.3%	56.4%	57.9%	59.1%
						EBIT/营业收入	13.7%	53.8%	54.9%	56.7%	58.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	437	111	37	28	20
货币资金	148.6	1,685.6	5,829.2	6,349.1	7,456.3	流动营业资本周转天数	63	193	191	98	123
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	286	460	1,039	1,253	1,250
应收账款	24.9	767.1	223.5	389.8	465.5	应收账款周转天数	22	99	106	56	68
应收票据	-	438.8	96.1	190.8	237.7	存货周转天数	148	46	39	37	37
预付账款	3.9	15.2	3.0	14.1	8.4	总资产周转天数	1,411	736	1,166	1,357	1,335
存货	183.7	182.6	184.1	217.1	248.4	投资资本周转天数	1,086	446	303	185	197
其他流动资产	5.3	232.4	81.2	106.3	140.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	2.5	0.8	1.1	1.5	ROE	0.6%	17.6%	12.1%	12.7%	13.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.5%	16.8%	11.5%	12.3%	12.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	1.9%	43.1%	38.4%	120.1%	91.4%
投资性房地产	17.4	-	-	-	-	费用率					
固定资产	708.5	184.9	162.0	139.1	116.3	销售费用率	3.9%	19.8%	19.7%	19.3%	18.9%
在建工程	29.1	312.7	312.7	312.7	312.7	管理费用率	11.1%	8.5%	8.4%	8.1%	8.0%
无形资产	837.0	66.3	65.4	64.5	63.6	财务费用率	2.1%	0.1%	-0.5%	-0.7%	-0.6%
其他非流动资产	13.8	38.6	38.3	38.0	37.5	三费/营业收入	17.1%	28.5%	27.6%	26.8%	26.2%
资产总额	1,972.3	3,926.9	6,996.5	7,822.8	9,088.0	偿债能力					
短期债务	273.4	-	-	-	-	资产负债率	30.4%	4.5%	5.7%	3.3%	4.2%
应付账款	80.9	105.8	68.6	106.4	105.1	负债权益比	43.7%	4.7%	6.1%	3.5%	4.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.76	21.11	20.29	38.58	26.36
其他流动负债	128.5	51.6	247.7	82.0	219.5	速动比率	0.38	19.95	19.71	37.43	25.59
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	6.42	505.14	-116.88	-86.77	-90.85
其他非流动负债	116.6	18.0	84.2	72.9	58.4	分红指标					
负债总额	599.4	175.4	400.5	261.3	383.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	308.9	-1.7	2.1	7.1	8.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	467.5	198.4	2,241.5	2,241.5	2,241.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	597.6	3,554.9	4,352.4	5,312.8	6,455.2						
股东权益	1,372.9	3,751.6	6,596.0	7,561.5	8,705.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.00	0.30	0.36	0.43	0.51
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	0.47	1.67	2.94	3.37	3.88
净利润	30.1	659.2	799.2	960.2	1,142.0	PE(X)	3,082.2	28.7	23.8	19.8	16.6
加:折旧和摊销	42.7	20.8	23.8	23.8	23.8	PB(X)	17.8	5.1	2.9	2.5	2.2
资产减值准备	24.0	11.9	-	-	-	P/FCF	-1,489.9	-97.4	9.1	36.9	17.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	37.2	13.2	11.3	9.7	8.3
财务费用	14.6	3.4	-7.9	-12.9	-14.6	EV/EBITDA	50.9	1.5	13.9	11.1	8.6
投资损失	-	-3.1	-3.3	-2.1	-2.8	CAGR(%)	217.8%	20.1%	150.2%	217.8%	20.1%
少数股东损益	23.9	-2.5	4.0	5.1	1.2	PEG	14.2	1.4	0.2	0.1	0.8
营运资金的变动	-10.8	-737.3	1,234.4	-465.4	-49.0	ROIC/WACC	0.2	4.1	3.7	11.5	8.7
经营活动产生现金流量	124.9	262.4	2,050.2	508.6	1,100.6	REP	20.3	0.1	4.6	0.9	1.1
投资活动产生现金流量	-57.6	-77.3	4.9	1.8	2.4						
融资活动产生现金流量	-69.0	1,385.0	2,088.4	9.4	4.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034