

# 阿卡波糖一致性评价顺利完成，相关资料正式提交 CDE



## 事件：

- 近日，公司核心品种阿卡波糖的一致性评价顺利完成。4月8日，相关资料正式提交 CDE，进入“在审品种目录”，受理号为 CYHB1840009。

## 核心观点

- **阿卡波糖是公司的核心品种，近年来迅速增长。**阿卡波糖是公司的核心品种，主要用于 II 型糖尿病的治疗，由于阿卡波糖对肠道内蔗糖酶、麦芽糖酶、葡萄糖淀粉酶都有强烈的抑制作用，所以其在患者进食含有淀粉类食物后的血糖控制方面有优异的效果，非常适用亚洲人群使用。与之对应，阿卡波糖在国内迅速增长，根据 PDB 数据，阿卡波糖 2017 年在样本医院的销售额已达到 10.90 亿元。公司阿卡波糖（“卡博平”）近年来也保持快速增长，目前销售额已经超过 20 亿元，且随着 17 年医保目录阿卡波糖由乙类调为甲类，预计“卡博平”未来有望继续维持快速增长。
- **阿卡波糖一致性评价难度较大，公司已顺利完成。**在一致性评价方面，阿卡波糖评价的难度很大。一方面，阿卡波糖的原料药主要通过微生物发酵获得，发酵过程中很容易产生杂质，这对企业的生产质控要求很高；另一方面，阿卡波糖属于 α-葡萄糖苷酶抑制剂，主要在肠道中发挥作用，血液中吸收少，所以 BE 试验的难度也较大，这也是目前国内阿卡波糖获批较少的主要原因。而目前，公司的“卡博平”已经完成一致性评价，处于国内领先地位，未来有望持续保持较高的竞争优势。
- **一致性评价是国内制药行业的大机会，“卡博平”进口替代有望加快。**我们认为，仿制药一致性评价是我国制药行业大浪淘沙的过程，根据仿制药的质量和疗效与原研一致的标准，我国仿制药的质量水平将大大提升，国产仿制品种的行业集中度也将进一步提高。且近期国务院也颁布了相关仿制药的鼓励支持政策，我们预计未来率先通过一致性评价的优质仿制品种将在招标、医保、进院等多方面的享受政策支持，进口替代速度进一步加快。从阿卡波糖的竞争格局上看，根据 PDB 数据，原研拜耳的“拜糖平”依旧占据约 66% 的市场份额，而“卡博平”仅占 29% 左右，仍有很大的提升空间，我们认为，随着公司“卡博平”通过一致性评价，未来有望进一步加快其对原研品种的替代，为公司带来重要业绩增量，看好公司的长期发展。

## 财务预测与投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.28/2.73/3.29 元，维持给予公司 2018 年 31 倍估值，对应目标价为 70.68 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 公司阿卡波糖虽然完成了一致性评价工作，但仍需 CDE 的审评，阿卡波糖存在不通过审评的风险。

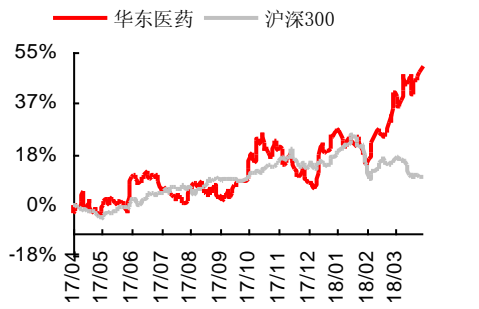
公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	25,380	27,832	31,597	36,572	42,336
同比增长	16.8%	9.7%	13.5%	15.7%	15.8%
营业利润（百万元）	1,856	2,341	2,851	3,412	4,111
同比增长	34.3%	26.1%	21.8%	19.7%	20.5%
归属母公司净利润（百万元）	1,447	1,780	2,221	2,651	3,197
同比增长	31.9%	23.0%	24.8%	19.4%	20.6%
每股收益（元）	1.49	1.83	2.28	2.73	3.29
毛利率	24.3%	26.1%	26.7%	27.0%	27.3%
净利率	5.7%	6.4%	7.0%	7.2%	7.6%
净资产收益率	28.2%	22.7%	23.4%	22.2%	21.5%
市盈率（倍）	42.5	34.6	27.7	23.2	19.2
市净率（倍）	8.5	7.3	5.8	4.6	3.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018年04月09日）	67.70元
目标价格	70.68元
52周最高价/最低价	96.17/43.93元
总股本/流通A股（万股）	97,212/86,812
A股市值（百万元）	65,812
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2018年04月09日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现（%）	3.6	6.7	18.4	-26.3
相对表现（%）	4.5	13.0	26.4	-35.8
沪深300（%）	-0.9	-6.2	-8.0	9.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 季序我  
010-66210109  
jixuwo@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860516010001

联系人 刘恩阳  
010-66218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn

相关报告  
业绩稳定增长，期待 18 年表现 2018-03-30  
HD118 获批临床，在研管线进一步丰富 2018-01-03  
签订重磅口服降糖药许可协议，产品线有望进一步丰富 2017-12-22

动态跟踪

【公司·证券研究报告】

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,661	2,505	4,025	5,617	7,632	营业收入	25,380	27,832	31,597	36,572	42,336
应收账款	4,466	4,885	5,546	6,419	7,431	营业成本	19,219	20,562	23,159	26,702	30,758
预付账款	318	243	276	320	370	营业税金及附加	132	163	185	214	248
存货	3,084	3,406	3,837	4,424	5,095	营业费用	3,299	3,729	4,234	4,901	5,673
其他	1,179	1,753	1,889	2,070	2,280	管理费用	759	1,068	1,213	1,404	1,626
<b>流动资产合计</b>	<b>11,709</b>	<b>12,793</b>	<b>15,573</b>	<b>18,850</b>	<b>22,808</b>	财务费用	94	47	59	43	25
长期股权投资	65	75	75	75	75	资产减值损失	47	26	0	0	0
固定资产	1,850	1,977	2,179	2,361	2,520	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	80	201	280	359	438	投资净收益	27	18	18	18	18
无形资产	491	610	542	474	407	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>87</b>
其他	261	331	165	159	159	营业利润	1,856	2,341	2,851	3,412	4,111
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,747</b>	<b>3,194</b>	<b>3,242</b>	<b>3,429</b>	<b>3,600</b>	营业外收入	60	6	43	43	43
<b>资产总计</b>	<b>14,456</b>	<b>15,987</b>	<b>18,815</b>	<b>22,278</b>	<b>26,408</b>	营业外支出	34	23	23	23	23
短期借款	473	376	376	376	376	<b>利润总额</b>	<b>1,882</b>	<b>2,324</b>	<b>2,871</b>	<b>3,432</b>	<b>4,131</b>
应付账款	3,353	3,452	3,888	4,483	5,164	所得税	347	436	536	641	772
其他	1,956	2,285	2,342	2,420	2,509	<b>净利润</b>	<b>1,535</b>	<b>1,888</b>	<b>2,335</b>	<b>2,791</b>	<b>3,359</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,782</b>	<b>6,113</b>	<b>6,606</b>	<b>7,278</b>	<b>8,048</b>	少数股东损益	89	109	114	140	162
长期借款	21	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,447</b>	<b>1,780</b>	<b>2,221</b>	<b>2,651</b>	<b>3,197</b>
应付债券	989	992	992	992	992	每股收益(元)	1.49	1.83	2.28	2.73	3.29
其他	22	73	73	73	73						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,033</b>	<b>1,066</b>	<b>1,066</b>	<b>1,066</b>	<b>1,066</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,815</b>	<b>7,178</b>	<b>7,671</b>	<b>8,344</b>	<b>9,114</b>		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	363	416	530	669	831	<b>成长能力</b>					
股本	486	972	972	972	972	营业收入	16.8%	9.7%	13.5%	15.7%	15.8%
资本公积	3,436	2,942	2,942	2,942	2,942	营业利润	34.3%	26.1%	21.8%	19.7%	20.5%
留存收益	3,356	4,480	6,700	9,351	12,549	归属于母公司净利润	31.9%	23.0%	24.8%	19.4%	20.6%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,642</b>	<b>8,809</b>	<b>11,144</b>	<b>13,934</b>	<b>17,294</b>	毛利率	24.3%	26.1%	26.7%	27.0%	27.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,456</b>	<b>15,987</b>	<b>18,815</b>	<b>22,278</b>	<b>26,408</b>	净利率	5.7%	6.4%	7.0%	7.2%	7.6%
						ROE	28.2%	22.7%	23.4%	22.2%	21.5%
						ROIC	19.7%	20.1%	20.9%	20.2%	19.8%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	47.1%	44.9%	40.8%	37.5%	34.5%
净利润	1,535	1,888	2,335	2,791	3,359	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	190	(743)	86	105	121	流动比率	2.03	2.09	2.36	2.59	2.83
财务费用	94	47	59	43	25	速动比率	1.49	1.54	1.78	1.98	2.20
投资损失	(27)	(18)	(18)	(18)	(18)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(667)	(790)	(768)	(1,012)	(1,174)	应收账款周转率	6.3	6.0	6.1	6.1	6.1
其它	221	1,277	158	0	0	存货周转率	7.0	6.3	6.4	6.5	6.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,347</b>	<b>1,661</b>	<b>1,852</b>	<b>1,909</b>	<b>2,314</b>	总资产周转率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.7
资本支出	(416)	448	(292)	(292)	(292)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(13)	(22)	0	0	0	每股收益	1.49	1.83	2.28	2.73	3.29
其他	(185)	(1,432)	18	18	18	每股经营现金流	1.39	1.71	1.91	1.96	2.38
<b>投资活动现金流</b>	<b>(614)</b>	<b>(1,006)</b>	<b>(274)</b>	<b>(274)</b>	<b>(274)</b>	每股净资产	7.49	8.64	10.92	13.65	16.94
债权融资	(327)	(39)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	3,468	(9)	0	0	0	市盈率	42.5	34.6	27.7	23.2	19.2
其他	(2,683)	(864)	(59)	(43)	(25)	市净率	8.5	7.3	5.8	4.6	3.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>458</b>	<b>(912)</b>	<b>(59)</b>	<b>(43)</b>	<b>(25)</b>	EV/EBITDA	28.2	36.6	20.1	16.9	14.2
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	30.9	25.2	20.7	17.4	14.6
<b>现金净增加额</b>	<b>1,191</b>	<b>(257)</b>	<b>1,520</b>	<b>1,592</b>	<b>2,015</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

