

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

华东医药 (000963)
买入

制药与生物

重大事件快评

(维持评级)

2018年11月30日

阿卡波糖首家通过一致性评价, 糖尿病龙头价值凸显

联系人: **张智聪** 021-60933151 zhangzhicong@guosen.com.cn
 证券分析师: **谢长雁** 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003

事项:

华东医药公告: 全资子公司中美华东生产的阿卡波糖片 (50mg) 国内首家通过仿制药一致性评价。

国信医药观点: 1) 中美华东的阿卡波糖首家通过一致性评价, 保持市场领先地位, 有望进一步实现国产替代。2) 阿卡波糖原料药技术壁垒高, 华东锁定国内 70% 以上原料药产能, 保障制剂竞争格局稳定。阿卡波糖未来增长主要来自糖尿病整体诊疗率提升、基层市场下沉和进口替代, 带量采购带来的冲击有限, 同时加速进口替代进程; 3) 公司糖尿病领域全产品线布局, 立足阿卡波糖建立优势销售渠道, 利拉鲁肽国内研发进展领先, DPP-4、SGLT-2 仿制药有望快速上市, 扩充糖尿病产品线; 5) 投资建议: 公司是国内专科制剂龙头企业, 在糖尿病、免疫抑制剂等领域“产品线+销售能力”优势明显, 工业板块保持高增长, 商业板块为浙江省医药流通龙头, 预计今年四季度改善, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.53/1.92/2.32 元, 对应 PE 分别为 22.2/17.7/14.2 倍, 维持“买入”评级。

评论:

■ 阿卡波糖国内首家通过一致性评价, 有望进一步实现国产替代

首家通过一致性评价, 维持市场领先地位。2018 年 4 月 8 日, 公司阿卡波糖片一致性评价申请获 CDE 受理, 11 月 23 日, 行政审评结束, 国内首家获批。从目前国内阿卡波糖注册申请情况来看, 2018 年 5 月和 10 月, 北京万生和四川绿叶宝光 (胶囊剂型) 分别按照新 4 类和一致性评价要求进行申报, 预计之后会陆续获批。从 BE 试验进展来看, 苏州信泰、海正药业已完成 BE, 石药集团、湖南千金等企业处于 BE 试验或预 BE 阶段。

表 1: 阿卡波糖仿制药国内注册和受理情况

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	企业名称	办理状态	状态开始日	审评结论
CYHB1850246	阿卡波糖胶囊	化药	补充申请	2018-10-9	四川绿叶制药股份有限公司	在审评审批中	2018-10-8	
CYHS1800091	阿卡波糖片	化药 4	仿制	2018-5-28	北京万生药业有限责任公司	在审评审批中	2018-5-25	
CYHB1840009	阿卡波糖片	化药	补充申请	2018-4-8	杭州中美华东制药有限公司	审批完毕 - 待制证	2018-11-23	批准补充
JXHS1700023	阿卡波糖片	化药 5.2	进口	2017-5-3	美时化学制药股份有限公司	制证完毕 - 已发批件	2018-1-5	
CYHS1500054	阿卡波糖片	化药 6	仿制	2016-8-8	山东仙河药业有限公司	制证完毕 - 已发批件	2017-6-28	批准临床

资料来源:药智网, 国信证券经济研究所整理

表 2: 阿卡波糖 BE 试验备案和进展情况

登记号	试验题目	药物名称	适应症	试验状态	申办单位	试验机构	登记时间
CTR20182071	阿卡波糖片人体生物等效性研究(预试验)	阿卡波糖片	配合饮食控制,用于:(1)2型糖尿病。(2)降低糖耐量低减者的餐后血糖。	进行中(招募完成)	辽宁鑫善源药业有限公司	北京市房山区中医医院	2018-11-13
CTR20181919	阿卡波糖片生物等效性试验	阿卡波糖片	1)2型糖尿病;2)降低糖耐量低减者的餐后血糖。	进行中(招募中)	石药集团欧意药业有限公司	上海市公共卫生临床中心	2018-11-7
CTR20181821	阿卡波糖片的生物等效性预试验	阿卡波糖片	阿卡波糖片用于配合饮食控制,用于1)2型糖尿病。2)降低糖耐量低者的餐后血糖	已完成	湖南千金湘江药业股份有限公司	中南大学湘雅医院I期临床试验研究中心	2018-10-11
CTR20181439	阿卡波糖片(规格:50mg)的生物等效性试验	阿卡波糖片	阿卡波糖片用于配合饮食控制,用于1)2型糖尿病。2)降低糖耐量低者的餐后血糖	进行中(招募完成)	湖南千金湘江药业股份有限公司	中南大学湘雅医院I期临床试验研究中心	2018-8-27
CTR20181279	阿卡波糖片生物等效性研究(预试验)——剂量探索研究	阿卡波糖片	1)2型糖尿病;2)降低糖耐量低减者的餐后血糖。	进行中(招募中)	石药集团欧意药业有限公司	上海市公共卫生临床中心	2018-8-9
CTR20181019	阿卡波糖片人体生物等效性研究	阿卡波糖片	配合饮食控制,用于:(1)治疗糖尿病。(2)降低糖耐量低减者的餐后血糖。	进行中(招募中)	北京博康健基因科技有限公司	无锡市人民医院药物临床试验机构	2018-7-23
CTR20181017	评价我公司阿卡波糖片是否和原研制剂生物等效	阿卡波糖片	配合饮食控制,用于(1)II型糖尿病;(2)降低糖耐量低减者的餐后血糖。	已完成	浙江海正药业股份有限公司	中国医学科学院皮肤病医院	2018-7-13
CTR20180648	阿卡波糖片健康人体生物等效性试验	阿卡波糖片	2型糖尿病	已完成	信泰制药(苏州)有限公司	萍乡市人民医院	2018-5-26
CTR20171492	阿卡波糖片生物等效性预试验	阿卡波糖片	2型糖尿病	进行中(招募中)	信泰制药(苏州)有限公司	萍乡市人民医院	2017-12-8
CTR20171114	阿卡波糖生物等效性研究预试验	阿卡波糖片	阿卡波糖片用于配合饮食控制,用于1)2型糖尿病。2)降低糖耐量低者的餐后血糖。	已完成	湖南千金湘江药业股份有限公司	中南大学湘雅医院I期临床试验研究中心	2017-9-26
CTR20170971	阿卡波糖片生物等效性预试验	阿卡波糖片	2型糖尿病	已完成	信泰制药(苏州)有限公司	萍乡市人民医院	2017-8-29
CTR20170463	健康受试者口服阿卡波糖片的平均生物等效性试验	阿卡波糖片	配合饮食控制,用于:(1)2型糖尿病。(2)降低糖耐量低减者的餐后血糖。	已完成	北京万生药业有限责任公司	航天中心医院	2017-5-16
CTR20161000	阿卡波糖片人体生物等效性预试验	阿卡波糖片	2型糖尿病;降低糖耐量低减者的餐后血糖。	已完成	海南日中天制药有限公司	海南医学院附属医院国家药物临床试验机构	2017-3-27

资料来源:药智网,国信证券经济研究所整理

国内仅三家制剂供应商,竞争格局良好。目前国内仅拜耳、中美华东和四川绿叶宝光三家阿卡波糖制剂上市,竞争格局良好。其中,原研企业拜耳与杭州中美华东均有 50mg 片剂和 100mg 片剂两个规格,四川绿叶宝光产品仅有 50mg 胶囊剂型,华东的 50mg 咀嚼片为高端独家产品。阿卡波糖是 α -糖苷酶抑制剂类降糖药,安全性良好,主要用于降低餐后血糖,特别适合东亚地区以碳水化合物为主食的人群。2017 年,国内阿卡波糖市场规模约 70 亿,其中拜耳 44-45 亿,中美华东 20-21 亿,绿叶宝光 4-5 亿,主要是拜耳和华东两家在争夺市场份额,而两家国产企业的中标价格基本一致,不存在依靠低价抢夺市场的情况。

表 3: 国内阿卡波糖生产企业批文情况

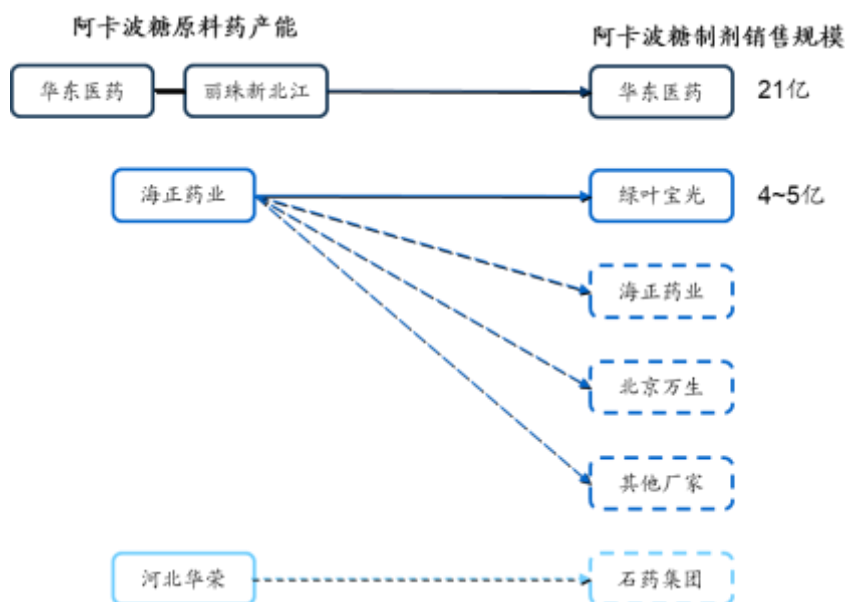
类型	生产单位	剂型	规格	批准文号
原料药	杭州中美华东制药有限公司		----	国药准字 H20020201
	河北华荣制药有限公司		----	国药准字 H20103077
	丽珠集团新北江制药股份有限公司		----	国药准字 H20113449
	浙江海正药业股份有限公司		----	国药准字 H20103164
制剂	拜耳医药保健有限公司	片剂	50mg	国药准字 H19990205
	拜耳医药保健有限公司	片剂	100mg	国药准字 H20010716
	杭州中美华东制药有限公司	片剂	50mg	国药准字 H20020202
	杭州中美华东制药有限公司	片剂	100mg	国药准字 H20153002
	杭州中美华东制药有限公司	咀嚼片	50mg	国药准字 H20150012
	四川绿叶制药股份有限公司	胶囊	50mg	国药准字 H20020391

资料来源:药智网,国信证券经济研究所整理

阿卡波糖原料药生产壁垒高,制剂供应格局高度可控。阿卡波糖为假四糖结构,采用化学合成工艺生产成本较高(对比伏格列波糖每片 0.2mg Vs 阿卡波糖每片 50-100mg,伏格列波糖原料药在制剂成本占比很低,可以采用化学合成

工艺,对制剂毛利率影响较小),目前国内均采用微生物发酵工艺进行生产。发酵法对于菌种、发酵条件和参数的控制、杂质分离等产品质量控制要求较高,因此研发和中试等前期成本投入较大。目前国内仅杭州中美华东、丽珠新北江、海正药业和河北华荣等四家企业拥有阿卡波糖原料药生产批文。其中,中美华东、丽珠新北江产能均在 90 吨规模,海正药业、河北华荣产能估计在 50 吨以内(河北华荣尚无实际生产)。目前国内阿卡波糖原料药产能相对紧缺,中美华东和丽珠集团通过长期采购协议的方式,锁定了国内 70%的原料药产能。我们认为,由于产品毛利率较高,中美华东很可能会优先使用丽珠集团的原料产能,减少潜在竞争对手,而将自身产能作为储备,为产品后续进一步放量预备库存。河北华荣为石药集团子公司,作为石药集团重点布局品种,预计未来不会外销原料药。因此,海正药业则成为绿叶宝光、北京万生等国内其他制剂生产商的唯一原料来源。海正药业由于前期固定资产投入巨大,预期短期内不会新建产能,即使通过老产能技术改造的方式,在当前的安评、环评监管高压的态势下,也至少需要 1.5-2 年以上才能投产。因此,我们认为国内未来会有新的阿卡波糖制剂批文产生,但由于原料药来源的限制,短期内难以形成规模供应,而华东医药在生产工艺、原料供应、销售渠道等方面龙头优势显著,阿卡波糖的竞争格局难以打破。

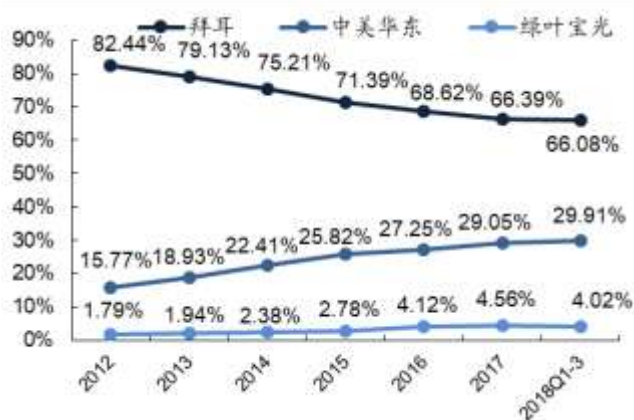
图 1: 国内阿卡波糖的竞争格局分析



资料来源:药智网、国信证券经济研究所整理

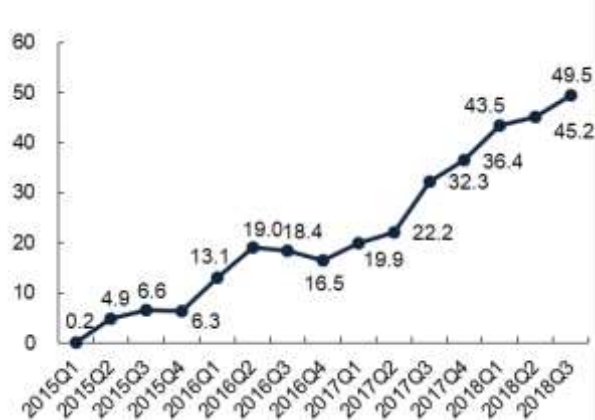
转战基层市场,进口替代加速。华东医药的阿卡波糖保持 30% 的高速增长,主要来自: **1) 国内糖尿病诊疗渗透率提升。**我国糖尿病患者 1.14 亿,目前国内糖尿病患者的知晓率和治疗率分别为 36.5%和 32.2%,国内尚有超过 6 千万的存量糖尿病患者未接受治疗。二甲双胍和阿卡波糖作为一线口服降糖药,最适合新发糖尿病患者,随着国内诊疗渗透率的提升,阿卡波糖市场不断扩容。**2) 对于原研产品的进口替代。**中美华东生产的阿卡波糖多年来质量和疗效已获得市场高度认可,价格仅为原研进口产品的 70%左右,华东首家通过一致性评价,进口替代过程有望加速。根据样本医院数据,中美华东阿卡波糖市场份额稳步提升,至 2018 年前三季度已达到 29.91%。**3) 渠道下沉和基层放量。**对于长期服用降糖药的患者,社区医疗卫生机构和药店终端是日常用药的主要来源,华东加强对于社区医院和县级医院等基层市场的渠道下沉,预计 2018 年基层市场的阿卡波糖销售收入占比达到 40%左右,并还在快速提升。阿卡波糖进入新版国家基药目标,在 2017 年国家医保目录中“乙升甲”将带动基层市场进一步扩容。**4) 高端产品不断增长。**中美华东的阿卡波糖咀嚼片可以与饭同服,价格对标原研,份额有所提升。拜耳的 50mg 规格产品在两家国产仿制药的夹击早已开始下滑,目前主推 100mg 阿卡波糖产品,竞争格局好(华东未作为主要规格、绿叶无此规格),销售收入逐季度快速增长。根据国内循证医学结果,每日三次口服 100mg 阿卡波糖,可以延缓糖尿病前期人群进展成为糖尿病,国内糖尿病前期人群超过 5 亿,市场空间巨大。我们认为,华东会采取跟随策略,由拜耳进行市场开发,华东再进行进口替代。

图 2: 国内样本医院阿卡波糖市场份额变化情况



资料来源:PDB, 国信证券经济研究所整理

图 3: 样本医院拜耳 100mg 阿卡波糖销售金额 (百万元)



资料来源:PDB, 国信证券经济研究所整理

■ 糖尿病全产品线布局, 在研产品有序推进

公司立足阿卡波糖等传统口服降糖药, 布局 GLP-1、DPP-4、SGLT-2 等新靶点类降糖药物, 同时开发三代胰岛素产品, 打造国内最强降糖管线。利拉鲁肽即将进入临床三期, 有望在 2019 年底前申报生产, 研发进展国内领先。口服小分子 GLP-1 激动剂 TTP-273 在美国临床 2 期, 预计年内可以获得国内临床批件。全球创新的 DPP-4 抑制剂 HD 118 已进入国内 1 期, 地特胰岛素已获得临床批件, 曲格列汀、西格列汀二甲双胍复方、卡格列净、卡格列净二甲双胍复方等仿制药在 BE 试验阶段, 有望在明年陆续申报生产, 快速扩充产品管线。

表 4: 华东医药糖尿病领域全产品线布局

传统口服降糖药	DPP-4 抑制剂	SGLT-2 抑制剂	GLP-1 受体激动剂	胰岛素及类似物
阿卡波糖	HD118 (临床 1 期)	卡格列净 (BE 试验)	利拉鲁肽 (临床 1 期)	地特胰岛素 (已获临床批件)
吡格列酮二甲双胍	西格列汀二甲双胍 (正在 BE 试验)	卡格列净二甲双胍 (已获临床批件)	TTP-273 (口服) (海外临床 2 期, 国内申报临床)	门冬胰岛素 (临床前)
吡格列酮	曲格列汀 (BE 试验)			德古胰岛素 (临床前)
伏格列波糖				

资料来源:公司年报, 国信证券经济研究所整理

■ 受带量采购情绪冲击, 估值进入历史底部

回顾过去五年公司估值水平, PE (TTM) 最高达到 42.4 倍, 当前 PE (TTM) 为 23.2 倍, 为五年来最低水平。华东医药近期出现大幅回调, 主要受“4+7”集中带量采购试点的悲观情绪影响, 但我们认为华东医药受带量采购冲击相对较小, 属于错杀标的, 未来有望迎来估值修复。1) 阿卡波糖不在本轮带量采购目录之内, 且中美华东首家通过一致性评价, 领先优势明显; 2) 华东医药联合丽珠集团锁定国内 70%以上原料药产能, 保证国内制剂端格局高度可控, 我们认为未来国内阿卡波糖制剂批文数量会有所增加, 但真正具有供应能力的企业不超过三家 (华东、石药、海正); 3) 阿卡波糖进入新版基药目录、国家医保“乙升甲”助推公司渠道下沉, 预计今年基层市场收入占比达到 40%, 未来等级医院的收入主要来自新发糖尿病患者, 基层市场将成为销售来源主体, 而公立医院的带量采购对于基层市场影响较小; 4) 目前华东和绿叶的阿卡波糖中标价格基本一致, 是原研价格的 70%左右, 如果未来带量采购政策更加严苛, 迫使竞争格局良好的品种进一步降价, 中美华东仍具有自产原料药的成本优势, 同时也将加速进口替代的国产, 快速抢夺市场份额; 5) 糖尿

病全产品线布局，公司在糖尿病专科的销售能力强劲，未来在糖尿病领域的龙头地位难以撼动。

图 4: 华东医药 PE(TTM)-Band



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 估值进入历史底部, 投资价值凸显

公司的阿卡波糖首家通过一致性评价, 领先优势明显, 保持国内糖尿病龙头地位。阿卡波糖原料药生产壁垒极高, 华东掌控国内 70%以上的原料药产能, 保障制剂端的供应格局高度稳定, 同时积极进行渠道下沉, 基层市场占比快速提升, 带量采购对于公司的冲击有限。同时, 公司免疫抑制剂产品管线快速增长, 商业板块为浙江省医药流通龙头, 预计今年四季度回暖。预计 18-20 年 EPS 为 1.53/1.92/2.39 元, 对应当前股价 PE 为 22.2/17.7/14.2 倍, 已进入历史估值底部, 糖尿病龙头的长期投资价值凸显, 维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 11-29	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PEG (18E)	投资评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
600276	恒瑞医药	64.46	2,373	0.87	1.07	1.33	1.64	73.8	60.2	48.5	39.3	20.2	2.6	买入
300003	乐普医疗	30.51	544	0.50	0.73	0.98	1.29	60.5	41.8	31.1	23.7	13.3	1.1	买入
000963	华东医药	33.93	495	1.22	1.53	1.92	2.39	27.8	22.2	17.7	14.2	20.7	0.9	买入
002422	科伦药业	23.64	340	0.52	0.87	1.13	1.44	45.5	27.1	20.9	16.4	1.2	0.7	未评级
600867	通化东宝	14.94	307	0.41	0.46	0.56	0.67	36.7	32.5	26.7	22.3	18.4	1.8	增持
000513	丽珠集团	33.02	219	6.16	1.59	1.88	2.19	5.4	20.8	17.6	15.1	7.6	-0.7	增持
002262	恩华药业	11.57	118	0.39	0.48	0.60	0.74	29.9	24.2	19.4	15.6	14.5	1.0	未评级

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理、预测 (未评级公司采用万得一致预期, 仅作列示, 不作为推荐意见)

表 6: 华东医药盈利预测与业绩拆分 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	备注
营业收入	217.3	253.8	278.3	313.0	359.6	417.7	
增速	14.7%	16.8%	9.7%	12.5%	14.9%	16.2%	
工业板块	47.4	56.4	66.4	83.1	104.4	129.3	
增速	29.0%	19.1%	17.7%	25.1%	25.6%	23.9%	
百令系列	17.0	20.4	23.2	26.2	29.1	32.0	
增速	30.8%	20.0%	13.7%	13.0%	11.0%	10.0%	医保控费, 业绩承压, 拓展基层市场带来增量
阿卡波糖	12.0	15.6	20.2	26.1	33.3	42.1	
增速	33.3%	30.0%	29.5%	29.0%	27.6%	26.7%	
医院端			13.0	16.3	19.8	24.0	
增速				25.0%	22.0%	21.0%	医院终端保持 20%以上增长
基层			7.0	9.8	13.4	18.1	
增速				40.0%	37.0%	35.0%	基层市场增速超过 30%
吡格列酮二甲双胍		0.8	1.6	3.2	5.12		
增速				100%	100%	60%	基数较小, 快速放量
泮托拉唑	6.3	7.0	8.0	10.2	12.6	15.6	
增速	17.0%	11.1%	14.3%	26.9%	24.5%	23.1%	
片剂			4.2	5.7	7.5	9.7	
增速				35.0%	32.0%	30.0%	新中标省份快速上量, 带动片剂 30%以上增长
针剂			3.8	4.5	5.2	5.8	
增速				18.0%	15.0%	13.0%	ANDA 预计年内获批, 增强国内竞争力
免疫抑制剂管线	8.7	10.4	12.8	16.5	20.9	26.0	
增速	33.8%	19.1%	23.5%	29.0%	26.6%	24.5%	
环孢素	3.5	4.0	4.6	5.4	6.2	7.1	
增速		14.3%	15.0%	18.0%	15.0%	13.0%	老品种市占率高, 保持 10%以上增长
吗替麦考酚酯	2.7	3.2	4.0	5.2	6.7	8.3	
增速		20.0%	23.5%	30.0%	28.0%	25.0%	
他克莫司胶囊	2.5	3.1	4.2	5.9	8.0	10.6	
增速		25.0%	34.4%	40.0%	36.0%	33.0%	高端品种, 医保限制取消, 行业保持快速增长
吡哌布芬			0.2	0.8	1.8	3.5	
增速				275%	140%	94%	
其它品种	1.6	1.0	0.9	1.8	3.5	5.0	
商业板块	166.9	197.4	211.9	229.9	255.2	288.4	
增速	9.5%	18.2%	7.4%	8.5%	11.0%	13.0%	两票制影响逐步消化, 明年重回 10%以上增长
费用率预测							
毛利率	24.03%	24.35%	26.18%	28.54%	30.63%	32.26%	工业占比提升, 毛利率提高
工业毛利率	84.56%	83.68%	85.76%	86.50%	86.70%	86.80%	
商业毛利率	7.09%	7.29%	7.43%	7.60%	7.70%	7.80%	调拨业务流失, 毛利率有所提升
管理费用率	3.14%	2.78%	3.61%	4.22%	4.42%	4.60%	研发费用增长
销售费用率	12.75%	13.00%	13.40%	14.45%	15.37%	16.14%	
净利率	5.30%	6.05%	6.78%	7.56%	8.26%	8.85%	
净利润拆分							
净利润	11.5	15.4	18.9	23.6	29.7	37.0	
中美华东净利润	8.8	11.0	13.4	17.4	22.4	28.4	
商业净利润	2.7	4.4	5.5	6.2	7.2	8.5	
少数股东权益	0.6	0.9	1.1	1.4	1.7	2.1	主要是华东宁波 49%股东权益
归母净利润	11.0	14.5	17.8	22.3	28.0	34.8	
增速		31.9%	23.0%	25.2%	25.6%	24.5%	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理、预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2505	3170	3769	4580	营业收入	27832	31299	35959	41768
应收款项	5897	6628	7605	8811	营业成本	20562	22365	24943	28295
存货净额	3406	3610	3958	4415	营业税金及附加	163	188	223	271
其他流动资产	984	939	1079	1253	销售费用	3729	4524	5528	6742
流动资产合计	12793	14347	16411	19059	管理费用	1068	1346	1614	1946
固定资产	2179	2449	2736	3043	财务费用	47	(71)	(34)	(52)
无形资产及其他	610	585	561	537	投资收益	18	10	10	10
投资性房地产	331	331	331	331	资产减值及公允价值变动	(26)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	75	85	95	105	其他收入	87	0	0	0
资产总计	15987	17798	20134	23075	营业利润	2341	2926	3664	4546
短期借款及交易性金融负债	376	400	400	400	营业外净收支	(17)	0	0	0
应付款项	3826	4099	4504	5034	利润总额	2324	2926	3664	4546
其他流动负债	1911	2113	2402	2770	所得税费用	436	562	695	851
流动负债合计	6113	6613	7306	8204	少数股东损益	109	137	171	213
长期借款及应付债券	992	992	992	992	归属于母公司净利润	1780	2228	2798	3483
其他长期负债	73	83	93	103					
长期负债合计	1066	1076	1086	1096	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7178	7688	8391	9300	净利润	1780	2228	2798	3483
少数股东权益	416	491	585	702	资产减值准备	(21)	5	3	4
股东权益	8393	9619	11157	13073	折旧摊销	272	246	284	321
负债和股东权益总计	15987	17798	20134	23075	公允价值变动损失	26	30	30	30
					财务费用	47	(71)	(34)	(52)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(823)	(399)	(759)	(925)
	2017	2018E	2019E	2020E	其它	82	70	91	113
每股收益	1.22	1.53	1.92	2.39	经营活动现金流	1315	2180	2447	3025
每股红利	0.53	0.69	0.86	1.07	资本开支	(410)	(527)	(579)	(637)
每股净资产	5.76	6.60	7.65	8.97	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	20%	23%	28%	31%	投资活动现金流	(420)	(537)	(589)	(647)
ROE	21%	23%	25%	27%	权益性融资	7	0	0	0
毛利率	26%	29%	31%	32%	负债净变化	(21)	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	10%	11%	支付股利、利息	(777)	(1002)	(1259)	(1567)
EBITDA Margin	9%	10%	11%	12%	其它融资现金流	538	24	0	0
收入增长	10%	12%	15%	16%	融资活动现金流	(1051)	(978)	(1259)	(1567)
净利润增长率	23%	25%	26%	24%	现金净变动	(156)	665	599	811
资产负债率	47%	46%	45%	43%	货币资金的期初余额	2661	2505	3170	3769
息率	1.6%	2.0%	2.5%	3.2%	货币资金的期末余额	2505	3170	3769	4580
P/E	27.8	22.2	17.7	14.2	企业自由现金流	916	1644	1903	2428
P/B	5.9	5.1	4.4	3.8	权益自由现金流	1433	1725	1931	2470
EV/EBITDA	21.9	18.3	14.7	12.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《华东医药-000963-2018 年三季度点评：工业板块高增长，研发投入加大》 ——2018-10-29
- 《华东医药-000963-深度报告：慢病常青树，根深在华东》 ——2018-08-27
- 《华东医药-000963-2017 年三季度点评：制剂快速增长，业绩符合预期》 ——2017-10-25
- 《华东医药-000963-2017 年半年报点评：工商业稳定增长，业绩符合预期》 ——2017-08-30
- 《华东医药-000963-2016 年年报点评：营销改革为高增长提供保障》 ——2017-03-09

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032