

华东医药 2019 第三季度研报：全行业遭黑天鹅暴击！多家机构减仓！这个赛道的逻辑，一夜间就变了？（优塾财务估值建模）

10月29日晚间，这家公司发布了三季报——2019年前三季度，实现营业收入276.28亿元，同比增长19.06%；归母净利润22.13亿元，同比增长22.33%；经营活动现金流净额9.09亿元；毛利率为32.34%；净利率为8.34%。

从机构持仓情况来看，前20大机构持仓股东中，不乏嘉实、易方达、博时等一线基金，同时，港资也有不少持仓。但是，在2019年三季度，包括嘉实、易方达、博时在内的机构投资者，仓位均有不同程度的减少。而港资，则在小幅度加仓。

之前对本案做过几次研究，研究时点和画风如下：



图 1：股价图（单位：元）

来源：并购优塾

它，就是**华东医药**，兼具医药商业+医药工业两大业务。

医药商业方面，它是浙江地区的区域分销龙头，2018年在全国医药商业企业中，排名第十，收入规模达到233亿元。

医药工业方面，它拥有**百令胶囊、阿卡波糖**两大重磅产品，并且都是年销售额超 20 亿元的常红大单品

从投资回报率的角度来看，2018 年，华东医药 ROE 为 24.74%，恒瑞为 23.17%，二者不相上下。

然而，在其半年报披露后，其股价却和恒瑞呈现了背离走势，其股价绵绵下跌（从高点 44.10 到区间地点 19.03，暴跌 56%），而恒瑞却不停地创新高。



图：股价

来源：理杏仁

不仅如此，如果追溯二者的估值预期，也呈现截然相反的态势，恒瑞的历史估值区间在 39 倍-69 倍，而华东医药则在 23 倍-31 倍。两者的差异虽然只是细节，但却折射出整个行业的变迁。



图：PE

来源：理杏仁

本报告，将根据 2019 年三季报，对其财务模型的 Excel 表格进行更新，为大家梳理三季报的核心要点：

从增长质量来看——营业收入同比增长 19.06%，应收账款同比增长 18.17%，销售费用率同比上涨 1.99%，存货同比增长 9.91%。整体来看，应收账款增速与收入增速相当，而存货增速较低。不过，其销售费用率出现了小幅提升，主要由于 2019 年，其将 Sinclair Pharma limited 纳入合并报表所致。整体来看，增长质量良好。

从盈利能力来看——2019 年前三季度，其毛利率为 32.34%，同比上涨 2.83%；净利率为 8.34%，同比上涨 0.11%。其毛利率、净利率均有小幅度上升。

从营运资本来看——2019 年三季度末，应收款项同比上涨 19.38%，应收账款周转率同比上涨 0.7 次。同时，其存货周转率也小幅度上升，2019 年三季度末为 4.81 次，同比上涨 0.11 次。

简单总结这份三季报：营业收入平稳增长，盈利能力稳定。

然而，这样的数据之下，却迎来新一轮暴跌。今天，在对建模报告做更新之前，我们必须思考几个问题：

- 1) 其季报发布后，到底有哪些值得分析的因子？从建模角度，这些变动的因子，将如何影响财务建模？
- 2) 2019 年季报业绩，与之前的预估相差多少？其中，有哪些数据假设需要做更新？
- 3) 本案，华东医药从 2018 年的高点，绵绵跌去了 45%，全市场对于它重磅产品阿卡波糖的带量采购预期，在不断发酵。那么，带量采购会对阿卡波糖收入造成多大的影响呢？
- 4) 此次，根据 2019 年季报更新后的数据，估值在什么样的区间？与之前的数据相比，到底是贵了，还是便宜了？

今天我们就以**华东医药**入手，来研究医药商业行业的特征，以及财务建模逻辑。对医药领域，之前我们还建模过**恒瑞、华兰爱尔、长春高新、片仔癀、石药、中生、东阳、石四药**等.....可购买优塾团队的专业版报告库，获取之前我们做过的部分案例估值建模报告，以及详细 **EXCEL 财务模型**，乃至上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —



2019 季报更新 新增数据，建模假设



由于三季报没有分项数据拆分披露，因此，我们主要通过券商披露的信息，确定是否调整假设，调整部分用紫色字体标出；否则仍用黑色字体表示。

这次三季报，主要估值假设有以下几部分：

1) 收入增速——2019 年前三季度，实现营业收入 276.28 亿元，同比增长 19.06%，与我们预估的 18.79% 差异不大。分业务来看：

医药商业：根据券商研报披露，2019 年前三季度，其医药商业业务的增速约为 14.89%，与我们预估的 16% 差距不大，因此，我们不对其进行调整。

医药工业：根据券商研报披露，2019 年前三季度，该业务的收入增速约为 29.88%，较我们预估的 21% 有较大增长。

数据有差距的原因，主要在于我们在预测其他药品时，因无法获得其包含的全部药品信息，因此，我们粗略按照行业增速对其进行预测，而 2019 年前三季度，其他药品放量较快，导致我们的预测结果与实际收入增速存在差异。

不过，从核心药品百令胶囊、阿卡波糖的收入增速上来看，根据券商披露的数据，2019 年前三季度，百令胶囊的收入增速约为 15%，与我们预测的 17% 相差不大；阿卡波糖的收入增速为 30%，与我们预测的 31% 相差不大。因此，我们不对其收入增速进行调整。

2) 分析师预测——2019 年三季报公布后，各大卖方机构也小幅度调整了预测值，营业收入增速分别为 13.68%、11.47%、10.79%（原为 13.25%、11.45%、10.78%）。其中，光大证券为 12.96%、10.9%、11.95%；华泰证券为 18.27%、10.37%、11.48%；华鑫证券为 13.2%、11.8%、10.2%。

3) 成本假设(毛利率变化)——2019 年三季报，毛利率为 32.34%，较 2018 年同期上涨 2.83%。从历史三季度毛利率与年度毛利率的变动来看，其三季度的毛利率较年底的毛利率高，加之与我们预测的综合毛利率 30.2% 相差不大，因此，我们不对其成本率的假设进行调整。

4) 费用率假设——2019 年三季报显示，其销售费用率为 16.55%，同比上涨 1.99%；管理费用率为 2.8%，同比上涨 0.58%；研发费用率为 2.58%，同比上涨 0.57%。考虑到其费用率变化不大，且季度报告与年报数据可能存在一定波动。因此，我们不对其原假设进行调整。

5) 其他假设——资本支出、营运资本变动较小，我们维持原假设保持不变。

以下，附上更新后的建模报告，以及数据调整后的 Excel 表，大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细对比，深入感受一下——根据三季报，基本面到底发生了哪些细微变化？这些细微的变化因子，将如何影响内含价值？

— 02 —



巨头，路径

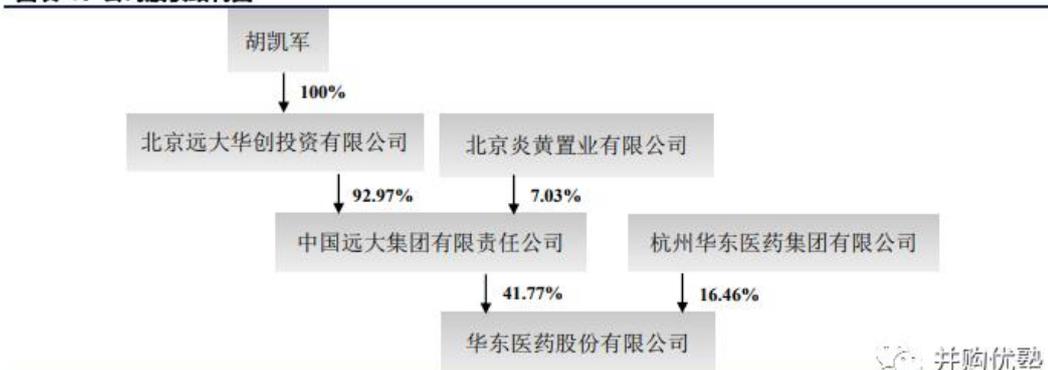


华东医药，成立于 1952 年，其控股股东为中国远大集团，持股比例为 41.77%，实控人为胡凯军。从机构持股情况来看，嘉实基金、易方达、博时基金等均有持仓。

2019 年中报期间，嘉实基金、易方达、博时基金等在加仓。不过，从 2019 年三季报的持仓情况来看，嘉实、易方达、博时仓位均有所减少。



图表 1：公司股权结构图



资料来源：Wind、华鑫证券研发部



图 2：股权结构（单位：%）

来源：华鑫证券



| 序号 | 机构名称 | 机构类型 | 合并数量(万股) | 占流通A股比例(%) | 合并数量(只) | 合并明细 |
|----|-----------------------------|--------|-----------|------------|---------|----------------------|
| 1 | 中国远大集团有限责任公司 | 一般法人 | 73,093.82 | 41.77 | 1 | 点击浏览 |
| 2 | 杭州华东医药集团有限公司 | 一般法人 | 28,800.00 | 16.46 | 1 | 点击浏览 |
| 3 | 香港中央结算有限公司 | 陆股通 | 4,283.12 | 2.45 | 1 | 点击浏览 |
| 4 | 嘉实基金管理有限公司 | 基金 | 2,499.21 | 1.43 | 7 | 点击浏览 |
| 5 | 全国社保基金106组合 | 社保基金 | 2,334.15 | 1.33 | 1 | 点击浏览 |
| 6 | 中国证券金融股份有限公司 | 一般法人 | 2,218.68 | 1.27 | 1 | 点击浏览 |
| 7 | 泰康资产管理有限责任公司积极配置投资产品 | 一般法人 | 1,664.53 | 0.95 | 1 | 点击浏览 |
| 8 | 泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019... | 保险公司 | 1,227.52 | 0.70 | 1 | 点击浏览 |
| 9 | 澳门金融管理局 | QFII | 1,043.44 | 0.60 | 1 | 点击浏览 |
| 10 | 国泰君安资管 | 券商集合理财 | 1,042.57 | 0.60 | 23 | 点击浏览 |
| 11 | 易方达基金管理有限公司 | 基金 | 535.70 | 0.31 | 1 | 点击浏览 |
| 12 | 弘毅远方基金管理有限公司 | 基金 | 76.16 | 0.04 | 1 | 点击浏览 |
| 13 | 泰达宏利基金管理有限公司 | 基金 | 37.49 | 0.02 | 1 | 点击浏览 |
| 14 | 天弘基金管理有限公司 | 基金 | 22.50 | 0.01 | 1 | 点击浏览 |
| 15 | 工银瑞信基金管理有限公司 | 基金 | 18.57 | 0.01 | 1 | 点击浏览 |
| 16 | 申万菱信基金管理有限公司 | 基金 | 16.20 | 0.01 | 1 | 点击浏览 |
| 17 | 安信基金管理有限责任公司 | 基金 | 14.17 | 0.01 | 3 | 点击浏览 |
| 18 | 中信保诚基金管理有限公司 | 基金 | 13.50 | 0.01 | 1 | 点击浏览 |
| 19 | 富国基金管理有限公司 | 基金 | 7.35 | 0.00 | 1 | 点击浏览 |
| 20 | 上投摩根基金管理有限公司 | 基金 | 5.74 | 0.00 | 2 | 点击浏览 |
| 21 | 前海开源基金管理有限公司 | 基金 | 4.84 | 0.00 | 1 | 点击浏览 |
| 22 | 万家基金管理有限公司 | 基金 | 4.35 | 0.00 | 1 | 点击浏览 |
| 23 | 招商资管 | 券商集合理财 | 3.64 | 0.00 | 1 | 点击浏览 |
| 24 | 兴证资管 | 券商集合理财 | 0.27 | 0.00 | 1 | 点击浏览 |

图 3：2019 年三季度报机构持仓

来源：wind

2016 年至 2019 年三季度，其营业收入分别为 253.8 亿元、278.32 亿元、306.63 亿元、276.28 亿元；归母净利润分别为 14.47 亿元、17.8 亿元、22.67 亿元、22.13 亿元；经营活动现金流分别为 13.47 亿元、16.61 亿元、20.39 亿元、9.09 亿元；毛利率分别为 24.27%、26.12%、28.99%、32.34%；净利率分别为 6.05%、6.78%、7.81%、8.34%。

近三年，其营业收入年复合增速为 9.92%，归母净利润年复合增速为 25.17%。

注意，2019 年上半年营业收入同比增速为 19.08%，较上年同期（8.76%）上涨了 10.32%，而归母净利润同比增速为 23.42%，较上年同期（24.19%）下降了 0.77%。

之所以归母净利润同比增速下降，是因为研发投入增加，研发费用同比上涨 77.49%，以及因收购的子公司 Sinclair Pharma limited 纳入合并范围，管理费用同比上涨 59.41%所致。

目前，其收入主要来源于三大业务，分别为：医药商业、医药工业、国际医美业务。

1) 医药商业——业务主要集中在浙江省内，是浙江省医药商业的龙头，位居我国医药商业前十；

2) 医药工业——核心经营主体为控股子公司**杭州中美华东制药**，其产品涉及**器官移植免疫抑制剂、糖尿病、消化**等领域，核心产品为百令胶囊和阿卡波糖。

3) 国际医美业务——2018年，华东医药通过收购英国医美公司 **Sinclair** 取得收入。

从收入结构来看，其收入主要来源于医药商业（72.89%），其次为医药工业（26.86%）、国际医美业务（0.25%）。但从毛利贡献上看，医药工业毛利占比为80.58%，其次为医药商业（18.78%）、国际医美业务（0.6%）。——整体来看，提供现金流的核心业务，仍然是医药工业。

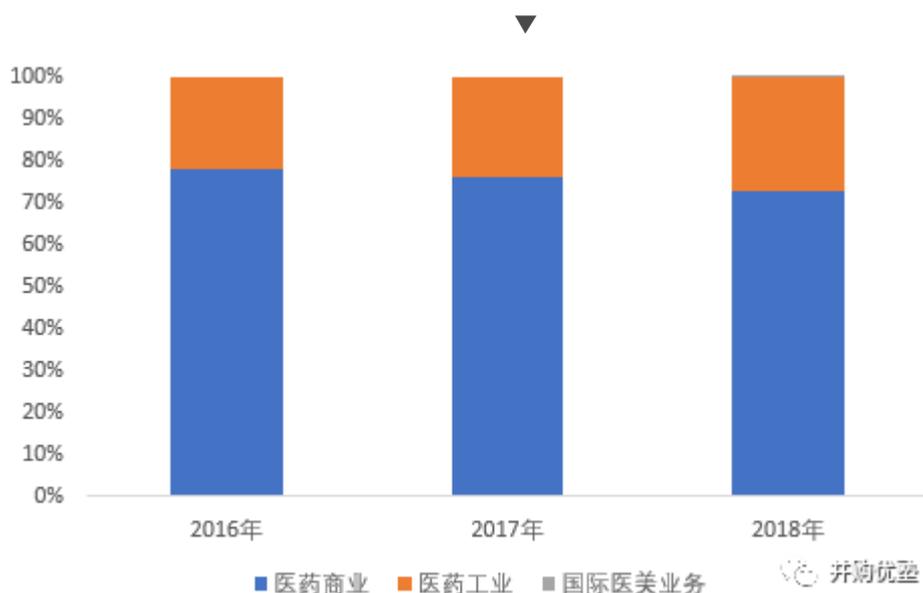


图 4：收入结构（单位：%）

来源：并购优塾

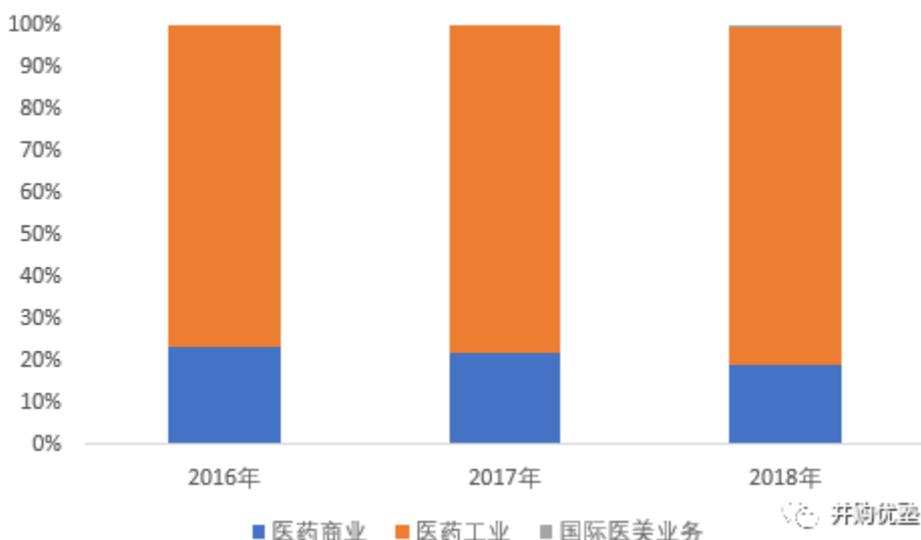


图 5：毛利结构（单位：%）

来源：并购优塾

从产业链上来看，其上游为原料药、药品等供应商，前五大供应商采购额占总采购额的 6.51%，集中度低；其下游为医疗机构、零售终端、分销商等，前五大客户占总收入的 8.19%，集中度低。

这样的业务，形成了本案特有的财报结构：

从资产负债表上看——2018 年总资产为 192.17 亿元，占比较高的科目依次为：应收账款（29.31%）、存货（20.17%）、货币资金（12.71%）、固定资产（10.58%）、无形资产（7.85%）；负债总额为 87.92 亿元，占比大的科目依次为：应付账款（20.32%）、其他应付款（7.06%）、应付债券（5.18%）。

从利润表上看——2018 年营业收入为 306.63 亿元，其中，71.01%花在了成本上，14.01%花在了销售费用上，2.56%花在了管理费用上，2.3%花在了研发费用上，剩下净利率为 7.81%。

在进行估值建模之前，我们来看一组《并购优塾》整理的基本面数据：



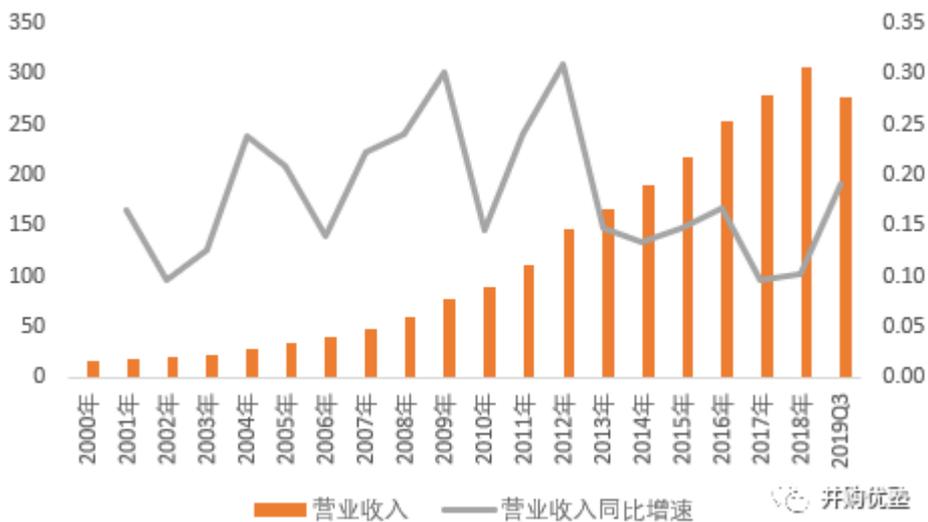


图 6：营业收入及增速（单位：亿元/%）

来源：并购优塾

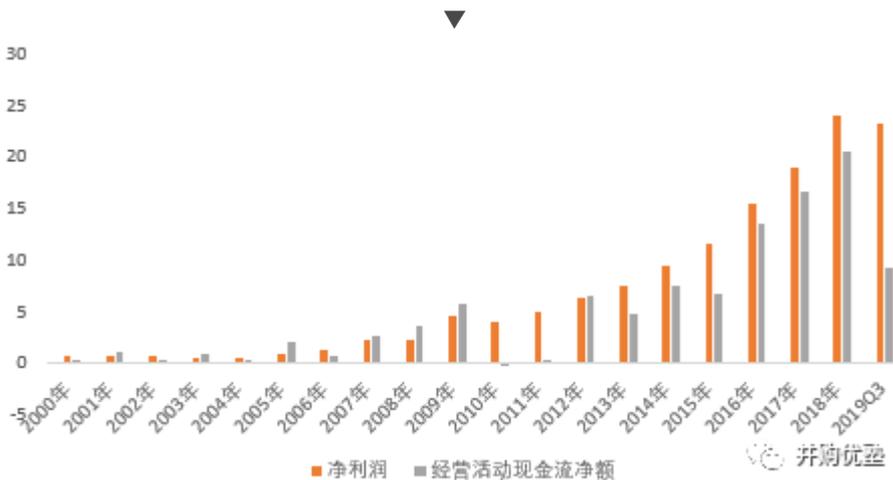


图 7：净利润及经营活动现金流金额（单位：亿元）

来源：并购优塾

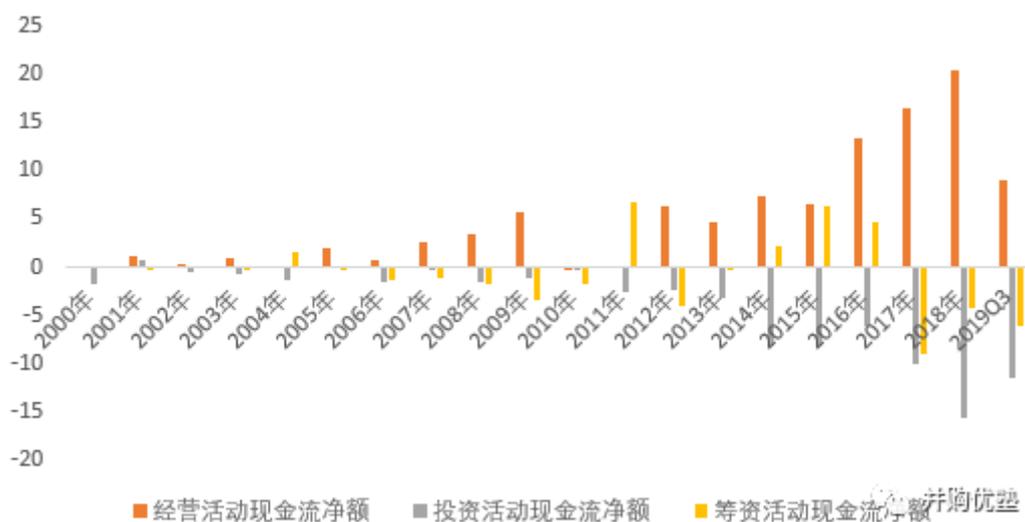


图8：现金流（单位：亿元）

来源：并购优塾

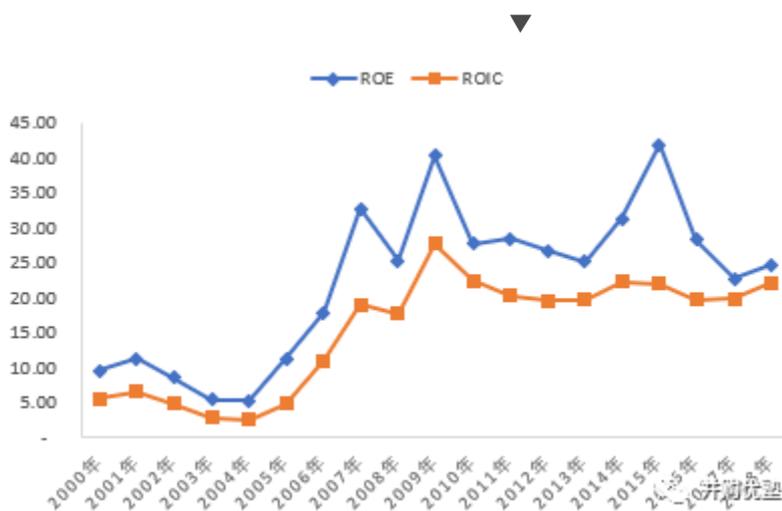


图9：ROE、ROIC（单位：%）

来源：并购优塾

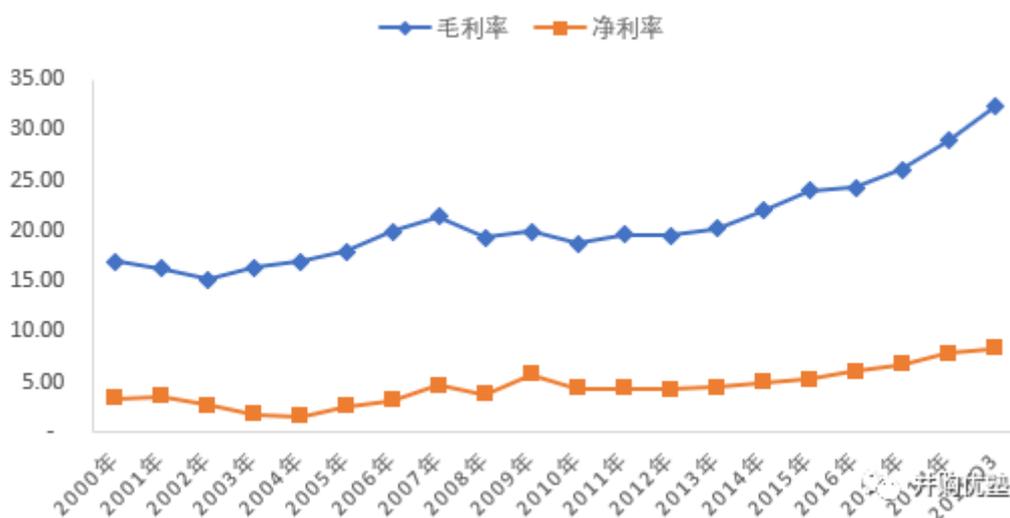


图 10: 毛利率、净利率 (单位: %)

来源: 并购优塾

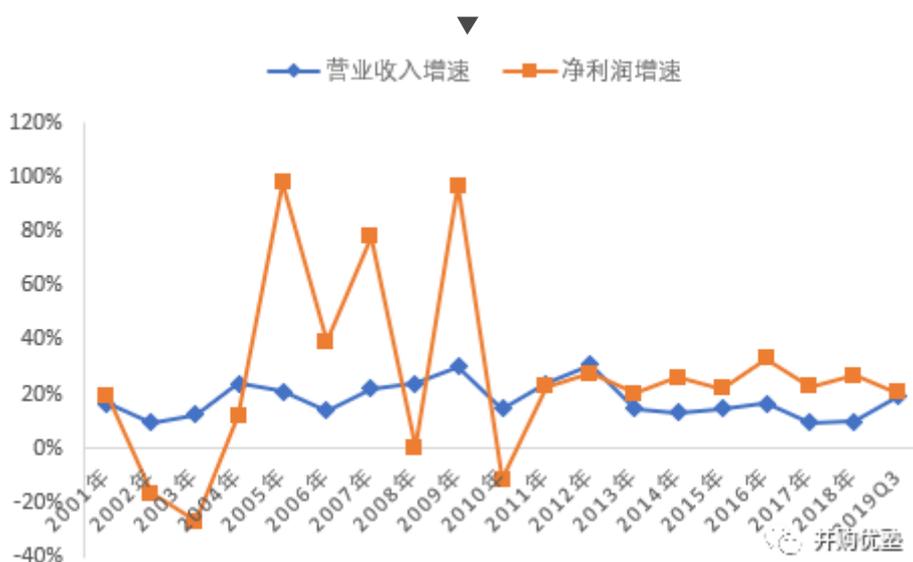


图 11: 营业收入、净利润增速 (单位: %)

来源: 并购优塾

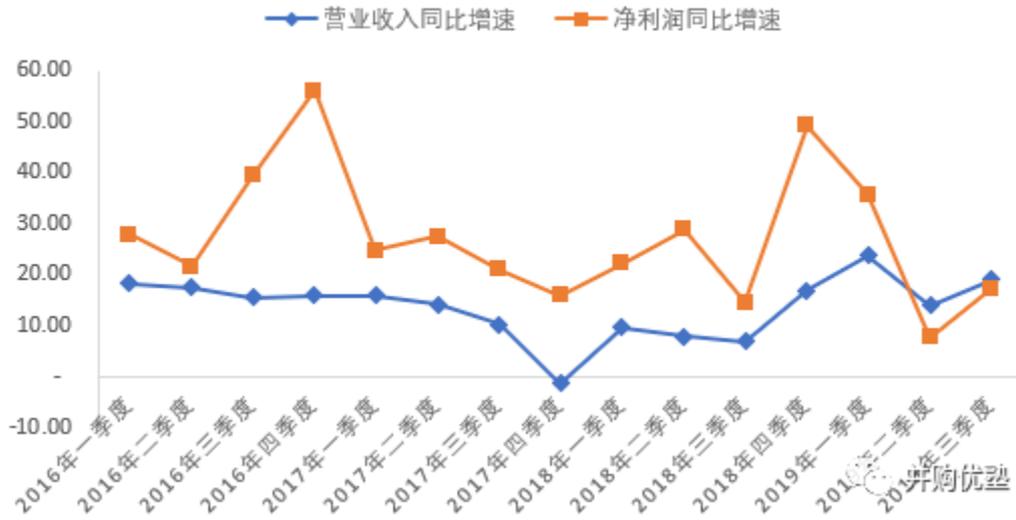


图 12：营业收入、净利润季度增速（单位：%）

来源：并购优塾

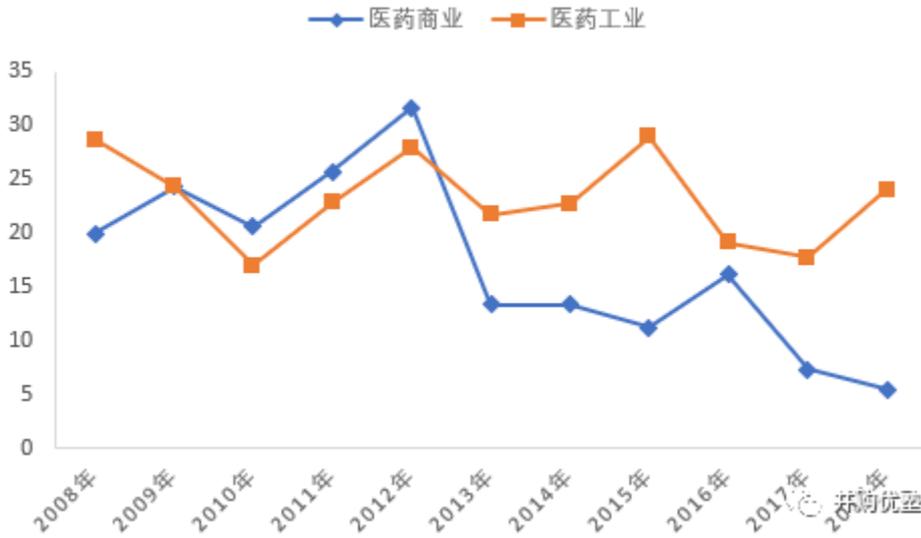


图 12：医药工业 VS 医药商业增速（单位：%）

来源：并购优塾



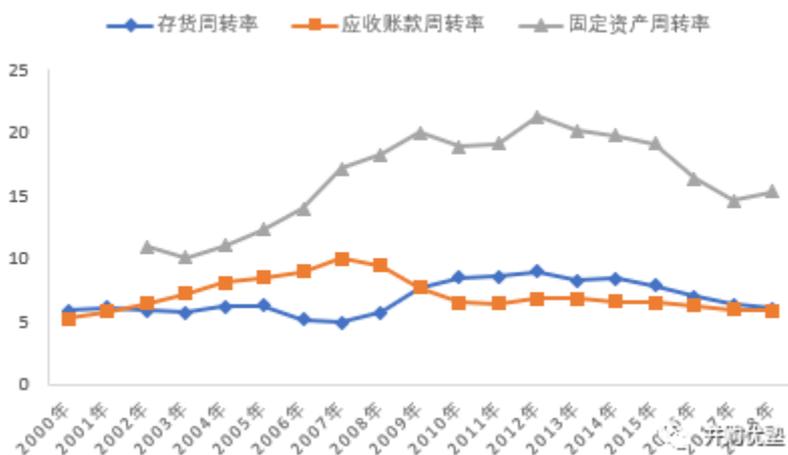


图 13: 周转率 (单位: 次)

来源: 并购优塾

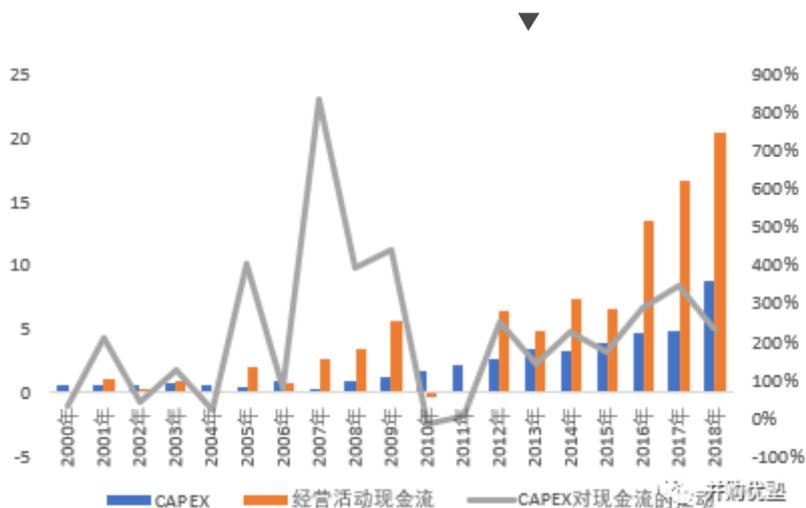


图 14: CAPEX 对现金流拉动

来源: 并购优塾

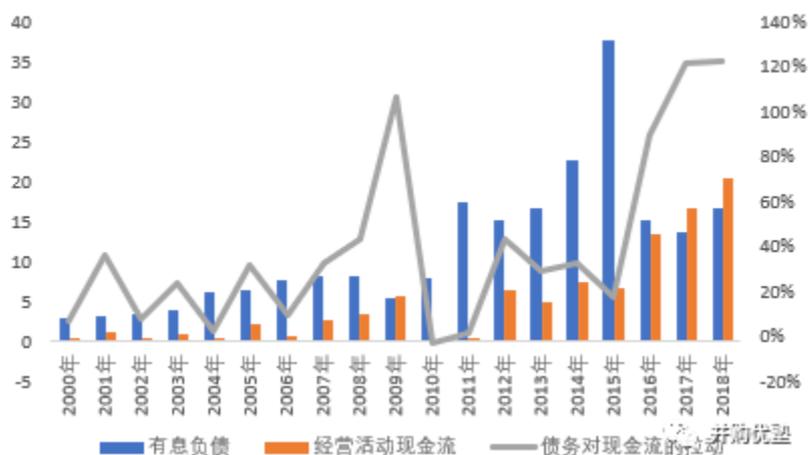


图 15：有息负债对现金流拉动

来源：并购优塾

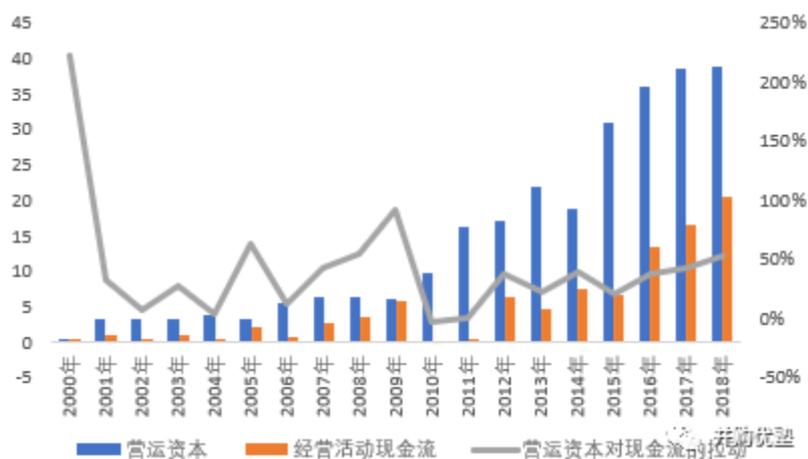


图 16：营运资本对现金流拉动

来源：并购优塾



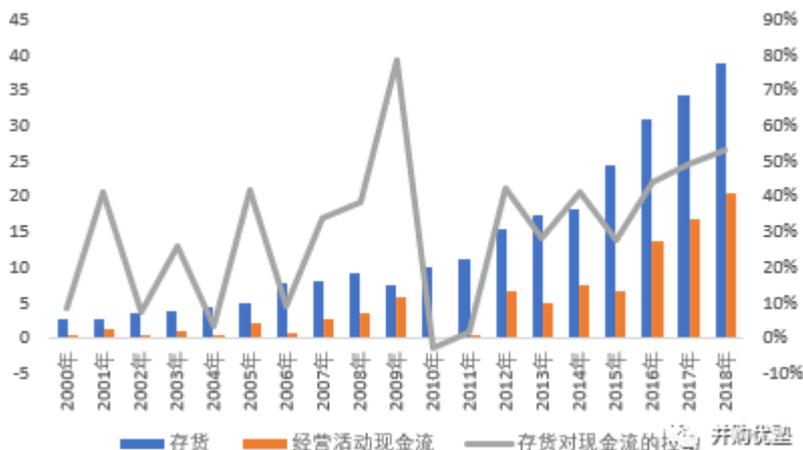


图 17：存货对现金流的拉动

来源：并购优塾

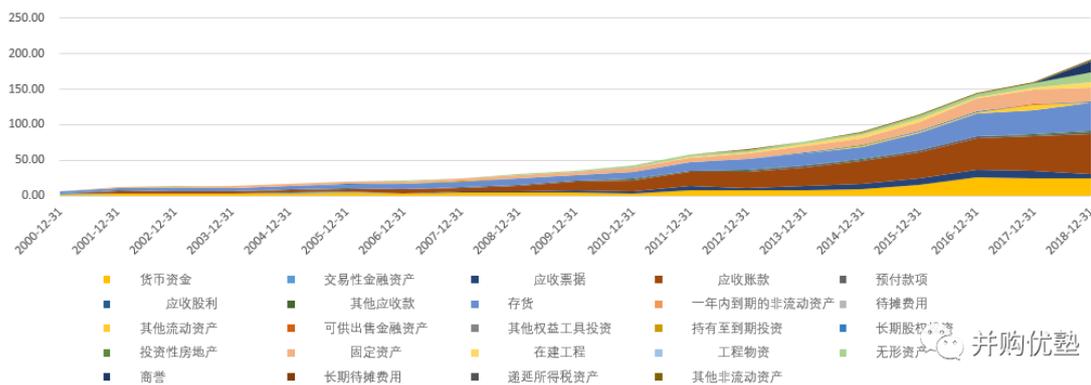


图 18：资产结构（单位：亿元）

来源：并购优塾



图 19：股价、PE（单位：元/倍）

来源：理杏仁

看完以上数据后，重要的问题来了——如果要做财务建模，到底该从哪些地方入手？

— 02 —



收入，驱动



上市至今，华东医药的营业收入增速，约有两个增速中枢：

- 1) 2012 年之前：前期营业收入增速中枢，约在 20-25%左右；
- 2) 2013 年以后：后期营业收入增速中枢，降至 10-15%左右；

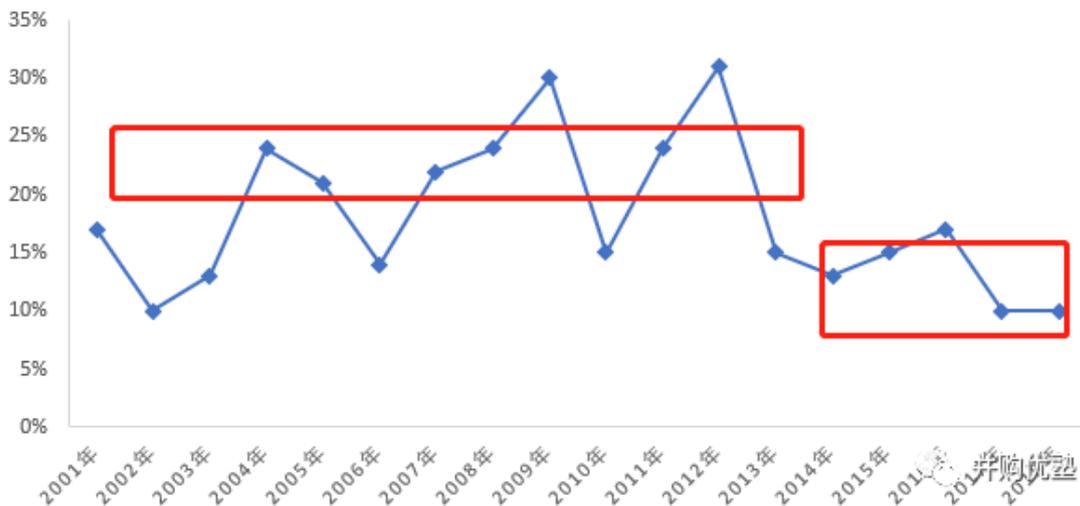
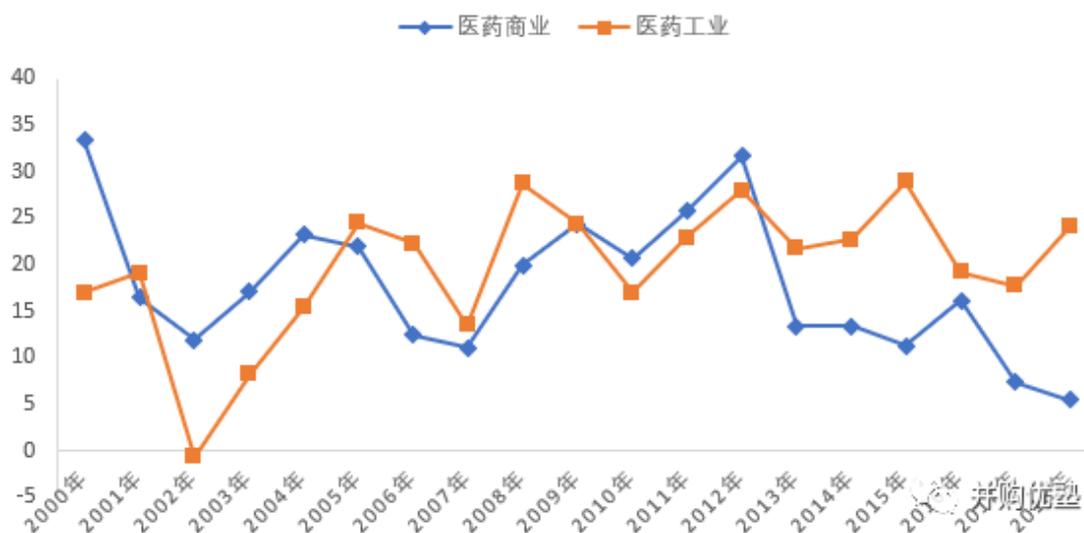


图 20：收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

如果拆成医药商业、医药工业各自的收入增速来看：



图：医药工业 VS 医药商业增速（单位：%）

来源：并购优塾

可见，前期增速中枢较高，一方面，是在医药商业领域，受我国 GDP 增速较快，加之医保扩容的影响，行业整体增速较快。

另一方面是医药工业领域，依靠百令胶囊、阿卡波糖的市场开拓、进入基药增补目录等原因，导致放量较快，增速分别在 40%、30%以上。

而后期营业增速中枢下降，明显是受医药商业增速下挫影响，但注意，医药工业增速中枢仍然在 20%以上。

医药商业增速下降，其中，2013 年，受药品降价以及 GSK 行贿事件影响，行业收入增速整体下滑；而 2017 年，受“两票制”影响，全行业普遍增速下滑。不过，通过对两票制的政策分析（参考前次我们对本案的报告，购买专业版报告库可见），该政策对于行业龙头的影响有限，并逐渐消化，本案，已于 2018 年第四季度开始回暖。

接下来，我们拆开医药商业、医药工业两大业务分别预测，看看这两大块，前景到底如何？

— 03 —



医药商业，前景



先看医药商业——目前，华东医药已经实现了药品、药材、器械的全产品布局，同时，也实现了医疗机构、零售终端、分销商的全客户覆盖，势力范围主要集中在浙江省，市占率为 20%左右，居首位。

由于无法对医药商业收入拆分量、价预测，同时，市占率的变化也很难敲定。因此，本案采用增速法预测。即： $当年收入 = 上年收入 * (1 + 增长率)$ 。

那么，医药流通行业的增长背后驱动力是什么？前景如何？

表面上看，医药流通行业受政策影响很大，2017 年医药流通行业的整体增速为 8.4%，且在不断下降。

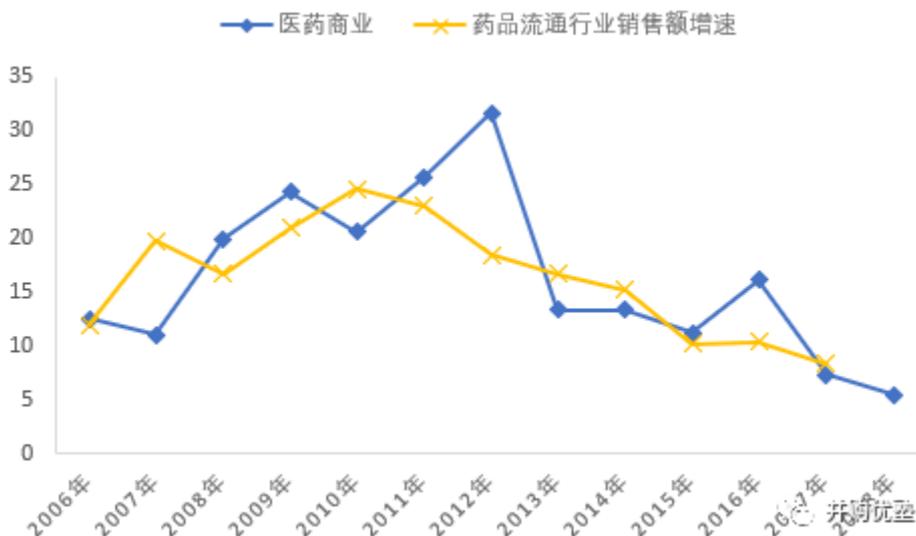


图 21：医药商业收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

但是，医药流通行业仍然前景可期。主要原因有以下几点：

首先，政策推动行业洗牌，将利好头部企业，集中度不断提升。

以美国为例：1980年，美国出台一系列政策，例如：控制药品质量、市场定价机制、授权批发企业制度。其中，授权批发企业制度类似于“两票制”，是指政府将符合标准的大型医药批发企业，确认为“授权批发企业”，这类企业在药品生产企业选择分销商时，享有优先被选择的权利。

经过一番并购、重组、洗牌，医药流通行业形成了三足鼎立的格局，**麦克森（37%）、卡地纳健康（33%）、美源伯根（26%）**总共垄断了全美市场90%左右的药品批发市场份额。

考虑到中美国情的差异，美国医药流通下游，主要面向全国连锁药店，没有地域性障碍，因此容易形成全国性龙头企业；而中国医药流通下游，主要面向医院，而医院分布有地域性，先入局的企业有更强的市场把控力（与制药企业、或是地方关系处理的更好）。

所以，国内医药分销市场集中度不及美国，当前“全国龙头（华润、国药、上药）+地域龙头（华东医药、云南白药等）”并存的竞争格局，短期难以改变。

其次，由于医药流通是为上游供给和下游需求服务的“桥梁”，所以，供给端和需求端的增长，也会驱动医药流通行业增长。

以美国为例，1980年代左右，美国创新药爆发，处方药销售金额从1970年代的5%-10%上涨至1980年代的11%-16%。

例如，重磅创新药有：默沙东的**洛伐他汀**（1987年上市，销售峰值140亿美元）、赛诺菲的**氯吡格雷**（1986年上市、销售峰值91亿美元）、辉瑞**阿托伐他汀钙片**（1997年上市、销售峰值130亿美元）。

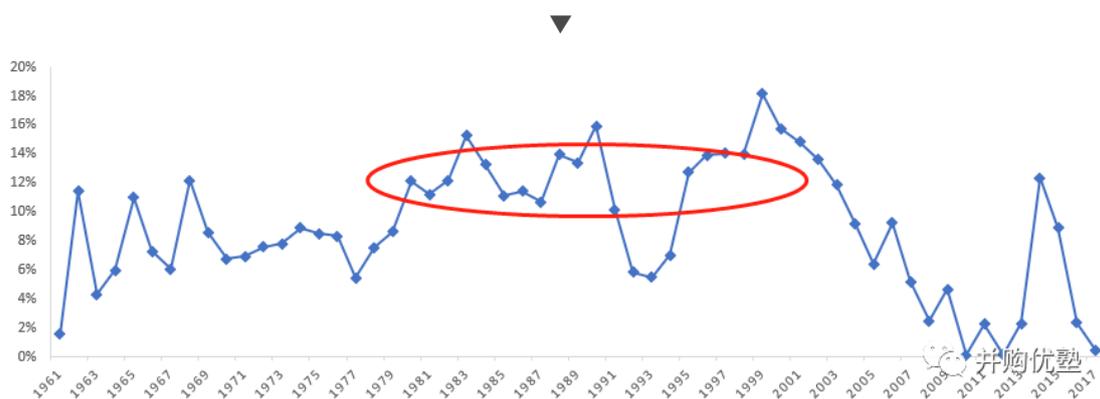
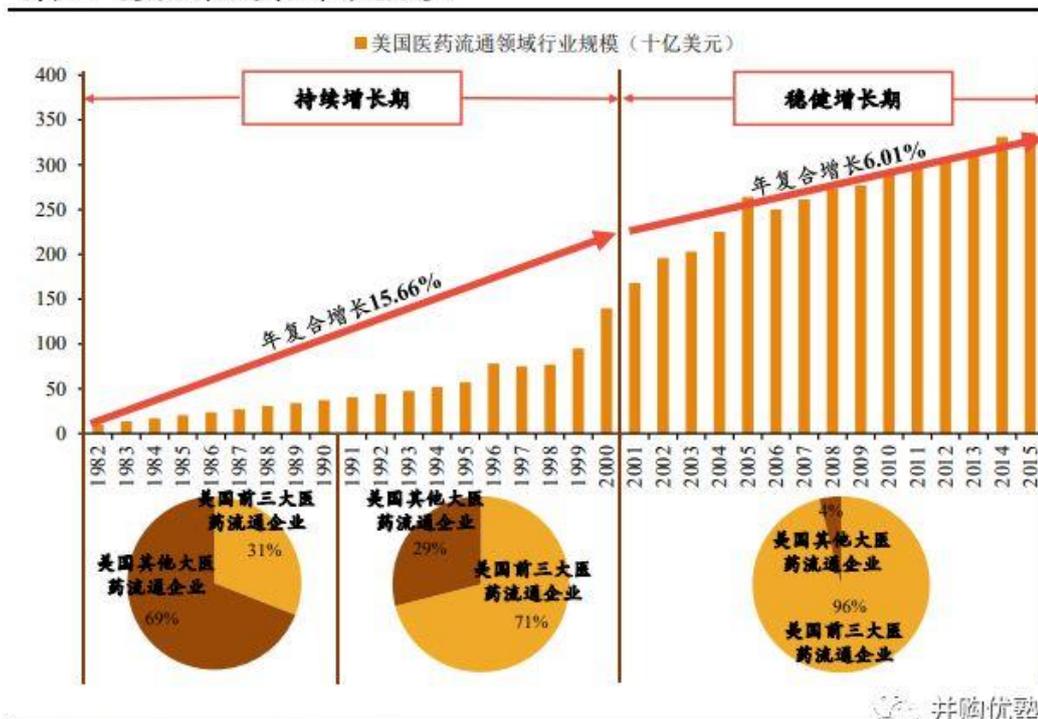


图 22：美国处方药销售额增速（单位：%）

来源：并购优塾

图表1. 美国医药流通行业市场规模变化



资料来源：Bloomberg、公司公告、广证恒生

图 23：美国药品批发企业竞争格局

来源：广证恒生

受益于创新药的爆发，美国医药流通行业复合增速高达 15%左右。而国内供给端，当前以仿制药为主，但未来趋势，将明确的朝着创新药发展。

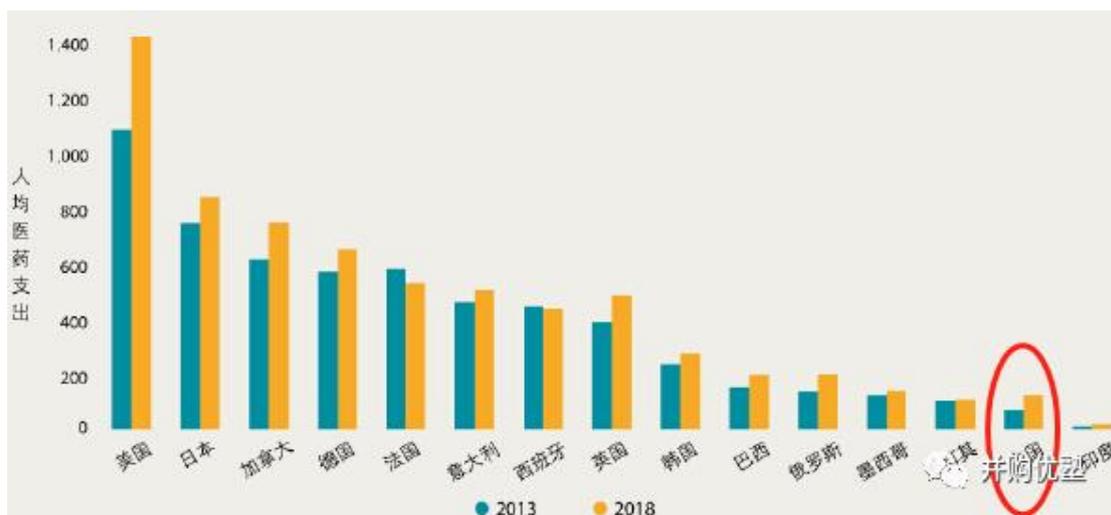
2017年10月，中共中央办公厅、国务院办公厅引发的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》中提出，附条件审批等加快审评审批的政策，**加快我国药企创新药的上市进程。**

2019年9月，卫健委发布《健康中国行动——癌症防治实施方案（2019-2022年）》，明确指出要**加快境内外抗癌新药注册审批。**

从各药企的创新药上市情况来看，近几年我国大部分大型药企均在布局创新药，如近几年，恒瑞、君实生物、信达等接连上市的PD-1。由于其适应症较多，且包含患病率较高的非小细胞肺癌适应症，预计其未来放量情况较大，对拉动我国医药消费总额有一定作用。

此外，国家还鼓励加快境外已上市、临床急需新药进入我国，也会刺激医药行业规模快速增长。例如，预防宫颈癌的九价HPV疫苗，从提出上市申请到完成技术审评，只用了8天时间。

除此之外，长远来看，我国人均医药支出与发达国家仍有较大差距。2018年我国人均医药支出仅为不到200美元，而美国则达到1400美元，日本超800美元。以庞大的人口基数和老龄化趋势看，中国的医药行业是确定性很高的“常青赛道”。



图：人均医药支出（单位：美元）

来源：中为咨询

以上三点（行业集中度提升、医药行业规模增长、与国外人均医药支出差异），进一步确定了整个医药领域的前景，那么，结合这三个维度，医药商业的增速该怎么给？

— 03 —



医药商业、增速



1) 从医药行业规模上看——

2017年浙江省药品销售额为1451.35亿元，占全国药品销售额的7.25%，排名第5，且近三年复合增速为8.42%。随着我国创新药的不断上市，未来浙江省的药品销售额也将不断上升。



2017年全国区域总销售排名

| 序号 | 地区 | 销售总额 (万元) |
|----|-----|-----------|
| 1 | 广东省 | 18702598 |
| 2 | 北京市 | 17031004 |
| 3 | 上海市 | 16177115 |
| 4 | 江苏省 | 14882591 |
| 5 | 浙江省 | 14513488 |
| 6 | 山东省 | 11439902 |
| 7 | 河南省 | 11176306 |
| 8 | 安徽省 | 10975667 |
| 9 | 四川省 | 8101777 |
| 10 | 云南省 | 7610200 |

图 24：2017 年全国药品流通销售额

来源：谷丰观点

2) 从行业集中度上来看——

浙江省的医药流通市场，主要被华东医药、英特集团、浙江震元所占据，其中，华东医药市占率居首位，为 20%左右，英特集团市占率约为 17%、浙江震元为 2%。

华东医药 PK 英特集团，竞争力强弱，关键要看**成本控制能力和资金运转能力**。

从近三年的毛利率来对比，华东医药的医药商业业务毛利率分别为 7.29%、7.43%、7.47%，而英特集团则为 6.06%、6.61%、6.88%。

从近三年的经营活动现金流/营业收入来看，华东医药为 5.31%、5.97%、6.65%，而英特集团则为 0.82%、0.84%、0.81%，本案明显优于英特集团。（国外龙头约在 2%左右）

通过比较，无论从成本控制能力，还是资金运转能力来看，英特集团都和华东医药有一定差距。因此，预计未来浙江省医药流通竞争格局会保持稳定。

3) 人均医药支出——

浙江省 2018 年，人均医疗保健支出为 2059 元，同比增长 21.4%，近三年复合增速 16.89%。

根据券商披露的 2019 年三季度收入增速，其医药商业业务的收入增速为 14.89%，与我们此前预测的 16%较接近，因此，我们维持原假设不变。

综上，此处假设——2019 年，其收入增速恢复至 2016 年水平（16%），随后，在预测期内，逐渐递减至国外龙头平均增速（5%）。

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 医药商业收入 | 152.74 | 169.91 | 197.37 | 211.90 | 223.49 | 259.25 | 297.56 | 337.90 | 379.57 | 421.74 | 463.45 | 503.61 | 541.11 | 574.78 | 603.51 |
| 2 YOY | | | | 16% | 7% | 5% | 16.0% | 14.8% | 13.6% | 12.3% | 11.1% | 9.9% | | | 5.0% |

图 25：医药商业收入预测

来源：并购优塾

看完医药商业收入预测，那么，医药工业收入又要如何预测？

— 06 —

医药工业，如何预测

其医药工业业务，主要包含中成药、内分泌类药物、免疫抑制剂、消化系统药物等多个领域产品。2018 年，其医药工业收入为 82.38 亿元，同比增速为 26.86%。从 2019 年中报数据来看，其收入为 56.96 亿元，同比增速为 28.85%，较上年同期增速（23.5%）上涨了 5.35%。

根据券商披露的数据，2019 年前三季度，其医药工业业务的收入增速约为 29.88%，与我们的预测值 21%有一些差距。

这主要由于我们在预测其他药品时，无法获得其包含的全部药品信息。因此，我们粗略按照行业增速对其进行预测，而 2019 年前三季度，其他药品放量较快，导致我们的预测结果与实际收入增速存在差异。

不过，从核心药品百令胶囊和阿卡波糖的收入增速上来看，根据券商披露的数据，2019 年前三季度，百令胶囊的收入增速约为 15%，与我们预测的 17%相差不大；阿卡波糖的收入增速为 30%，与我们预测的 31%相差不大。因此，我们不对医药工业业务的收入增速进行调整。

虽然其产品品类较多，但其核心产品**百令胶囊**、**阿卡波糖**贡献的收入更多，约为其医药工业收入的 50%，因此，我们主要对这两款产品进行预测，而其他产品，如二线产品泮托拉唑、吗替麦考酚酯、他克莫司、吡哌布芬等，我们简单预测。

1) 先来看其核心产品——百令胶囊：

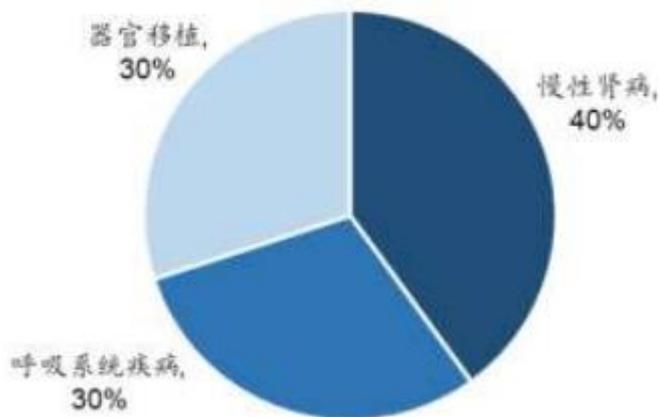
由于我们无法获得百令胶囊具体的市场规模和市占率信息，因此，我们采用增速法对其进行预测。

百令胶囊，1991 年上市，是国家一类中药，属于双跨药品。其适应症为补肺肾、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。

其临床应用，主要集中在慢性肾病、呼吸科、器官移植、血液透析等。其中，以慢性肾病为主，占比为 40%。呼吸科占比 30%，器官移植占比 30%。



图 49: 华东医药百令胶囊的主要适应症和推广科室



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



图 26: 各科室收入占比

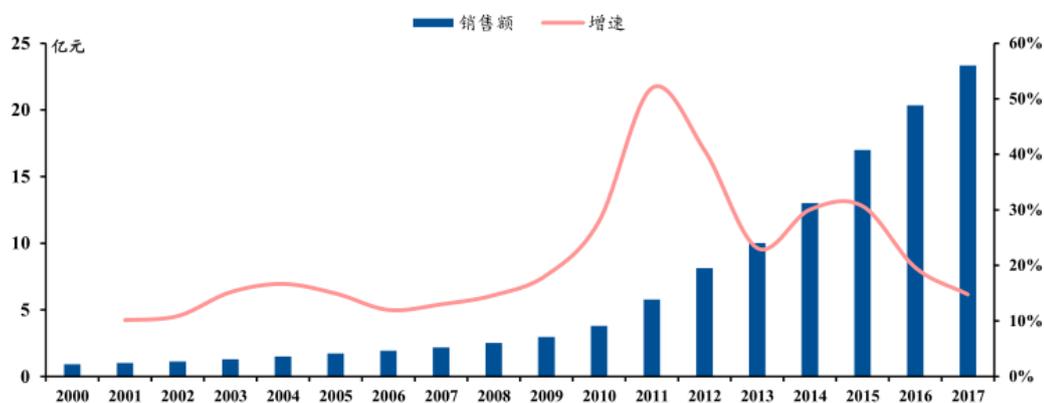
来源: 国信证券

而从不同科室的市占率来看, 2016 年在样本医院肾病、呼吸科中成药中, 均排名首位, 市占率分别为 24%、37%。

从历史收入及增速来看, 其经历了快速增长后, 2017 年, 百令胶囊的收入约为 23 亿元, 同比增速约为 15%。



图 44: 华东医药百令胶囊历年销售额



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院



图 27：历史销售收入及增速

来源：民生证券

2017 年，新版医保目录进行调整，将百令胶囊由辅助用药调整为气血双补类药品，淡化了辅助用药色彩，属于针对慢性病的长期治疗性用药。

注意，辅助用药，是指用于增加主要治疗药物疗效的药品，不是必须药品，通常价格较贵。在医药控费的大背景下，2019 年 1 月，国务院办公厅发布《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》，明确指出：对辅助用药收入占比进行了限制。

而气血双补类药品则并不受此规定限制，因此，在淡化辅助用药色彩后的百令胶囊，未来仍具有一定增长空间。

由于其所适用的科室较多，从属性上未来更接近于保健品，加之市占率无准确数字，因此，在估值时，我们参考各适应症的行业增速，对其未来增速进行预测。

1) 慢性肾病：根据《我国慢性肾病流行病学调查》中披露的数据，目前我国成人慢性肾病发病率高达 10.8%，预计在未来十年内，慢性肾病增长率将超过 17%；

2) 呼吸系统疾病：目前，我国呼吸系统疾病的患病率约为 6.94%，全国每年约有 9200 多万人患呼吸系统疾病。2017 年用药规模已经超过 1330 亿元，其中，中成药占据主导地位。从 2007 年至今，中成药医院用药每年增速均为 15%以上。[1]

3) 器官移植：其主要应用于肾移植，从肾移植手术量增速来看，2017 年同比增速约为 19.67%，随着我国器官捐献水平的不断提高，预计未来将保持这一水平。

根据券商披露的数据来看，2019 年前三季度，百令胶囊的收入增速约为 15%，与我们此前预测的 17%差距不大，因此，我们不对原假设进行调整。

综上，由于其应用的三大适应症增速较为接近，且收入占比也比较相近。加之，从历史增速变动来看，其增速也维持在 10%-20%之间。

因此，《并购优塾》合理假设，随着其从辅助用药中调出，市场拓展能力逐渐增强，未来三年将维持三大适应症行业平均增速（17%），随后逐渐递减至 5%（预计 GDP 增速）。

▼

| 单位: 亿元人民币 (特殊说明除外) | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| A、百令胶囊 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 销售收入 | | | | 23 | 26.43 | 30.95 | 36.21 | 42.36 | 48.84 | 55.47 | 62.04 | 68.02 | 73.92 | 79.24 | 83.02 |
| 增速 | | | | 15% | 15% | 17% | 17% | 17% | 15% | 14% | 12% | 10% | 8% | 7% | 5% |

▲

图 28: 百令胶囊收入预测

来源: 并购优塾

— 07 —



阿卡波糖，未来如何？



阿卡波糖（商品名：卡博平），为华东医药的另一个重磅药，2002 年首仿上市，其原研药为拜耳的拜唐苹，2004 年进入国家医保目录。2017 年，销售收入约为 20 亿元。根据券商披露的数据，2019 年前三季度，阿卡波糖的收入增速约为 30%，与我们的预测值 31%较接近。

如今，市场对华东医药核心的担忧，就在于带量采购问题。由于新一轮的带量采购规则还没有正式出台，此处，我们没有对其收入假设进行调整，但我们将在本次更新中对带量采购即将对它的影响，进行敏感性分析。

其主要用于治疗 2 型糖尿病，是常用的口服降糖药。由于其作用机理为抑制小肠吸收碳水化合物，因此更适合以淀粉为主食的我国，是我国高血糖治疗的核心用药。

对于阿卡波糖的预测，我们采用市占率法，公式为： $收入 = 糖尿病药物市场规模 * 阿卡波糖市占率 * 华东医药市占率$

先来看糖尿病药物市场规模——

我国是全球糖尿病大国，2 型糖尿病患者人数约占糖尿病的 90%，发病率约为 10.9%。根据 Frost & Sullivan 统计，2018 年我国共有 1.24 亿糖尿病患者。2018 年，我国糖尿病药物市场规模达到 573 亿元，2013 年-2018 年年复合增速达到 13.65%。

根据弗若斯特沙利文预测，预计到 2028 年，我国糖尿病药物市场规模能够达到 1739 亿元，年复合增速为 13%。

图 51: 2013-2018 中国糖尿病药物市场规模



资料来源：米内，弗若斯特沙利文预测，新时代证券研究所

图 29: 我国糖尿病药物市场规模预测

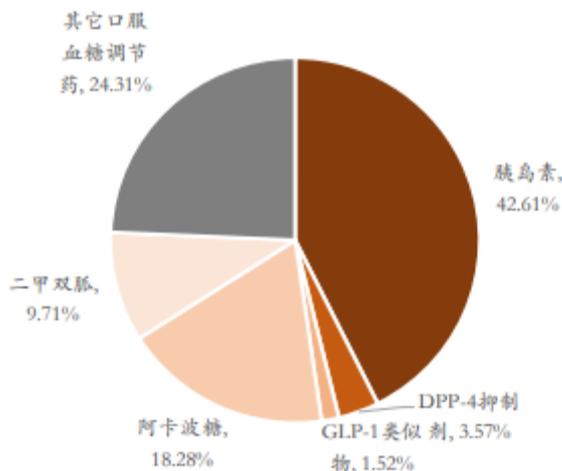
来源：新时代证券研究所

再来看阿卡波糖的市占率情况——

抗糖药分为口服用药和注射用药，口服药品种较多，包括二甲双胍、α-糖苷酶抑制剂（主要为阿卡波糖）、GLP-1 激动剂、DPP-4 抑制剂等。

我国糖尿病用药主要以口服药为主，其中，阿卡波糖占比位居龙头，市占率为 18.28%。

图表45. 我国糖尿病用药以口服降糖药为主



资料来源：PDB、广证恒生



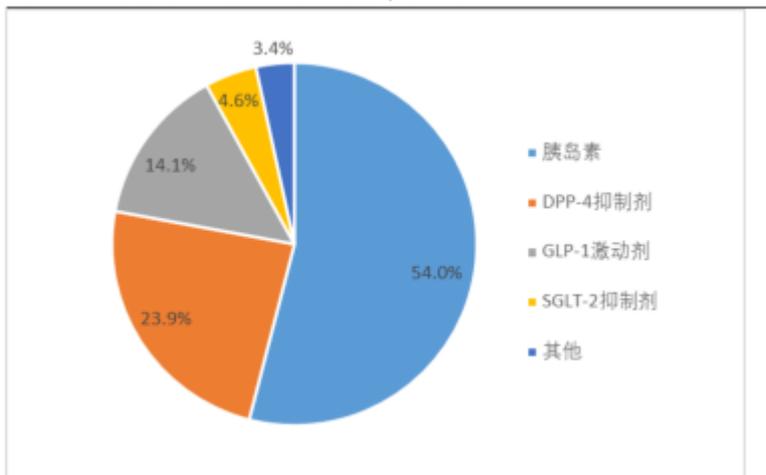
图 30：糖尿病用药市场格局

来源：广证恒生

不过，国外糖尿病用药的竞争格局却不尽相同。美国糖尿病用药市场，以注射用药胰岛素为主，口服降糖药则以新型抗糖药 DPP-4 抑制剂为主。（注：GLP-1 激动剂有注射和口服之分，口服型 GLP-1 为诺和诺德研发的索马鲁肽，于 2017 年 12 月上市）



图56: 美国糖尿病药物竞争格局



资料来源：华领医药招股说明书，新时代证券研究所



图 31：美国糖尿病用药格局

来源：新时代证券研究所

既然中美口服降糖药的结构存在差异，那么，国内口服降糖药市场未来大趋势是朝着 DPP-4、GLP-1 演化。

那么，此处，我们必须从产品适用性、价格差异、在研厂家、研发进度等角度，预测这两代产品对阿卡波糖的替代速度和替代深度。（考虑到口服型 GLP-1 原研药刚上市不久，且国内大部分 GLP-1 多为注射型，不该将其纳为对阿卡波糖的替代，而是对胰岛素的替代对比，以下虽做数据对比，但不作为参考）

1) 产品适用性方面：无差别化适用人群之分。其中，阿卡波糖在降糖水平上与 DPP-4 抑制剂相当，略低于 GLP-1。

表 6: 以降低餐后血糖 PPG 为主的降糖药物特点比较

| 降糖药物 | 降低 HbA1c(%) | 降低 PPG(mmol/L) | 低血糖 | 体重 | 不良反应 |
|-------------------|-------------|----------------|----------|-------|------------------------------|
| 口服降糖药物 | | | | | |
| α-葡萄糖苷酶抑制剂 | 0.5 - 1.1 | 3.08 - 6.96 | 单用不引起低血糖 | 降低 | 胃肠道不良反应, 可通过小剂量起始, 逐渐加量的过程减少 |
| 短效磺脲类促泌剂 | 1.0-1.5 | 1.03 - 2.56 | 可以导致低血糖 | 增加 | 低血糖及原发或继发失效 |
| 格列奈类促泌剂 | 0.5 - 1.0 | 2.6 - 6.4 | 可以导致低血糖 | 增加 | 低血糖 |
| DPP-4 抑制剂 | 0.4 - 0.9 | 1.72 - 4.5 | 单用不引起低血糖 | 中性或增加 | 上呼吸道感染, 尿路感染 |
| 注射剂类降糖药物 | | | | | |
| 短效人胰岛素 / 速效胰岛素类似物 | 与剂量相关 | 与剂量相关 | 可以导致低血糖 | 增加 | 低血糖 |
| GLP-1 受体激动剂 | 0.8 - 1.5 | 1.61 - 6.2 | 单用不引起低血糖 | 降低 | 胃肠道不良反 |

资料来源: 中国 2 型糖尿病患者餐后高血糖管理专家共识, 国信证券经济研究所整理

图：临床指标

来源：国信证券

2) 价格差异方面——阿卡波糖平均每日费用约为 5 元，而 DPP-4 抑制剂为 7 元/天，GLP-1 激动剂为 40-50 元/天。从价格上来看，阿卡波糖与 DPP-4 价格接近。

3) 在研厂家方面：除华东医药外，三生制药、恒瑞医药、通化东宝、科伦药业、复星医药等均在布局 DPP-4 抑制剂和 GLP-1 激动剂。

4) 研发进度方面：注意，在各大药厂中，华东医药 GLP-1、DPP-4 的研发进度都较快，其中，西格列汀二甲双胍（DPP-4）正在申报生产。两个 GLP-1 正在临床中，其中，GLP-1 创新药 TTP273 刚刚开展 I 期，GLP-1 类似药利拉鲁肽，已经进入三期试验。

与同行业对比，进度较快的有：三生制药的 GLP-1 抑制剂已经上市，恒瑞的 DPP-4 抑制剂正处于临床三期。



综合来看，DPP-4 在价格方面和阿卡波糖具有竞争优势，可能会存在替代威胁。但考虑到医生用药习惯（阿卡波糖多年占口服用药市场优势地位、内分泌科医生用药较为谨慎），同时，DPP-4 属于二线用药，很难在短期内对一线用药的阿卡波糖，造成冲击。

此外，即使之后开始产生替代作用，考虑到华东医药自己的 DPP-4 已经即将报产，其仍然能在 DPP-4 的竞争中，处于优势地位。综上，也就是说，无论未来药品结构怎么发展，口服降糖药的巨大市场，华东医药大概率仍能占据。

所以，对于阿卡波糖的渗透率，《并购优塾》设置情景开关——

乐观情况下——在预测期内，阿卡波糖的市占率维持目前水平，18%；

保守情况下——在预测期内，阿卡波糖的市占率近五年维持目前水平，随后，假如受到 DPP-4 冲击，逐渐滑落为美国市场 GLP-1 激动剂相同的水平（14%）。

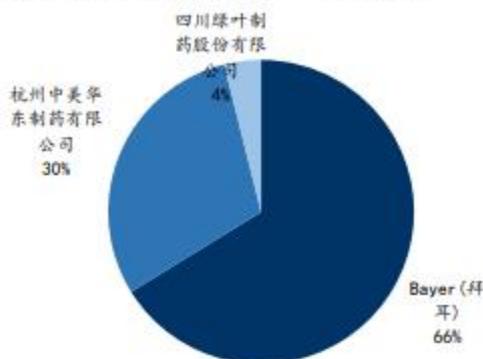
然后，来看市占率——

目前，国内生产阿卡波糖均采用**微生物发酵法**，但这种方法对于菌种、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，阿卡波糖的竞争者较少。

除本案外，主要竞争对手有拜耳、绿叶宝光，竞争格局稳定。2018 年，华东医药在样本医院的市占率约为 30%。



图 54: 2018 年阿卡波糖样本医院市场格局



资料来源: PDB、国信证券经济研究所整理

并购优塾

图 32: 阿卡波糖竞争格局

来源: 国信证券

考虑到华东医药的阿卡波糖价格，是原研药的 70%左右，具有一定价格优势。加之，从推广力度来看，华东医药依托于其医药商业业务的渠道优势，推广能力较强，未来仍具有一定的国产替代趋势。

综上，《并购优塾》合理假设，预测期前五年其市占率每年增长 2%（历史平均增幅），随后，随着有其他竞争者进入，其市占率保持不变。

| 单位: 亿元人民币 (特殊说明除外) | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|
| B. 阿卡波糖 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 糖尿病用药市场规模 | 573.00 | 657.00 | 755.00 | 865.00 | 978.00 | 1,100.00 | 1,232.00 | 1,356.00 | 1,491.00 | 1,610.00 | 1,739.00 | | | | |
| 三诺血糖检测市场规模 | 515.70 | 591.30 | 679.30 | 778.50 | 880.20 | 990.00 | 1,108.80 | 1,240.00 | 1,341.90 | 1,449.00 | 1,565.10 | | | | |
| 阿卡波糖市占率 | 18.00% | 18% | 18% | 18% | 18% | 16% | 16% | 17% | 17% | 17% | 17% | 16% | 16% | 16% | 16% |
| 华东医药市占率 | 30% | 32% | 34% | 36% | 38% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% |
| 销售额 | 20.00 | 26.00 | 34.06 | 41.59 | 50.45 | 60.21 | 71.28 | 78.29 | 80.06 | 83.73 | 85.78 | 87.65 | | | |
| NOV | | 27.85 | | | | | | | | | | | | | |
| 增速: 55%/15% | | | | | | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% |

图 33: 阿卡波糖收入预测

来源: 并购优塾

由于其他药品主要涉及胃病、免疫抑制剂、糖尿病领域，因此，《并购优塾》合理预计预测其前五年其收入增速维持这三个行业的平均增速 16%，随后递减至 5%。

根据券商披露的数据，需要注意的信息是：2019 年前三季度，其免疫抑制剂整体收入增速为 20%-30%，洋托拉唑的收入增速超 20%。而其他二、三线品种继续快速放量，如吡格列酮二甲双胍、吡嗪嗪吩、达托霉素均实现翻倍增长。但是，由于我们无法获得详细数据，因此，在本次季报更新中，不对这部分收入的增速进行调整。

此外，新购入的医美业务，因并表时间短，占比小，缺少历史数据，所以也只能粗略假设——2019年上半年收入为全年收入的一半，2020年-2023年，其收入增速维持历史平均增速（30%），随后逐渐递减至5%。



图 34：国际医美业务收入预测

来源：并购优塾

到这里，我们已经完成了收入预测。不过，从带量采购出台以来，市场上对华东医药核心的争议，就在于其核心药品阿卡波糖未来是否会进入集采，以及进入集采后对其收入的影响有多大——那么，必须要解决的一个问题是：这究竟是市场对它过度担忧，还是它真的未来堪忧？

— 08 —



第三轮带量采购，新规



2019年12月6日，第三轮药品带量采购工作座谈会在上海召开。注意，根据市场上的信息来看，大家普遍预期新一轮的集采将在前两轮的基础上，进行部分调整（不过，因是非官方的市场预期，未来可能有变动，后续等正式政策出台，还需要根据新的变化再做调整）：

- 1) 集采涉及的区域，预期为全国 32 个省、市、自治区的公立医院（含新疆生产建设兵团）。
- 2) 约定采购量：如中选一家，预期约定采购量为总采购量的 50%；中选两家，预期约定采购量则为 60%；中选三家，预期约定采购量为 70%；中选四家或四家以上，预期约定采购量为 80%。

3) 中选规则：行业内普遍预期是这样的，以国家采集的同药品通用名下，所有企业的全国最低中标价为最高限价（即：最终中标价的上限，是当前全国市场最低价），按市场竞争情况，决定中选企业数量，报价最低的几家中标。

4) 中标企业数量：市场预期，中标企业数量由本次全国扩围规则（第二批带量采购）的最多 3 家，变为 n-1 家。即 5 家投标，就有 4 家中标，以此类推，最高中标数量为 6 家。

5) 供货地区选择：市场预期是，由原本的按照中标价格由低到高的企业，轮流选择供货地区。变更为由报价最低的企业优先选取 2-3 个省份，再由低到高的价格排序，轮流选择联盟采购省份。

6) 采购协议期限：市场预期是，1-3 年不等。

根据现在行业内预期的情况看，此轮带量采购可能将于半个月到 2 个月之后正式启动。

之前，市场流传出的“预期清单”中，包含了阿卡波糖、二甲双胍、白蛋白紫杉醇等在内的 35 个产品。而这，也正是近期本案受到预期影响，大幅下跌的原因。所以说，现在市场如惊弓之鸟，稍有风吹草动，就用脚投票。

那么，核心问题在于：如果阿卡波糖真的进入本轮集采，那么，究竟会对华东医药的阿卡波糖收入造成多大的影响？下面，我们就对其进行推演。

— 09 —



阿卡波糖收入，推演



对阿卡波糖的推演，核心问题在于，价格会降多少。我们按照这个公式来预测：**阿卡波糖销售收入=阿卡波糖 2018 年销售收入* (1-降价幅度) * (1+由于中标会提升的市占率增幅)**。
先来看其降价幅度：

从产品剂型的角度来看，阿卡波糖共有三种产品剂型，受带量采购影响的，主要是 50mg 的阿卡波糖片。

- 1) 阿卡波糖片 (50mg、100mg): 拜耳、华东医药参与竞争, 华东医药已经通过一致性评价;
- 2) 阿卡波糖胶囊: 绿叶制药, 已通过一致性评价;
- 3) 阿卡波糖咀嚼片 (50mg): 华东医药, 未通过一致性评价。

因此, 从目前的竞争格局来看, 华东医药的直接竞争对手仅有拜耳一家。而由于其他厂商并未上市, 因此, 我们在推演中忽略其他竞争者的因素。

根据新一轮带量采购的定价规则, 其报价不高于全国最低中标价。而从近一年华东医药的医保中标价来看, 其最低中标价为 **1.3 元/片 (50mg)**。从 2019 年 11 月公布的《关于河北省城乡居民高血压糖尿病门诊药品集中采购文件》中显示, 阿卡波糖采购的最高限价为 0.68 元/片。

目前, 华东医药的阿卡波糖平均售价在 1.3 元/片-1.4 元/片之间, 我们简略按照 1.3 元/片计算。拜耳的阿卡波糖平均售价在 1.5 元/片-2.2 元/片之间, 我们粗略按照其均值 1.9 元/片。据此测算, 要想达到本次带量采购的要求 (报价低于 0.68 元/片), 华东医药需要降价 48%, 拜耳需要降价 64%。

不过, 由于拜耳的原料药来源于进口, 而华东医药不仅能够自产原料药, 还和原料药产能较大的丽珠签订了排他性采购协议。因此, 华东医药较拜耳具有一定的成本优势。也就是说, 华东医药能够接受的降价幅度更高, 随之中标的可能性也就更大。

此处, 我们通过假设华东医药降价幅度为 55%、65%、75% (拜耳对应降价幅度为 69%、76%、83%), 三种情况来对其进行敏感性分析。

接着, 再来看市场份额的变化:

由于阿卡波糖片剂的竞争者, 目前只有华东医药和拜耳两家, 因此, 按照非官方信息披露的中标规则, 只能有一家中标。

所以, 我们按照中标、不中标两种情况, 对其销量进行分析:

情况 1——若华东医药成功单家中标, 则约定采购量比例为 50%, 则华东可以分到 48% 的市场 (不包含胶囊制剂 4% 的市场份额), 计算公式为: $48\% = (100\% - 4\%) * 50\%$ 。

而在非带量采购联盟地区, 我们假设其市占率维持目前水平 (30%) 不变, 则其在非带量采购联盟地区的市场份额为 14%, 即 $((100\% - 4\%) - 48\%) * 30\%$ 。综上, 其合计获得市场份额为 62% (市场份额提升 107%: $62\% / 30\% - 1$)。

情况 2——若华东医药未成功中标, 则它仅能够在非联盟地区进行竞争。

由于未参与带量采购的区域, 大多为乡镇医院, 而华东医药在这一部分市场的覆盖面, 较拜耳更高。因此:

乐观估计, 华东的竞争力足够强, 抢占非带量采购区域至少 60% 市场份额, 则其实际市占率为 30%;

保守估计，其顶多抢占到非带量采购区域 30% 市场份额，实际市占率为 14%（公式： $48\% \times 30\%$ ）（市场份额下降 53%： $14\% / 30\% - 1$ ）。

| | | 市场份额提升 | | |
|------|-----|---|---------------------|--------|
| | | 带量采购未中标，在非联盟地区分得市场份额 30%，即占总市场的 14%（ $48\% \times 30\%$ ） | 带量采购未中标，但市场份额维持目前水平 | 带量采购中标 |
| 降价幅度 | | -53% | 0 | 107% |
| | 55% | 47% | 100% | 93% |
| | 65% | 47% | 100% | 93% |
| | 75% | 47% | 100% | 52% |

图：敏感性分析

来源：并购优塾

通过上述敏感性分析测算——当华东医药降价 55% 中标时，带量采购为它带来市场份额大幅度提升的情况下，其对收入的影响不大，收入规模仅会下降 7%（ $100\% - 93\%$ ）。当其降价 75%，收入规模下降 48%，但这也比不中标且市占率保守估计的市场规模降幅（53%）小。因此，这样来看，华东医药降价中标的动力较大。而三种中标情景，如果降价幅度大于 55%，都会缩减收入规模。

那么，如果降价幅度大于 55%，关键问题就要看另一大因素了：在研管线未来是否有相应的品种，接替降价带来的“业绩滑坡”。

并且，值得注意的是，虽然从医药工业的收入增速、净利润增速对比，华东医药几乎与恒瑞比肩。但华东医药的 PE 区间在 23 倍-31 倍，而恒瑞的 PE 区间为 39 倍-69 倍？

— 08 —



恒瑞 VS 华东



答案：“创新溢价”。对于医药制造企业来说，核心竞争力是研发。我们来对比下：

1) 研发布局：

华东——在研产品主要集中在糖尿病、抗肿瘤、超级抗生素、消化道、心血管、免疫抑制剂等方向，并且主打糖尿病等慢性病市场。

恒瑞——在研产品主要集中在抗癌药领域，以及麻醉药、造影剂赛道，也少量涉及糖尿病领域。

2) 研发投入：

并且，从研发投入上来看，华东医药的研发费用率处于行业较低水平，但随着近几年的不断增长，2018年已经与我们研究过的中国生物制药类似，但和恒瑞差异较大。

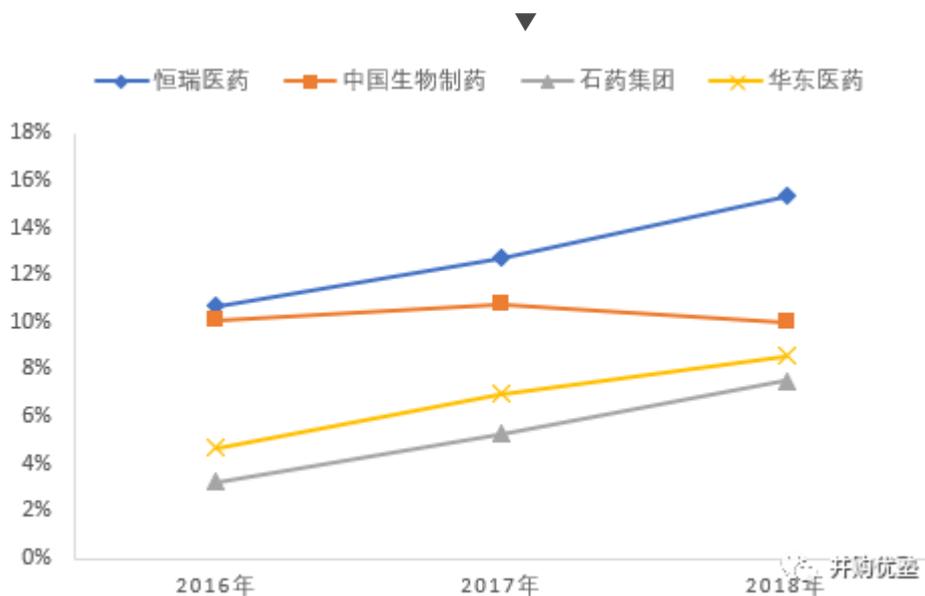


图 39: 研发费用占收入比重 (单位: %)

来源: 并购优塾

3) 创新药数量

恒瑞——创新药为主，目前有 56 个创新药在研。

华东——从创新药数量看，其在研管线里，只有 3 个创新药，分别是治疗非小细胞肺癌的**迈华替尼**；从美国引进的全球首创糖尿病新药技术口服 GLP-1 类产品 **TTP-273**；糖尿病一类新药 **HD-118**。

(2) 主要研发项目基本情况

| 产品领域 | 编号 | 项目名称 | 注册分类 | 适应症领域 | 研发进展 |
|------|----|----------|-----------|------------------|--|
| | 1 | TTP273 | 化药 1 类 | 2 型糖尿病 | 获得临床通知书，开展 I 期临床研究 |
| | 2 | HD118 及片 | 化药 1 类 | 2 型糖尿病 (DPP-4 类) | I 期药代试验建模，初步桥接成功，与 CDE 沟通咨询 |
| | 2 | 迈华替尼及片 | 化药原 1.1 类 | 非小细胞肺癌 | 罕见突变 II 期正在入组病例，2019 年下半年开展多中心 III 期临床试验 |

图: 3 款创新药来源: 公司年报

4) 在研管线 NPV/总市值

据 EvaluatePharma 《World Preview 2016, outlook to 2022》2016 年报告，其采用净现值法（NPV）对全球在研新药的市场潜力进行了评估。

2016 年，罗氏、诺华、赛诺菲、Celgene、强生等巨头的在研品种 NPV/总市值的比重，均在 20% 以上，而恒瑞处于 II/III 期的**创新药品种 NPV**（约 521 亿元人民币）占 2016 年恒瑞医药市值（约 2100 亿人民币）的比重约为 25%，和全球跨国药企的指标比较接近。

表5、全球药企在研产品线估值 (NPV) 前 10 名

| 排名 | 公司 | 在研产品线估值 NPV (亿美元) | 公司市值 (亿美元, 2017/01/15) | 在研品种 NPV/市值 (%) |
|----|---------|----------------------|---------------------------|--------------------|
| 1 | 罗氏 | 431.71 | 1772.05 | 24.36% |
| 2 | 诺华 | 240.91 | 2057.12 | 11.71% |
| 3 | 阿斯利康 | 231.6 | 902.11 | 25.67% |
| 4 | 礼来 | 196.77 | 957.73 | 20.55% |
| 5 | AbbVie | 193.64 | 1601.86 | 12.09% |
| 6 | 辉瑞 | 182.14 | 2178.04 | 8.36% |
| 7 | 赛诺菲 | 176.99 | 1157.14 | 15.30% |
| 8 | Celgene | 162.46 | 834.56 | 19.47% |
| 9 | Biogen | 136.21 | 710.46 | 19.17% |
| 10 | 强生 | 131.57 | 3915.87 | 3.36% |
| | 恒瑞医药 | 520.85 (亿人民币) | 2115.00 (亿人民币) | 24.63% |

数据来源：EvaluatePharma，兴业证券经济与金融研究院整理（恒瑞 NPV 根据 7.1 测算得到）

图：在研管线估值来源：兴业证券

同理，我们对华东医药目前在研的**迈华替尼**创新药，粗略做 NPV 估值（考虑到除迈华替尼外，其余两个创新药刚刚开始，NPV 很小，粗略不纳入计算），由于其适应症为非小细胞肺癌，且属于化药，这与恒瑞的**阿帕替尼**非小细胞肺癌适应症类似（上市时间也接近），所以，乐观假设其未来市占率与恒瑞一致，则大致的 NPV 为 36 亿左右。

因此，其在研创新药 NPV/总市值约为 8%，这一比例，与恒瑞 2016 年 25%的水平相差了 2 倍。

| | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 迈华替尼预测收入 | 2.52 | 8.18 | 13.84 | 19.51 | 25.17 | 25.17 | 25.17 | 25.17 |
| 成功上市概率 | 49.56% | 49.56% | 49.56% | 49.56% | 49.56% | 49.56% | 49.56% | 49.56% |
| 收入现值 | 0.95 | 2.81 | 4.33 | 5.57 | 6.55 | 5.98 | 5.45 | 4.97 |
| NPV | 13.61 | | | | | | | |
| NPV/总市值 | 8.05% | | | | | | | |

图：华东医药在研创新药 NPV 估值来源：兴业证券

而正是因为创新药价值存在较大差异，其估值区间才会明显低于恒瑞医药，而石药、中国生物制药也主要以仿制药为主，所以，华东医药的估值区间更接近石药，而恒瑞则在几家龙头中，享有了更高的创新溢价。



图：创新溢价
来源：理杏仁

那么，还有个问题需要解决，对于华东医药来说，其进度较快的在研品种或者即将上市的品种，是否能够像我们之前研究的中国生物制药一样，在恩替卡韦收入萎缩的同时，还能够有安罗替尼这样的爆款新品，接替放量？

— 09 —



在研管线，预测



除了创新药之外，华东医药也布局了一些仿制药，主要在糖尿病、抗肿瘤、超级抗生素、消化道等领域。

从其披露的 30 余个主要研发项目来看，其重点布局的领域为新型降糖药。不过由于目前我

国市场仍以胰岛素、阿卡波糖、二甲双胍为主要治疗品种，因此，其他品种的市场规模较小。不过，它仍覆盖了以利拉鲁肽为代表的 GLP-1（预计 2022 年上市）、以西格列汀等为代表的 DPP-4（预计 2020 年上市）、以卡格列净等为代表的 SGLT-2。可以说，实现了全品种布局。不过值得注意的是，这些产品并不是创新药，也并非首仿。只是，作为生物类似药，仿制难度比一般仿制药更大。

此处，我们选取进度较快，且市场规模较大的利拉鲁肽为代表，对其 NPV 进行预测。华东医药的利拉鲁肽，目前正处于临床三期，预计 2022 年左右能够上市。我们采用市占率法，对其进行预测： $华东医药的利拉鲁肽收入 = 我国糖尿病用药市场规模 * GLP-1 渗透率 * 利拉鲁肽渗透率 * 华东医药市占率$

1) 我国糖尿病用药市场规模——其市场规模，我们沿用上面的预测结果，根据弗若斯特沙利文预测，预计到 2028 年，我国糖尿病药物市场规模能够达到 1739 亿元，年复合增速为 13%。

2) GLP-1 渗透率——目前，我国 GLP-1 的渗透率较低，仅为 1.52%。而在美国，其渗透率则高达 14.1%。考虑到 GLP-1 大多为注射剂型，适用没有口服方便，且我国医生和患者的用药习惯仍以阿卡波糖为主。

因此，我们保守假设，GLP-1 的渗透率提升较慢，至 2028 年才可以达到美国目前水平(14%)。

3) 利拉鲁肽市占率——目前，利拉鲁肽是 GLP-1 的核心品种，市占率达到 61%。不过，考虑到新上市的索马鲁肽是口服剂型，且从临床数据上较利拉鲁肽更好，未来可能会对利拉鲁肽造成一定的冲击。

因此，我们假设近三年，利拉鲁肽的市占率维持目前水平 61%，随后逐渐降至 2018 年全球利拉鲁肽市占率 47%。

4) 华东医药市占率——目前，我国仅有原研厂商诺和诺德的利拉鲁肽上市，国内在利拉鲁肽布局的厂商约 7 家，包含中国生物制药、通化东宝等企业，其中，华东医药的进度很快，已经进入临床三期。

因此，我们假设其上市后 6 年市占率可以达到 10%，随后维持不变。

| 单位：亿元人民币（特殊说明除外） | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 利拉鲁肽 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 我国糖尿病用药市场规模 | | | | | 579.00 | 657.00 | 755.00 | 865.00 | 978.00 | 1,100.00 | 1,232.00 | 1,356.00 | 1,491.00 | 1,610.00 | 1,739.00 |
| GLP-1渗透率 | | | | | 1.52% | 3% | 4% | 5% | 7% | 8% | 9% | 10% | 12% | 13% | 14% |
| 利拉鲁肽市占率 | | | | | 61% | 61% | 61% | 61% | 59% | 57% | 55% | 53% | 51% | 49% | 47% |
| 华东医药市占率 | | | | | | | | | 2% | 3% | 5% | 7% | 10% | 10% | 10% |
| 销售收入 | | | | | | | | | 0.63 | 1.62 | 3.03 | 4.91 | 7.29 | 10.06 | 11.44 |
| ICV | | | | | | | | | | 1.59.0% | 48.2% | 61.0% | 48.4% | 38.0% | 33.7% |

图：利拉鲁肽预测来源：并购优塾

经测算，利拉鲁肽预计未来十年有 11 亿左右的规模。

另外，华东医药还有一款进度较快的降糖药——西格列汀二甲双胍，由于其预测方式相同，我们此处不再赘述，其预计未来十年也有 10 亿左右的规模。

但整体来看，短期三年至五年内，能接力阿卡波糖的重磅产品不多，因而，在悲观情境下（不考虑小品种的增长），本案利润规模确实可能存在下滑的风险。不过，通过敏感性分析，假如价格下降 55%，收入规模下降 7%，大概对应 1-2 亿的规模下滑幅度，如果乐观情境下（小品种放量很快），本案也有可能维持当前的利润规模。

也就是说，市场的“惊弓之鸟”，属于悲观情景，未考虑小品种放量很快的因素。

— 08 —



增速交叉验证



综合以上数据，《并购优塾》对本案给出以下计算数据，近三年的收入增速分别为 18.79%、16.02%、15.73%。不过，如果只用一种方法确定增速，可参考性较差。这里，我们再结合“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。



| 单位：亿元人民币（特殊说明除外） | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 14 总营业收入 | 189.47 | 217.27 | 253.80 | 278.32 | 306.63 | 364.26 | 422.61 | 489.09 | 562.42 | 640.30 | 716.16 | 790.74 | 860.44 | 919.51 | 970.03 |
| YOY | | 15% | 17% | 10% | 10% | 18.79% | 16.02% | 13.73% | 14.99% | 13.63% | 10.80% | 10.37% | 8.90% | 6.90% | 5.44% |

图 35：收入预测

来源：并购优塾

方法一：内生增速——采用预期增长率采用公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率），其近五年分红率为 42.82%，近五年平均 ROE 为 29.76%，得到内生增速为 17.02%。

方法二：外部分析师给出的增速——2019 年三季报公布后，各大卖方机构也小幅度调整了预测值，营业收入增速分别为 13.68%、11.47%、10.79%（原为 13.25%、11.45%、10.78%）。其中，光大证券为 12.96%、10.9%、11.95%；华泰证券为 18.27%、10.37%、11.48%；华鑫证券为 13.2%、11.8%、10.2%。

我们给出的增速较外部分析师略高，主要由于我们考虑到其医药商业业务在浙江省的优势地位，加之其核心产品百令胶囊、阿卡波糖仍在快速放量，因此，较外部分析师更乐观。

至此，收入拆解和预测部分，已经做完。但这其实只是估值建模万里长征的一小步，接下来，还必须仔细研究——每年的利润，到底怎么预估？利润表各大因子，该如何构建？本案未来每年的营业收入，都会花到哪些地方？

— 09 —



成本，费用



预测净利润首先要预测 EBITDA，我们将 EBITDA 率的预测拆分为三大块：成本、管理费用（含研发）、销售费用。注意，上述三部分的计算口径均剔除折旧、摊销。

先来看成本——由于其拥有医药商业、医药工业和国际医美三大业务，而这三大业务的毛利率具有较大差异。因此，我们分别对这三块业务的毛利率进行预测。

2019 年前三季度，其综合毛利率为 32.34%，同比上涨 2.93%。但是，由于其季报中并未披露各业务的毛利率情况，加之，此前我们预测的 2019 年综合毛利率 30%（不含折旧摊销），相差不大。因此，我们不对其成本率进行调整。

1) 医药商业业务

从历史毛利率来看（2014 年-2018 年分别为 6.94%、7.09%、7.29%、7.43%、7.47%），近五年呈上升趋势。

对比国内同行来看，其毛利率基本处于行业平均水平，而和国际巨头相比，国内企业的毛利率普遍较高。这主要由于国外企业已经经历了行业整合阶段，且其业务主要以纯销为主，因此毛利率较低。



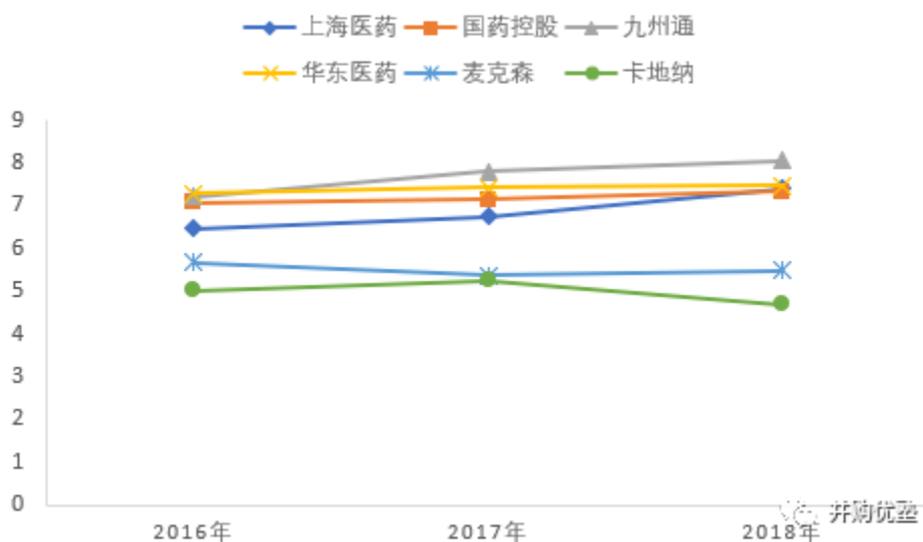


图 36: 同行业毛利率 (单位: %)

来源: 并购优塾

此处假设, 未来华东医药的医药商业毛利率维持 2018 年水平 (7.47%)。

2) 医药工业业务

从历史毛利率来看 (2014 年-2018 年分别为 84.35%、84.56%、83.68%、85.76%、86.94%), 近五年其毛利率较稳定, 呈小幅度上升状态。

对比同行来看, 华东医药的医药工业业务毛利率与恒瑞较相似, 处于行业较高水平。



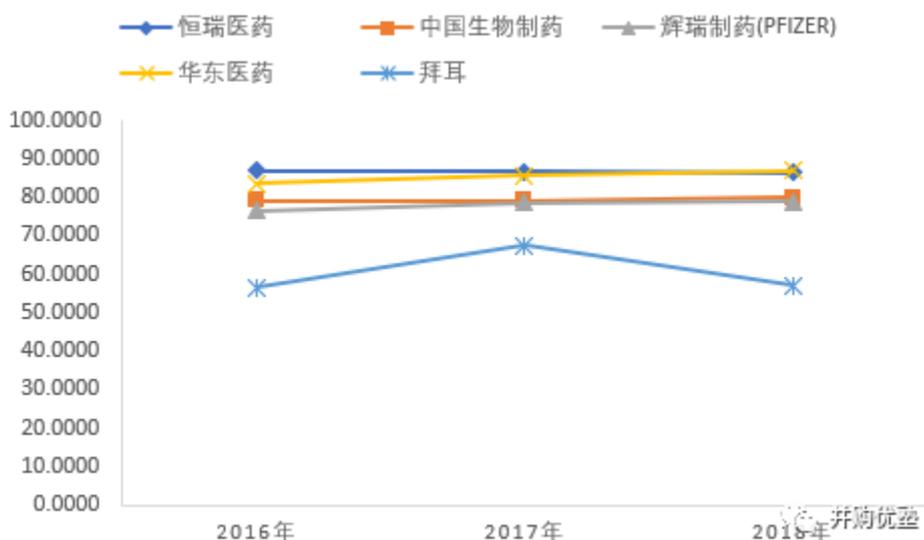


图 37: 同行业毛利率 (单位: %)

来源: 并购优塾

考虑到其医药工业业务的历史毛利率较稳定, 因此, 假设未来其毛利率维持近五年平均水平 (85.06%)。

3) 国际医美业务

从历史毛利率来看, 其 2016 年 (含 2015 年下半年) -2018 年的毛利率分别为 69.94%、72.6%、74.31%, 处于不断上升的状态。由于其收入占比较小, 对整体毛利的影响不大, 因此, 我们粗略预计毛利率维持近三年平均水平 (72.28%)。

— 10 —



其他费用



管理费用 (不含研发费用) ——管理费用主要包括职工薪酬、差旅费等。从历史管理费用占收入的比重来看 (2014 年-2018 年分别为 2.05%、2.06%、1.67%、1.93%、2.03%), 较为稳定。2019 年三季度为 2.8%, 较 2018 年同期上升 0.58%。由于变动不大, 因此, 我们不对原假设进行调整。

对比同行业来看，其管理费用率在行业平均水平。

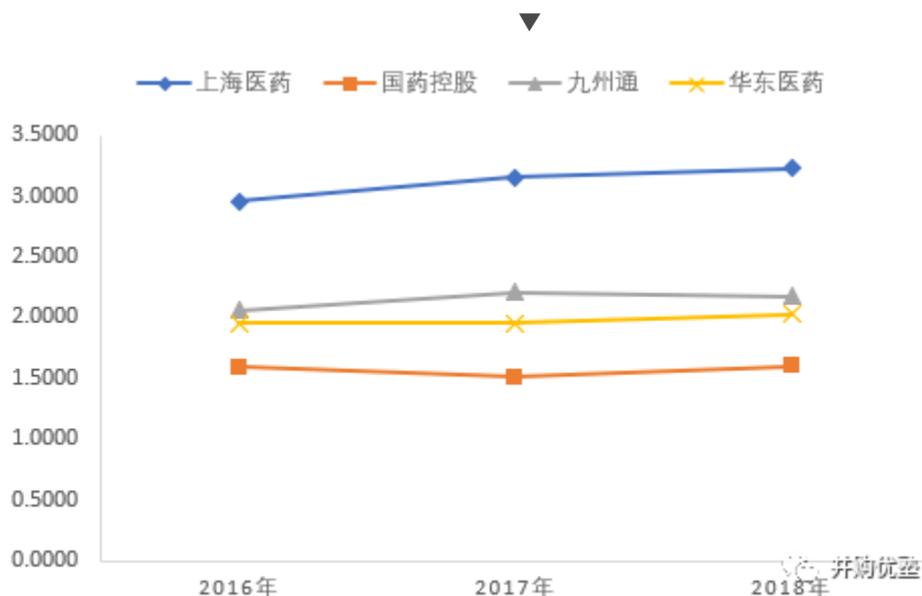


图 38：同行业管理费用率（单位：%）

来源：并购优塾

因此，《并购优塾》进行合理假设——在预测期内其管理费用率维持近五年平均水平。

研发费用——从历史研发费用占医药工业收入的比重来看（2014年-2018年分别为4.71%、4.6%、4.68%、6.96%、8.57%），处于逐年上升的状态。2019年三季度，其研发费用率为2.58%，同比上涨0.57%。由于变动不大，因此，我们不对原假设进行调整。

因此，《并购优塾》进行合理假设——在预测期内，其研发费用占医药工业收入的比重，维持2018年水平。

销售费用——主要包括差旅费、推广及市场维护费、职工薪酬等。从历史销售费用占收入的比重来看，2014年-2018年分别为11.23%、12.74%、13%、13.4%、14.01%，处于小幅度上升状态，但整体变动不大。2019年三季度，其销售费用率为16.55%，同比上涨1.99%。由于波动不大，加之季报的费用率较全年会有一些波动。因此，我们维持原假设不变。

对比同行业来看，由于华东医药拥有医药商业和工业两大业务，因此其销售费用率与同行业并不可比，较医药工业企业较低，而较医药商业企业较高。

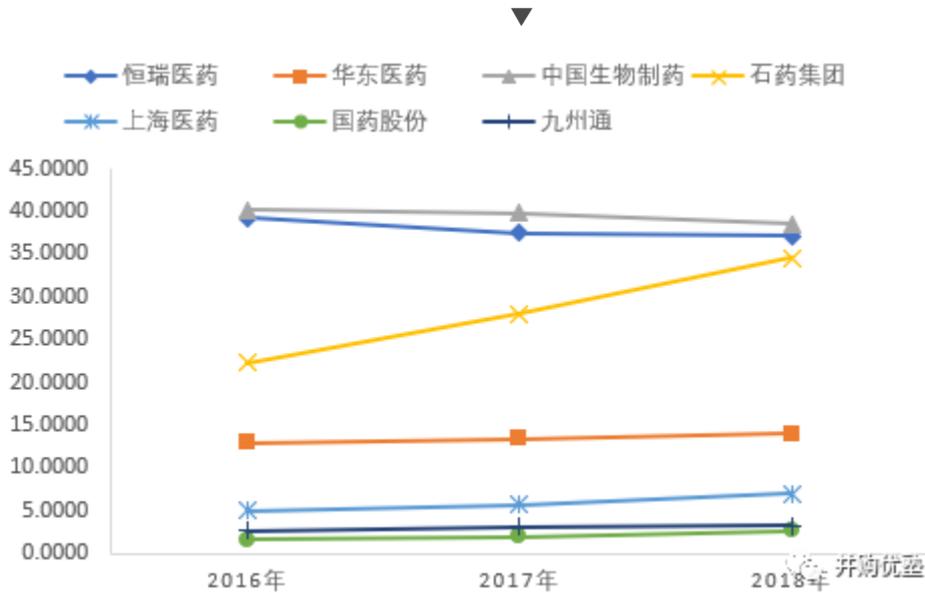


图 40: 销售费用占收入比重 (单位: %)

来源: 并购优塾

因此,《并购优塾》进行合理假设——由于其历史销售费用占收入比重虽然在上升,但由于变动不大,因此假设预测期其销售费用占收入比重维持 2018 年水平。

| 单位: 亿元人民币 (特殊说明除外) | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 本表假设 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 主营业成本/主营业务收入 (医药) | 93.02% | 92.91% | 92.71% | 92.57% | 92.53% | 92.53% | 92.53% | 92.53% | 92.53% | 92.53% | 92.53% | 92.53% | 92.53% | 92.53% | 92.53% |
| 主营业成本/主营业务收入 (医药) | 15.65% | 15.43% | 16.32% | 14.24% | 13.06% | 14.94% | 14.94% | 14.94% | 14.94% | 14.94% | 14.94% | 14.94% | 14.94% | 14.94% | 14.94% |
| 主营业成本/主营业务收入 (国际) | 0.54% | 0.65% | 0.76% | 1.03% | 0.75% | 0.75% | 0.75% | 0.75% | 0.75% | 0.75% | 0.75% | 0.75% | 0.75% | 0.75% | 0.75% |
| 营业及附加/主营业务收入 | 0.44% | 0.48% | 0.52% | 0.59% | 0.54% | 0.52% | 0.52% | 0.52% | 0.52% | 0.52% | 0.52% | 0.52% | 0.52% | 0.52% | 0.52% |
| 销售费用/主营业务收入 | 11.23% | 12.74% | 13.00% | 13.40% | 14.01% | 14.01% | 14.01% | 14.01% | 14.01% | 14.01% | 14.01% | 14.01% | 14.01% | 14.01% | 14.01% |
| 管理费用 (不含研发费用) / 主营业务收入 | 2.05% | 2.05% | 1.67% | 1.93% | 2.03% | 1.95% | 1.95% | 1.95% | 1.95% | 1.95% | 1.95% | 1.95% | 1.95% | 1.95% | 1.95% |
| 研发费用/医药工业业务收入 | 4.71% | 4.60% | 4.68% | 6.96% | 8.57% | 8.57% | 8.57% | 8.57% | 8.57% | 8.57% | 8.57% | 8.57% | 8.57% | 8.57% | 8.57% |
| 其他经营性损益 | -0.27 | 0.34 | 0.47 | 0.62 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 非经常性损益 | 0.16 | 0.38 | 0.26 | 0.18 | 0.35 | 0.00 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 所得税率 | 19.24% | 18.87% | 18.43% | 18.75% | 16.60% | 18.45% | 18.45% | 18.45% | 18.45% | 18.45% | 18.45% | 18.45% | 18.45% | 18.45% | 18.45% |

图 41: 成本费用预测

来源: 并购优塾

到这里,关于华东医药的增速、利润率两个重要的估值指标已经预测完,接下来,我们来构建资产负债表,此处,涉及到影响企业自由现金流的两大关键假设——资本支出 (Capex)、营运资本。

— 11 —



资本支出，情况如何？



华东医药的资本支出，主要用于扩建生产线、厂房等，但整体较低。2018 年资本支出较高，为 16.42 亿元，主要由于收购英国医美公司 Sinclair 及外购新药技术，导致其无形资产增长较多。根据季报数据，其资本支出未出现影响假设的因素。因此，我们对资本支出仍保持原来的假设。

因此，《并购优塾》对资本支出做出合理假设：

- 1) 由于**固定资产投入占收入的比重**较低，因此假设未来该比例保持在近五年平均水平 0.3%。
- 2) 由于新增在建工程较低，因此假设未来**维护性资本支出占上一年固定资产净值的比率**，维持近五年平均水平 29%；**在建工程转出占上一年在建工程的比重**，维持近五年（剔除 2016 年-2017 年）平均水平 81%。
- 3) 折旧分为已存固定资产折旧+新增固定资产折旧，我们假设已存固定资产折旧维持 2018 年水平不变，新增固定资产折旧按直线法折旧，折旧年限为 10 年，残值率为 5%。
- 4) 由于其 2019 年由于收购，导致其新增无形资产较高，但是从历史数据来看，其新增无形资产较低。因此，假设**新增无形资产占收入的比重**维持 2014 年-2017 年平均水平，**无形资产摊销占期初无形资产的比重**维持近五年平均水平 14%。
- 5) 由于其长期待摊费用较低，因此取其占收入比重的近五年平均水平 0.03%，**长期待摊费用摊销额占期初长期待摊费用的比重**，取近五年平均水平 57%。



| 单位: 亿元人民币 (特殊情况除外) | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资本开支 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 新增固定资产/营业收入 | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.5% | 0.3% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% |
| 在建工程: 新增在建工程 | 35% | 40% | 22% | 17% | 31% | 29.00% | 29.00% | 29.00% | 29.00% | 29.00% | 29.00% | 29.00% | 29.00% | 29.00% | 29.00% |
| 在建工程转出/上一年在建工程 | - | - | - | - | - | 0.00% | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 已停固定资产折旧 | 0.9% | 1.1% | 1.5% | 2.0% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% |
| 无形资产摊销/主营业务收入 | 0.0% | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% | 0.50% |
| 无形资产摊销/期初无形资产 | 11% | 14% | 14% | 13% | 18% | 14.00% | 14.00% | 14.00% | 14.00% | 14.00% | 14.00% | 14.00% | 14.00% | 14.00% | 14.00% |
| 新增长期待摊费用/主营业务收入 | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% |
| 长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用 | 60% | 63% | 60% | 53% | 57% | 57.00% | 57.00% | 57.00% | 57.00% | 57.00% | 57.00% | 57.00% | 57.00% | 57.00% | 57.00% |

图 42: CAPEX

来源: 并购优塾

研究至此，资本支出、折旧摊销预测完毕，我们再来看自由现金流计算的另一大变量——本案在产业链上的话语权，到底是怎样的？它能够占用其他企业的资金，进而增强自身的自由现金流，并提升自身内涵价值？

— 12 —



上下游，话语权



营运资本情况，我们分别来看：

1) 对下游话语权——主要看应收票据及应收账款、预收账款。

从历史数据来看，虽然其应收款项占收入的比重在不断下降，如果将其拆分成应收票据和应收账款来看，其中，应收票据贴现增加，使得应收票据比例下降。

2019 年三季度，其应收款项占收入的比重为 31.13%，同比上升 0.09%。由于变动不大，因此我们不对原假设进行调整。

预收账款占收入的比重为 0.24%，同比下降 1.55%。由于季报数据存在波动，且变动幅度不大。因此，我们不对原假设进行调整。



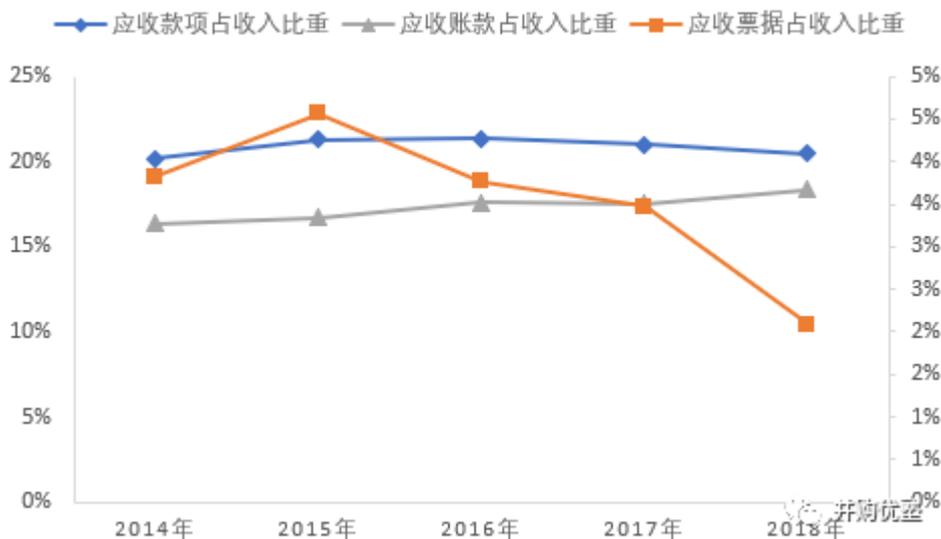


图 43: 应收款项占收入比重 (单位: %)

来源: 并购优塾

对比同行业来看, 国内医药流通企业的应收账款周转率明显低于国外巨头, 这主要由于国内医药流通企业的下游客户主要为医院, 其话语权较弱, 而国外巨头的下游为连锁药房, 话语权相对较强。而对比国内同行来看, 华东医药则处在行业较高水平。

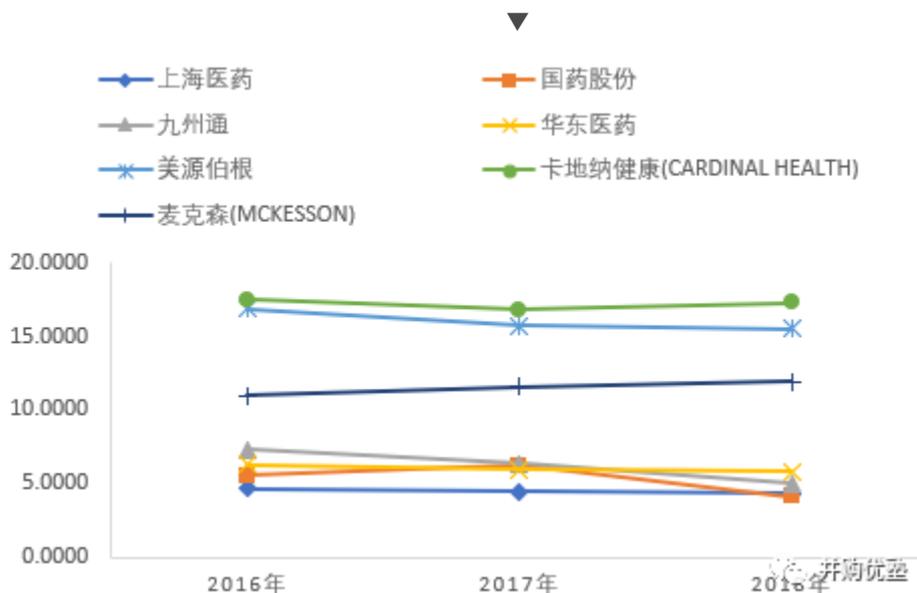


图 44: 同行业应收账款周转率 (单位: 次)

来源: 并购优塾

综上，《并购优塾》合理假设预测期内，华东医药的应收款项占收入的比重维持 2018 年水平。而预收账款方面，由于其占收入的比重较小，虽然有小幅提升，但是由于波动不大，因此假设，预测期内维持近五年平均水平 0.3%。

2) 对上游话语权——主要看应付账款、预付账款。

从历史数据来看，其应付款项和预付款项占成本的比重均比较稳定。2019 年三季度，其应付款项占成本的比重为 30.03%，同比上升 2.35%。预付款项占成本的比重为 3%，同比下降 0.34%。由于季报数据较年报存在一定差异，加之，应付款项和预付款项占成本的比重，变动不大。因此，我们维持原假设不变。

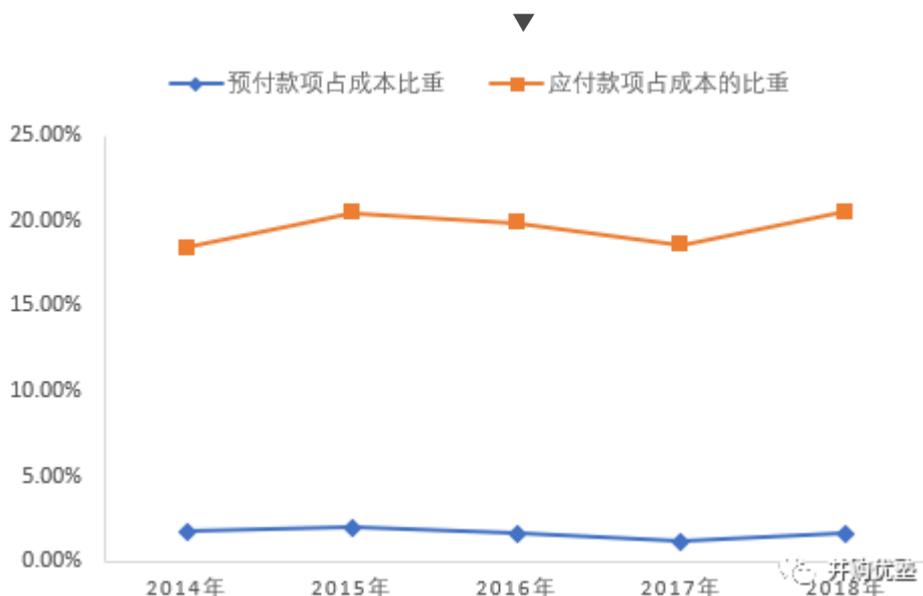


图 45：预付款项、应付款项占成本的比重（单位：%）

来源：并购优塾

对比同行业来看，国内外应付账款周转率相差不大，而华东医药处于行业平均水平。

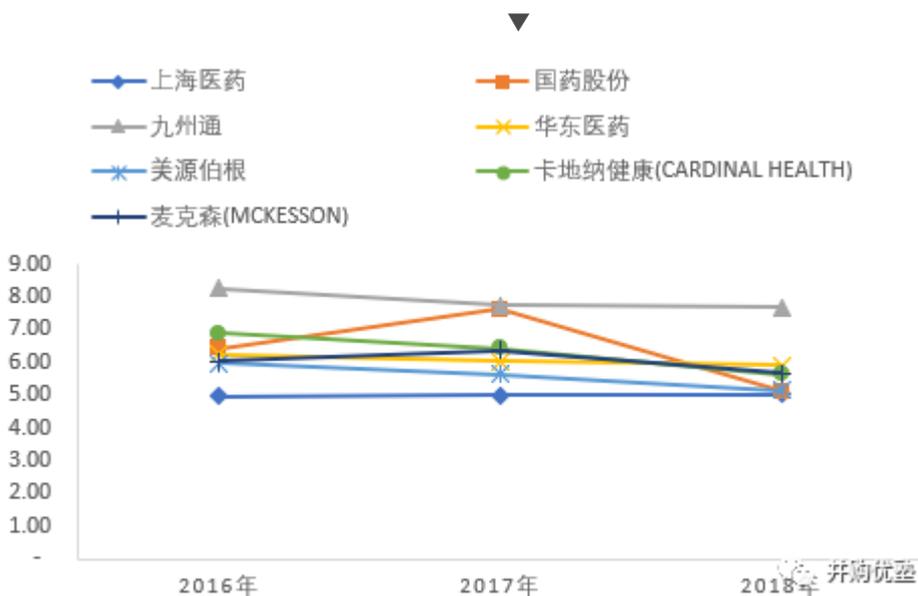


图 46: 应付账款周转率 (单位: 次)

来源: 并购优塾

综上, 《并购优塾》合理假设, 预测期内其应付款项占成本的比重维持近五年平均水平 19.73%。而由于预付账款占成本的比重由于较低, 且波动不大, 因此假设预测期内维持近五年平均水平 1.65%。

看完了话语权, 我们再来看它的营运效率到底如何——存货周转率。

从历史数据来看, 近五年华东医药的存货周转率出现小幅度下降。对比同行业来看, 国外巨头由于下游客户为连锁药房, 因此其存货周转率高于国内企业。而国药股份由于产品中有具有特许经营权的精麻类药品, 因此存货周转率较高。

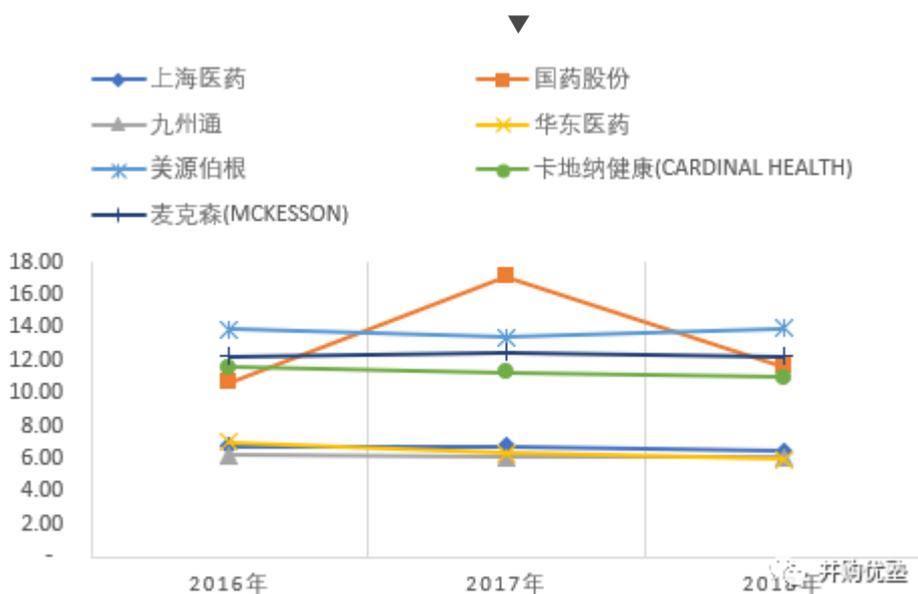


图 47: 存货周转率 (单位: 次)

来源: 并购优塾

因此, 《并购优塾》合理假设预测期内, 华东医药的存货占成本的比重维持 2018 年水平。

以上假设, 浓缩为表格数字如下:

| 单位: 亿元人民币 (特殊说明除外) | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资本假设 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 应收账款/主营业务收入 | 20.20% | 21.31% | 21.37% | 21.02% | 20.46% | 20.46% | 20.46% | 20.46% | 20.46% | 20.46% | 20.46% | 20.46% | 20.46% | 20.46% | 20.46% |
| 应付账款/主营业务成本 | 1.65% | 2.01% | 1.67% | 1.19% | 1.63% | 1.65% | 1.65% | 1.65% | 1.65% | 1.65% | 1.65% | 1.65% | 1.65% | 1.65% | 1.65% |
| 存货/主营业务成本 | 12.84% | 14.76% | 16.17% | 16.74% | 17.94% | 17.94% | 17.94% | 17.94% | 17.94% | 17.94% | 17.94% | 17.94% | 17.94% | 17.94% | 17.94% |
| 其他经营性流动资产/主营业务收入 | 0.33% | 0.17% | 0.12% | 0.17% | 0.27% | 0.19% | 0.19% | 0.19% | 0.19% | 0.19% | 0.19% | 0.19% | 0.19% | 0.19% | 0.19% |
| 应付账款/主营业务成本 | 18.32% | 20.61% | 20.02% | 18.80% | 20.69% | 19.73% | 19.73% | 19.73% | 19.73% | 19.73% | 19.73% | 19.73% | 19.73% | 19.73% | 19.73% |
| 应收账款/主营业务收入 | 0.29% | 0.27% | 0.16% | 0.27% | 0.51% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% | 0.30% |
| 其他经营性流动负债/营业收入 | 9.64% | 5.71% | 7.45% | 9.03% | 9.74% | 8.31% | 8.31% | 8.31% | 8.31% | 8.31% | 8.31% | 8.31% | 8.31% | 8.31% | 8.31% |
| 归属于母公司股东的分红/上一会计年度净利润 | 52.78% | 55.39% | 45.36% | 39.33% | 21.22% | 21.22% | 21.22% | 21.22% | 21.22% | 21.22% | 21.22% | 21.22% | 21.22% | 21.22% | 21.22% |

图 48: 营运资本占收入比重 (单位: %)

来源: 并购优塾

研究到这里, 估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后, 其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切, 都是为了进行财务建模的表格测算。



建模，如何操作？



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

- 1) **收入增速**：医药行业具有刚性需求，天花板高（中国医疗支出和美国日本水平差异巨大），并且，随着行业产业结构升级（从仿制药向创新药升级），都会利好医药制药和医药流通。
- 2) **收入驱动力**：短期来看，浙江省医药流通格局稳定，增速变化不大，而医药工业，要看百令胶囊和阿卡波糖的增速是否维持稳定增长，需要留意带量采购对阿卡波糖的放量影响；长期来看，要看研发方面是否能够加大投入，享受“创新溢价”。
- 3) **回报分析**：2016年-2018年，其ROIC（剔除现金）分别为28.9%、31.6%、31.4%。
- 4) **核心护城河**：医药商业方面，由于其具有垫资的角色，因此，其成本控制和资金运转能力是核心护城河，而医药工业方面，则是研发投入。其成本控制和资金运转能力均优于英特集团，而研发投入方面，其近几年研发费用率逐渐提升，已经与中国生物制药相近。但在创新药投入方面还要加强。
- 6) **风险因素**：现金流对营运资本、存货的覆盖率较低，产业链话语权稍弱。从目前的预期来看，阿卡波糖进入第三轮集采的可能性较大。其未来收入规模，与降价幅度高度相关。一旦降幅超预期（55%），而在研管线中，能够在短期内接替放量的产品不多，收入规模存在一定的下滑风险。这样的下滑风险，只有其他小品种快速放量才能弥补。因而，近期要密切关注其小品种放量情况。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算……

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科创板或专业版报告库，

以长江电力、海康威视、恒瑞医药为例，

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

| 长江电力 | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 资产负债表 Balance Sheet | | | | | | | | | | | | | |
| 单位：亿元人民币（特殊说明除外） | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 无形资产净值 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 资产总计 | 2,989.0 | 2,994.0 | 2,955.0 | 2,803.8 | 2,690.9 | 2,617.3 | 2,595.3 | 2,672.9 | 2,744.7 | 2,817.3 | 2,890.6 | 2,964.7 | 3,039.6 |
| 负债和股东权益 | | | | | | | | | | | | | |
| 融资缺口 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 28.9 | 32.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 短期借款 | 600.1 | 566.9 | 536.3 | 457.6 | 388.9 | 350.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 |
| 应付款项 | 2.5 | 1.9 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 其他流动负债 | 18.5 | 26.3 | 28.5 | 29.5 | 29.5 | 29.5 | 30.2 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 |
| 流动负债合计 | 621.1 | 597.0 | 568.3 | 517.5 | 452.1 | 381.1 | 346.8 | 347.5 | 347.5 | 347.5 | 347.5 | 347.5 | 347.5 |
| 长期借款 | 806.0 | 740.3 | 617.2 | 524.6 | 445.9 | 401.3 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 |
| 应付债券 | 276.6 | 301.5 | 342.7 | 291.3 | 247.6 | 222.8 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 |
| 负债合计 | 1,703.7 | 1,638.8 | 1,528.1 | 1,333.4 | 1,145.6 | 1,005.2 | 908.5 | 909.2 | 909.2 | 909.2 | 909.2 | 909.2 | 909.2 |
| 股本及资本公积 | 662.5 | 663.2 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 | 663.0 |
| 留存收益 | 622.7 | 692.0 | 763.9 | 807.5 | 862.4 | 949.1 | 1,023.8 | 1,100.8 | 1,172.6 | 1,245.1 | 1,318.5 | 1,392.6 | 1,467.4 |
| 股东权益合计 | 1,285.3 | 1,355.2 | 1,426.8 | 1,470.4 | 1,545.3 | 1,612.0 | 1,686.8 | 1,763.7 | 1,835.5 | 1,908.1 | 1,981.4 | 2,055.5 | 2,130.4 |
| 负债和股东权益总计 | 2,989.0 | 2,994.0 | 2,955.0 | 2,803.8 | 2,690.9 | 2,617.3 | 2,595.3 | 2,672.9 | 2,744.7 | 2,817.3 | 2,890.6 | 2,964.7 | 3,039.6 |
| 平衡吗？ | OK |

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

| 海康威视 | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金流量表 Cash Flow Statement | | | | | | | | | | | | | |
| (单位为百万人民币, 特殊说明除外) | | | | | | | | | | | | | |
| | 2016 A | 2017 A | 2018 A | 2019 E | 2020 E | 2021 E | 2022 E | 2023 E | 2024 E | 2025 E | 2026 E | 2027 E | 2028 E |
| 经营活动现金流 | | | | | | | | | | | | | |
| 净利润 | | | | 10,480 | 13,972 | 17,999 | 20,706 | 23,841 | 27,100 | 30,356 | 33,419 | 36,080 | 38,142 |
| 折旧 | | | | 702 | 1,010 | 1,346 | 1,712 | 2,112 | 2,477 | 2,764 | 2,966 | 3,076 | 3,088 |
| 摊销 | | | | 94 | 148 | 207 | 272 | 343 | 420 | 503 | 591 | 681 | 772 |
| 财务费用 | | | | -44 | -67 | -60 | -63 | -73 | -102 | -159 | -247 | -368 | -521 |
| (投资收益) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (非经常性或非经营性损益) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营现金流量减少【期初-期末】 | | | | -2,582 | -2,338 | -2,750 | -2,555 | -2,494 | -2,737 | -2,656 | -2,432 | -2,055 | -1,535 |
| 长期经营性负债增加【期初-期初】 | | | | 68 | 77 | 83 | 90 | 95 | 96 | 93 | 85 | 72 | 54 |
| 经营活动现金流 | | | | 8,720 | 12,802 | 16,855 | 20,163 | 23,624 | 27,254 | 30,901 | 34,381 | 37,485 | 40,000 |
| 投资活动现金流 | | | | | | | | | | | | | |
| 投资收益 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经常性或非经营性损益 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非核心资产减少 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (固定资产购置) | | | | -2,932 | -3,444 | -4,001 | -4,604 | -5,238 | -5,177 | -4,947 | -4,535 | -3,941 | -3,184 |
| (无形资产购置) | | | | -590 | -693 | -805 | -926 | -1,054 | -1,183 | -1,308 | -1,422 | -1,519 | -1,592 |
| (新增长期待摊费用) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期经营性资产减少【期初-期末】 | | | | -416 | -515 | -561 | -607 | -637 | -645 | -625 | -572 | -484 | -363 |
| 投资活动现金流 | | | | -3,938 | -4,651 | -5,367 | -6,137 | -6,929 | -7,005 | -6,880 | -6,529 | -5,945 | -5,139 |
| 融资活动现金流 | | | | | | | | | | | | | |
| (偿还期初融资缺口) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (财务费用) | | | | 44 | 67 | 60 | 63 | 73 | 102 | 159 | 247 | 368 | 521 |
| 短期借款增加 | | | | -4,104 | 440 | 478 | 520 | 546 | 553 | 536 | 490 | 415 | 312 |
| 长期借款增加 | | | | 969 | 959 | 956 | 992 | 1,022 | 838 | 639 | 422 | 188 | 85 |
| (归属于母公司股东的分红) | | | | (-5,608) | (-5,177) | (-6,902) | (-8,891) | (-10,229) | (-11,778) | (-13,387) | (-14,996) | (-16,509) | (-17,623) |
| (归属于少数股东的分红) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本与资本公积增加 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | | | | -8,700 | -3,711 | -5,396 | -7,317 | -8,588 | -10,284 | -12,053 | -13,836 | -15,537 | -17,045 |
| 净现金流 | | | | -3,919 | 4,440 | 6,093 | 6,710 | 8,108 | 9,965 | 11,968 | 14,015 | 16,003 | 17,816 |
| 期初货币资金 | | | | 26,552 | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 |
| 新增融资缺口前的期末货币资金 | | | | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 | 117,752 |
| 现金分配 | | | | | | | | | | | | | |
| 所需资金 | | | | 1,770 | 2,079 | 2,415 | 2,779 | 3,162 | 3,549 | 3,924 | 4,299 | 4,674 | 5,049 |
| 融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 期末货币资金 | | | | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 | 117,752 |

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的付费用户有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库



扫码阅读核心产品二

科创板 | 以及科技概念报告库

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法

定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。