

华东医药 (000963)

强烈推荐

行业：医药商业

主业高速增长，新业务拓展未来可期

投资要点：

- **制药板块高速增长。**在医药工业增加值增速从 12.1%降到 10%左右的情况下，公司医药工业保持了 35% 的高速增长。公司产品布局合理，坚持专注专科、在细分领域做精做强。目前公司在免疫抑制剂、糖尿病及胃肠道用药领域已形成优势的产品梯队，是品种最全、产销量最大的器官移植和糖尿病药物国产企业之一。2015 年公司百令胶囊销量突破 17 亿，增长 31%，阿卡波糖销量突破 12 亿，增长 50%。公司百令胶囊受益于科室的拓展，未来有望保持 20%-30% 的高速增长，而阿卡波糖的竞争结构良好，受益于医保降费和基药推广未来有望持续维持 30% 以上增幅。
- **新药储备丰富，超级抗生素有望放量。**公司目前在研产品较多，在研品种已超过 10 个，计划开发的主要包括心脑血管类、抗肿瘤类、糖尿病类、多肽胰岛素类、中药慢性病类以及肝病类。2015 年 11 月 27 日，公司称收到国家食品药品监督管理局总局下发的达托霉素药品注册批件和新药证书。达托霉素是继万古霉素之后上市的新一代环脂肽类抗生素，是目前治疗革氏阳性耐药菌株感染的最佳治疗药物，被誉为“超级抗生素”，目前原研药厂被暂停进口，市场处于空白期，公司作为首仿将显著受益。此外，公司的坎格列净（SGLT 抑制剂）年底有望报临床，磺达肝癸钠在等预计明年上市，肿瘤药方面，公司伊马替尼、迈华替尼等肿瘤储备品种丰富，有望在未来获得突破。
- **医药商业稳定增长，积极转型大健康产业。**公司一方面布局医疗美容健康领域，通过代理 LG 玻尿酸产品切入市场，相关业务 2015 年营收实现 100% 以上增长，在整体医美市场增长和微整形的渗透率提升，我们认为这部分业务有望实现超预期增长。另一方面通过布局健康体验馆、中药香文化、医疗美容、器械租赁、名医馆等大健康产业转型提供增值服务，在物流基地建设完成之后，公司的批发业务预计将显著提升效率，带来业绩改善。
- **给予“强烈推荐”评级。**预计公司 16-17 年收入分别达到 246 亿元、278 亿元，对应净利润 13.9 亿元、17.3 亿，每股收益 2.86 元、3.56 元，对应当前股价 PE 分别为 25 倍、20 倍。给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、免疫抑制剂产品竞争加剧导致销量增长缓慢甚至下滑；
2、医药商业部分整体行业景气度继续滑坡
3、超级抗生素推广不利

作者

署名：丁俭

S0960511030020

0755-82026718

dingjian@china-invs.cn

署名：管伟

S0960114050010

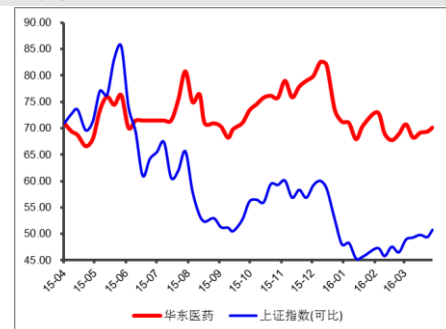
0755-82026717

guanwei@china-invs.cn

基本资料

总股本(百万股)	486
流通股本(百万股)	434
总市值(亿元)	347
流通市值(亿元)	310

股价表现



目录

一、 公司介绍	4
二 公司主要业务：生产、流通两翼齐飞	7
1. 制药板块高速发展.....	7
2. 区域流通龙头，医药商业提供业绩稳定.....	8
三 公司未来看点：主打药品持续增长，商业板块积极转型	8
1. 阿卡波糖乘胜追击，进口替代空间广阔.....	8
2. 宝刀未老，百令胶囊延续强势.....	16
3. 新药储备品种丰富，未来爆发点较多.....	17
4. 医药商业稳定增长，积极转型大健康产业.....	19
四 投资建议与盈利预测	22
五 风险提示	23

图表目录

图表 1 公司股权结构	4
图表 2 公司主要控股参股子公司	4
图表 3 公司营业收入及净利润	5
图表 4 毛利率变动	5
图表 5 每股收益及毛利率变动	6
图表 6 可比公司对比分析	7
图表 7 公司主要产品	7
图表 8 行业排名情况	8
图表 9 糖尿病引起的身体病变	9
图表 10 全球糖尿病人数估计	9
图表 11 糖尿病诊断	10
图表 12 全球糖尿病人数估计	11
图表 13 全球糖尿病人数估计	12
图表 14 糖尿病治疗	13
图表 15 欧美糖尿病治疗	13
图表 16 美国糖尿病口服药市场份额	14
图表 17 中国糖尿病口服药市场份额	15
图表 18 阿卡波糖批文	16
图表 19 阿卡波糖市场份额	16
图表 20 公司潜力重磅产品	18
图表 21 医药商业行业增速	19
图表 22 药品分类占比	20
图表 23 公司健康门店	22
图表 24 盈利预测	23

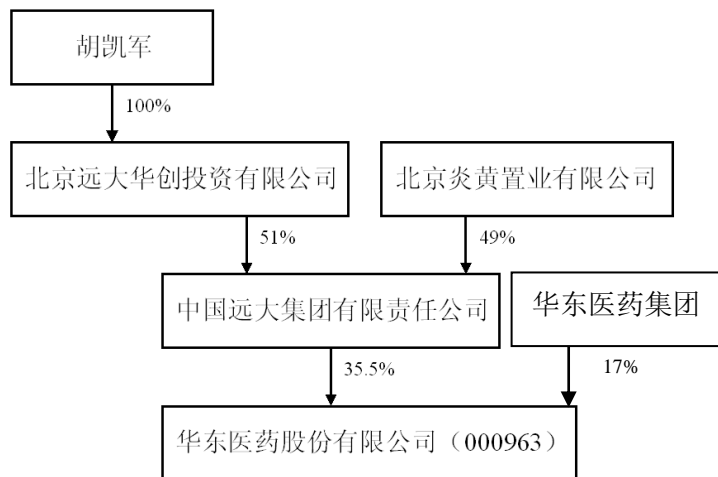
一、公司介绍

华东医药股份有限公司成立于 1993 年，1999 年 12 月公司在深交所成功上市。公司主要从事抗生素、中成药、化学合成药、基因工程药品的生产销售，以及中西药、中药材、医疗器械等的批零经销业务，是一家集医药研发、制药工业、药品分销、医药物流为一体的大型综合性医药上市公司，承担着国家、省、市政府药品特储任务。

公司前身为华东医药集团，1995 年公司和杭州医药站合并，1998 年，公司将 51% 股份受让于远大集团获得上市指标，并于 2000 年上市。公司上市后，大股东持有的为非流通的国有股，在股权分置改革中，为了补偿流通股股东，大股东提交了股改方案，拟注入资产方式补偿，然后此方案一直没有通过董事会，导致股改迟迟没有完成，2013 年大股东重新提出了新的股改方案，为上市公司提供 2 亿借款和 10 亿融资担保从而豁免股改资产注入承诺，2014 年公司通过了大股东的提案，使得股权分置改革彻底解决。股改完成之后公司于 2015 年下半年启动了增发，并于 2016 年 1 月完成了对前两大股东定向增发 35 亿元项目，对应的人民币普通股 51,998,217 股已于 2016 年 2 月 5 日在深圳证券交易所上市。公司定增成功将极大解决目前融资上的问题，充实资本金后未来有望获得更好的表现。

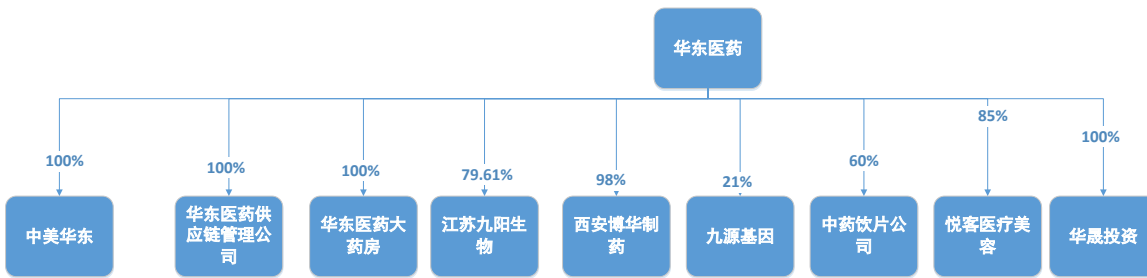
目前，中国远大集团有限责任公司和杭州华东医药集团有限公司为第一、二大股东，分别持有 35.5% 和 17.7% 的上市公司股权。其中远大集团属于战略投资者，公司的董事长、法人代表、总经理、董事会多数席位、大部分高管均来自二股杭州华东医药集团。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司年报、中国中投证券财富管理部的

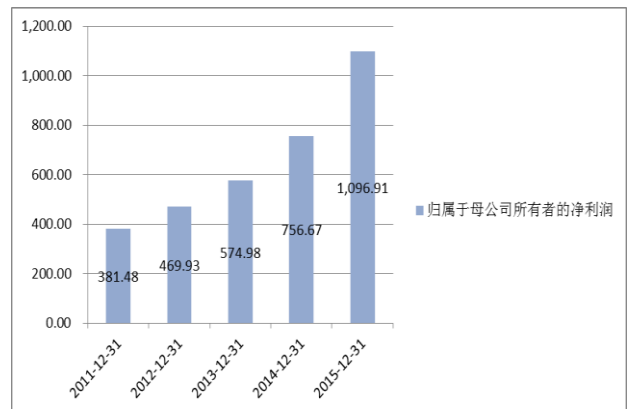
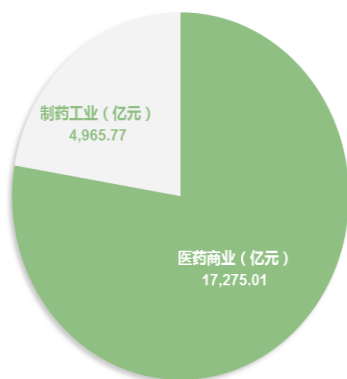
图表 2 公司主要控股参股子公司



资料来源：公司年报、中国中投证券财富管理部

公司工商业协同发展，连续多年保持稳健增长：2003~2014 年公司工业和商业收入复合增速分别为 22.4%和 20.3%。2014 年医药工业占营业收入的 19%，占毛利润的 74%。

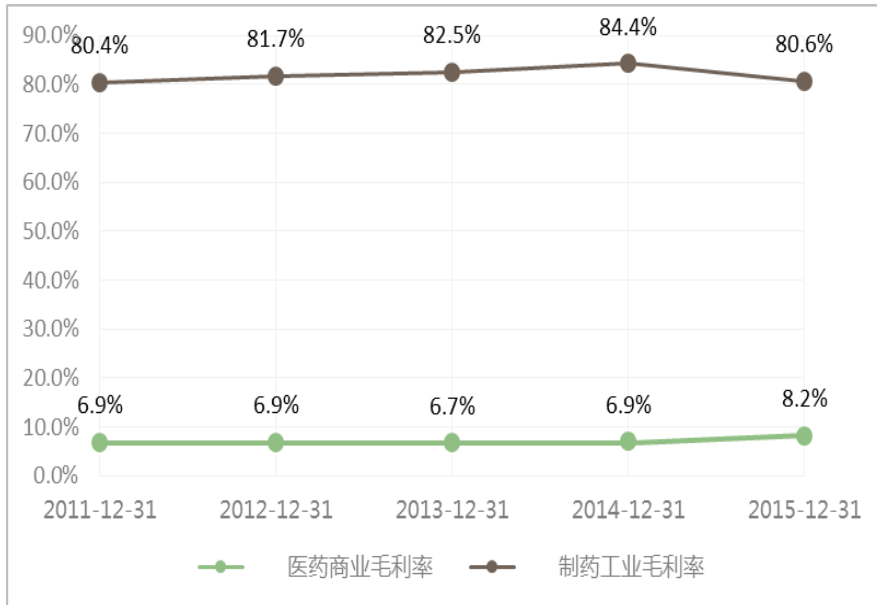
图表 3 公司营业收入及净利润



资料来源：WIND、中国中投证券财富管理部

公司业务包括医药商业和医药工业两部分，医药工业的增速较医药商业更快，主要在于公司主打产品百令胶囊和阿卡波糖快速放量。

图表 4 毛利率变动

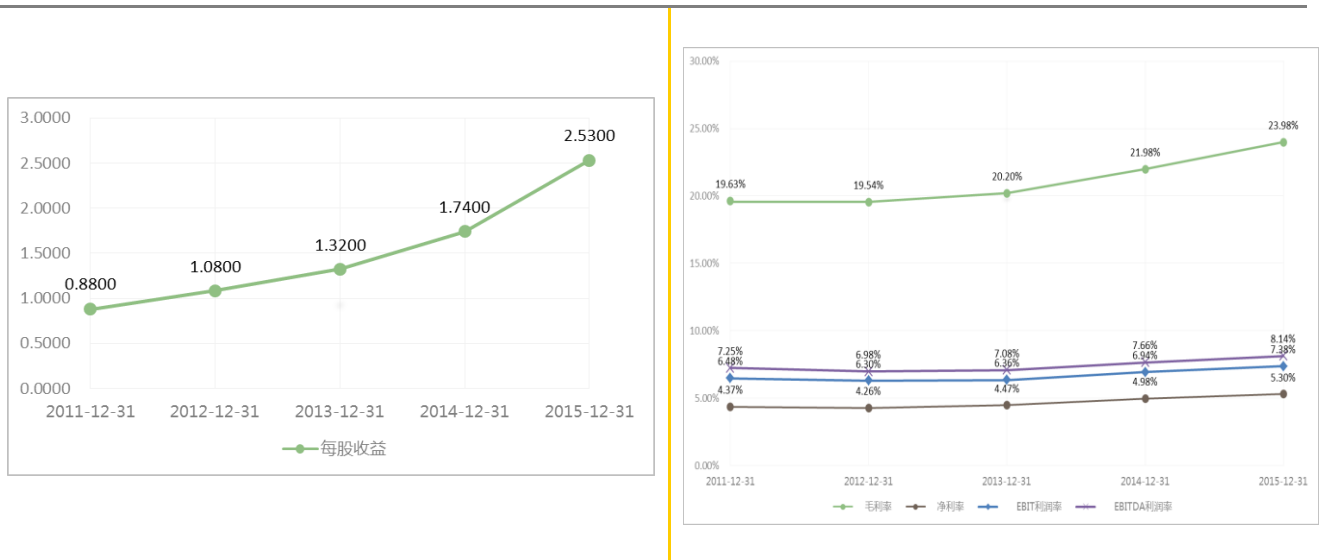


资料来源：公司公告、中国中投证券财富管理部

在整体行业不景气的状况下，公司的毛利率维持稳定，商业部分的毛利率小幅改善。

子公司中美华东享受 15% 税率，而其他公司享受 25% 税率，随着中美华东占比提升，公司整体税率呈现下降趋势。

图表 5 每股收益及毛利率变动

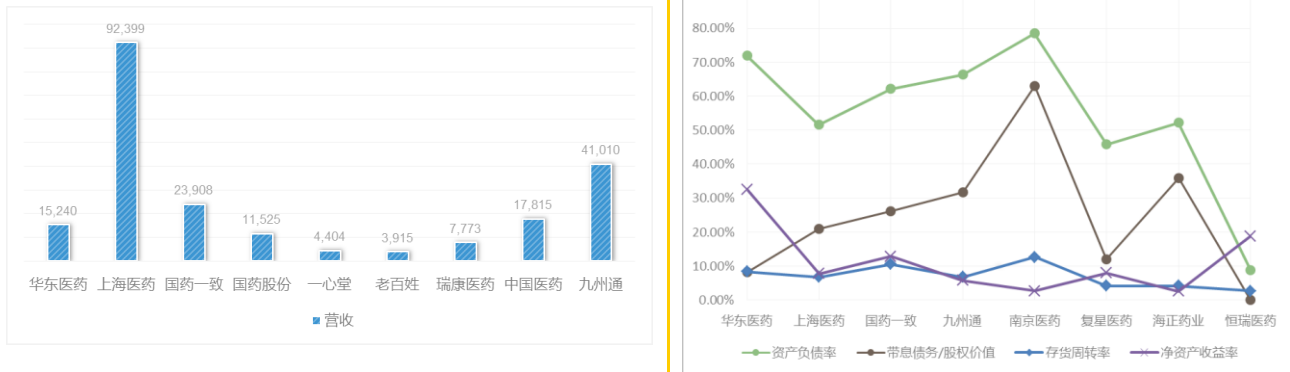


资料来源：WIND、中国中投证券财富管理部

公司每股收益稳步快速增长，在行业整体盈利不景气的情况下，公司的各项盈利指标不断提升。

公司的债务比例有所提升，但总体的偿债能力也持续提升，主要因为良好的收入能力。

图表 6 可比公司对比分析



资料来源：WIND、中国中投证券财富管理部

与行业公司对比可以看出公司整体规模属于中等，受制于股权融资资产负债率偏高，但是偿债能力保持行业平均水平，总体来看公司的净资产收益率高于行业平均水平。

二、公司主要业务：生产、流通两翼齐飞

1. 制药板块高速发展

公司拥有百灵胶囊和阿卡波糖等主打产品，同时在兼顾广度方面的同时公司深入布局，在细分领域做精做强。目前公司在免疫抑制剂、糖尿病及胃肠道用药领域已形成优势的产品梯队。同时公司的产品定位市场具有较大的潜力，未来有望持续增长。

图表 7 公司主要产品

药品名称	细分领域	销售额
百灵胶囊	发酵虫草制剂	17 亿
阿卡波糖	糖尿病	12 亿
泮托拉唑	消化系统	5.8 亿
环孢素	免疫抑制剂	3.5 亿
吗替麦考酚酯	免疫抑制剂	3 亿
他克莫司胶囊	免疫抑制剂	2.5 亿

资料来源：公司公告、中国中投证券财富管理部

公司下属的新药研究院今年成果斐然，公司目前正重点开拓抗肿瘤药物领域，同时加快开发心血管药物等药物。2014年3月公告出资受让新药研究院开发的百令疏肝胶囊和姜百胃炎片新药技术，进一步加强公司的中药品种储备。中美华东与集团新药研究院近期申报品种较多，坎格列净片、赛利司他片、依鲁替尼胶囊、非达霉素片等品种申报格局良好，有望取得先发市场优势。

2. 区域流通龙头，医药商业提供业绩稳定

公司医药商业规模和市场份处于浙江省内龙头地位，2014年居中国医药商业企业十强第8位。目前商业经销和配送网络覆盖浙江全省和周边省市。

近些年来，医保控费等政策给整个行业带来了不利影响，在此背景下公司医药商业不断改变，探索新形势下新的增长方式，克服政策带来的不利影响，公司通过重组中西药统一配送体系，以及加快推进以杭州和温州为中心的物流建设，提升了物流效率，有效的提升竞争力。

图表 8 行业排名情况

序号	企业名称	主营业务收入(万元)
1	中国医药集团总公司	22336047
2	华润医药商业集团有限公司	8844615
3	上海医药集团股份有限公司	8537600
4	九州通医药集团有限公司	4099875
5	广州医药有限公司	2874929
6	重庆医药（集团）股份有限公司	2320205
7	南京医药股份有限公司	2201828
8	华东医药股份有限公司	1894738
9	中国医药健康产业股份有限公司	1785737
10	四川科伦医药贸易有限公司	1545769

资料来源：商务部、中国中投证券财富管理部

三、公司未来看点：主打药品持续增长，商业板块积极转型

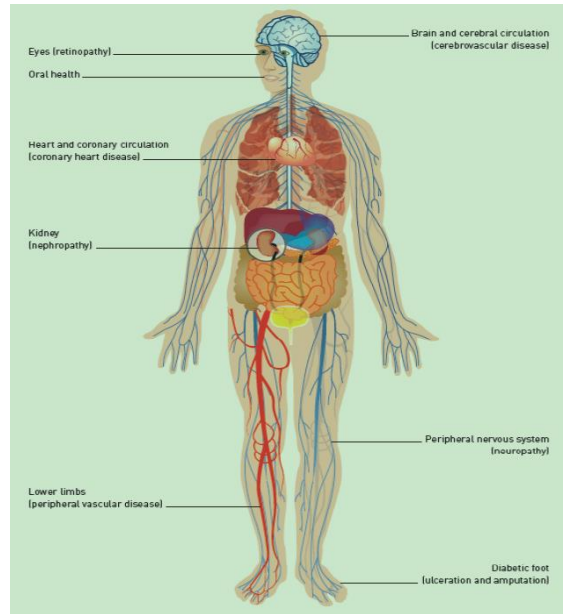
1. 阿卡波糖乘胜追击，进口替代空间广阔

阿卡波糖是公司2002年上市的品种，在2015年又收获了咀嚼片的新剂型批文，阿卡波糖为糖苷酶抑制剂，通过抑制碳水化合物在小肠上部的吸收而降低餐后血糖，达到控制餐后血糖的目的，其独特的降糖机制尤其适用于以淀粉为主食的亚洲地区。该产品临床除作为2型糖尿病血糖控制的一线用药外，还是唯一被批准用于控制糖耐量受损患者血糖水平的治疗用药，是应用范围最广泛的降糖品种。

1) 糖尿病背景资料

人体的血糖含量是稳定的，当摄入过多的糖类物质后，在肠道内，食物中的淀粉被消化成葡萄糖，进入人体血液后，血糖浓度会增加，这时胰岛素分泌会增加，血液中的胰岛素含量会增加。胰岛素含量增加到某个值时，会抑制肝糖原的分解，并将血液中的血糖送入肝脏形成肝糖原。当来自食物中的葡萄糖经过消耗减少时，血糖浓度变小，胰岛素分泌就慢慢减少。胰岛素含量减到某个值时血液中的葡萄糖会停止流向肝糖原，抑制肝糖原分解的作用结束，此后，肝糖原向血液提供葡萄糖。

图表 9 糖尿病引起的身体病变

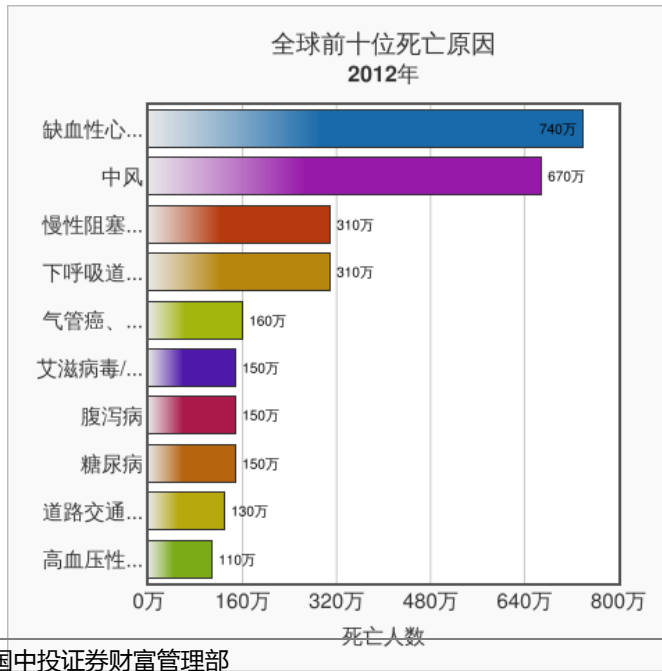


资料来源：IDF、中国中投证券财富管理部

根据中国糖尿病学会所做的调查，目前糖尿病每年大约增加 120 万例糖尿病患者，且低龄化趋势越来越明显。目前全球糖尿病患者人数众多，但诊疗率仍较低，存在“50%定律”，即有半数不知已患糖尿病，而患者中只有半数人被诊断，诊断的患者中又只有一半接受了一定程度的治疗，其中又只有一半接受良好的治疗，最后达到预期疗效的患者只有 6.25%，在发展中国家更是不到 3.2%。

根据世界卫生组织公布的死亡原因，糖尿病位于死亡原因第八位。

图表 10 全球糖尿病人数估计



资料来源：WHO、中国中投证券财富管理部

糖尿病可以分为四类：1 型糖尿病、2 型糖尿病、妊娠糖尿病以及特殊类型糖尿病。

1 型糖尿病又称为胰岛素依赖型糖尿病，是一种自身免疫疾病，自体免疫系统破坏产生胰岛素的胰腺胰岛β细胞所引起，因此患者必须注射胰岛素治疗，目前医学界对此病尚无治愈方法。详细病因不明，一般认为是基因以及病毒综合影响导致。发病人群一般为青少年。

2 型糖尿病又称为非胰岛素依赖型糖尿病，是由于细胞对于胰岛素反应降低所致，胰腺会努力产生过多的胰岛素而最终衰竭。

糖尿病患者会产生严重的紧急情况，对于 1 型糖尿病人来说，体内没有足够胰岛素造成血糖和酸过高，不及时治疗会昏迷（酮症酸中毒），对于 2 型糖尿病来说，血糖过高，但是酸不高，造成大量排尿并脱水，同样不及时治疗会昏迷（高渗性昏迷）。

一般来说，糖尿病是一种不可逆的疾病，目前所有的治疗方法都只能延缓病情，对于 2 型糖尿病，超过一半的患者在服用降糖药后 10 年内随着病情的推进都必须使用胰岛素治疗，也正因为此，糖尿病被称为“不死的癌症”。

糖尿病的诊断国际上有两套标准，第一套是美国糖尿病学会的 HbA1c（糖化血红蛋白）指标，诊断标准为 HbA1c≥6.5%。第二套是世界卫生组织使用的静脉血糖含量指标，包括空腹血糖以及餐后血糖浓度指标。

图表 11 糖尿病诊断

糖代谢分类	静脉血浆葡萄糖 (mmol/L)	
	空腹血糖	糖负荷后 2 h 血糖
正常血糖	<6.1	<7.8
空腹血糖受损 (IFG)	6.1 ~ <7.0	<7.8
糖耐量减低 (IGT)	<7.0	7.8 ~ <11.1
糖尿病	≥7.0	≥11.1

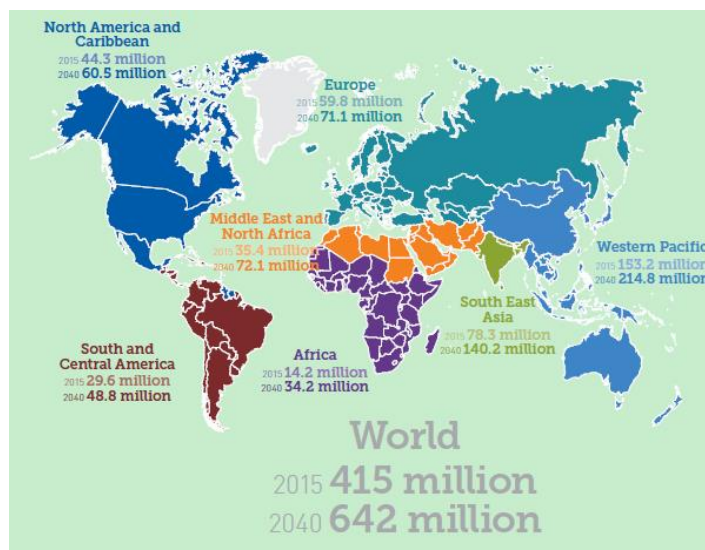
资料来源：中国糖尿病学会

HbA1c 结果稳定，变异性小，且不受进食时间及短期生活方式改变的影响，患者依从性好。2011 年 WHO 也建议在条件具备的国家和地区采用这一切点诊断糖尿病。但鉴于 HbA1c 检测在我国尚不普遍，检测方法的标准化程度不够，检测成本较高，中国采用世界卫生组织的标准。

2) 糖尿病患病率持续提升，治疗率与发达国家差距较大

根据 IDF (International Diabetes Federation) 的统计，全球共有 4.15 亿糖尿病患者，此外糖耐量受损患者约 3.18 亿。根据发达国家样本数据统计，糖尿病患者中约 87%-91%为二型糖尿病，7%-12%为一型糖尿病，妊娠糖尿病大约 1%-3%。中国 2015 年用于治疗糖尿病的支出估计大约为 510 亿美元，而参照 2014 年中国医疗服务开支总额为 35,378.9 亿元，用于糖尿病的支出占比大约为 9.93%，与 IDF 公布的全球平均值 11.9 的比例接近。然而考虑到中国巨大的患者基数，人均医疗支出远远低于发达国家，我们认为随着国家医疗民生建设的推进，未来有望获得持续提升。

图表 12 全球糖尿病人数估计



资料来源：IDF、中国中投证券财富管理部

近 30 年来，我国糖尿病患病率显著增加。1980 年全国 14 省市 30 万人的流行病学资料显示，糖尿病的患病率为 0.67%。1994 至 1995 年进行了全国 19 省市 21 万人的糖尿病流行病学调查，25~64 岁人群的糖尿病患病率为 2.5%，糖耐量异常为 3.2%。

最近 10 年，糖尿病流行情况更为严重。2002 年全国营养调查的同时进行了糖尿病的流行情况调查。通过加权分析，考虑性别、年龄、城乡分布和地区差异的因素后，估计我国 20 岁以上成年人的糖尿病患病率为 9.7%。2010 年中国国家疾病控制中心和中华医学会内分泌学分会调查了中国 18 岁以上人群糖尿病的患病情况，患病率为 11.6%。根据 IDF 预测，到 2040 年中国糖尿病患者人数将达到 1.5 亿人，比 2015 年增加 37.5%。

图表 13 全球糖尿病人数估计

Rank	Country/territory	2015 Number of people with diabetes	Rank	Country/territory	2040 Number of people with diabetes
1	China	109.6 million [99.6-133.4]	1	China	150.7 million [138.0-179.4]
2	India	69.2 million [56.2-84.8]	2	India	123.5 million [99.1-150.3]
3	United States of America	29.3 million [27.6-30.9]	3	United States of America	35.1 million [33.0-37.2]
4	Brazil	14.3 million [12.9-15.8]	4	Brazil	23.3 million [21.0-25.9]
5	Russian Federation	12.1 million [6.2-17.0]	5	Mexico	20.6 million [11.4-24.7]
6	Mexico	11.5 million [6.2-13.7]	6	Indonesia	16.2 million [14.3-17.7]
7	Indonesia	10.0 million [8.7-10.9]	7	Egypt	15.1 million [7.3-17.3]
8	Egypt	7.8 million [3.8-9.0]	8	Pakistan	14.4 million [10.6-20.4]
9	Japan	7.2 million [6.1-9.6]	9	Bangladesh	13.6 million [10.7-24.6]
10	Bangladesh	7.1 million [5.3-12.0]	10	Russian Federation	12.4 million [6.4-17.1]

资料来源：IDF、中国中投证券财富管理部

根据估计，中国有大约 5780 万左右的人为未诊断患者，占全部患者比例大约为 52.7%，相比之下美国的比例为 28%，欧洲的比例为 39%，中国的比例都有明显偏高，未来随着国家基础医疗的完善以及普及，该比例有望持续下降，带来的是已诊断人群的提升。

3) 阿卡波糖在中国处于主导地位

1 型糖尿病的治疗智能依赖于胰岛素注射，而 2 型糖尿病

糖尿病的治疗主要采取生活方式干预为基础下的药物治疗方式，比照国内外的治疗方式，可以看出从治疗用药上比较类似，都是采用四线药物的方式，当低线级药物无法达到治疗效果再使用下一线级药物。

根据 ADA 和 EASD 发布的 Guidelines for Diabetes Treatment(2015 update)，二甲双胍是一线药物，如果以最大剂量三个月复用后仍无法控制血糖水平，需要借助二线药物组合，包括胰岛素促泌剂、噻唑烷二酮类、DPP-4 抑制剂或者 GLP-1 受体激动

剂。随着糖尿病病情的演进，最终大多数人都需要使用胰岛素。

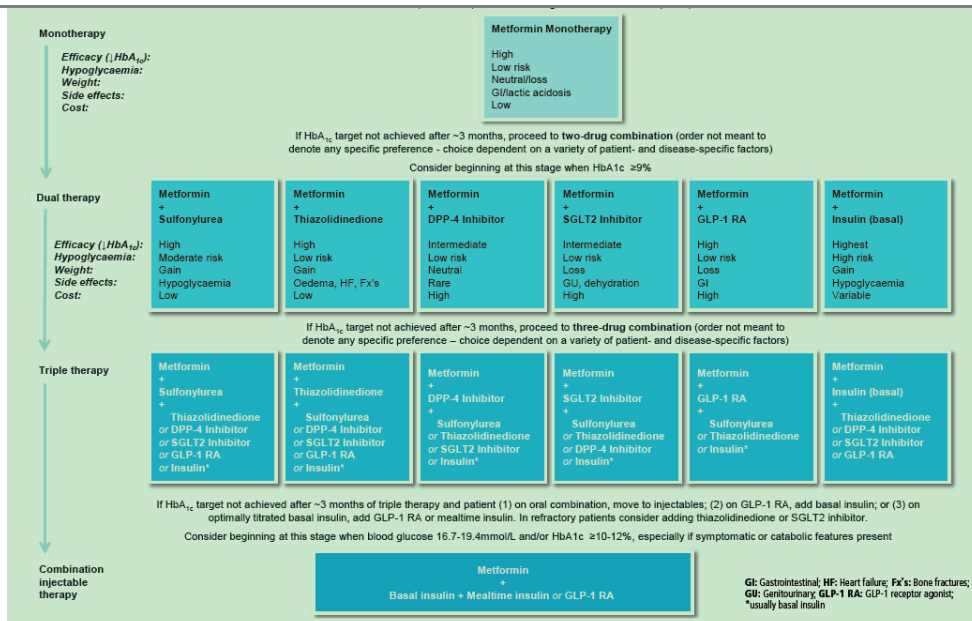
中国的推荐治疗方案中与欧美最大的不同在于一线药物中有α-葡萄糖苷酶抑制剂，它能有效延缓淀粉等多糖化合物在体内的水解，控制餐后血糖水平，适合膳食结构以淀粉为主的人群，也正是因为对餐后血糖的良好控制使得它成为我国糖尿病口服降糖药中销量最大的品种。阿卡波糖在 2013 年纳入 II 型糖尿病指南一线用药以及加入新版基药目录，享受充分红利。

图表 14 糖尿病治疗



资料来源：中国糖尿病学会、中国中投证券财富管理部

图表 15 欧美糖尿病治疗



资料来源：EASD、ADA、中国中投证券财富管理部

为了深入了解各种糖尿病治疗药物及未来发展的趋势，下面我们将各种口服药物做

一个简要的介绍：

二甲双胍：目前临床上使用的双胍类药物主要是盐酸二甲双胍。双胍类药物的主要药理作用是通过减少肝脏葡萄糖的输出和改善外周胰岛素抵抗而降低血糖。目前全年销售占糖尿病整体用药的 15.18%，原研厂商 BMS 在双胍类降糖药市场占有绝对领导地位。

α-葡萄糖苷酶抑制剂：α-糖苷酶抑制剂通过抑制碳水化合物在小肠上部的吸收而降低餐后血糖。国内上市的α-糖苷酶抑制剂有阿卡波糖、伏格列波糖和米格列醇。α-葡萄糖苷酶抑制剂适用于以碳水化合物为主要食物成分和餐后血糖升高的患者，从而成为是国内最大口服降糖药品种，而欧美国家人群以蛋白质食物为主，多表现为空腹血糖异常，α-葡萄糖苷酶抑制剂在国际上份额不高。2014 年样本医院α-葡萄糖苷酶抑制剂收入 8.41 亿元，约占国内口服降糖药 38%。

胰岛素促泌剂：包括磺脲类药物和格列奈类药物。磺脲类药物主要药理作用是通过刺激胰岛β细胞分泌胰岛素，增加体内的胰岛素水平而降低血糖。目前市场主要为第三代产品格列美脲，市场主要为外资品牌所主导，基本为赛诺菲-万安特的亚莫利所垄断，并且近几年市场占比呈上升趋势。格列奈类药物主要通过刺激胰岛素的早时相分泌而降低餐后血糖，更适合老年和糖尿病肾病患者。格列奈类药物在我国上市的有瑞格列奈、那格列奈和米格列奈，外资处于绝对垄断。

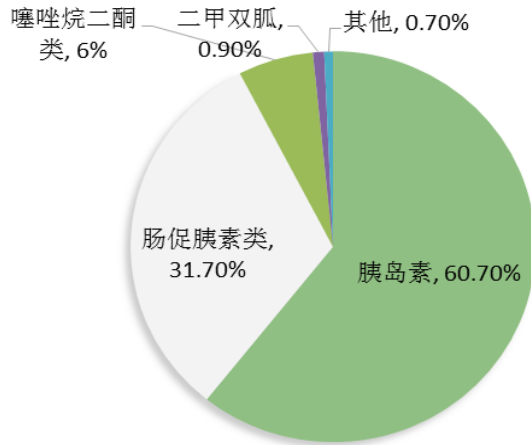
噻唑烷二酮类 (TZDs)：主要通过增加靶细胞对胰岛素作用的敏感性而降低血糖。目前在我国上市的 TZDs 主要有罗格列酮和吡格列酮。TZDs 的使用与骨折和心力衰竭风险增加相关。由于严重的副作用，此类药物推广不利。噻唑烷二酮类副作用影响使原研厂商销售受限，国内仿制药借机实现进口替代。目前太极涪陵市场占有率较高。

肠促胰岛素类：肠促胰岛素类是近些年兴起的新药，主要基于肠促胰岛素的葡萄糖浓度依赖性降糖机制。肠促胰岛素类主要有胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂和二肽基肽酶-4 (DPP-IV) 抑制剂两类。目前上市的 GLP-1 类似物主要有艾塞那肽 (Byetta) 和利拉鲁肽 (Victoza) 两种。目前已上市的 DPP-IV 抑制剂主要有：西格列汀、维格列汀、沙格列汀、利拉利汀、阿洛利汀等。

胰岛素类：胰岛素治疗是控制高血糖的重要手段。1 型糖尿病患者需依赖胰岛素维持生命，也必须使用胰岛素控制高血糖并降低糖尿病并发症的发生风险。2 型糖尿病患者当口服降糖药效果不佳或存在口服药使用禁忌时，仍需使用胰岛素，以控制高血糖并减少糖尿病并发症的发生危险。根据来源和化学结构的不同，胰岛素可分为动物胰岛素、人胰岛素和胰岛素类似物。根据作用特点的差异，胰岛素又可分为超短效胰岛素类似物、常规（短效）胰岛素、中效胰岛素、长效胰岛素（包括长效胰岛素类似物）和预混胰岛素（包括预混胰岛素类似物）。胰岛素类似物与人胰岛素相比控制血糖的能力相似，但在模拟生理性胰岛素分泌和减少低血糖发生风险方面胰岛素类似物优于人胰岛素。

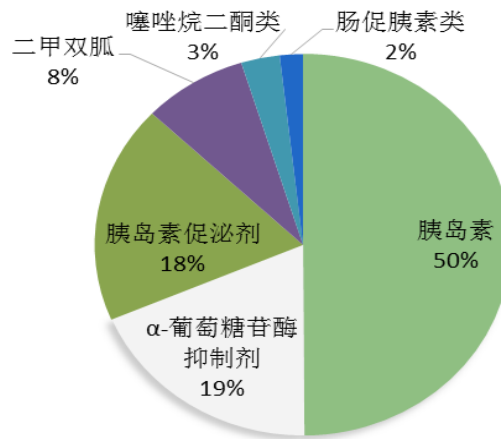
目前，欧美发达国家市场领域，胰岛素以及肠促胰岛素类占据最大比例，总计达到 84% 的市场份额，而中国主要品种为α-葡萄糖苷酶抑制剂药物和胰岛素促泌剂。

图表 16 美国糖尿病口服药市场份额



资料来源：中投证券财富管理部

图表 17 中国糖尿病口服药市场份额



资料来源：中投证券财富管理部

我们认为整个口服药市场领域，随着药厂推广以及医保纳入，未来 DPP-IV 等新药使用比例会提升，另一方面，适应中国特殊饮食习惯的α-葡萄糖苷酶抑制剂药物仍将维持稳定较高的用药比例。而噻唑烷二酮类（TZDs）由于严重的副作用未来使用比例可能会逐步降低。

4) 阿卡波糖中国竞争结构良好，进口替代空间巨大

目前国内仅有 3 家企业获得批准文号，如下图所示，其中拜耳为原研药厂。之所以仿制药厂家如此稀少，最主要的原因在于阿卡波糖原料药的获取有三大难题：

图表 18 阿卡波糖批文

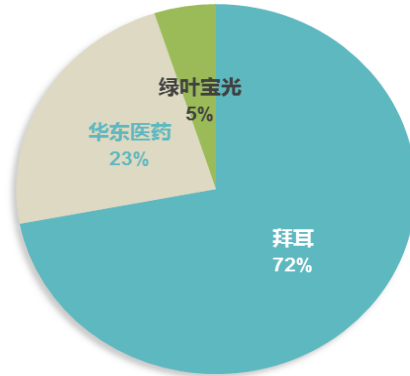
公司	剂型	规格	批准文号
拜耳	片剂	0.1g, 50mg	国药准字 H20010716, 国药准字 H19990205
华东医药	片剂	0.1g, 50mg	国药准字 H20153002, 国药准字 H20020202
	咀嚼片	50mg	国药准字 H20150012
绿叶宝光	胶囊	50mg	国药准字 H20020391

资料来源：CFDA

1. 原料药获取困难。目前阿卡波糖主要有放线菌发酵生产所得，生产上难以化学合成法获取。但阿卡波糖的原料药产能正在逐渐加大，未来这部分限制将逐步减弱。

2. 市场成熟度高，原研药厂拜耳拜唐苹在华销售采取薄利多销的销售策略，而市场的主导者拜耳和华东都有超过 10 年的市场培育，新进入者难以进行竞争，预计未来 2-3 年内阿卡波糖市场将维持目前竞争格局。

图表 19 阿卡波糖市场份额



资料来源：bloomberg

华东医药与浙江工业大学等高校合作使得在卡博平在菌种及生产工艺上接近拜唐苹，近 1/3 的药价差距促使华东医药近年来增长迅速，市占率逐步提升。我们认为随着医保控费的推进，未来华东卡博平的进口替代过程仍将继续推进。从去年的招标情况来看，拜耳已经在不少省份弃标，招标降价的压力降影响拜耳的市场份额。

2014 年拜耳拜唐苹样本医院销售额 5.67 亿元，同比增长 3.03%，放缓趋势较为明显；9 年 CAGR 为 12.33%；华东卡博平增长较为迅速，2014 年样本医院收入 1.55 亿元，同比增长 22.83%，9 年 CAGR 为 19.41%。总销售方面，公司卡博平 2014 年销售规模已突破 8 亿元，2015 年突破 10 亿，增长近 30%，预计未来 2-3 年有望达到 20 亿左右规模。

2. 宝刀未老，百令胶囊延续强势

百令胶囊，为补益剂，具有补肺肾，益精气之功效。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛；慢性支气管炎的辅助治疗。其菌种取自名贵中药材冬虫夏草，经

液体发酵精制而成的发酵冬虫夏草菌粉，具有提高机体免疫、升高白细胞、消除疲劳、抗炎、抗肿瘤等多重功效，该产品临床可用于器官移植抗排斥、肾功能衰竭、支气管炎、肝病、肿瘤等诸多领域，为中药独家保护品种。公司百令胶囊上市以来，一直保持快速增长，并在 2015 年销售收入突破 17 亿元，增长也超出了市场预期。

百令胶囊目前主要在肾内科（占 40%）及呼吸科（占 30%）销售，近两年超预期增长的原因来自适应症拓宽。北京和浙江的地方目录拓宽了该产品在呼吸科（慢阻肺、支气管哮喘、支气管炎）和肿瘤科（肺癌、肾癌）的应用。此外，随着年底竣工的江东生产基地投入使用，公司产能将支持适应症扩展带来的需求，我们认为未来有望保持更加长久的生命力。

3. 新药储备品种丰富，未来爆发点较多

公司具有较强的新药研发能力，积极布局抗肿瘤品种，公司在研品种规划全面，梯度良好。公司目前在研产品较多，在研品种已超过 10 个，计划开发的主要包括心脑血管类、抗肿瘤类、糖尿病类、多肽胰岛素类、中药慢性病类以及肝病类。公司抗肿瘤在研品种迈华替尼处在临床一期阶段，下半年有望进入二期临床研究；依鲁替尼现在也在做临床，总体进度正常；公司申报生产的磺达肝葵目前在等待现场核查通知，今年下半年有可能接受国家药监局的生产注册现场核查。这些积极因素都将推动公司步入新的增长周期。

2015 年 11 月 27 日，公司称收到国家食品药品监督管理总局下发的达托霉素药品注册批件和新药证书。达托霉素是继万古霉素之后上市的新一代环脂肽类抗生素，是目前治疗革氏阳性耐药菌株感染的最佳治疗药物，被誉为“超级抗生素”。达托霉素能用于治疗一些传统抗生素难以治疗的皮肤感染症及全身性金黄色葡萄球菌（MRSA）血液感染等难治性疾病，因此在海外深受临床欢迎。

自上世纪 40 年代青霉素正式投产至今，全球抗生素业界已经历了长达 70 年之久的充分发展，并发展到如今十几个大类和上百只产品的全盛时期。但 20 世纪末“超级细菌”（耐甲氧西林金黄色葡萄球菌）的出现，使国际抗生素工业面临前所未有的挑战。达托霉素是继万古霉素之后上市的新一代环脂肽类抗生素，被视为抗生素领域的“里程碑”式进展。在达托霉素未上市之前，医学界主要使用头孢菌素、半合成青霉素、大环内酯类新型抗生素、碳青霉烯和利奈唑酮等抗生素产品来对付耐药菌株感染性疾病，总体上看疗效不如人意。即使 20 世纪 90 年代被誉为对付耐药菌株感染最后一道防线的万古霉素，及随后上市的去甲基万古霉素等，也渐渐失去了对付耐药微生物的能力。达托霉素的抗菌机理与其它抗生素截然不同，它主要通过抑制细菌细胞壁的主要成分——肽聚糖的生物合成过程来改变细菌细胞膜的性质，以破坏后者的结构，使细菌细胞膜变得极其脆弱，而细胞膜内的胞浆等重要物质容易泄漏出来，从而达到杀菌目的。故理论上，达托霉素引起细菌耐药性的几率比其它抗生素要低得多。

达托霉素（又称潜霉素）于上世纪 80 年代由美国礼来公司最早发现并对其进行研

究。然而，礼来公司在临床研究发现，当使用高剂量的达托霉素治疗深度细菌感染的患者时，高频率给药治疗一段时间后，部分患者会出现包括骨骼肌毒性在内的严重不良反应，最终礼来公司不得不放弃该药物。1997年，卡比斯特制药公司（Cubist Pharmaceuticals）接手该项目。经过大量临床研究，发现通过低频率高剂量方式给药能够将患者的骨骼肌毒性降低到可耐受限度，从而对深度细菌感染的患者具备了临床应用的前景，具有重要的临床价值。自2003年开始，美国、欧洲、中国等主要国家和地区的药品审批机构陆续批准了卡比斯特（或者其合作公司）的注射用达托霉素，商品名为“克必信（CUBICIN）”。据报道，2013年“克必信”全球销售额超过10亿美元，跻身“重磅炸弹”级药品。2003年9月达托霉素在美国上市，2014年，达托霉素已在世界40多个国家和地区上市，收入为14.08亿美金，美国为12.48亿美金。Cubist公司生产的达托霉素注射剂“克必信”在2010年进入中国，由于价格昂贵（0.5g每支超过2000元），没有进入医保，加之原研自身推广能力有限，所以没有放量，收入大概为500万元。

2014年联邦法院判决Cubicin四项专利无效，并裁决Hospira公司最快可在2016年推出Cubicin仿制药，比预期专利到期时间提前两年。而在国内Cubicin也遭遇了同样问题。1999年卡比斯特向中国国家知识产权局提交了名称为“抗生素的给药方法”发明专利申请并授权，专利号：ZL99812498.2，2009年4月，国家知识产权局专利复审委员会（下称专利复审委）针对请求人提起的无效宣告请求，经审理对涉案专利作出无效宣告审查决定，认为涉案专利中的给药剂量、周期等与使用有关的特征属于用药过程的信息，与制药过程无关，对药物本身不产生限定作用，不能使发明的制药用途区别于现有技术的已知用途，并以涉案专利不具有新颖性为由，宣告涉案专利权全部无效。在随后的一审、二审行政诉讼中，均以专利复审委胜诉告终。2013年11月，最高人民法院针对卡比斯特就该案提起的再审申请作出裁定，再一次支持了专利复审委作出的决定，并对“给药剂量”等用药过程中的技术特征是否对制药用途发明权利要求产生限定作用给出了明确的标准。2011年8月10日，国家专利局宣布此专利无效。这也就为着，仿制药厂可以正大光明的进行仿制药的生产。

达托霉素应用领域主要是重症感染和急救，ICU病患，重大传染病等，普通感染轻易不会用。我们预测此部分市场容量在7-10亿之间，由于达托霉素良好的耐药性，我们认为在这部分市场中将处于绝对领导地位。随着价格的下调，达托推广有望在国内大面积推广，目前华东医药、海正药业同属于达托霉素的首仿厂家，领先于恒瑞医药、华北制药、浙江医药等厂家，公司于去年底拿到批文，我们预测今年下半年将会上市，由于目前药监局暂停原研药厂的进口产品，市场处于空白期，公司产品具有良好替代作用，弹性会很大。但整个市场的培育预计需要2年以上时间，短期内放量的可能性较低。

此外公司在研的储备品种丰富，重要的品种如下表所列，有望未来2-3年将上市带来公司业绩的巨大增长。

图表 20 公司潜力重磅产品

类别	产品	阶段
肿瘤	迈华替尼（小分子靶向药物）	临床
	伊马替尼（小分子靶向药物）	生产申请
	依鲁替尼（小分子靶向药物）	临床
心血管	磺达肝癸钠	生产申请
消化	埃索美拉唑	生产申请
抗生素	卡泊芬净	生产申请
糖尿病	坎格列净（SGLT 抑制剂）	临床

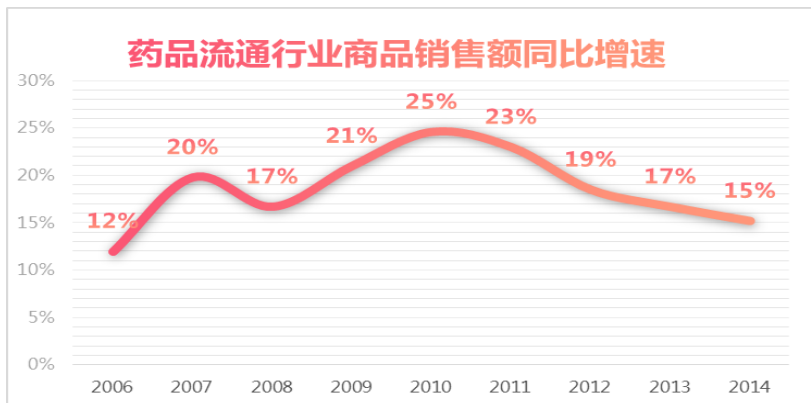
资料来源：公开资料整理

4. 医药商业稳定增长，积极转型大健康产业

1) 医药商业行业整体面临政策挤压

近年，医药反腐、药品招标、医保控费、限抗令以及取消 15%药品加成制度严重影响了医药商业的发展动力。

图表 21 医药商业行业增速

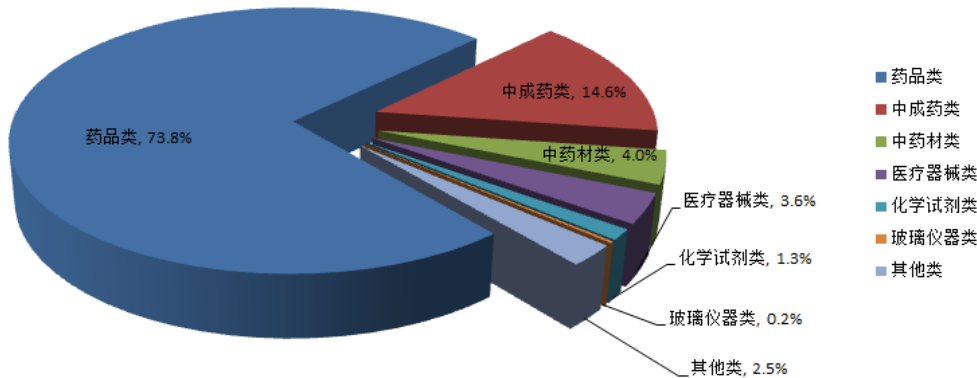


资料来源：wind，中投证券财富管理部

医药商业子行业是高度依赖下游药品销售景气度的行业，根据商务部的统计，下游药品销售占据医药商业行业 89%以上的销售额。医改近些年主要集中在药改方面，而药改主要集中在限价/降价方面，国家为了减少医疗费用开支、提高患者医疗保健水平，不断地采取“降价/限价”措施以降低药品的定价。我国 70-85%的药品是通过医院销售的。2009 年 3 月 17 日，国务院发布《关于深化医药卫生体制改革的意见》，基本药物实行公开招标采购。招标采购制度下，“药品生产者—药品经营者—医院”的传统交易关系发生了变化，药品生产者可直接与医院进行交易，但仍依赖于药品经营者的物流配送。所以药品经营者的角色将从“药品供应商”转向“服务提供者”，盈利模式将由“低进高出赚取差价”转向“从配送费率中获取合理利润”。但在招标采购执行过程中，采取了“药价孰低”的中标原则，迫使生产企业不得不降低药品出厂价（平均降幅

30%以上)，由于上游原材料和人工成本的不断上涨导致药品制造成本的不断攀升，两头的挤压是的医药流通企业利润率水平显著下降，处境困难。

图表 22 药品分类占比



资料来源：商务部，中投证券财富管理部

2) 医药商业行业竞争格局

我国的医药流通行业经历了体制上的变革，从建国后到上世纪 80 年代初，医药领域的生产和流通一直实行计划经济体制，采取计划生产和计划配送，医药流通环节全部由政府 and 国有企业控制。改革开放以后，医药市场逐渐放开，原有计划体制逐步向市场经济转型，特别是从 1999 年开始，医药商业市场向民营企业开放，众多的民营医药商业企业开始崛起，医药商业行业竞争日趋激烈，市场化程度进一步提高。

目前，除了中国医药集团下属的国药控股股份有限公司和九州通医药集团股份有限公司等少数以全国性跨区域扩张为发展战略目标的特大型医药商业企业之外，绝大多数医药商业企业布局都有一定的区域性，都选择在自己所在区域进行密集性布局和精耕细作。从区域分布来看，我国大型医药商业企业主要集中在长三角、珠三角、环渤海等经济发达地区。区域性医药商业流通企业数量众多，一部分为原各省（市）地方国有医药公司，另一部分为医药商业流通市场放开后进入的民营企业。国内目前区域性医药商业流通企业主要有：华东地区的上海医药、南京医药、安徽华源等；西南地区的桐君阁、重庆医药等；华南地区的广州医药；北京地区的北京医药集团等。另外还存在大量的业务范围只覆盖几家医院或局限于某一市县的医药批发公司。

《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》中明确指出：我国目前药品流通行业集中度低，发展水平不高，国家鼓励药品流通企业通过收购、合并、托管、参股和控股等多种方式做强做大，实现规模化、集约化和国际化经营。推动实力强、管理规范、信誉度高的药品流通企业跨区域发展，形成以全国性、区域性骨干企业为主体的遍及城乡的药品流通体系。我们认为物流在医药流通领域发展的滞后性决定了医药物流建设的重要性和必要性。规模化医药物流中心的布局，将改变当前医药流通领域的竞争态势。拥有高效物流的大型批发企业将会逐渐演变为集药品代理、配送、连锁零售为一体的医药商业集团，竞争优势逐渐增强，小型批发企业的数量将会减少，医药商业的集中度将明显增加。

公司在同行业公司中虽然营收规模处于中游，但是无论盈利能力还是净利率都是显著高于竞争对手，显示出优质的经营效率。

3) 医药商业行业未来发展趋势

要判断医药商业的未来趋势，未来几年涉及医药商业的医改内容包括：新版 GSP、医保控费深化改革、医药分离、以及鼓励医药电商，此外向新的增值业务涉足也是医药商业行业重要的增长点。

2015 年 7 月 1 日，新版 GSP 再次发布。要求细化：信息化管理，渠道和仓储温湿度，票据、冷链和药品运输环节等；责任明确：发布单位由之前的卫生部换成了国家食药监总局，厘清了监管权责。新版 GSP 的推行、特别是明确规定了“截止 2016 年 1 月 1 日，不达标企业停止药品经营活动”，对于医药流通行业的软硬件标准、准入门槛、经营质量管理、风控能力等都得到了提升和加强。高达十几万甚至上百万的硬件改造费用，中小批发企业和药店无法承担如此高的成本，不得不得不选择退出行业竞争。

目前，各省内市场份额多被的地方性龙头企业分割，这些企业根植于当地，与上下游企业、政府均有长期、深入的合作关系，市场把控能力较强。随着新版 GSP 推进以及医药招标趋严，省内中小企业的生存空间受到挤压、退出市场，而省外企业很难在短时间内进入，使得省内龙头企业将快速发展。公司目前营收占当地市场比例仅为 16.3%，我们认为未来具有较大成长空间。

另外，配送能力的大小成为制约医药流通企业发展的瓶颈。配送中心的数量、布局，决定了企业配送能力和半径的大小；配送中心项目建成投产，也会促使区域龙头不断出现。

增值服务方面，面对新医改、政府破除以药养医、药价放开等政策，药品流通企业积极探索新型服务模式，开展药房托管、集中采购组织（GPO）以及涉足大健康产业。

GPO 模式是指医院采购直接外包给开展 GPO 的公司，GPO 公司通过与医院达成委托协议帮助医院减少供应商、降低采购成本。我们认为随着整个医药体制的深化改革，未来 GPO 模式有望演变成美国的 PMB 模式。

4) 积极布局大健康领域

除了国家整体政策的影响外，浙江省公立医院开始全面实行零差率导致行业增速放缓，华东医药一方面布局医疗美容健康领域，通过代理明星医疗美容产品透明质酸切入市场，另一方面通过布局健康体验馆、中药香文化、医疗美容、器械租赁、名医馆等大健康产业转型提供增值服务。

公司于 2013 年与韩国 LG 生命科学签署了 YVOIRE 伊婉系列产品的长期战略合作协议，获得在国内的独家代理权，进军潜力巨大的美容整形产品市场。据美国美容整形外科协会（ASPS）官方数据显示，2013 年美国共有透明质酸注射项目 187 万余例，同比增长 31.5%，是全美非手术整形项目中仅次于肉毒杆菌的美容产品，占据了 2013 年

美国软组织填充物 75%的份额，近两年年均增速高达 25%。

国内透明质酸产品主要包括瑞士 Galderma 的瑞蓝 Restylane、华熙生物科技的润百颜、北京爱美客科技的逸美、LG 的伊婉、上海其胜生物的海薇和北京蒙博润生物的舒颜等。其中瑞典 Q-Med 公司的产品瑞兰 (Restylane Restylane) 于 2003 年获美国 FDA 批准，作为首个透明质酸类皮肤填充/除皱产品正式进入美国市场，2013 年年销售额高达 10 亿欧元，并于 2008 年获 SFDA 批准进入中国市场，现为国内市场份额最大的品牌透明质酸产品。公司商业经营主要控股子公司宁波公司代理的玻尿酸 2015 年销售收入突破两亿元，同比上年的九千万元销售收入取得了快速增长。我们认为公司代理的 LG 伊婉有望充分享受行业快速增长带来的优势，未来较大概率实现业绩增长。

另一方面公司通过设立门店，涉足中医保健、医疗美容、中药香销售、中老年产品以及健康保健产品销售。我们认为随着中国人口老龄化以及健康观念的不断提高，未来居民消费用于大健康的部分将持续提高，我们看好公司的商业布局。

图表 23 公司健康门店



资料来源：互联网、中国中投证券财富管理部

四 投资建议与盈利预测

公司工业和商业领域双管齐下，工业领域阿卡波糖和百令胶囊具有持续的高速增长，同时超级抗生素等新药不断出现阻力公司未来增长。商业领域公司积极布局大健康等健康领域，有望获得超越行业的增长率。公司完成股权分置改革遗留问题后，未来二级市场融资功能将恢复，同时获得大股东的持续支持，公司估值空间有望提升。

预计公司 16-17 年收入分别达到 246 亿元、278 亿元及 21.79 亿元，对应净利润

11 亿元、13.9 亿元，每股收益 2.86 元、3.56 元，对应当前股价 PE 分别为 25 倍、20 倍。

给予强烈推荐评级。

图表 24 盈利预测

关键指标	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万)	18,947.38	21,727.38	24,622.01	27,883.58
增长率(%)	13.34	14.67	13.32	13.25
归属母公司股东净利润(百万)	756.67	1,096.91	1,388.70	1,730.49
增长率(%)	31.6	44.97	26.6	24.61
EPS(摊薄)	1.74	2.53	2.86	3.56
PE	40.13	27.68	24.48	19.65

资料来源：WIND、中国中投证券财富管理部

五、风险提示

- 1、免疫抑制剂产品竞争加剧导致销量增长缓慢甚至下滑；
- 2、医药商业部分整体行业景气度继续滑坡；
- 3、超级抗生素推广不利

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

丁俭，博士，中国中投证券财富管理部研究总监，首席分析师。在金融衍生品、封闭式基金、市场估值等领域有深刻的研究。2007 年 10 月上旬，曾经成功地在市场最高点来临前夕发布估值报告，前瞻性地警示市场拐点来临的风险。2006 年曾经以领先同行的独到视角揭示了封闭式基金的巨大套利机会，发表多篇极具市场影响力的研究报告。2006-2007 年先后在证券市场周刊、中国证券报等权威证券类媒体发表文章十余篇。参与编写并正式出版《中国金融产品与服务报告 2006》、《中国金融产品与服务报告 2007》，其研究成果《基金与股指期货套利研究》在中国证券业协会 2006 年度科研课题研究成果评选中获奖。荣获世界金融实验室颁发的 2004 年度大奖，被评为“2004 年中国最具声望的 100 位证券分析师”。

管伟，中国科技大学工学硕士。2 年证券从业经验。曾在电信行业工作多年，具有丰富行业经验，并对金融市场有一定研究，善于把握宏观热点主线，挖掘有潜力个股。目前担任《中投证券金理财》等刊物编辑，同时负责跟踪 TMT、医药医疗等行业，成功推荐过数只强势个股。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富管理部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434