

## 仿制药龙头迎来自历史新机遇

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 秉承“要么唯一, 要么第一”经营理念, 构建一流产品线: 阿卡波糖国内品牌第一; 三大主流免疫抑制剂国内品牌第一; 泮托拉唑国内品牌第一; 百令胶囊国内唯一。我们认为公司在控费和仿制药一致性评价的大背景下, 逐步侵蚀跨国药企市场份额, 实现进口替代, 有望在竞争中成为最终受益者。
- **糖尿病药物:** 阿卡波糖为 II 型糖尿病一线用药。阿卡波糖进入 2012 年新版基药目录后, 发力基层市场, 销售持续攀升, 公司市场份额不断上升对应拜耳市场份额持续下降, 2015 年公司重点医院市场份额为 24%, 进口替代持续, 预计未来三年 CAGR 维持 30% 以上。为延长阿卡波糖系列生命周期, 公司申报新剂型咀嚼片, 并已经获批, 后续将有产品线研发和外延预期, 长期有望打造糖尿病用药全系列产品线。
- **免疫抑制剂:** 三大主流品种均是国内品牌第一。作为国内器官移植术后抗排斥用药的龙头企业, 拥有最全的一线用药产品线。2015 年, 公司免疫抑制剂在重点医院市场份额占到 21%, 仅次于安斯泰来。其中环孢素市场份额已经超越诺华, 跃升第一; 他克莫司、吗替麦考酚酯份额持续攀升, 超越原研厂商可期。
- **消化系统用药:** 行业第二, 进口替代。消化性溃疡药主打品种泮托拉唑市场份额 19%, 相比原研厂商奈科明 26%, 赶超指日可待。埃索美拉唑预计 2017 年获批, 公司消化系列产品线将得到丰富。
- **达托霉素市场空间广阔, 未来具备成为大品种潜力。** 在 2012 年全球销售额已达到 8 亿美元, 2014 年, 达托霉素已在世界 40 多个国家和地区上市, 销售额合计为 14.08 亿美元, 预计公司首仿上市, 未来收入可达 5 亿元人民币。
- **百令产品线: 产能瓶颈缓解后收入有望翻番。** 2015 年收入超 17 亿元, 增速超 30%, 预计 2016 年收入突破 20 亿元。百令产品供不应求, 主要矛盾是产能不足, 随着适应症拓宽和下沙新基地投产, 长期 25% 复合增长可期。
- **“三流合一”促医药商业格局重构。** 浙江省试点“三流合一”平台, 目的在于压缩多余过票环节, 且回款周期缩短为 30 天, 如果严格实施, 将大大提高商业公司资金周转效率, 龙头公司在趋严的控费政策下将因集中度提升而愈发强大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计未来三年归母净利润将保持 25% 以上复合增长率, 我们采取分部估值法, 对公司工业给予 31 倍 PE、商业部分 21 倍 PE, 对应目标价为 83.27 元, 维持“买入”评级。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	21727.38	24888.53	28460.27	32458.92
增长率	14.67%	14.55%	14.35%	14.05%
归属母公司净利润(百万元)	1096.91	1384.96	1791.88	2340.52
增长率	44.97%	26.26%	29.38%	30.62%
每股收益 EPS(元)	2.26	2.85	3.69	4.82
净资产收益率 ROE	35.52%	35.10%	35.02%	35.61%
PE	28	22	17	13
PB	9.61	7.59	5.94	4.67

数据来源: Wind, 西南证券

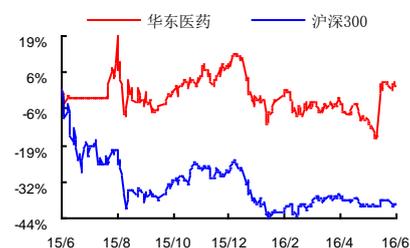
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃  
执业证号: S1250515080001  
电话: 021-68413878  
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 陈进  
电话: 021-68416017  
邮箱: cj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.86
流通 A 股(亿股)	4.86
52 周内股价区间(元)	61.35-87.66
总市值(亿元)	311.56
总资产(亿元)	135.31
每股净资产(元)	14.14

### 相关研究

1. 华东医药(000963): 阿卡波糖过 10 亿, 百令销售创新高 (2016-03-18)
2. 华东医药(000963): 国内首家达托霉素生产获批企业 (2015-11-27)
3. 华东医药(000963): 业绩稳健增长, 平稳中有亮点 (2015-10-22)
4. 华东医药(000963): 优质白马, 稀缺标的 (2015-08-14)

## 投资要件

### 关键假设

- 1、预计重点品种阿卡波糖基层市场开拓顺利，不断实现进口替代，未来 3 年收入增速保持在 30%左右；
- 2、预计百令胶囊新产能下半年顺利投产，产能问题缓解，收入增速保持在 25%左右；
- 3、预计未来器官移植数量将有所上升，免疫抑制剂产品线收入增速将保持较快增长；
- 4、预计公司各业务毛利率水平基本维持稳定。

### 我们区别于市场的观点

1、我们通过对阿卡波糖、环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯重点品种在重点医院的销售数据与外资竞争对手进行分析和比较，一致的结论是外资份额的下降和公司份额的上升。而在基层市场的优势更为明显。我们乐观推测随着未来基药招标的渐次展开，公司上述几大品种有望逐渐超越原研厂商在华市场份额；

2、我们认为公司在医保控费的大背景下，是最直接受益者。医药工业方面：市场普遍担心招标价格面临较大的压力，我们认为公司作为仿制药龙头，在仿制药一致性评价严格实施的大背景下，公司能率先通过一致性评价，在质量层次对标原研的情况下，若招标价格面临压力，则原研面临更大的压力，即便价格下降，公司也能以价换量，从而获得更多的市场份额；医药商业方面：市场盛传的“一票制”只是浙江省试点的“三流合一”平台，目的在于压缩不必要的过票环节，且平台回款周期缩短为 30 天，大大提高商业公司资金周转效率。

### 股价上涨的催化因素

- 1、2016 年各省基药招标的渐次开展，公司积极推进达托霉素等品种招标；
- 2、2016 年中报业绩或超预期；
- 3、磺达肝癸钠注射液的获批。

### 估值和目标价格

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.85 元、3.69 元、4.82 元，对应 PE 分别为 22 倍、17 倍、13 倍，未来三年将保持 25%以上复合增长率，我们采取分步估值法，对公司工业给予 31 倍 PE、商业部分 21 倍 PE，对应目标价为 83.27 元，维持“买入”评级。

### 投资风险

- 1、浙江省控费政策对医药商业影响或超预期；
- 2、公司药品招标价格或大幅降低。

## 目 录

1. 拥有大品种的工商业一体化龙头 .....	1
2. 糖尿病产品线进口替代，阿卡波糖基层增速超 50%.....	6
2.1 糖尿病药物市场规模全球第二.....	6
2.2 阿卡波糖为 II 型糖尿病一线用药.....	10
2.3 伏格列波糖丰富糖尿病用药产品线.....	13
3. 免疫抑制剂产品线为公司进口替代第二大品类.....	14
3.1 免疫抑制剂市场空间大，竞争格局好.....	14
3.2 环孢素国内市场份额已跃居第一.....	16
3.3 他克莫司增速较快，挤占原研厂商空间.....	17
3.4 吗替麦考酚酯，罗氏与华东两家独大.....	19
3.5 未来免疫抑制剂增长驱动来自适应症拓宽.....	20
4. 达托霉素：超级细菌终结者.....	20
5. 消化道系列产品线：行业第二，进口替代.....	23
6. 百令产品线：产能瓶颈缓解后收入有望翻番.....	24
7. 后续产品储备：补充现有产品线，积极开拓新领域.....	25
8. “三流合一”促医药商业格局重构.....	27
9. 盈利预测与估值.....	29
9.1 盈利预测基本假设.....	29
9.2 绝对估值.....	30
9.3 相对估值.....	32
10. 风险提示.....	33

## 图 目 录

图 1: 公司 2015 年主营业务结构情况 .....	2
图 2: 公司 2015 年主营业务毛利情况 .....	2
图 3: 公司 2006 年以来营业收入及增速 .....	3
图 4: 公司 2006 年以来净利润及增速 .....	3
图 5: 公司 2015 医药工业收入构成 .....	3
图 6: 公司 2015 年医药商业收入构成 .....	3
图 7: 公司医药工业主要产品市场份额及市场增长率情况 .....	4
图 8: 华东医药股权结构 .....	4
图 9: 公司工业产能和生产布局情况 .....	5
图 10: 各类药物市场规模 .....	6
图 11: 全球糖尿病药物市场分布 .....	6
图 12: 全球糖尿病市场规模及增速 .....	7
图 13: 我国糖尿病市场规模及增速 .....	7
图 14: 2015 年全球主要国家糖尿病人均治疗费用比较 (美元) .....	7
图 15: 2015 年全球前十大糖尿病大国 (百万人) .....	8
图 16: 糖尿病诊疗率-50%定律 .....	8
图 17: 2012 年全球糖尿病治疗药物企业市场份额 .....	8
图 18: 2015 年我国糖尿病治疗药物企业市场份额 .....	8
图 19: 我国糖尿病治疗药物分剂型份额情况 .....	9
图 20: 糖尿病药物发展史 .....	10
图 21: 口服降糖药分类及代表品种 .....	10
图 22: 2013 年国内口服降糖药竞争格局-按厂家 .....	11
图 23: 2012 年国内口服降糖药竞争格局-按品种 .....	11
图 24: 2006-2015 年重点医院阿卡波糖收入及增速 .....	11
图 25: 2015 年重点医院阿卡波糖竞争格局 .....	11
图 26: 2006-2015 年拜耳阿卡波糖重点医院销售情况 .....	12
图 27: 2006-2015 年华东阿卡波糖重点医院销售情况 .....	12
图 28: 2006-2015 年伏格列波糖重点医院销售情况 .....	13
图 29: 2015 年伏格列波糖重点医院竞争格局 .....	13
图 30: 2006-2015 年 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂重点医院销售情况 .....	14
图 31: 2015 年 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂重点医院竞争格局-按品种 .....	14
图 32: 2006-2015 年免疫抑制剂重点医院销售情况 .....	15
图 33: 2015 年免疫抑制剂重点医院竞争格局 .....	15
图 34: 各国器官捐献率对比 .....	15
图 35: 国内免疫抑制剂竞争格局-按大类 .....	16
图 36: 2015 国内免疫抑制剂竞争格局-按品牌 .....	16
图 37: 2006-2015 年重点医院环孢素销售情况 .....	17
图 38: 2015 年国内重点医院环孢素竞争格局 .....	17
图 39: 2006-2015 年中美华东重点医院环孢素销售情况 .....	17

图 40: 中美华东国内重点医院环孢素市场份额变化 .....	17
图 41: 2006-2015 年重点医院他克莫司销售情况 .....	18
图 42: 2015 年国内重点医院他克莫司竞争格局 .....	18
图 43: 2009-2015 年中美华东重点医院他克莫司销售情况 .....	18
图 44: 中美华东国内重点医院他克莫司市场份额变化 .....	18
图 45: 2006-2015 年重点医院吗替麦考酚酯销售情况 .....	19
图 46: 2015 年国内重点医院吗替麦考酚酯竞争格局 .....	19
图 47: 2006-2015 年中美华东重点医院吗替麦考酚酯销售情况 .....	19
图 48: 中美华东国内重点医院吗替麦考酚酯市场份额变化 .....	19
图 49: 环脂肽类抗生素结构 .....	21
图 50: 达托霉素快速杀菌 .....	21
图 51: 对静止生长期金黄色葡萄球菌杀菌比较 .....	22
图 52: 达托霉素与万古霉素临床成功率比较 .....	22
图 53: 2005-2015 国内重点医院万古霉素收入情况 .....	22
图 54: 2010-2015 国内重点医院达托霉素收入情况 .....	22
图 55: 国内重点医院万古霉素竞争格局 .....	23
图 56: 达托霉素中标均价变化 .....	23
图 57: 2006-2015 年泮托拉唑重点医院销售情况 .....	23
图 58: 2015 年泮托拉唑重点医院竞争格局 .....	23
图 59: 2008-2015 年百令胶囊销售情况 .....	24
图 60: 百令胶囊中标价情况 .....	24
图 61: 2006-2015 年三费情况 .....	27
图 62: 主要医药工业企业研发费用率比较 .....	27
图 63: 近 5 年公司医药商业销售情况 .....	28
图 64: 近 5 年公司医药商业毛利率情况 .....	28

## 表 目 录

表 1: 华东医药主要子公司情况 .....	1
表 2: 糖尿病四大类型 .....	9
表 3: 阿卡波糖各省市中标价比较（比较标准：50mg*30，标星号为 50mg*45 规格） .....	12
表 4: 公司阿卡波糖新剂型注册进度 .....	12
表 5: 器官排斥反应治疗方案 .....	16
表 6: 主要厂商环孢素中标价格比较 .....	17
表 7: 主要厂商他克莫司中标价格比较 .....	18
表 8: 主要厂商吗替麦考酚酯中标价格比较 .....	19
表 9: 达托霉素注册基本信息 .....	20
表 10: 达托霉素其他国内厂家注册情况 .....	20
表 11: 达托霉素与万古霉素对菌血症或自体瓣膜感染性心内膜炎用药比较 .....	21
表 12: 百令胶囊适应症 .....	25
表 13: 公司制剂产品线 .....	25
表 14: 公司业务分拆收入预测（百万元） .....	29
表 15: 绝对估值假设条件 .....	31
表 16: FCFE 估值结果 .....	31
表 17: FCFE 估值敏感性分析 .....	31
表 18: 工业可比上市公司盈利预测 .....	32
表 19: 商业可比上市公司盈利预测 .....	32
附表: 财务预测与估值 .....	34

## 1. 拥有大品种的工商业一体化龙头

华东医药是浙江省医药商业龙头，在商业基础上，公司积极发展医药制造业，公司是口服降糖药和国内免疫抑制剂行业龙头，在医保控费大背景下，进口替代效应明显，市场份额逐年上升，市场潜力巨大。

公司医药工业主体是杭州中美华东制药有限公司，主营制剂和原料药生产，是公司工业收入的主要来源，2015 年中美华东实现收入 47.36 亿元，实现净利润 8.82 亿元，占归母净利润的 80%。

工业方面控股 60% 的华东中药饮片子公司主要从事中药饮片业务、控股 79.61% 的九阳生物子公司主要从事原料药和生物制品业务、还有业务占比相对较小的西安博华和陕西九州。

医药商业批发业务主体为母公司，武汉、广东、湖州、宁波、绍兴、温州等控股子公司作为商业批发补充。华东大药房和华东武林大药房主要从事医药零售业务。

华东医药还控股了华晟投资、德清天润、供应链管理(杭州)等子公司，主要从事投资、咨询、供应链管理等业务，业务占比均较小。

**表 1：华东医药主要子公司情况**

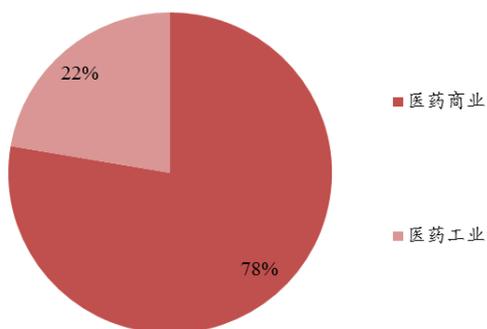
产业分类	主要子公司	主营	股权比例	2015 年收入	2015 年净利润
医药制造业	杭州中美华东制药有限公司	制剂、原料药生产	100%	45.60 亿	8.82 亿
	杭州华东中药饮片有限公司	中药饮片、收购中草药、药材机械修理	60%	2.95 亿	1472.71 万
	华东医药(杭州)百令生物科技有限公司	药品生产	100%		
	华东医药(西安)博华制药有限公司	制剂的生产、销售、售后服务及对外进出口贸易	100%		
	江苏九阳生物制药有限公司	原料药、生物技术、生物制品、生物物质提取机械及配件	79.61%		
	陕西九州制药有限责任公司	制剂的生产和销售、自营和代理商产品的进出口业务	65%		
	杭州九源基因工程有限公司	基因工程药品、生化药品研发、生产和销售	21.06%		
医药商业批发	华东医药湖州有限公司	中药材、中药饮片、中药饮片、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品的批发	100%		
	华东医药宁波销售有限公司	抗生素制剂、生化药品的批发	100%		
	华东医药宁波有限公司	中成药、化学药制剂、抗生素、生化药品、生物制品、疫苗的批发等	51%	10.35 亿	1.09 亿
	华东医药绍兴有限公司	中成药、抗生素、抗生素原料药、化学药制剂、化学原料药、生化药品、生物制品	60%		
	华东医药丽水有限公司	医药批发	60%	6 亿	

产业分类	主要子公司	主营	股权比例	2015 年收入	2015 年净利润
	华东医药(杭州)生物制品有限公司	生物制品批发等	100%		
	华东医药温州有限公司	中药材,中药饮片,化学制剂等批发	40%	18.27 亿	2278.13 万
医药商业零售	杭州华东大药房连锁有限公司	生化药品、生物制品、诊断药品、化学药制剂、中成药、中药材、化学试剂等销售	100%		
	杭州华东武林大药房有限公司	处方药与非处方药、中药材、中成药、中药饮片、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品、生物制品的零售	100%		
其他	杭州华晟投资管理有限公司	医药及相关产业的实业投资和投资管理, 委托理财、投资管理的咨询等	100%		
	华东医药德清天润有限公司	医药知识咨询服务	95.52%		
	华东医药供应链管理(杭州)有限公司	医药供应链技术的管理和咨询	100%	1.00 亿	857.87 万
	宁波惊尘冷链物流有限公司	冷链物流	100%		
	陕西大华九州置业有限公司	房地产开发	100%		
	杭州采薇坊香文化创意有限公司	文化艺术交流活动的组织策划; 工艺品、农产品零售与批发	100%		
	杭州悦可医疗美容诊所有限公司	医疗整形, 以眼部整形见长	85%		
	宁波幸福缪斯医疗投资管理有限公司	医疗投资管理,化妆品的批发、零售及网上销售	100%		
	杭州悦行优品健康管理有限公司	健康管理咨询; 一、二类医疗器械零售与批发; 工艺品、日用品销售	100%		

数据来源: Wind, 西南证券

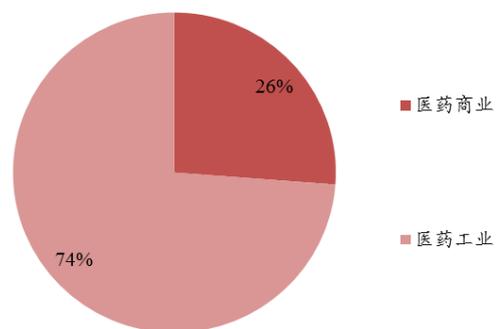
**公司主营业务结构:** 公司收入主要来自医药商业, 2015 年医药商业收入 169.91 亿元, 占比 78%, 医药工业收入 47.36 亿元, 占比 22%。医药工业毛利贡献占比达到 77%, 为公司主要利润来源。医药商业是快周转行业, 毛利率较低, 导致贡献毛利较少。

图 1: 公司 2015 年主营业务结构情况



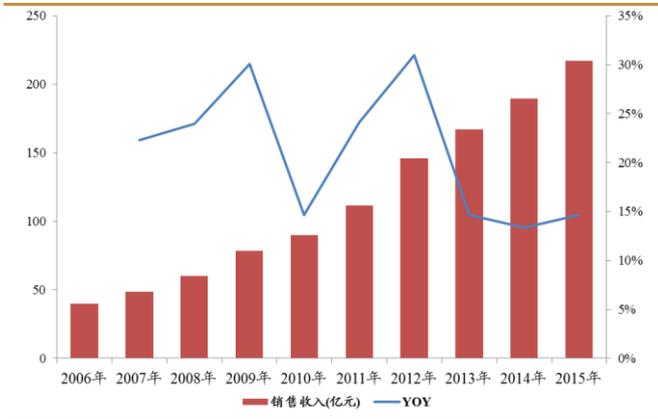
数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 公司 2015 年主营业务毛利情况

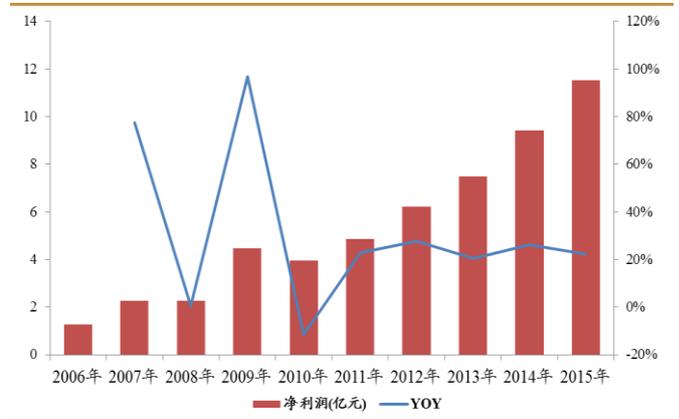


数据来源: Wind, 西南证券

**公司业绩状况：**公司 2015 年营业总收入 217 亿元，近年来一直保持 15%-35% 稳健增长，归属于母公司净利润 10.97 亿元，呈现逐步上升态势，近年来得益于阿卡波糖、百令胶囊、免疫抑制剂的持续放量，总体增速保持在 20% 以上，预计未来收入和利润将稳步提升。

**图 3：公司 2006 年以来营业收入及增速**


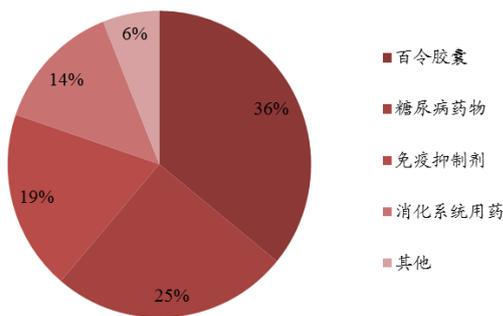
数据来源：Wind, 西南证券

**图 4：公司 2006 年以来净利润及增速**


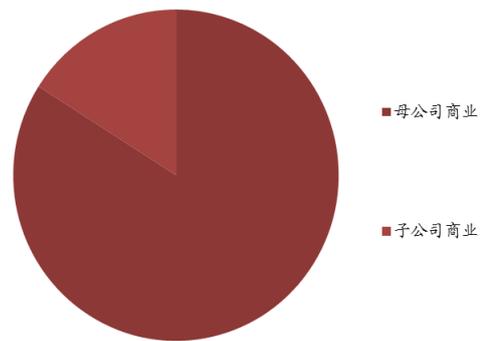
数据来源：Wind, 西南证券

**公司分项收入构成：**公司医药工业收入构成主要来自于百令胶囊、糖尿病药物、免疫抑制剂、消化系统用药，2015 年收入占比分别约为 36%、25%、19%、14%。其中百令胶囊 2015 年销售收入约为 17 亿元，未来增速有望维持在 25% 左右。糖尿病药物中重磅品种阿卡波糖占绝对主导地位，2015 年销售收入达到约 12 亿元，未来增速有望维持在 30% 左右。

公司母公司为浙江省医药商业龙头，2015 年实现商业收入超过公司商业总收入的 80%，是公司商业收入的主要来源。

**图 5：公司 2015 医药工业收入构成**


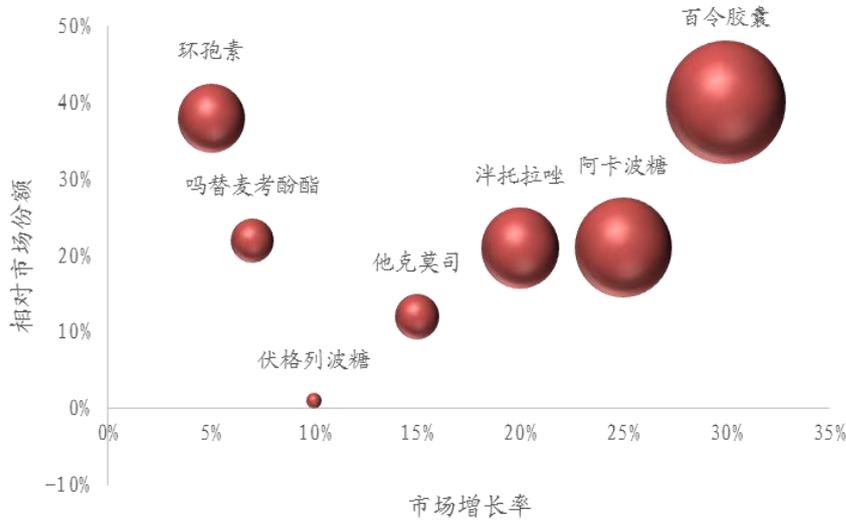
数据来源：Wind, 西南证券

**图 6：公司 2015 年医药商业收入构成**


数据来源：Wind, 西南证券

公司医药工业主要产品为糖尿病产品线上的阿卡波糖、伏格列波糖；消化产品线上的泮托拉唑；免疫抑制剂产品线上的环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯以及发酵冬虫夏草菌粉为主要原料的百令胶囊。其中百令胶囊市场占有率和市场增长率均为最高，其次是阿卡波糖，是公司核心收入和利润来源。

图 7：公司医药工业主要产品市场份额及市场增长率情况

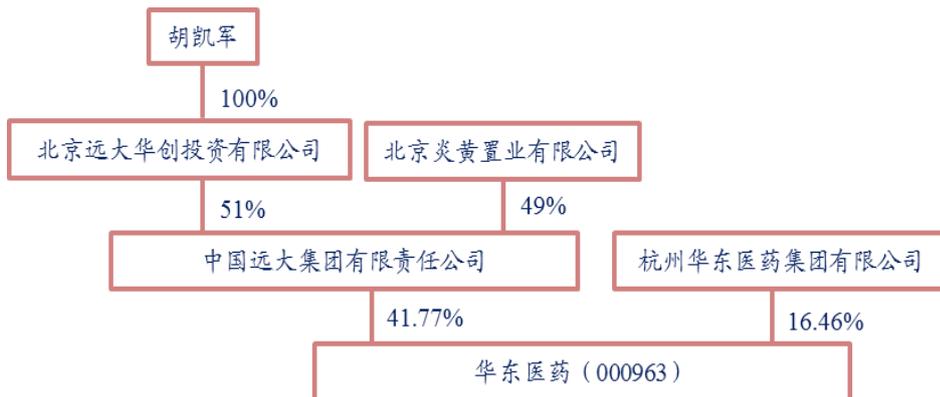


数据来源：西南证券

**公司控股股东：**控股股东中国远大集团有限责任公司，持股比例为 41.77%，实际控制人为胡凯军。远大集团作为第一大股东与持股比例 17.72%的二股东杭州华东医药集团有限公司均对公司经营较少参与，日常由以李邦良董事长为核心的经营层为主实际经营。公司控股权与管理权分立的模式在一定程度上有利于建立现代企业制度，保证公司稳健发展。

公司于 2016 年 2 月 18 日完成定向增发 35 亿元，增发价格为每股 67.31 元，控股股东远大集团和二股东华东医药集团以现金高比例参与认购，分别认购 32.9 亿元和 2.1 亿元，此举将高度绑定公司利益，显示两大股东对公司未来充满信心。定增完成后一方面可以提高控制权，另一方面将大幅降低公司财务费用约 1 亿元，提升公司利润水平。

图 8：华东医药股权结构



数据来源：Wind，西南证券

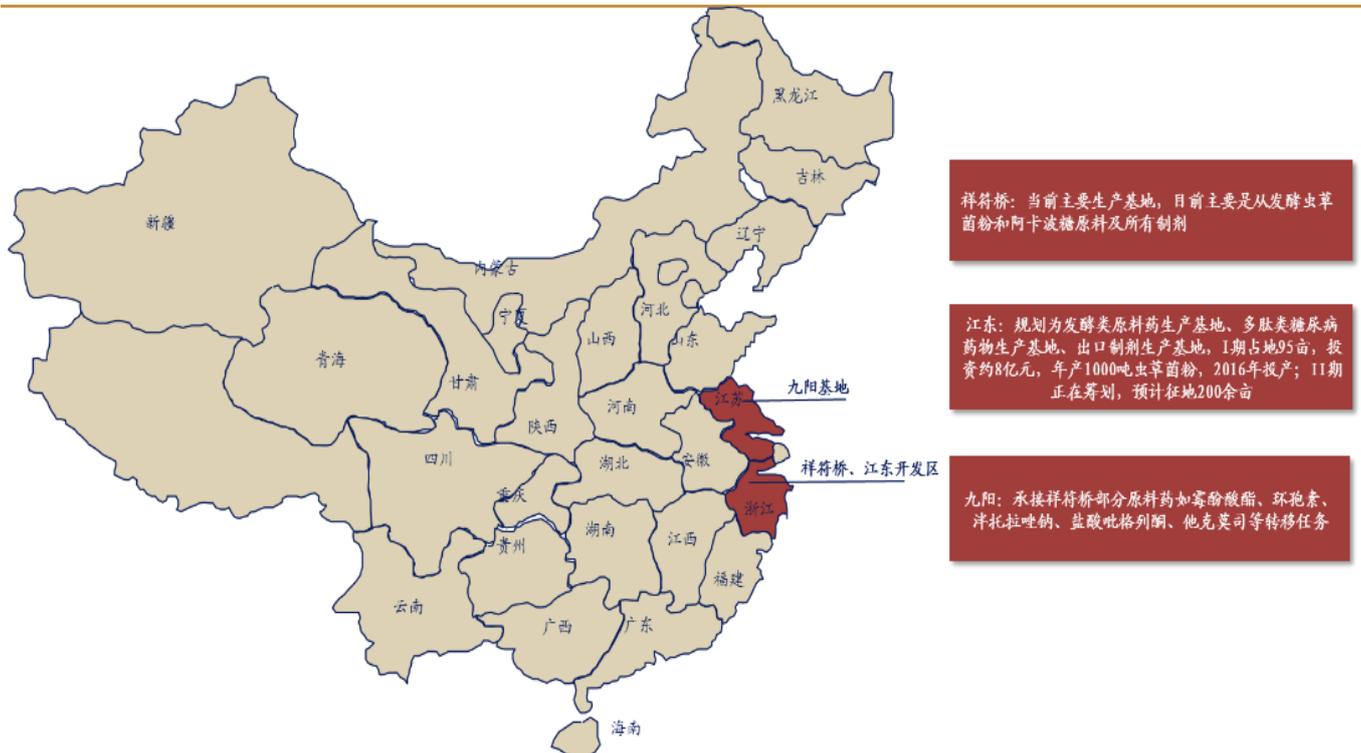
**工业产能和生产布局情况：**现有的祥符桥厂区是公司当前的主要生产基地，但已无拓展空间，承担着在产品与部分新产品的生产与报批工作。目前主要是生产发酵虫草菌粉和阿卡波糖的原料及所有制剂产品。今后，原料生产外迁后祥符桥厂区将逐步建设成为公司的管理中心、营销中心、研发中心和制剂生产中心。

杭州江东生产园区一期工程已基本完成，正在进行设备验证与 GMP 认证，将于 2016 年下半年正式生产。建成后将成为公司发酵类原料药生产基地、多肽类糖尿病药物生产基地、出口制剂生产基地，一期项目占地 95 亩，投资约 8 亿元，主要为年产 1000 吨虫草菌粉的生产基地将建成一家先进、高效、绿色、节能的新型原料药制造企业；二期项目正在前期筹划，预计征地 200-300 亩。

江苏九阳生产园区在未来几年将逐步承接公司祥符桥厂区部分原料药的转移任务，主要包括霉酚酸酯、环孢素、泮托拉唑钠、盐酸吡格列酮、他克莫司等，成为公司小吨位原料药生产基地。目前已经完成了相应的工程改造，正在进行相关产品生产文号转移工作。

公司已经制定了医药工业中长期产能发展规划。主要产品百令胶囊通过对现有场地的扩产改造和工艺提升，能满足公司近两年的产能需求。公司征地 95 亩，投资约 8 亿元的杭州下沙开发区新建百令原料基地已经完成建设和 GMP 认证，2016 年下半年投产后，百令产能问题将彻底解决。公司后续还将在杭州江东开发区征地 200 余亩，用于阿卡波糖、多肽胰岛素以及抗肿瘤新药等产品的产能建设。

**图 9：公司工业产能和生产布局情况**



数据来源：西南证券

## 2. 糖尿病产品线进口替代，阿卡波糖基层增速超 50%

### 2.1 糖尿病药物市场规模全球第二

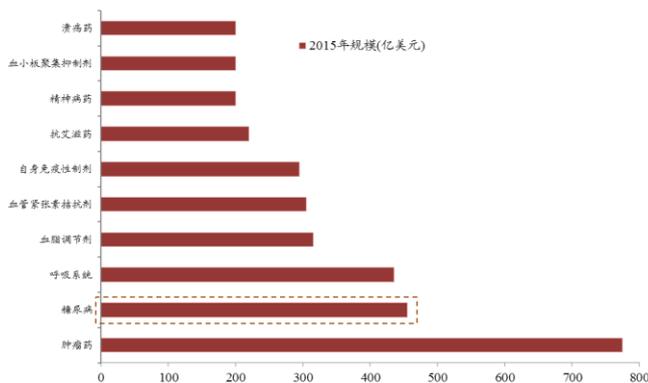
糖尿病是一种因体内胰岛素绝对或者相对不足所导致的，以血糖水平升高为特征的一种常见内分泌代谢疾病。临床典型症状表现为多尿、多饮、多食、体重下降。当前全球已有超过 4.15 亿糖尿病患者，其中每年有超过 500 万人死于糖尿病及其并发症，成为人类第四大死因。糖尿病药物市场规模跃居第二，由于其需要长期用药的特性和庞大的病患基数，因而具有广阔的市场容量。

#### 2.1.1 全球糖尿病药物市场概况

糖尿病用药市场广阔，据 IMS 数据，随着人们生活质量及医疗服务水平的提高，糖尿病患病率不断攀升，2015 年市场规模约 455 亿美元，成为仅次于抗肿瘤药物的第二大用药品种。

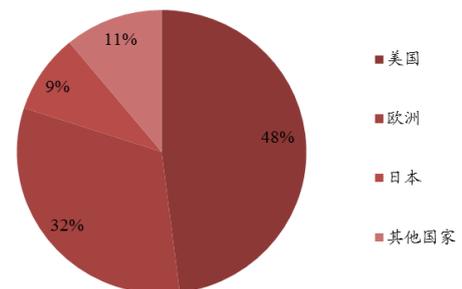
糖尿病药物市场中，美国以 48% 的市场份额居第一，其次是欧洲、日本，发达国家的高发病率和高诊疗率是其市场份额居前的主要原因。

图 10：各类药物市场规模



数据来源：IMS, 西南证券

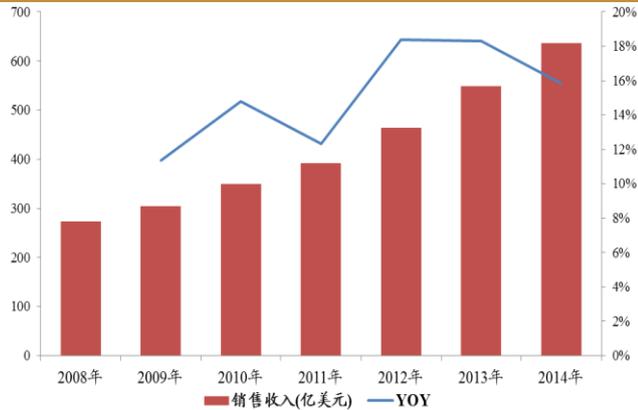
图 11：全球糖尿病药物市场分布



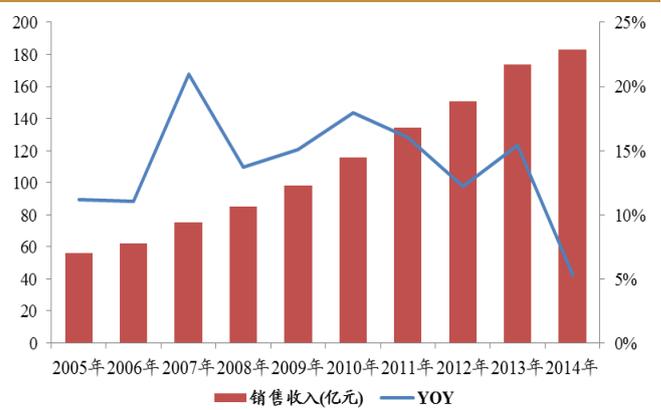
数据来源：南方所, 西南证券

#### 2.1.2 我国糖尿病市场规模 2014 年为 183 亿元

我国糖尿病药物市场规模逐年提高，从 2002 年的 41.87 亿元上升到 2014 年的 183 亿元，增长态势良好，复合增长率达 13%，呈现出快速增长态势。

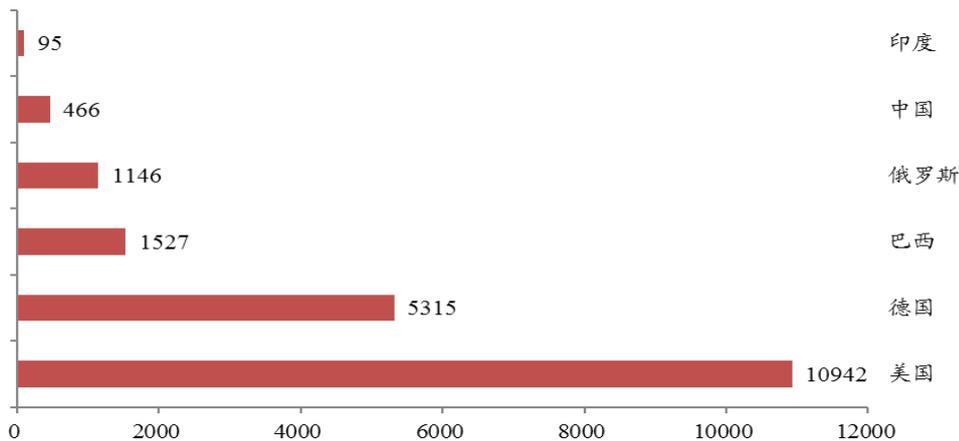
**图 12：全球糖尿病市场规模及增速**


数据来源：南方所，IMS，西南证券

**图 13：我国糖尿病市场规模及增速**


数据来源：南方所，IMS，西南证券

2015年，美国糖尿病患者年人均医疗消费是10942美元。而我国普通糖尿病患者的年平均花费大约为3000元人民币。我国糖尿病患者的平均治疗费用远低于美国、德国等其他糖尿病大国，未来随着医疗水平和人们诊疗意识的提高，有很大提升空间。

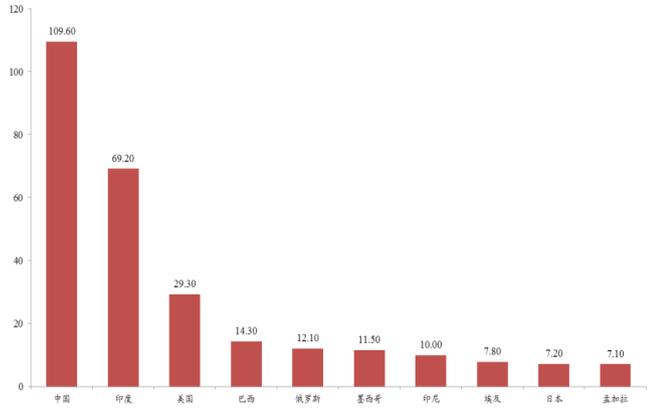
**图 14：2015 年全球主要国家糖尿病人均治疗费用比较（美元）**


数据来源：IDF，西南证券

我国糖尿病发病率很高但诊疗率很低，2014年我国约1.1亿糖尿病患者中，超过60%的患者并不知道自己已经患有糖尿病，因此未进行有效治疗。确诊以后，又有23%的未接受治疗，11%未达到疗效，只有6%达到预期疗效。目前我国糖尿病患者年人均治疗费用还处于低水平。

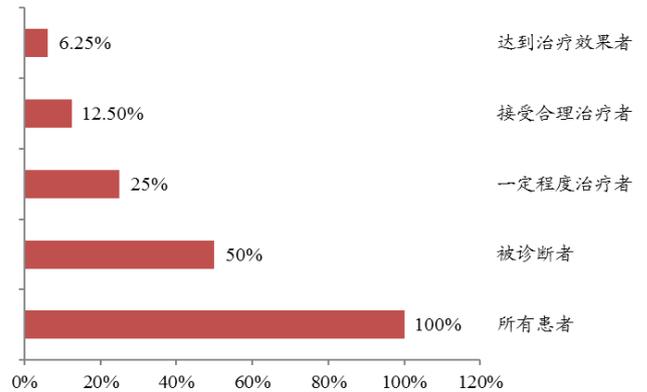
2015年，我国糖尿病患者已达1.1亿人，随着人们健康意识的提高，会有更多的人群进行系统的治疗，假设我国糖尿病患者就诊率分别达到50%的情况下，按照人均年治疗费用为5000元/年来计算，我国糖尿病药物市场的潜在规模至少在2750亿元以上，相比当前183亿元的市场规模，目前市场规模被明显低估，未来我国糖尿病药物市场还有巨大增量空间。

图 15：2015 年全球前十大糖尿病大国（百万人）



数据来源：IDF，西南证券

图 16：糖尿病诊疗率-50%定律



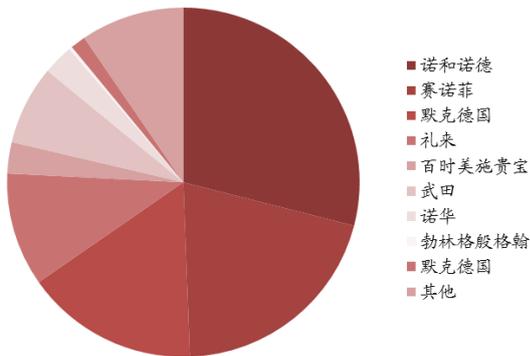
数据来源：IDF，西南证券

### 2.1.3 糖尿病药物市场竞争格局中外资仍居主导地位

在糖尿病治疗药物竞争格局上，据 2012 年 EvaluatePharma 数据，跨国药企巨头诺和诺德、赛诺菲占据半壁江山，包括武田、礼来和默克等在内的前 8 家公司占据了全球约 90% 的市场份额，市场集中度高。诺和诺德全球市占率约 29%，是当之无愧的龙头。

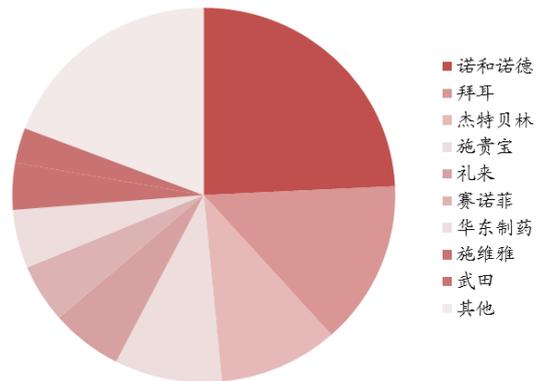
我国糖尿病药物市场中跨国药企占主导地位，诺和诺德以 24% 的市占率保持第一，代表品种有胰岛素和瑞格列奈；拜耳凭借阿卡波糖位列第二位；杰特贝林市场份额排名第三，代表品种为三代胰岛素甘精胰岛素。本土企业中华东制药第一，主要品种为阿卡波糖，总排名第七。

图 17：2012 年全球糖尿病治疗药物企业市场份额



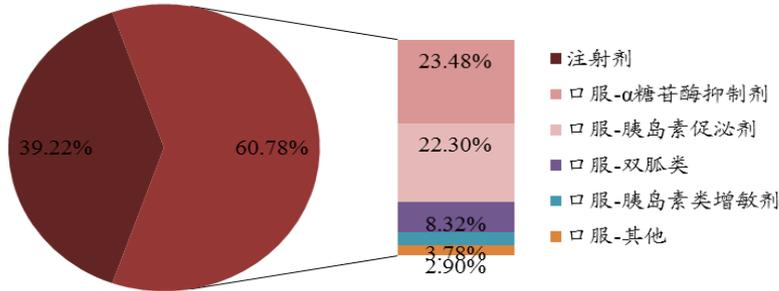
数据来源：EvaluatePharma，西南证券

图 18：2015 年我国糖尿病治疗药物企业市场份额



数据来源：PDB，西南证券

口服类降糖药因使用方便、价格便宜，一直占据主导地位，市场份额接近 60%，代表品种为阿卡波糖；注射剂类降糖药占比仅有 40% 左右，代表品种为胰岛素和 GLP-1 受体激动剂。

**图 19：我国糖尿病治疗药物分剂型份额情况**


数据来源：PDB，西南证券

### 2.1.4 II型糖尿病占比 95%，治疗方式口服为主

按照 WHO 及 IDF（国际糖尿病联盟）建议，糖尿病可分为 I 型糖尿病、II 型糖尿病、妊娠期糖尿病及其他特殊类型等四种类型。

我们平常讨论的糖尿病主要分为 I 型糖尿病和 II 型糖尿病，I 型糖尿病为胰岛素依赖型糖尿病，需要注射胰岛素，占比 5%，II 型糖尿病为非胰岛素依赖型糖尿病，主要通过口服降糖药治疗，占比 95%。口服降糖药种类较多，其中 α-葡萄糖苷酶抑制剂、磺脲类、双胍类和胰岛素促泌剂四类药物占据 90% 的市场份额。

**表 2：糖尿病四大类型**

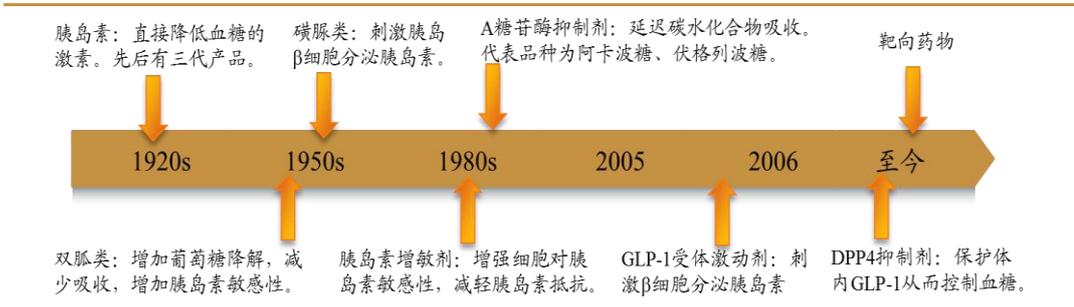
类别	病情概况	人数占比
I 型糖尿病	又称胰岛素依赖性糖尿病，病因一般是自身免疫缺陷或是遗传所得，临床表现为胰岛 β 细胞被破坏，因而胰岛素分泌缺乏，需终身使用外源胰岛素治疗。多发于儿童及青少年。	不到 5%
II 型糖尿病	又称非胰岛素依赖性糖尿病，是最常见的类型。病因是胰岛 β 细胞功能缺陷所导致的胰岛素分泌减少（或相对减少）或胰岛素抵抗所导致的胰岛素在机体内调控葡萄糖代谢能力的下降或两者共同存在等。多发于成年人。	约 90%
特殊类型	一般指 β 细胞功能的遗传缺陷、胰腺疾病、内分泌疾病或其他疾病等引起的糖尿病。有些会随着原发疾病的治愈而缓解。	不到 1%
妊娠糖尿病	是指妊娠期间被诊断的糖尿病，妊娠期间产生的大量多种激素可能引起胰岛素抵抗。妊娠结束后一般会自愈。	约 4%

数据来源：WHO, IDF, 西南证券

从上世纪 20 年代第一代胰岛素开始，糖尿病治疗药物先后发展出双胍类、磺脲类、胰岛素增敏剂、α-糖苷酶抑制剂、GLP-1 受体激动剂、DPP4 抑制剂、靶向药物等。

未来，随着更多新作用机制、新靶点糖尿病药物的发现，疗效更确切、副作用更少的药物会逐步取代传统老的糖尿病药物。近年来基础研究也主要围绕着靶点，并已取得不俗成绩。

图 20：糖尿病药物发展史

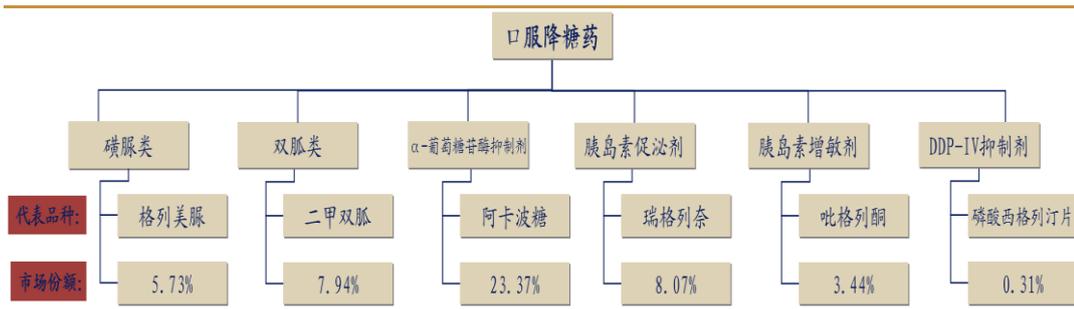


数据来源：西南证券

我国以口服降糖药为主，口服降糖药中α-葡萄糖苷酶抑制剂对小肠壁细胞刷状缘的α-葡萄糖苷酶的活性具有抑制作用，降低小肠对淀粉的吸收，代表药物有阿卡波糖；双胍类抑制肝脏葡萄糖产生，代表药物二甲双胍；磺脲类抑制肝脏葡萄糖合成、促进肌肉组织对外周葡萄糖的摄取及促进胰岛素分泌，代表药物格列美脲。

南方所数据显示，在口服类降糖药中，α-糖苷酶抑制剂市场份额 23.37%，胰岛素促泌剂占 8.07%，双胍类和磺脲类分别占 7.94%和 5.73%。

图 21：口服降糖药分类及代表品种



数据来源：南方所，西南证券

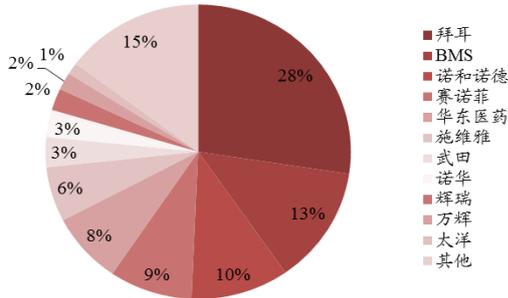
降糖药细分类别较多，且大多由外资主导。α-葡萄糖苷酶抑制剂竞争格局较好，主要有阿卡波糖和伏格列波糖两种药物，该品类市场规模较大，且国内企业较具优势。由于亚洲人以米饭、馒头为主食，该药物能够减缓患者进食后对糖分的吸收，亚洲人饮食习惯有利于该药发挥作用，所以能够在数十种口服降糖药物占据最大份额。

## 2.2 阿卡波糖为 II 型糖尿病一线用药

公司品种阿卡波糖属于α-葡萄糖苷酶抑制剂，原研企业为拜耳，是唯一经美国 FDA 批准的α-葡萄糖苷酶抑制剂，具有独特的作用机理，即他结合于碳水化合物分解酶（α-糖苷酶），从而竞争性与可逆性地抑制小肠中碳水化合物的分解，延缓葡萄糖的吸收，降低餐后的血糖高峰，目前为治疗 II 型糖尿病的一线用药。

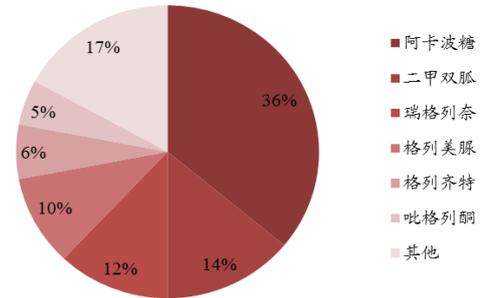
拜耳凭借阿卡波糖，在国内口服降糖药市场份额达到 27.4%，占据第一，2011 年德国拜耳的拜糖平全球销售额达 3.62 亿欧元。阿卡波糖在国内也是口服降糖药的一线用药，按品种市场份额达到 36%。

图 22: 2013 年国内口服降糖药竞争格局-按厂家



数据来源: PDB, 西南证券

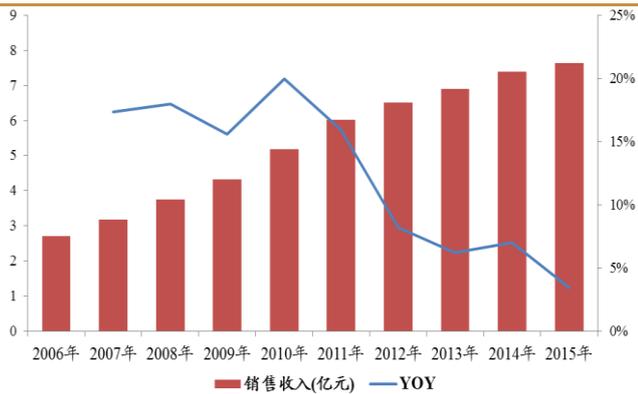
图 23: 2012 年国内口服降糖药竞争格局-按品种



数据来源: IMS, 西南证券

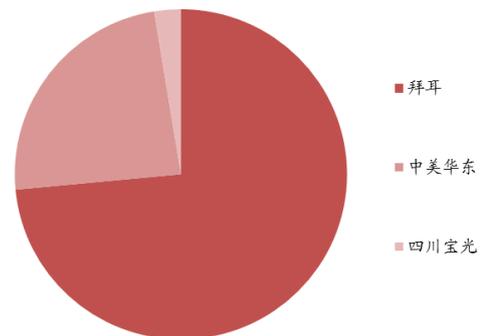
阿卡波糖在国内重点医院中的销售额近年来呈现稳步增长势头, 2015 年重点医院销售收入 7.6 亿元, 收入规模逐年上升, 成为糖尿病治疗药物中的主力品种。目前国内仅三家企业获批生产阿卡波糖, 包括原研企业拜耳公司的拜糖平, 中美华东的卡博平以及四川宝光的贝唐欣, 拜耳 2015 年重点医院市场份额为 73%, 保持第一, 中美华东市场份额为 24%, 四川宝光市场份额仅 3%。

图 24: 2006-2015 年重点医院阿卡波糖收入及增速



数据来源: PDB, 西南证券

图 25: 2015 年重点医院阿卡波糖竞争格局

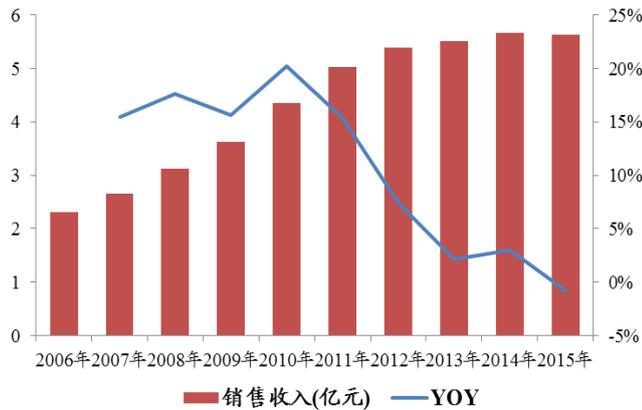


数据来源: PDB, 西南证券

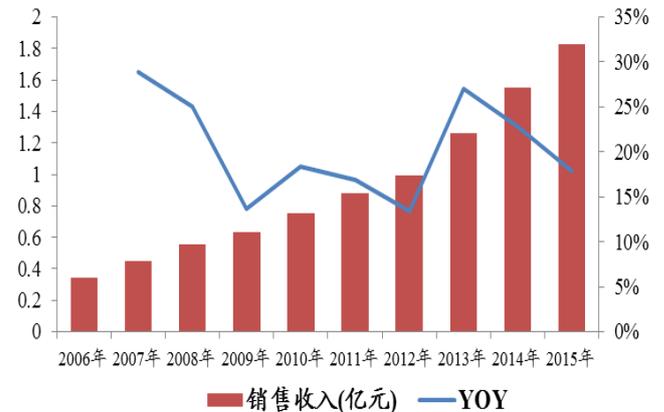
阿卡波糖进入 2012 年新版基本药物目录。按照现行的基本药物招标规则, 在各省的基药招投标规则中, 剂型不同的片剂、胶囊剂分开投标, 不存在价格竞争; 部分地方的基药招标不区分质量层次且独家中标, 中美华东产品相对原研产品具有价格优势。

拜耳、中美华东和四川宝光三家拥有阿卡波糖制剂批文的企业中, 拜耳、华东为普通片剂, 宝光为胶囊剂, 因此华东在基药招标中可以避开与宝光的价格竞争; 而在片剂招标中, 中美华东卡博平价格较拜耳拜糖平低 40%, 华东的卡博平为国内首仿, 且获得国家科技进步二等奖, 竞争优势明显, 拜耳也因为本着对基药市场的谨慎态度, 在多个重点省份弃标, 中美华东正在逐步侵蚀拜耳市场份额, 实现进口替代。

我们认为拜耳的市场份额将不断下降, 对应华东医药的市场份额将不断上升, 这一趋势已经比较明显。2015 年中美华东阿卡波糖的销售收入达到 12 亿元, 预计 2016 年的收入有望达到 15 亿元, 公司今后计划在生产方面继续实施原料产能的扩产改造, 以满足市场需求; 在营销方面也正在积极招聘基层开拓人员, 加强市场拓展。未来三年卡博平的复合增长率将维持在 30% 左右。

**图 26：2006-2015 年拜耳阿卡波糖重点医院销售情况**


数据来源：PDB，西南证券

**图 27：2006-2015 年华东阿卡波糖重点医院销售情况**


数据来源：PDB，西南证券

随着各省新一轮基本药物招标的展开，未来公司将进一步深耕基层市场，各级医疗机构对基药的配置比例也有进一步提高的趋势，如安徽基药招标方案规定该省省、市级医疗机构采购国家基本药物的金额比例要达到 30% 以上，高于国家规定 20% 的水平。阿卡波糖这类价格相对较高的新品种进入基药后，理所当然会成为二三级医院使用时的首选品种。

潜在竞争对手方面，此前申报阿卡波糖仿制药的企业主要有海正、丽珠（河北华荣），上述均已在 2015 年主动撤回申请，即使重新申报，预计获得批文也将在 3 年以后，对公司已不构成威胁。即使今后获批上市，一方面公司有先发优势，营销渠道完善，已完成全部市场覆盖，作为慢性病药物的阿卡波糖，医生的建议用药具有很大话语权，一旦先发者植入品牌，很难发生改变，导致外来者的进入成本很高；另一方面在现行的药品审批制度下，竞争对手产品进入市场需要经过较长时间。因此我们预计未来公司的竞争优势将继续长期保持。

**表 3：阿卡波糖各省市中标价比较（比较标准：50mg\*30，标星号为 50mg\*45 规格）**

	北京	上海	浙江	江苏	安徽	湖北	河北	四川
	2013/9	2011/8	2011/11	2011/12	2014/12	2014/12	2011/1	2013/7
中美华东	47.22	43.85	42.53	43.40	44.50	68.04*	53.51	45.21
德国拜耳	61.92	65.72		62.85	64.52	63.76	64.52	62.87
四川绿叶宝光	41.90	42.96	42.11	42	42.99	44.55	45.60	45.21

数据来源：药招网，西南证券

此外，公司为延长阿卡波糖的生命周期，还向食药监局申报了咀嚼片新剂型，作为独家剂型，用餐前即刻整片吞服或与前几口食物一起咀嚼服用，服用方便、利于吸收。咀嚼片剂已于 2011 年申报生产，已经于 2015 年取得生产批文，并由中美华东受让自华东新药研究院，权属关系明晰。公司咀嚼片剂未来将主攻非基药市场，定价更高、疗效更好，长期将丰富公司糖尿病用药产品线。

**表 4：公司阿卡波糖新剂型注册进度**

药品名称	受理号码	药品类型	类型	注册分类	承办日期	企业名称	办理状态	状态开始日期
阿卡波糖咀嚼片	CXHS1100009 浙	化药	新药	5	2011-04-06	中美华东	已发批件	2015-2-25

数据来源：CFDA，西南证券

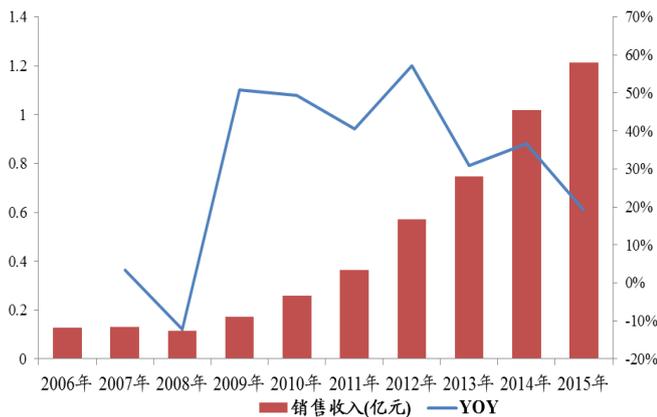
## 2.3 伏格列波糖丰富糖尿病用药产品线

公司在糖尿病药物产品线上，另外一个重要品种是 2010 年推出的伏格列波糖，伏格列波糖是新一代  $\alpha$ -葡萄糖苷酶抑制剂，较阿卡波糖做了升级，其降糖机制也是延缓糖类的消化和吸收，改善餐后高血糖，与阿卡波糖相同，活性高于阿卡波糖，用药剂量更小，同时它对  $\alpha$ -葡萄糖苷酶的选择性高于阿卡波糖，肠道副作用更低，整体来说性能优于阿卡波糖。

伏格列波糖原研企业为日本武田制药，由于伏格列波糖的生产工艺相比于阿卡波糖更简单，因此伏格列波糖市场较为分散，竞争比较激烈。目前国内已有包括晨牌药业、震元制药和鲁抗辰欣等 17 家企业获得伏格列波糖生产批文，拥有原料药批文的有 6 家，而同时拥有原料药和制剂批文的只有中美华东医药、海正药业和江苏万邦生化 3 家。

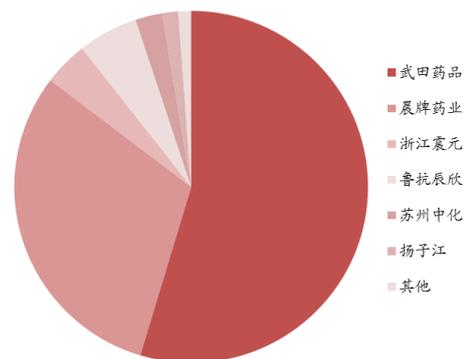
由于进入我国时间较晚，进入医保目录也较晚，且原研厂家武田在中国的学术营销实力偏弱，因此国内市场目前对该品种接受和认可程度远不及阿卡波糖，目前在国内市场总体规模较小。国内市场规模 2015 年重点医院销售额超过 1.2 亿元，近几年的增速维持在 20%-30% 区间。公司该品种销售在 1000-2000 万元级别，仅作为阿卡波糖在局部市场的补充。

图 28：2006-2015 年伏格列波糖重点医院销售情况



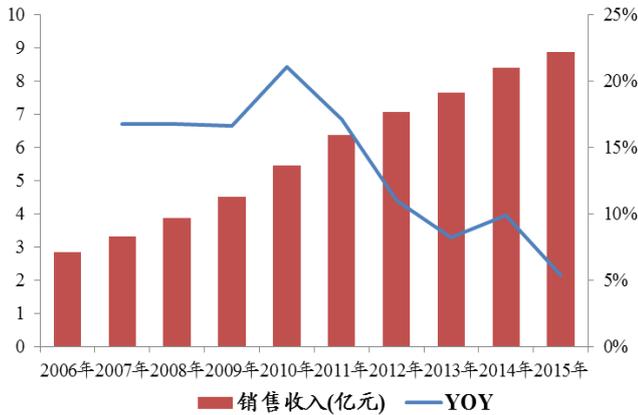
数据来源：PDB，西南证券

图 29：2015 年伏格列波糖重点医院竞争格局



数据来源：PDB，西南证券

市场担心伏格列波糖对阿卡波糖的替代作用，我们认为这种担心是不必要的。首先，公司同时拥有上述两个品种，即使替代，在替代自己的同时也能扩充新的增量市场。其次，阿卡波糖原研厂商拜耳和伏格列波糖原研厂商武田相比，营销能力胜出不少，拜耳一直在做中国医生的教育工作，使得中国医生对  $\alpha$ -糖苷酶抑制剂高度认可，糖尿病患者虽是慢性病用药，但医生在患者用药选择上具有绝对话语权，伏格列波糖等竞品在拜耳强大的营销能力面前无用武之地。再次，伏格列波糖的竞争格局较为分散，厂家的议价能力不如阿卡波糖，利润水平低。最后，中国人是以淀粉为主的饮食结构，作为  $\alpha$ -糖苷酶抑制剂，可抑制淀粉转换为葡萄糖，主要在肠道内作用，不存在明显的毒副作用，在国内市场上，蛋糕足够大。

**图 30：2006-2015 年 α-糖苷酶抑制剂重点医院销售情况**


数据来源：PDB，西南证券

**图 31：2015 年 α-糖苷酶抑制剂重点医院竞争格局-按品种**


数据来源：PDB，西南证券

除阿卡波糖、伏格列波糖产品外，公司也重视其他降糖药的销售，成立了专门的产品部。单方吡格列酮 2015 年重点医院收入为 1409 万元；复方二甲双胍/吡格列酮市场潜力较大。

### 3. 免疫抑制剂产品线为公司进口替代第二大品类

华东医药作为国内器官移植术后抗排斥用药的龙头企业，拥有最全的一线用药产品线，公司在该领域运作时间较长，通过学术推广直接和原研的跨国公司直接竞争，得到了众多专家和患者的认可。

公司免疫抑制类产品 2015 年超预期增长，增幅超过 25%，高于行业发展。公司主要产品环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯进口替代空间巨大

#### 3.1 免疫抑制剂市场空间大，竞争格局好

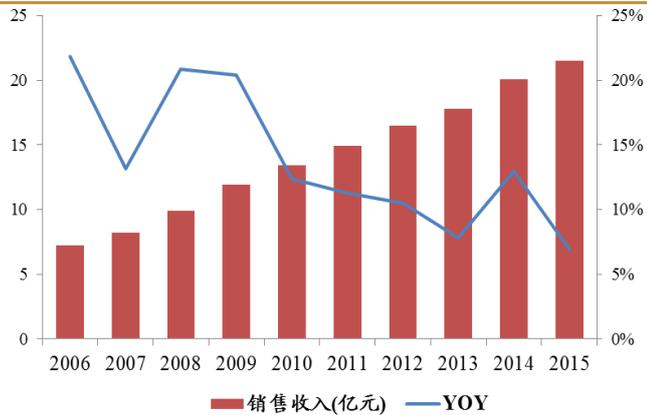
免疫抑制剂是器官移植患者抗排斥的救命药，主要用于器官移植病人手术后，减少器官排斥反应。20 世纪诺华公司发明了免疫抑制药物环孢素之后，器官移植后存活率大大提高，器官移植事业得到了飞速发展。

我国肾移植的 10 年生存率已经超过 60%，心、肝、肺移植的 5 年生存率也已经达到 50% 以上，移植手术后有些人的生存可以超过 15 年。而对保持器官移植患者存活时间、保持移植器官良好功能等方面都起着至关重要作用的免疫抑制剂市场前景也非常可观。

2015 年，重点医院免疫抑制剂销售规模为 21 亿，实际市场规模超过 100 亿元，继续保持平稳增长，增幅约 7%。器官移植患者需要在移植后终身服用免疫抑制药物，器官移植病人出院后第一年的药物费用高达 20 万元，以后逐年递减，但最低也要维持在每年 5 万元左右。用药频次决定了免疫抑制剂市场是总量持续扩大的市场，竞争环境较好。

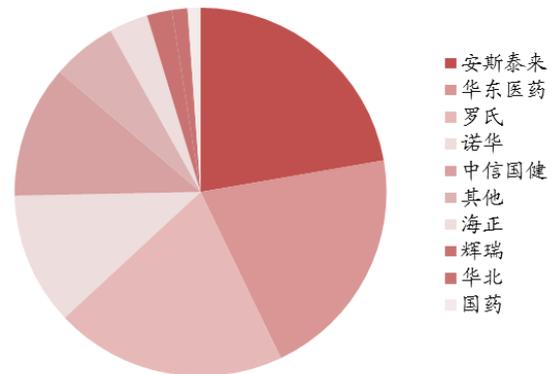
国内重点医院免疫抑制剂竞争格局上来看，外资品牌安斯泰来虽然占据份额第一，但是华东医药作为本土企业龙头，后来居上，从 13 年市场份额 16.6% 增长到 20.6%，市场份额位居第二，在进口替代过程进行中，预期后期市场份额将不断扩大。

图 32：2006-2015 年免疫抑制剂重点医院销售情况



数据来源：PDB，西南证券

图 33：2015 年免疫抑制剂重点医院竞争格局



数据来源：PDB，西南证券

我国每年约有 100 万人需要进行肾脏移植，有 30 万终末期肝病病人需要做肝脏移植。当前我国移植器官主要来自死囚器官、活体捐献、死后捐献这三个渠道，其中死囚器官为主要器官来源，每年成功移植的不到 1 万例，我国器官移植供需比为 1：150，器官短缺严重。

而从器官捐献率来看，我国每百万人捐献率仅为 0.03，远远落后于发达国家，如美国捐献率达到每百万人 25.8，我国器官移植发展空间巨大。

图 34：各国器官捐献率对比



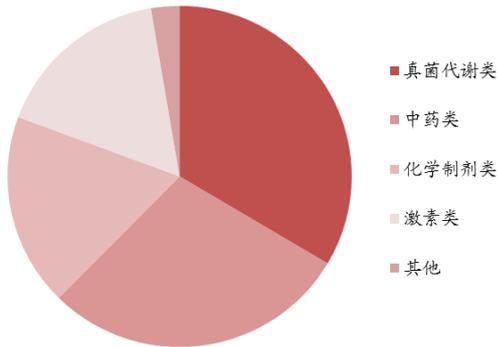
数据来源：Global Observatory on Donation&Transplantation，西南证券

器官移植临床使用的免疫抑制剂主要有真菌代谢物（环孢素、他克莫司）、化学制剂类（吗替麦考酚酯）、中药类（雷公藤多甙、参麦）、激素（甲泼尼松）四大类。

免疫抑制剂市场竞争格局很好，具有较高的市场集中度，主要原因是生产技术要求较高，市场基本被医药跨国巨头所垄断，国内仅华东医药占有一席之地。

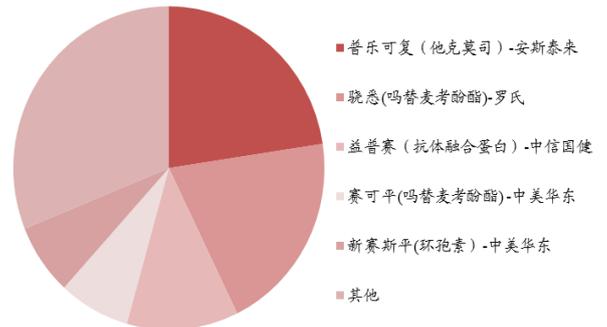
免疫抑制剂市场前五品牌分别为安斯泰来的普乐可复（他克莫司胶囊），市场份额 23%；市场罗氏的骁悉（他克莫司胶囊），市场份额 20%；中信国健的益普赛（抗体融合蛋白注射剂），市场份额 12%；诺华的新山地明（环孢素软胶囊），市场份额 16%；中美华东的新赛斯平（环孢素口服溶液），市场份额 7%；赛可平（吗替麦考酚酯分散片），市场份额 7%。中美华东是唯一跻身其中，且有两个品种的本土企业。

图 35：国内免疫抑制剂竞争格局-按大类



数据来源：南方所，西南证券

图 36：2015 国内免疫抑制剂竞争格局-按品牌



数据来源：PDB，西南证券

本着安全、有效、经济的原则，目前国内各器官移植中心大都分别采用了二联、三联或四联的免疫抑制方案，二联多是环孢素/他克莫司加激素；三联是环孢素/他克莫司加激素再加吗替麦考酚酯；四联是环孢素/他克莫司加激素加吗替麦考酚酯再加注射用巴利昔单抗。

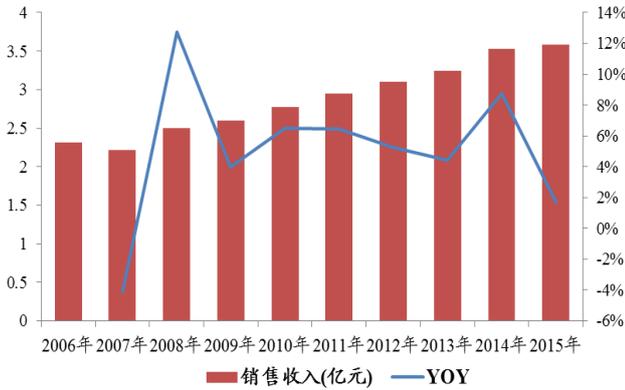
表 5：器官排斥反应治疗方案

治疗方案	环孢素/他克莫司	吗替麦考酚酯	激素	单抗
二联	√		√	
三联	√	√	√	
四联	√	√	√	√

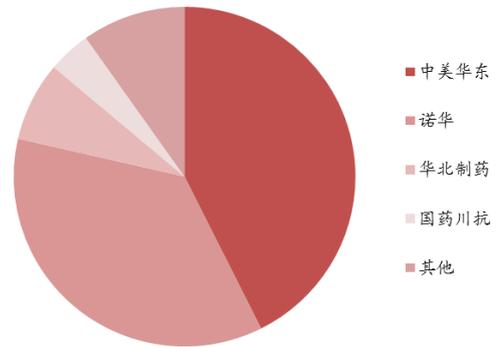
数据来源：百度文库，西南证券

### 3.2 环孢素国内市场份额已跃居第一

**环孢素：**2015 年重点医院环孢素销售收入为 3.58 亿元，虽然增速放缓但是总量依然很大。市场上环孢菌素主要由中美华东的新赛斯平、诺华的新山地明、华北制药的田可等品种。其中诺华和中美华东的市场份额较大，两家占据了近 79% 的市场份额，2015 年情况来看，中美华东市场份额已经超越诺华，跃升第一，成功实现弯道超车。

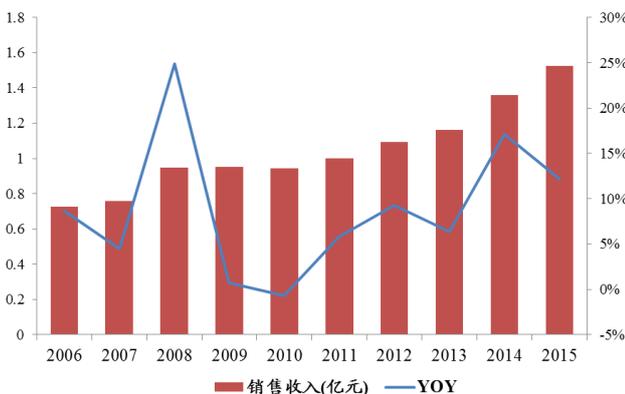
**图 37：2006-2015 年重点医院环孢素销售情况**


数据来源：PDB，西南证券

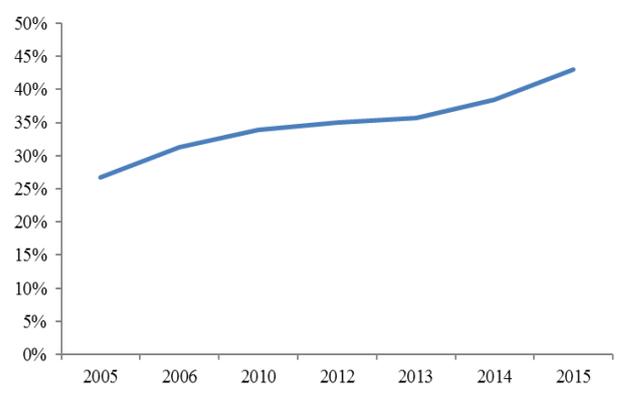
**图 38：2015 年国内重点医院环孢素竞争格局**


数据来源：PDB，西南证券

2015 年中美华东新赛斯平全国实现销售收入约 3.5 亿元，由于价格优势，中美华东的新赛斯平增长迅猛，不断侵蚀诺华新山地明市场。以 25mg\*50 规格为例，诺华新山地明的价格为 501 元/盒，中美华东新赛斯平的价格为 300 元/盒，后者价格为前者的 60%，在医保控费大背景下，中美华东凭借价格优势，重点医院市场份额从 2005 年的不到 27% 到 2015 年的超过 43%，后续市场份额有望进一步扩大。

**图 39：2006-2015 年中美华东重点医院环孢素销售情况**


数据来源：PDB，西南证券

**图 40：中美华东国内重点医院环孢素市场份额变化**


数据来源：PDB，西南证券

**表 6：主要厂商环孢素中标价格比较**

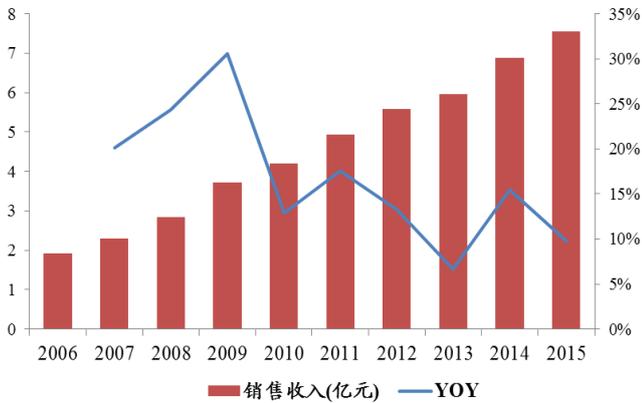
企业	产品	规格	中标均价	价格比
诺华	环孢素胶囊	25mg*50 粒/盒	501 元/盒	60%
中美华东	环孢素胶囊	25mg*50 粒/盒	300 元/盒	

数据来源：药智网，西南证券

### 3.3 他克莫司增速较快，挤占原研厂商空间

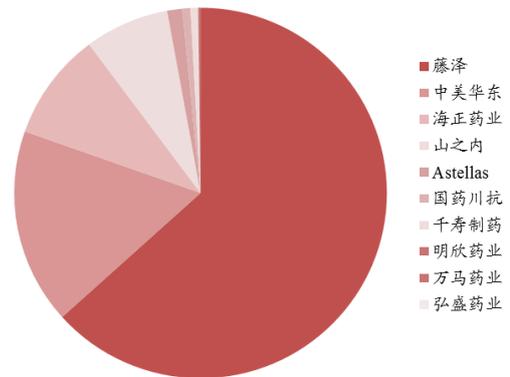
他克莫司是从链霉菌属中分离出的发酵产物，是一种新型强效免疫抑制性大环内酯类抗生素，免疫抑制活性比环孢素强 100 倍。2015 年重点医院他克莫司销售收入为 7.55 亿元，收入增速维持在 10% 上下。原研厂商为日本安斯泰来，2015 年情况来看，占据了国内 72% 的市场份额（包括藤泽药品、山之内、Astellas）。

图 41: 2006-2015 年重点医院他克莫司销售情况



数据来源: PDB, 西南证券

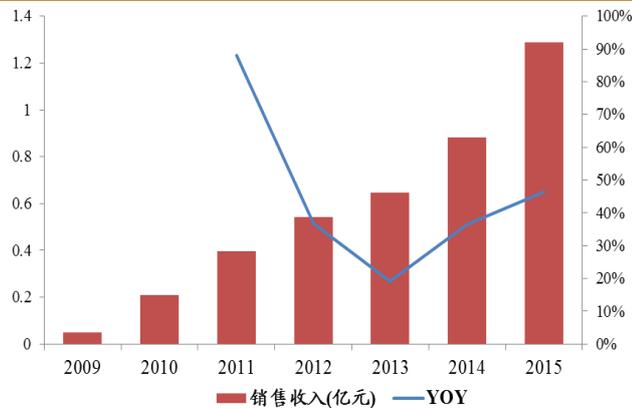
图 42: 2015 年国内重点医院他克莫司竞争格局



数据来源: PDB, 西南证券

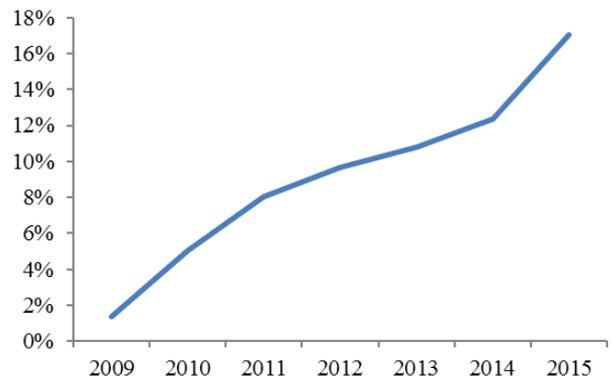
华东医药 2009 年从华东医药集团受让了他克莫司新药技术, 2015 年全国重点医院实现销售收入 1.28 亿元, 同比增长 46%, 全国收入规模约 2.6 亿元。由于价格优势, 中美华东他克莫司胶囊增长较快, 不断侵蚀原研厂商阿斯泰来市场。以 1mg\*50 规格为例, 阿斯泰来价格为 1339 元/盒, 中美华东新赛斯平的价格为 985 元/盒, 后者价格为前者的 74%, 在医保控费大背景下, 中美华东凭借价格优势, 重点医院市场份额从 2009 年的 1.35% 迅速提升到 2015 年的超过 17.07%, 增长势头喜人, 随着国家医保控费政策的实施以及各省新一轮药品招标政策的启动, 公司产品进口替代空间巨大。

图 43: 2009-2015 年中美华东重点医院他克莫司销售情况



数据来源: PDB, 西南证券

图 44: 中美华东国内重点医院他克莫司市场份额变化



数据来源: PDB, 西南证券

表 7: 主要厂商他克莫司中标价格比较

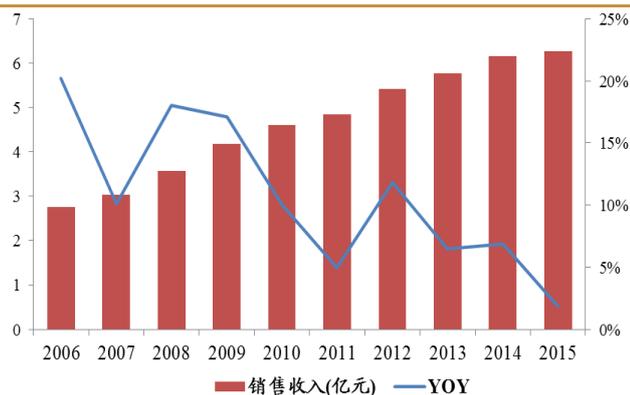
企业	产品	规格	中标均价	价格比
阿斯泰来	他克莫司	1mg*50 粒/盒	1339 元/盒	74%
中美华东	他克莫司	1mg*50 粒/盒	985 元/盒	

数据来源: 药智网, 西南证券

### 3.4 吗替麦考酚酯，罗氏与华东两家独大

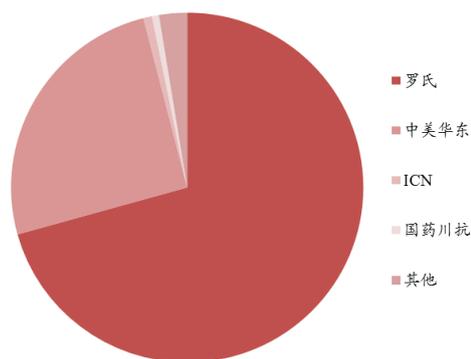
2015 年重点医院吗替麦考酚酯销售收入为 6.2 亿元，收入增速约 5%。国内市场上吗替麦考酚酯主要是罗氏、中美华东两家，原研厂商为罗氏制药，商品名为骁悉，中美华东为国内首仿厂家，商品名为赛可平。2015 年情况来看，两家占据了近 96% 的市场份额，其中罗氏市场份额占 69%，虽然占绝对领先地位，但市场份额逐年下滑，系中美华东市场份额不断扩大所致。

图 45: 2006-2015 年重点医院吗替麦考酚酯销售情况



数据来源: PDB, 西南证券

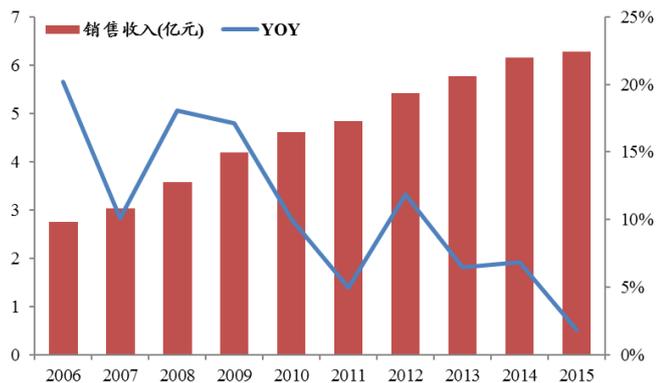
图 46: 2015 年国内重点医院吗替麦考酚酯竞争格局



数据来源: PDB, 西南证券

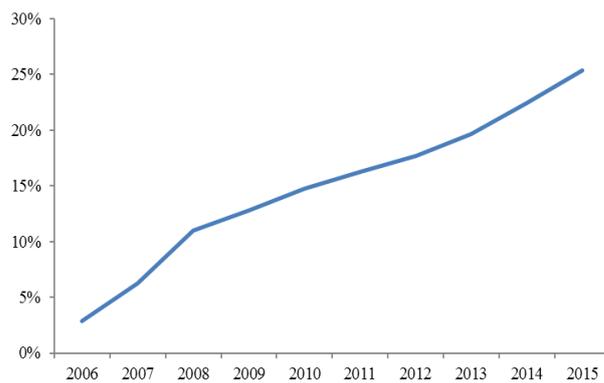
2015 年中美华东赛可平全国实现销售收入约 3 亿元。由于价格优势，中美华东的赛可平不断侵蚀罗氏的骁悉市场份额，收入增速维持在 20% 以上。以 0.25mg\*40 规格为例，罗氏骁悉的中标均价为 600 元/盒，中美华东赛可平的价格为 380 元/盒，后者价格为前者的 63%，在医保控费大背景下，中美华东凭借价格优势，重点医院市场份额 2005 年从零开始到 2015 年的接近 25%，市场规模扩张迅速，后续市场份额有望进一步扩大超过 30%。

图 47: 2006-2015 年中美华东重点医院吗替麦考酚酯销售情况



数据来源: PDB, 西南证券

图 48: 中美华东国内重点医院吗替麦考酚酯市场份额变化



数据来源: PDB, 西南证券

表 8: 主要厂商吗替麦考酚酯中标价格比较

企业	产品	规格	中标均价	价格比
罗氏	吗替麦考酚酯	0.25mg*40 片/盒	600 元/盒	63%
中美华东	吗替麦考酚酯	0.25mg*40 片/盒	380 元/盒	

数据来源: 药智网, 西南证券

### 3.5 未来免疫抑制剂增长驱动来自适应症拓宽

未来免疫抑制剂的增长驱动力主要通过适应症的拓宽（如环孢素在再生障碍性贫血、先天性免疫疾病等领域的辅助治疗）、争取新术后病人、加强进口替代和扩大医院覆盖等方式拓展销售市场。

公司免疫抑制类产品 2015 年超预期快速增长，增幅超过行业平均增速。公司作为国内器官移植术后抗排斥用药的龙头企业，拥有最全的一线用药产品线，公司在该领域运作时间较长，通过学术推广直接和跨国原研厂商竞争，成效显著，得到了众多专家和患者的认可。公司凭借价格优势，在占领市场上取得明显成效，进口替代过程将持续，未来高增长可期。

## 4. 达托霉素：超级细菌终结者

达托霉素是继万古霉素之后第二代糖肽类抗生素药，是环脂肽类抗生素家族的第一个产品，作用模式与任一已获准抗生素不同，是近四十年来继恶唑烷酮类抗生素后，应用到临床的唯一新结构类别抗生素。它能在多个方面破坏细菌细胞膜功能，由此迅速杀死金黄色葡萄球菌等“超级细菌”，未来将有望成为万古霉素的有效补充及替代者。公司达托霉素 2012 年 3 月申报生产，2015 年 11 月获批。华东医药此次率先获批制剂及原料药，将大大提升公司的先发优势，有利于公司后期销售规模的扩大，成为该领域收入规模第一可期。

**表 9：达托霉素注册基本信息**

类别	基本信息
药物名称	注射用达托霉素
剂型	注射剂
申请事项	国产药品注册
受理号	CYHS1101784 浙
注册分类	化学药品第 6 类
药品生产企业	杭州中美华东制药有限公司
审批结论	符合药品注册的有关要求，批准注册，发给药品批准文号

数据来源：CFDA, 西南证券

公司达托霉素 2012 年 3 月申报生产，此外申报的厂商还有恒瑞医药、华北制药、海正药业、阿斯利康等，公司率先和海正药业于 2015 年 11 月一起获批。

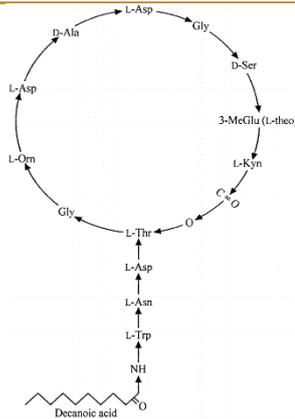
**表 10：达托霉素其他国内厂家注册情况**

公司	注册名	注册分类	注册申报日期
华东医药制造公司	达托霉素	3.1	2012.3.30
中美华东	注射用达托霉素	6	2012.3.23
恒瑞医药	达托霉素	3.1	2012.9.14
华北制药	注射用达托霉素	6	2012.9.6
华北制药	达托霉素	3.1	2012.8.14
海正药业	注射用达托霉素	6	2011.11.16
海正药业（杭州）	达托霉素	3.1	2011.11.10
阿斯利康（无锡）	注射用达托霉素	3.1	2007.8.22

数据来源：CFDA, 西南证券

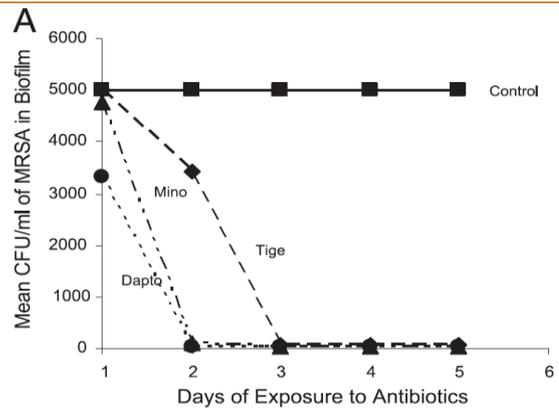
达托霉素为环脂肽类抗生素家族的第一个产品，是继万古霉素之后第二代糖肽类抗生素药，其化学结构和作用机制不同于已有所有类别的抗生素，是近四十年来继恶唑烷酮类抗生素后，应用到临床的唯一新结构类别抗生素，作用于革兰阳性菌细胞膜，发挥快速杀菌作用。临床主要用于治疗金黄色葡萄球菌（包括耐甲氧西林菌株）、化脓性念球菌、无乳念球菌、停乳念球菌似马亚种和粪肠球菌（万古霉素敏感菌株）引起的复杂性皮肤及皮肤软组织感染（cSSSI），与金黄色葡萄球菌引起的菌血症（SAB），包括甲氧西林敏感性金黄色葡萄球菌（MSSA）和耐甲氧西林性金黄色葡萄球菌（MRSA）引起的右侧感染性心内膜炎（RIE）。

图 49：环脂肽类抗生素结构



数据来源：Clinical Infectious Diseases, 西南证券

图 50：达托霉素快速杀菌



数据来源：Antimicrobial Agents and Chemotherapy, 西南证券

美国感染病学学会 (IDSA) 发布的对耐甲氧西林金黄色葡萄球菌 (MRSA) 感染治疗指南显示：对患有菌血症或字体瓣膜感染性心内膜炎的成人，万古霉素是此类治疗的主流用药，达托霉素是万古霉素的替代治疗药物。

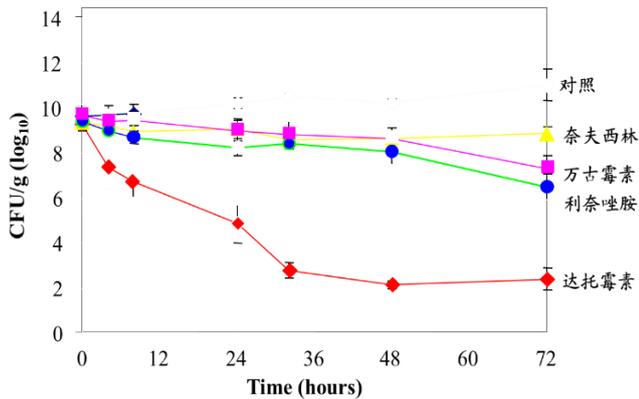
表 11：达托霉素与万古霉素对菌血症或自体瓣膜感染性心内膜炎用药比较

治疗	成人用量	推荐度和证据等级	评论
万古霉素	15-20 mg/kg/剂 IV q8-12h	A-II	不建议在万古霉素中加入庆大霉素 (A-II) 或利福平 (A-I)
达托霉素	6 mg/kg/剂 IV QD	A-I	一些专家建议使用更高剂量, 8-10 mg/kg/天 IV QD (B-III)

数据来源：ISDA, 西南证券

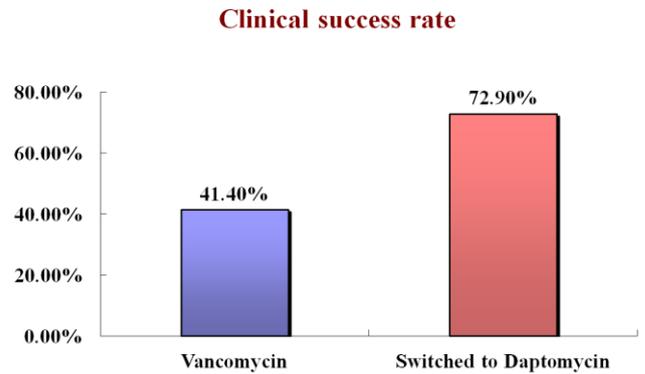
达托霉素对静止生长期金黄色葡萄球菌有快速杀菌活性，效果明显好于万古霉素及其他抗生素，在临床有效率方面，万古霉素为 41%，而达托霉素达到 73%，达托霉素明显占优。

图 51: 对静止生长期金黄色葡萄球菌杀菌比较



数据来源: ICAAC, 西南证券

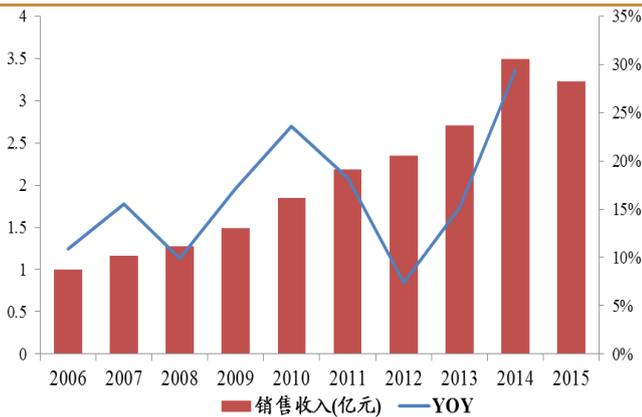
图 52: 达托霉素与万古霉素临床成功率比较



数据来源: RJH, 西南证券

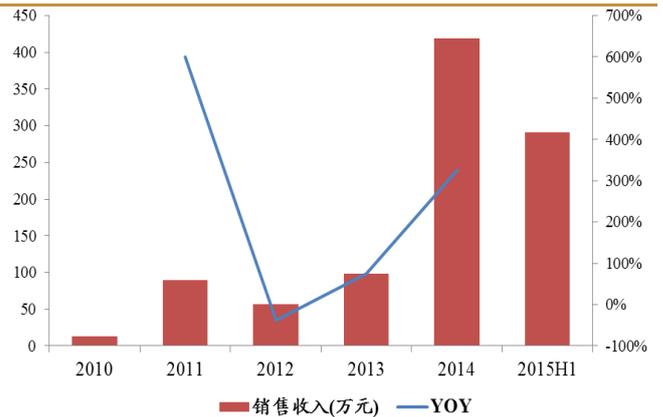
万古霉素 2014 年国内重点医院销售收入为 3.5 亿元, 增速近 30%。而达托霉素重点医院销售规模不足 500 万元, 达托霉素替代万古霉素具有较大的空间。

图 53: 2005-2015 国内重点医院万古霉素收入情况



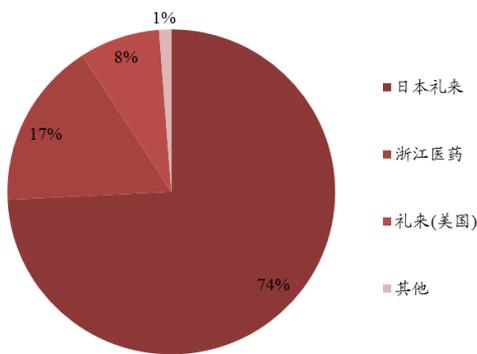
数据来源: PDB, 西南证券

图 54: 2010-2015 国内重点医院达托霉素收入情况

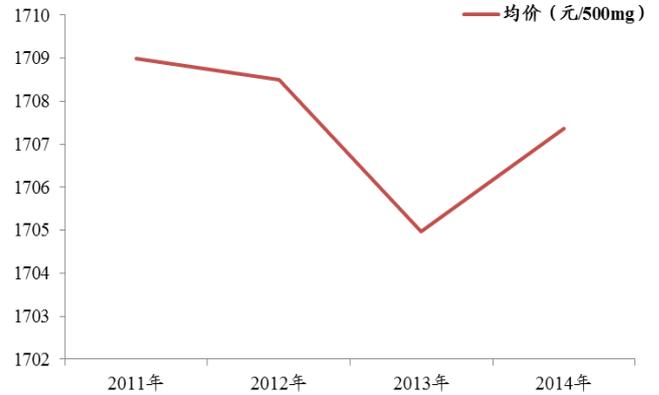


数据来源: PDB, 西南证券

万古霉素 2015 年国内重点医院市场份额主要由礼来、浙江医药等几家大药企把持, 其中日本礼来市占率最高, 为 74%。鉴于日本企业一直以来在营销上的弱势, 我们认为华东医药逐步抢占万古霉素市场是大概率事件。而 CFDA 对达托霉素原研厂美国库比斯特制药有限公司开展生产现场检查时, 发现企业违规行为, 遂停止对该品种进口通关备案。原研厂家达托霉素制剂暂停进口, 有利于公司抓住市场空白期, 为后续销售放量打下坚实基础。

**图 55: 国内重点医院万古霉素竞争格局**


数据来源: PDB, 西南证券

**图 56: 达托霉素中标均价变化**


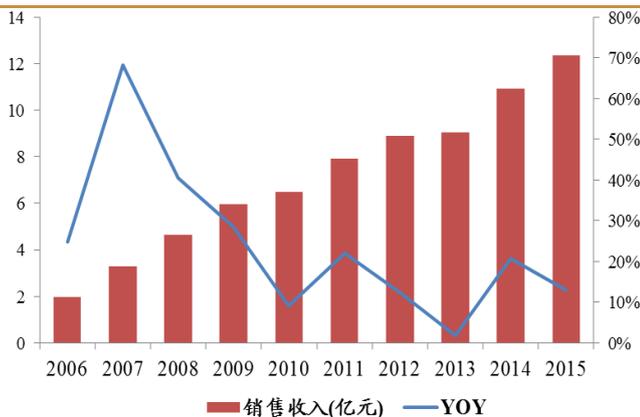
数据来源: 药智网, 西南证券

## 5. 消化道系列产品线: 行业第二, 进口替代

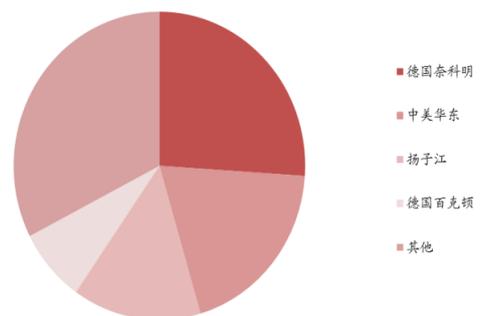
公司消化性溃疡药主打品种是泮托拉唑, 该产品是第三代质子泵抑制剂, 与同类产品比具有口服生物利用度高, 抑制胃酸分泌水平高, 耐受性良好的特点, 是治疗消化道出血最安全的药物之一。

公司泮托拉唑分为胶囊剂和粉针剂, 其中胶囊主要是微丸剂型, 竞争厂家不多, 市场降价压力相对较小。公司营销资源也主要聚集到胶囊剂型, 且采取了针对性的营销考核措施, 因此胶囊剂型的增长速度约为 40%, 而粉针剂的增速有所下降, 约为 15%。

2015 年, 重点医院泮托拉唑销售收入 12.34 亿元, 整体市场增速维持在 15% 左右。公司重点医院销售收入 2.39 亿元, 全国市场收入约 6 亿元, 增速较为稳定。竞争格局上由于生产企业众多, 竞争较为激烈, 公司凭借较强的营销能力占据 19% 的市场份额, 仅次于原研企业德国奈科明 26% 的市场份额。

**图 57: 2006-2015 年泮托拉唑重点医院销售情况**


数据来源: PDB, 西南证券

**图 58: 2015 年泮托拉唑重点医院竞争格局**


数据来源: PDB, 西南证券

消化道系列产品竞争相对激烈, 公司通过精细营销, 以质取胜。此外, 埃索美拉唑已经提交 CFDA 申请生产批件, 预计 2016 年获批, 获批后将丰富公司消化系列产品线。

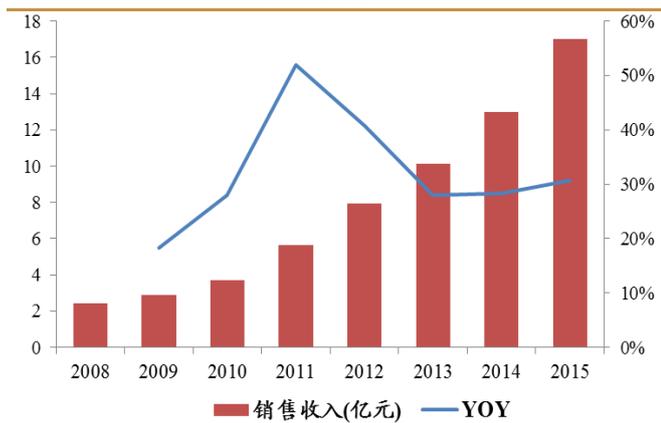
## 6. 百令产品线：产能瓶颈缓解后收入有望翻番

百令胶囊的主要成份为发酵冬虫夏草菌粉，是由虫草菌丝体的干粉为主要成份制成的。虫草菌丝的干粉，是从青海新鲜冬虫夏草中分离得到的菌丝体，经发酵培养所得菌丝体的干燥粉末。百令产品能增强生长发育，促进智力和体力发展，补充氨基酸，促进代谢、改善心肌营养，增强肌体的免疫能力，对顽固性的神经衰弱、食欲不振、营养不良等症状均有良好效果。另外还有明显的抗心律失常功效。

公司百令产品自 2013 年销售收入首次突破 10 亿元大关之后，年均增速超过 30%，2015 年实现销售收入约 17 亿元。公司目前百令产品产能不足，当前主要通过扩产改造和工艺优化来挖潜拓展产能。公司江东百令原料基地一期扩产项目已顺利通过了国家新版 GMP 认证，目前在等待发证中，按计划将于 2016 年中期正式投产，届时将带来 1000-1200 吨虫草菌粉产能，能彻底解决未来几年公司市场拓展的产能需求。

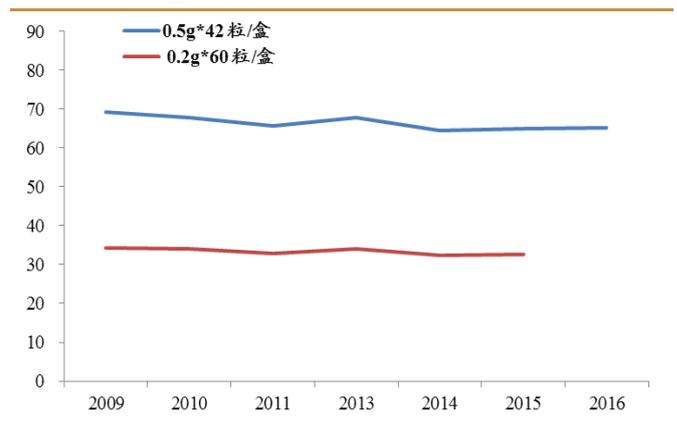
百令胶囊作为处方药和 OTC 双跨产品，价格由各地方物价主管部门制定，暂不存在国家发改委降价风险。百令胶囊已进入天津、山西、重庆和浙江等多个地方基药增补目录，近年来中标价一直较为稳定，0.2g 规格的中标均价大约在 0.55 元/粒左右，0.5g 规格是在 2009 年底推出的，中标均价也一直在 1.57 元/粒-1.65 元/粒之间。公司价格维护能力较强。

图 59：2008-2015 年百令胶囊销售情况



数据来源：Wind，西南证券

图 60：百令胶囊中标价情况



数据来源：药智网，西南证券

百令胶囊近两年增长的原因来自适应症拓宽和产品规格变更两个方面，其中适应症拓宽贡献最大。北京地方医保目录拓宽了百令产品在呼吸科（慢阻肺、支气管哮喘、支气管炎）和肿瘤科（肺癌、肾癌）的应用，百令胶囊在北京地区的销售增长一度高达 100%。公司目前也在大力拓展百令胶囊在其他地区医院呼吸科和肿瘤科的应用。

虽然是双跨品种，但在产能受限、产品供不应求的情况下，公司短期内还不急于在 OTC 渠道拓展。随着产能瓶颈的消除以及消费者认知度的提高，自费长期服用该药的患者也在逐步增加，OTC 市场有望成为百令胶囊收入提高新的增长引擎。

**表 12：百令胶囊适应症**

类别	适应症	具体描述
免疫排异	慢性移植肾病	加用百令胶囊治疗慢性移植肾病，可减少患者尿蛋白的排出，改善或稳定移植肾功能的恶化，延缓 CAN 的发展进程。
	肾移植慢性排斥	百令胶囊具有良好的预防急性排斥作用，保护肝细胞免受药物、肝炎病毒的损害作用，对慢性排斥具有一定的治疗作用，能提高移植物的长期存活率。
泌尿系统	糖尿病肾病	百令胶囊治疗 1 月后 SOD、GSH-PX 较常规治疗组明显升高，MDA、TP/24h 明显下降。表明百令胶囊可通过提高抗氧化应激能力、减少尿蛋白，对肾脏起保护作用。
	慢性肾炎	贝那普利联合百令胶囊治疗慢性肾炎疗效显著。
	原发性肾病综合症	氟伐他汀联合百令胶囊能更有效的降低血脂，降低原发性肾病综合征的高凝状态、高黏滞状态，减少尿蛋白排泄，保护肾功能。
呼吸系统	COPD 急性加重期	老年 COPD 患者在急性加重期细胞免疫功能下降，辅助应用百令胶囊，可改善其肺功能和细胞免疫功能。
	哮喘	加用百令胶囊治疗组有效率为 92.16%，明显优于对照组 76.60%，表明百令胶囊联合沙美特罗/丙酸氟替卡松治疗支气管效果显著。
抗肿瘤	多发性骨髓瘤	加用百令胶囊治疗组总有效率 73.3%，明显高于对照组 53.3% (P<0.01)
	胃肠道恶性肿瘤	加用百令胶囊治疗组在改善胃肠道恶性肿瘤患者气阴两虚症候、提高和调节免疫功能等方面明显地优于对照组，与对照组比较，P<0.01-0.05。
抗病毒	乙型肝炎	本文观察到，HBeAg 阴转加用百令胶囊治疗组高于对照组，提示该药具有一定的抗病毒作用，有待于进一步观察总结。
	肺结核	配合短程化疗治疗肺结核 58 例，并与单纯化疗对照，中西医结合组疗效明显优于单纯西药组。
心血管系统	心率失常	显效 20 例，有效 13 例，无效 7 例，总有效率 82.5%，该药疗效明显又无任何毒副作用，很适用于老年人顽固性心律失常的治疗。

数据来源：百度文库，西南证券

## 7. 后续产品储备：补充现有产品线，积极开拓新领域

公司已经形成了降糖药系列、免疫抑制剂系列、消化道系列和百令产品系列四条主要产品线，除了积极推进现有产品的发展外，公司正大力拓展抗肿瘤系列、心血管系列和超级抗生素系列这三大新的领域，且在这新的三大领域均有多个产品在报批。

**表 13：公司制剂产品线**

类别	药品名称	剂型	用途	类型	获批时间	医保	批文家数
降糖药	阿卡波糖	片剂	2 型糖尿病	化药 4	2002	国乙类	3
	吡格列酮	片剂	2 型糖尿病	化药 1	2002	国乙类	多
	伏格列波糖	片剂	2 型糖尿病	化药 6	2010	国乙类	多
	二甲双胍吡格列酮	片剂	2 型糖尿病	化药 3	2010	国乙类	2
	瑞格列奈	片剂	2 型糖尿病	化药 6	申请生产	国乙类	5
	阿卡波糖	咀嚼片	2 型糖尿病	化药 5	2015	国乙类	
免疫抑制剂	环孢素	软胶囊	器官移植排斥反应防治		1993	国甲类	多
	环孢素	口服液	器官移植排斥反应防治			国甲类	多

类别	药品名称	剂型	用途	类型	获批时间	医保	批文家数
	吗替麦考酚酯	片剂	器官移植排斥反应防治	化药 5	2005	国乙类	多
	他克莫司	胶囊	器官移植排斥反应防治	化药 3	2008	国乙类	6
	西罗莫司	口服液	器官移植排斥反应防治	化药 5	2005	国乙类	4
	西罗莫司	胶囊	器官移植排斥反应防治		申请生产	国乙类	
抗肿瘤药	奥沙利铂	注射剂	结直肠癌	化药 6	2012	国乙类	多
	地西他滨	注射剂	骨髓增生异常	化药 3.1	申请生产	非医保	
	伊立替康	注射剂	大肠癌	化药 6	申请生产	国乙类	
	伊马替尼	片剂	白血病、肿瘤	化药 6	临床	非医保	3
	喷司他丁	注射剂	肿瘤	化药 3.1	临床	非医保	
	迈华替尼	片剂	肿瘤	化药 1	临床	非医保	
抗生素	克拉霉素	干混悬	抗生素	化药 4	1997	国乙类	多
	达托霉素	注射剂	抗生素	化药 3.1	2015	非医保	1
	卡泊芬净	注射剂	抗生素	化药 3.1	申请生产	国乙类	1
心脑血管	磺达肝癸钠	注射剂	心血管	化药 6	申请生产	省乙类	1
	奥利司他	胶囊	减肥药	化药 5	2012	非医保	多
消化性溃疡药	泮托拉唑	注射剂	消化性溃疡	化药 5	1999	国乙类	多
	埃索美拉唑	注射剂	消化性溃疡	化药 6	申请生产	国乙类	1
	奥美拉唑碳酸氢钠	胶囊	消化性溃疡	化药 3.2	临床	非医保	
中成药	百令胶囊	胶囊	慢性支气管炎、肾衰等	中药 1	1991	国乙类	独家
	百令片	片剂	慢性支气管炎、肾衰等	中药 9	申请生产	国乙类	2
	百令疏肝胶囊	胶囊	肝纤维化	中药 6	临床	非医保	
	姜百胃炎片	片剂	胃溃疡	中药 6	临床	非医保	

数据来源: CFDA, 公司公告, 西南证券

降糖药产品线上: 除了阿卡波糖、伏格列波糖等核心产品之外, 瑞格列奈正在申请生产, 公司正在筹划丰富糖尿病产品线, 力争打造糖尿病全系列产品, 届时将进一步加强公司在降糖药领域的优势地位。

消化性溃疡药产品线上: 埃索美拉唑属于质子泵抑制剂, 抑制胃酸的作用强烈持久, 且毒副作用低, 是最新一代治疗胃溃疡的药物, 预计 2017 年获批, 埃索美拉唑注射剂获批后具备成为 5 亿级品种的潜力。

肿瘤产品线上: 公司加大对癌症肿瘤用药领域的研发, 目前已立项和在研品种超过十个, 重点品种甲磺酸伊马替尼片, 已经获得临床批文, 目前市场已获批厂家有瑞士诺华、正大天晴、江苏豪森等。2012 年全球市场销量就已经达到 46 亿美元, 市场潜力巨大。

心血管产品线上: 磺达肝癸钠是人工合成的戊糖类物质, 主要用于降低髌骨骨折或髌及膝关节置换整形术后的血块凝集危险, 是首个获准用于上述手术的合成抗凝药物, 理论上可替代所有肝素类产品, 在安全性、摄入性、特异性都比上一代低分子肝素类产品有较大提升。磺达肝癸钠目前已经报 CFDA 注册生产, 正在和恒瑞医药竞争首仿, 预计 2016 年底前有望获批。

抗生素方面: 2015 年获批的达托霉素是继万古霉素之后第二代糖肽类抗生素药, 是自

链霉菌发酵液中提取得到的一个环酯肽类物质，作用模式与任一已获准抗生素不同，它能在多个方面破坏细菌细胞膜功能，由此迅速杀死革兰阳性菌，仅需一日 1 次用药，未来将有望成为万古霉素的有效补充及替代者。

中药产品收购方面：受让华东医药集团新药研究院的两个重要品种百令疏肝胶囊和姜百胃胃炎片新药技术；2013 年公司和苏州玉森新药公司签订协议购买其 3 个处于临床研究阶段的中药品种，治疗领域涉及肾衰、心脑血管及小儿哮喘。

公司曾于 2015 年 8 月份参与竞购美国特色仿制药优秀企业克雷默斯制药公司 100% 股权事项，看中的是其 20 余个仿制药品种，显示公司将通过国际化的并购来实现丰富公司制剂产品线的决心。后虽未达成最终协议，但已经宣告了公司走向国际成长为溢价跨过药企的战略规划，未来不排除公司有进一步的外延扩张计划。

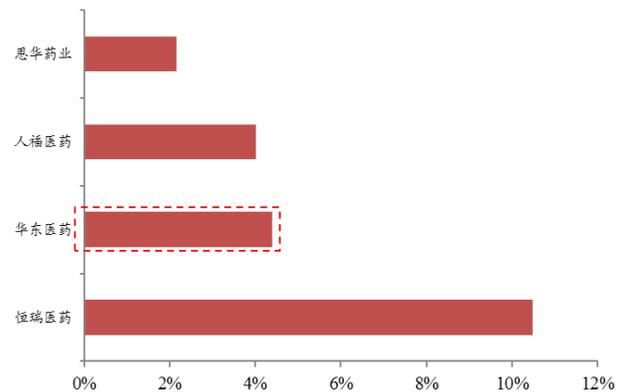
公司近几年研发进度提升明显，自 2009 年开始披露研发费用以来，华东医药研发费用每年都保持稳定增长，2015 年研发费用达到 2.18 亿元，占工业收入的比重为 4.6%，主要可比公司中仅次于以创新为主的恒瑞医药，高于人福医药、恩华药业等仿制药上市公司。

图 61：2006-2015 年三费情况



数据来源：wind, 西南证券

图 62：主要医药工业企业研发费用率比较



数据来源：wind, 西南证券

## 8. “三流合一”促医药商业格局重构

浙江省药械采购中心发布《关于浙江省药械采购新平台试运行的有关通知》的安排，信息流、商流、资金流“三流合一”的省药械采购新平台于 6 月 1 日正式试运行，启用采购功能。“三流合一”新平台将于 2016 年 7 月上线，具备“服务集采、统一结算、互联互通、统计分析、政策支持”五大功能。“三流合一”对医药商业企业来说，平台 30 天回款周期为强制规定，将大大提高商业企业资金周转效率。

从 2014 年 4 月 1 日起，省、市、县三级所有公立医院将全面实施药品零差率。之后，公立医院 15% 的药品加成被取消，此举加大了公立医院运营压力，也对使用药品的价格和数量产生了一定的压力。零差率政策执行以来，从多地的实施效果看，部分药品的价格确实降了下来，市场需求开始明显增加，但与此同时，也有部分药品因为用量较小，制药企业无利可图，开始减产或者停产，这直接导致一些医药流通企业的经营品类减少，业务量开始萎缩。在这种情况下，寻找新的业务增长点成为当务之急。

药房托管是将医院药剂部门负责的药品采购、供应及储存管理等工作，通过签订合同的形式，委托具有专业化管理水平的医药经营企业或机构，实行集中采购、统一配送，药房经营收益实行按比例分配，药房托管业务有望成为医药流通企业未来新的业务增长点。

药房托管模式下，托管企业全权掌控医院终端药品配送权，将压缩流通环节，推动医药流通业的行业集中度提升，对有自产品种的工商业一体化的制药企业而言更有优势，如华东医药。目前浙江省政府对药房托管暂无明确的政策导向，总体政策应以鼓励为主，企业自主发展不存在障碍。

## 8.1 医药商业概况

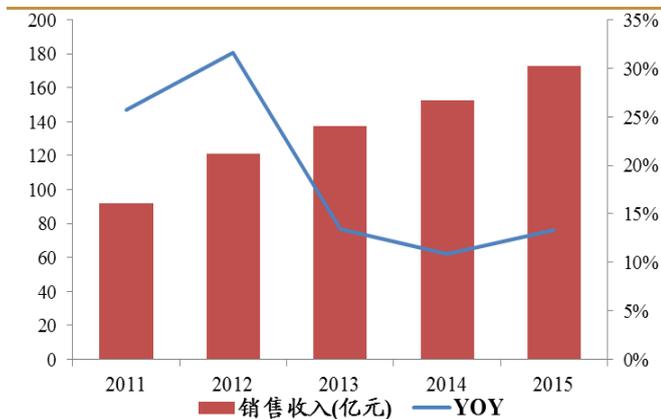
母公司华东医药是浙江省最大的医药商业企业，以纯销业务为主。2015 年公司医药商业实现收入 169.91 亿元，毛利率基本持平，为 7.09%，公司收入增速有所放缓，主要原因是浙江地区实行严格的医保控费和公立医院全面实行零差率。

浙江省的招标政策要求较严，价格下降压力较大，2015 年中标品种平均价格下降幅度约 13%，但整体经营仍然保持了 10% 以上的增幅。

我们认为医保控费和零差率对公司商业的影响已经基本体现，未来不会有更坏的情况出现，未来“两票制”等有利于行业出清，龙头公司将享受集中度提升带来的市场份额扩大红利。近年来公司的主要利润来源是医药工业，公司未来的重心也在医药工业。

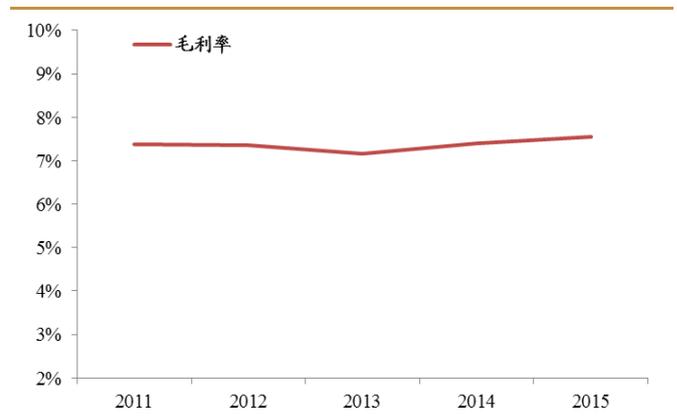
在医保控费等不利政策的制约下，公司商业业务也在积极寻求新的增长点。如药房托管模式，积极参与医院药事管理服务；在健康产业打造“杏联医疗”、“名医馆”、“市民健康馆”、“中药香文化产业”等为核心的华东健康产业体系。

图 63：近 5 年公司医药商业销售情况



数据来源：PDB，西南证券

图 64：近 5 年公司医药商业毛利率情况



数据来源：PDB，西南证券

## 8.2 区域整合并购

在国家鼓励区域性商业龙头做大做强的政策支持下，公司近几年明显加快了商业网络布局建设和对省内商业企业的并购力度，2011 年底完成对浙江先求药业有限公司（宁波地区）和浙江惠仁医药有限公司（温州地区）的并购后，2012 年完成在湖州和绍兴地区的网络部署，2014 年控股龙泉医药，完成丽水地区的布局，进一步完善了公司在浙江省主要地区的网络布局。

### 8.3 宁波公司 LG 玻尿酸代理业务潜力巨大

华东医药宁波公司 2013 年与韩国 LG 生命科学签订进口玻尿酸中国区总代理协议，打开公司业务新的增长亮点。玻尿酸是一种无毒性、无排斥、无过敏发炎的皮肤填充产品，与人体兼容性极好，注射后稳定、自然，不移走，又可被吸收，主要被应用于除皱和填充。

玻尿酸在美国是最受欢迎的美容材料，2013 年全美注射量达 200 万支。全球市场规模最大的玻尿酸品牌是 Q-med 公司的瑞蓝，2003 年瑞蓝成为美国 FDA 批准的第一个玻尿酸品牌，2013 年瑞蓝全球销售额近 10 亿欧元，增速约为 20%。

2015 年中国玻尿酸市场约 30 亿元，未来几年增速将远远超越 20%。华东医药宁波公司 2013 年 7 月开始代理 LG 生命科学玻尿酸，2015 年收入超 2 亿元，同比翻番增长，市场潜力巨大。

## 9. 盈利预测与估值

### 9.1 盈利预测基本假设

根据对公司基本面分析，我们认为公司各项业务进展顺利，对 2016-2018 年公司主营业务预测如下：

- (1) 预计重点品种阿卡波糖基层市场开拓顺利，不断实现进口替代，未来 3 年收入增速保持在 30% 左右；
- (2) 预计百令胶囊新产能下半年顺利投产，产能不足问题缓解，未来 3 年收入增速保持在 25% 左右；
- (3) 预计未来器官移植数量将有所上升，免疫抑制剂产品线收入增速将保持较快增长；
- (4) 预计公司各业务毛利率水平基本维持稳定。

表 14：公司业务分拆收入预测（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>总计</b>				
营业收入	21,727.38	24,888.53	28,460.27	32,497.12
YoY	14.67%	14.55%	14.35%	14.18%
营业成本	14,782.66	18,539.18	20,892.18	23,470.56
毛利率	31.96%	25.51%	26.59%	27.78%
<b>医药商业</b>				
收入	16,991.41	18,826.49	20,822.09	22,987.59
yoy	11.49%	10.80%	10.60%	10.40%
成本	15,786.55	17,508.63	19,364.55	21,378.46
毛利率	7.09%	7.00%	7.00%	7.00%
<b>医药工业</b>				

	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	4,735.97	6,062.04	7,638.17	9,509.52
yoy	28.96%	28.00%	26.00%	24.50%
成本	731.23	1,030.55	1,527.63	2,092.10
毛利率	84.56%	83.00%	80.00%	78.00%
其中：阿卡波糖				
收入	1,200.00	1,560.00	2,028.00	2,636.40
yoy	33.33%	30.00%	30.00%	30.00%
环孢素				
收入	350.00	448.00	564.48	699.96
yoy	25.00%	28.00%	26.00%	24.00%
他克莫司				
收入	260.00	332.80	419.33	519.97
yoy	42.86%	28.00%	26.00%	24.00%
吗替麦考酚酯				
收入	300.00	384.00	483.84	599.96
yoy	31.00%	28.00%	26.00%	24.00%
泮托拉唑				
收入	630.00	774.90	953.13	1,172.35
yoy	23.29%	23.00%	23.00%	23.00%
注射用埃索美拉唑				
收入	0.00	2.00	5.00	15.00
yoy			150.00%	200.00%
达托霉素				
收入	0.00	10.00	30.00	100.00
yoy			200.00%	233.33%
磺达肝葵钠注射液				
收入	0.00	2.00	5.00	15.00
yoy			150.00%	200.00%

数据来源：Wind，西南证券

基于上述假设，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.85 元、3.69 元、4.82 元，2016 年 6 月 17 日收盘价对应 2016-2018 年动态 PE 分别为 22 倍、17 倍、13 倍。

## 9.2 绝对估值

关键假设如下：

- (1) 永续期增长率为 2%；
- (2)  $\beta$  系数选用生物制品（申万分类）行业最近 60 个月  $\beta$  值的算术平均；
- (3) 税率：保持 15% 稳定税率。

**表 15: 绝对估值假设条件**

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	11.00%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	15.00%
$\beta$ 系数	0.89
债务资本成本 Kd	6.96%
债务资本比重 Wd	10.83%
股权资本成本 Ke	10.18%
WACC	9.71%

数据来源: wind, 西南证券

**表 16: FCFF 估值结果**

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
FCFF	1237.57
EBIT	1958.04
EBIT* (1-所得税税率)	1577.95
折旧与摊销	226.12
营运资金的净变动	-566.50
核心企业价值	40119.31
净债务价值	3486.82
股票价值	36632.50
每股价值	75.37

数据来源: wind, 西南证券

**表 17: FCFF 估值敏感性分析**

WACC	8.21%	8.71%	9.21%	9.71%	10.21%
1.0%	87.31	80.23	74.03	68.57	63.72
1.5%	92.51	84.61	77.76	71.76	66.47
2.0%	98.54	89.64	82.00	<b>75.37</b>	69.57
2.5%	105.63	95.48	86.87	79.47	73.06
3.0%	114.08	102.34	92.52	84.19	77.04

数据来源: wind, 西南证券

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 75.37 元。

### 9.3 相对估值

华东医药可拆分为医药工业和医药商业分别估值，对于工业业务板块，我们选取行业内可比的恒瑞医药、人福医药、恩华药业。上述三家公司 wind 一致预期对应 2016-2018 年 PE 均值分别为 31 倍、25 倍、20 倍。华东医药工业业务 2015 年利润占比约为 80%，预计 2016 年医药工业板块贡献 EPS 约为 2.30 元，对应价值为  $2.30 \times 31 = 71.30$  元。

**表 18：工业可比上市公司盈利预测**

公司	股价	EPS (元)			PE (倍)		
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
恒瑞医药	46.20	1.42	1.74	2.12	32.54	26.55	21.79
人福医药	16.06	0.67	0.88	1.10	23.97	18.25	14.60
恩华药业	18.97	0.51	0.63	0.79	36.89	30.02	24.02
均值					31.13	24.94	20.14

数据来源：Wind, 西南证券；股价以 6 月 15 日收盘价计算

对于商业业务板块，我们选取行业内可比的国药股份、国药一致、上海医药。上述三家公司 wind 一致预期对应 2016-2018 年 PE 均值分别为 21 倍、18 倍、16 倍。华东医药商业业务 2015 年利润占比约为 20%，预计 2016 年医药商业板块贡献 EPS 约为 0.57 元，对应价值为  $0.57 \times 21 = 11.97$  元。

**表 19：商业可比上市公司盈利预测**

公司	股价	EPS (元)			PE (倍)		
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
国药股份	27.52	1.21	1.37	1.55	22.74	20.09	17.75
国药一致	62.06	2.34	2.81	3.41	26.52	22.09	18.20
上海医药	18.02	1.20	1.36	1.52	15.02	13.25	11.86
均值					21.43	18.47	15.94

数据来源：Wind, 西南证券；股价以 6 月 15 日收盘价计算

综合上述分析，华东医药工业业务价值 71.30 元加医药商业业务价值 11.97 元，华东医药对应目标价为 83.27 元，维持“买入”评级。

## 10. 风险提示

### 1) 浙江省控费政策对医药商业影响或超预期

浙江省作为医保控费的排头兵，在政策方面给企业会造成较大压力，如采取高位淘汰制、率先实行药品零加成、引入医保审核系统等。2016年6月份又开始启动“三流合一”平台，并有可能率先在全国实现“一票制”，若实行“一票制”或将对商业利润率产生较大影响。

### 2) 公司药品招标价格或大幅降低

药品采购招标及二次议价等政策对医药企业均会带来一定的降价压力，未来若跨省谈判模式实施，药价或面临较大的下降压力。

### 3) 研发梯队新产品或不能如期获批

公司申报的抗肿瘤一类新药迈华替尼目前处于一期临床，心血管领域布局的重要产品磺达肝癸钠目前在准备现场核查，上述等其他产品或有不能如期获批的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	21727.38	24888.53	28460.27	32458.92	净利润	1152.17	1441.05	1835.95	2376.42
营业成本	16517.78	18595.66	20996.29	23577.09	折旧与摊销	163.63	226.12	226.12	226.12
营业税金及附加	104.31	114.58	132.86	151.55	财务费用	205.86	196.82	200.29	165.41
销售费用	2769.46	3359.95	3913.29	4544.25	资产减值损失	33.88	34.00	27.30	29.77
管理费用	722.03	826.30	944.88	1077.64	经营营运资本变动	-1332.95	-566.50	-537.37	-598.86
财务费用	205.86	196.82	200.29	165.41	其他	435.95	-31.85	-28.37	-29.59
资产减值损失	33.88	34.00	27.30	29.77	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>658.54</b>	<b>1299.64</b>	<b>1723.92</b>	<b>2169.27</b>
投资收益	8.45	0.00	0.00	0.00	资本支出	-339.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-479.46	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-819.33</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1382.51</b>	<b>1761.22</b>	<b>2245.36</b>	<b>2913.23</b>	短期借款	346.51	536.00	-467.74	-658.33
其他非经营损益	37.44	26.94	28.61	29.52	长期借款	123.04	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1419.95</b>	<b>1788.17</b>	<b>2273.96</b>	<b>2942.75</b>	股权融资	6.80	0.00	32.20	0.00
所得税	267.79	347.12	438.01	566.33	支付股利	-399.34	-578.90	-730.92	-945.67
净利润	1152.17	1441.05	1835.95	2376.42	其他	551.48	-254.39	-200.29	-165.41
少数股东损益	55.25	56.09	44.07	35.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>628.50</b>	<b>-297.29</b>	<b>-1366.74</b>	<b>-1769.41</b>
归属母公司股东净利润	1096.91	1384.96	1791.88	2340.52	<b>现金流量净额</b>	<b>467.71</b>	<b>1002.34</b>	<b>357.17</b>	<b>399.87</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1486.51	2488.85	2846.03	3245.89	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4996.47	5643.62	6472.72	7374.71	销售收入增长率	14.67%	14.55%	14.35%	14.05%
存货	2422.89	2725.53	3078.74	3457.12	营业利润增长率	19.50%	27.39%	27.49%	29.74%
其他流动资产	51.49	58.98	67.44	76.92	净利润增长率	22.21%	25.07%	27.40%	29.44%
长期股权投资	53.08	53.08	53.08	53.08	EBITDA 增长率	20.93%	24.67%	22.32%	23.69%
投资性房地产	12.24	12.24	12.24	12.24	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1753.73	1591.15	1428.57	1265.98	毛利率	23.98%	25.28%	26.23%	27.36%
无形资产和开发支出	395.73	333.57	271.42	209.26	三费率	17.02%	17.61%	17.77%	17.83%
其他非流动资产	245.04	243.66	242.27	240.89	净利率	5.30%	5.79%	6.45%	7.32%
<b>资产总计</b>	<b>11417.18</b>	<b>13150.68</b>	<b>14472.50</b>	<b>15936.10</b>	ROE	35.52%	35.10%	35.02%	35.61%
短期借款	2413.96	2949.96	2482.22	1823.89	ROA	10.09%	10.96%	12.69%	14.91%
应付和预收款项	3720.99	4031.25	4588.07	5176.57	ROIC	20.16%	20.40%	23.52%	27.26%
长期借款	314.42	314.42	314.42	314.42	EBITDA/销售收入	8.06%	8.78%	9.39%	10.18%
其他负债	1724.46	1749.55	1845.06	1947.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>8173.83</b>	<b>9045.19</b>	<b>9229.77</b>	<b>9262.61</b>	总资产周转率	2.13	2.03	2.06	2.13
股本	434.06	486.06	486.06	486.06	固定资产周转率	19.07	21.02	27.87	37.80
资本公积	19.80	-32.20	0.00	0.00	应收账款周转率	6.45	6.43	6.46	6.44
留存收益	2517.20	3323.26	4384.22	5779.07	存货周转率	7.80	7.22	7.23	7.21
归属母公司股东权益	2971.06	3777.12	4870.28	6265.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.48%	—	—	—
少数股东权益	272.29	328.38	372.45	408.35	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3243.35</b>	<b>4105.50</b>	<b>5242.73</b>	<b>6673.48</b>	资产负债率	71.59%	68.78%	63.77%	58.12%
负债和股东权益合计	11417.18	13150.68	14472.50	15936.10	带息债务/总负债	45.45%	47.00%	40.99%	33.74%
					流动比率	1.31	1.41	1.58	1.78
					速动比率	0.95	1.06	1.19	1.35
					股利支付率	36.41%	41.80%	40.79%	40.40%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.26	2.85	3.69	4.82
					每股净资产	6.67	8.45	10.79	13.73
					每股经营现金	1.35	2.67	3.55	4.46
					每股股利	0.82	1.19	1.50	1.95
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1752.00	2184.16	2671.76	3304.75					
PE	28.40	22.50	17.39	13.31					
PB	9.61	7.59	5.94	4.67					
PS	1.43	1.25	1.09	0.96					
EV/EBITDA	17.03	14.95	11.91	9.31					
股息率	1.28%	1.86%	2.35%	3.04%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn