

## 华东医药 (000963.SZ)

评级: **买入** 前次:  
 目标价 (元): **83.72-91**

分析师  
 江琦  
 S0740517010002

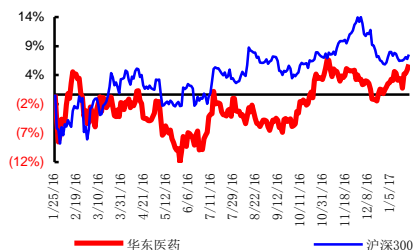
### 优质仿制药企业再认识: 丰富的产品线梯队

jiangqi@r.qlzq.com.cn  
 2017年02月03日

#### 基本状况

总股本(百万股)	486
流通股本(百万股)	434
市价(元)	77.00
市值(百万元)	37,426
流通市值(百万元)	33,423

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	18,947	21,727	25,800	30,342	35,331
营业收入增速	13.34%	14.67%	18.74%	17.61%	16.44%
归属于母公司的净利润	757	1,097	1,415	1,770	2,213
净利润增长率	31.60%	44.97%	28.99%	25.09%	25.06%
摊薄每股收益 (元)	1.74	2.53	2.91	3.64	4.55
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	30.18	32.43	26.46	21.15	16.92
PEG	0.96	0.72	0.88	0.81	0.65
每股净资产 (元)	5.22	6.84	14.91	18.55	23.10
每股现金流量 (元)	1.71	1.52	3.16	3.36	4.06
净资产收益率	33.38%	36.92%	19.52%	19.63%	19.71%
市净率	10.07	11.97	4.97	4.00	3.21
总股本 (百万元)	434.06	434.06	486.06	486.06	486.06

#### 投资要点

- 公司是优质的处方药龙头企业, 股权结构稳定、公司治理优秀, 收入和利润多年保持较快增长。公司 80% 以上净利润来自医药工业全资子公司中美华东制药。中美华东是国内目前品种最全、产销量最大的器官移植和糖尿病药物研发和生产企业, 2011-2015 年净利润复合增长率为 28.86%。
- 主力品种百令胶囊和阿卡波糖随着基层销售的加强, 预计将继续保持快速增长。1. 公司百令胶囊突破产能瓶颈, 随着分级诊疗的不断推进, 百令胶囊在基层的份额有望不断提升, 收入保持 20% 以上增长; 2. 阿卡波糖属于“仿制药一致性评价”+“医保支付标准”受益品种, 进口替代有望加速。此外, 随着我国糖尿病患者诊疗率的增加, 终端需求有较快增长。预计收入保持 25%-30% 增长。
- 二线品种泮托拉唑、环孢素、吗替麦考酚酯、他克莫司竞争格局良好, 有望继续保持稳定增长。
- 潜力品种储备——达托霉素、吡喹酮有望进入快速增长期, 有潜力成为过 5 亿品种; 奥利司他有望成为新的过亿品种。
- 在研品种丰富, 涵盖糖尿病、肿瘤、心血管等多个领域。公司通过加强新产品研发, 重点开拓和提升在抗肿瘤、超级抗生素、肝病治疗以及心脑血管等领域的竞争优势, 为未来长期的发展奠定基础。
- 控股子公司宁波公司未来有望受益于国内医美市场的大前景, 保持快速增长。公司 51% 控股子公司华东医药宁波公司独家代理韩国 LG 玻尿酸, 净利润增速逐年提高, 预计公司玻尿酸 2016 年收入突破 4 亿元、净利润增速超过 60%、归母净利润超过 6000 万元。
- 公司是浙江医药商业龙头, 将受益于“两票制”+“三流合一”。预计公司医药商业不断扩大市场份额、提高资金周转率, 保持稳定增长。
- 盈利预测和投资建议: 预计 2016-2018 年, 公司收入分别为 258 亿元、303 亿元、353 亿元, 同比分别增长 18.74%、17.61%、16.44%; 归母净利润分别为 14.15 亿元、17.7 亿元、22.13 亿元, 同比分别增长 28.99%、25.09%、25.06%; 对应 EPS 分别为 2.91 元、3.64 元、4.55 元。当前股价对应 2016-2018PE 分别为 26 倍、21 倍、17 倍。我们认为, 公司估值合理, 业绩成长确定性强, 从绝对收益和相对收益角度均具备投资价值。参考可比公司, 给予华东医药 2017 年 PE 23-25 倍, 对应股价 83.72-91 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 可能的催化剂: 根据 2016 年三季报, 公司有超过 20 亿元现金, 存在外延并购的可能性。
- 风险提示: 公司核心品种收入增速不达预期的风险; 新产品研发不达预期的风险。

## 内容目录

<b>主力品种是业绩增长的基石，众多二线品种带来弹性</b> .....	<b>- 4 -</b>
公司是优质的处方药龙头企业，收入和利润多年保持较快增长 .....	- 4 -
公司深化医药工业营销体制变革，加强基层布局，将受益于分级诊疗 .....	- 5 -
中美华东是利润的主要来源，主力品种是业绩增长的基石 .....	- 5 -
众多过亿的二线品种竞争格局良好，有望继续保持稳定增长 .....	- 9 -
<b>丰富的品种储备，为医药工业中长期发展奠定基础</b> .....	<b>- 11 -</b>
和华东医药新药研究院合作研发，研发投入占工业收入 4%左右 .....	- 11 -
9 个品种完成仿制药一致性评价参比制剂备案，有望获得更多市场份额 ..	- 12 -
潜力品种达托霉素、吡喹酮和奥利司他有望进入快速增长期 .....	- 12 -
丰富的在研品种，涵盖糖尿病、肿瘤、心血管等多个领域 .....	- 14 -
<b>浙江医药商业龙头，将受益于“两票制”+“三流合一”</b> .....	<b>- 17 -</b>
<b>独家代理韩国 LG 玻尿酸，控股子公司净利润快速增长</b> .....	<b>- 18 -</b>
<b>公司现金充沛，存在外延预期</b> .....	<b>- 18 -</b>
<b>向大股东定向增发募资 35 亿元，财务费用同比大幅下降</b> .....	<b>- 18 -</b>
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 19 -</b>
盈利预测: .....	- 19 -
估值及投资建议 .....	- 19 -
<b>风险提示:</b> .....	<b>- 21 -</b>

## 图表目录

图表 1: 华东医药股权结构 .....	- 4 -
图表 2: 2011-2015 收入 CAGR=18.2% .....	- 5 -
图表 3: 2011-2015 利润 CAGR=30.22% .....	- 5 -
图表 4: 公司毛利率一览 .....	- 5 -
图表 5: 公司费用率一览 .....	- 5 -
图表 6: 公司 2015 归母净利润组成 .....	- 6 -
图表 7: 公司 2016H 归母净利润组成 .....	- 6 -
图表 8: 中美华东 2011-2015 净利润 CAGR=28.86% .....	- 6 -
图表 9: 公司主要制剂产品一览 .....	- 7 -
图表 10: 公司医药制造业收入 .....	- 7 -
图表 11: 百令市场规模 .....	- 7 -
图表 12: 中美华东百令胶囊市占率在 95%以上 .....	- 8 -
图表 13: 百令各终端市场份额 .....	- 8 -
图表 14: 阿卡波糖市场规模 .....	- 9 -
图表 15: 中美华东阿卡波糖市占率不断提升 .....	- 9 -
图表 16: 阿卡波糖各终端市场份额 .....	- 9 -

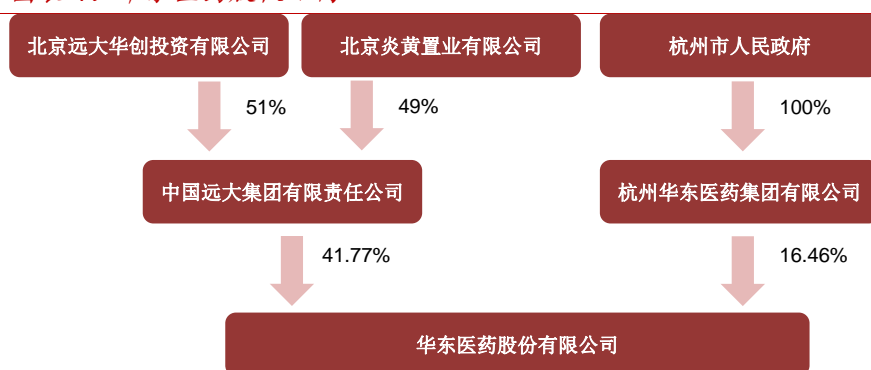
图表 17: 中美华东阿卡波糖终端市场份额 .....	- 9 -
图表 18: 中美华东阿卡波糖各终端市场一览 .....	- 9 -
图表 19: 阿卡波糖招标一览 .....	- 9 -
图表 20: 城市公立医院泮托拉唑销售情况 .....	- 10 -
图表 21: 重点城市公立医院泮托拉唑市占率 .....	- 10 -
图表 22: 城市公立医院环孢素销售情况 .....	- 10 -
图表 23: 重点城市公立医院环孢素市占率 .....	- 10 -
图表 24: 城市公立医院吗替麦考酚酯销售情况 .....	- 11 -
图表 25: 重点城市公立医院吗替麦考酚酯市占率 .....	- 11 -
图表 26: 城市公立医院他克莫司销售情况 .....	- 11 -
图表 27: 重点城市公立医院他克莫司市占率 .....	- 11 -
图表 28: 公司研发投入 .....	- 12 -
图表 29: 华东医药一致性评价参比制剂备案一览 .....	- 12 -
图表 30: 达托霉素招标一览 .....	- 13 -
图表 31: 城市公立医院万古霉素销售情况 .....	- 13 -
图表 32: 吲哚布芬城市公立医院销售情况 .....	- 14 -
图表 33: 公司部分在研品种 .....	- 15 -
图表 34: 城市公立医院磺达肝癸销售情况 .....	- 16 -
图表 35: 城市公立医院磺达肝癸市占率 .....	- 16 -
图表 36: 城市公立医院卡泊芬净销售情况 .....	- 16 -
图表 37: 城市公立医院卡泊芬净市占率 .....	- 16 -
图表 38: 城市公立医院米卡芬净销售情况 .....	- 16 -
图表 39: 城市公立医院米卡芬净市占率 .....	- 16 -
图表 40: 公司医药商业收入 .....	- 17 -
图表 41: 公司医药商业毛利率 .....	- 17 -
图表 42: 华东医药宁波公司净利润 .....	- 18 -
图表 43: 可比公司估值 (Wind 一致预期, 2017 年 2 月 3 日) .....	- 19 -
图表 44: 公司收入预测 (百万元) .....	- 20 -
图表 45: 华东医药盈利预测 (百万元) .....	- 21 -

## 主力品种是业绩增长的基石，众多二线品种带来弹性

公司是优质的处方药龙头企业，收入和利润多年保持较快增长

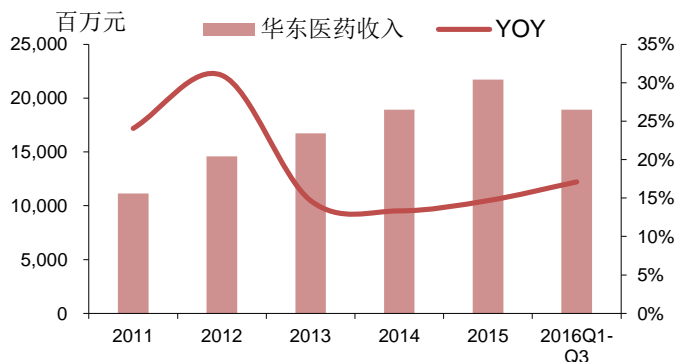
- 华东医药是优质的处方药龙头企业。**公司前身为杭州医药采购供应站，成立于1993年；2000年1月27日，公司在深交所上市。公司业务包括医药工业和医药商业。医药工业核心为全资子公司杭州中美华东制药有限公司，是国内目前品种最全、产销量最大的器官移植和糖尿病药物研发和生产企业，主要产品有发酵虫草菌粉（百令胶囊）、免疫抑制剂类产品、糖尿病用药、消化道用药。医药商业方面，公司是浙江省规模最大的医药商业企业。公司拥有完善的浙江全省商业网络和深度渗透的基层终端市场网络，并已具有浙江乃至华东地区自动化程度最高、服务能力最强的医药物流中心。

图表 1：华东医药股权结构

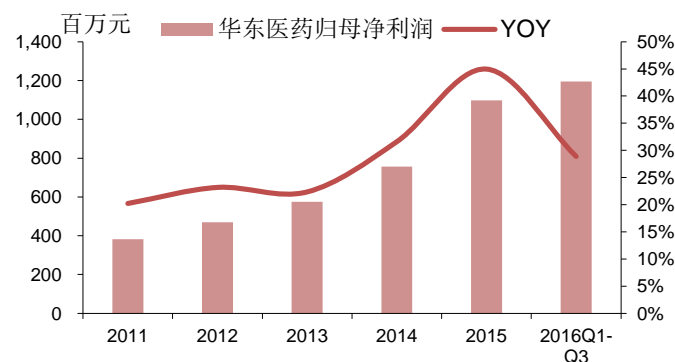


来源：公司公告，中泰证券研究所

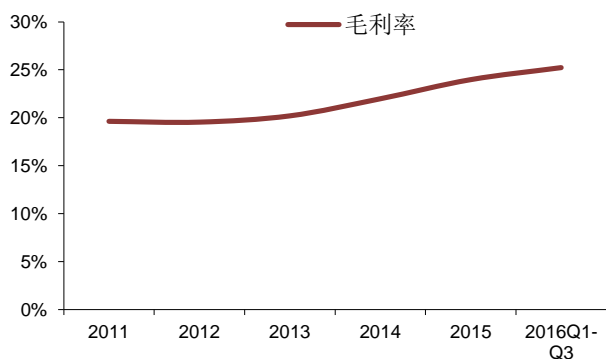
- 公司收入和利润多年保持较快增长，毛利率稳步提高。**2015年，公司收入217.27亿元，2011-2015复合增长率18.2%；归母净利润10.97亿元，2011-2015复合增长率30.22%。2016年1-9月，公司收入66.76亿元，同比增长17.11%；归母净利润3.72亿元，同比增长28.89%。2011年以来，公司整体毛利率呈上升趋势。我们认为，公司股权结构稳定、经营能力优秀，为未来的发展奠定了坚实的基础。

**图表 2：2011-2015 收入 CAGR=18.2%**


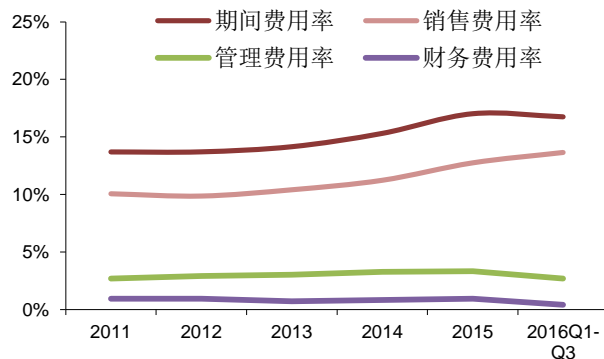
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3：2011-2015 利润 CAGR=30.22%**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 4：公司毛利率一览**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 5：公司费用率一览**


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 公司深化医药工业营销体制变革，加强基层布局，将受益于分级诊疗

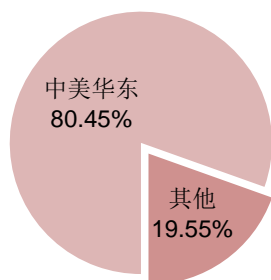
- 公司 2016 年继续深化医药工业营销体制变革，进一步划小核算单位，总部设置了医药工业营销总公司，按主要产品设立了百令产品部、内分泌产品部、免疫产品部、消化产品部、肿瘤产品部、心血管产品部等部门，在全国设各省（市）营销公司，并在其下拆分成立多个大区，加快了基层市场开拓和队伍建设。目前营销人员已扩充至约 3000 人，其中基层营销人员增加了 1000 人左右，促进了公司产品在基层的快速发展。我们认为，公司的营销改革顺应了分级诊疗的政策，未来主打品种基层渠道增长有望超出预期。

### 中美华东是利润的主要来源，主力品种是业绩增长的基石

- 公司 80% 以上的净利润来自于医药工业全资子公司中美华东。中美华东是品种最全、产销量最大的器官移植和糖尿病药物国产企业，已形成稳定的产品梯队，在免疫移植、糖尿病、消化道和肾病治疗领域市场份额均保持国内厂家领先。2015 年，中美华东收入 45.6 亿元，占公司总收

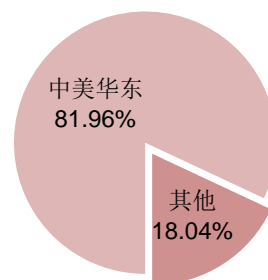
入的 20.99%；净利润 8.82 亿元，占公司净利润的 80.45%；**2011-2015 中美华东净利润复合增长率为 28.86%**。2016 年上半年，中美华东收入 28.94 亿元，占公司总收入的 23.64%；净利润 6.75 亿元，占公司净利润的 81.96%。我们估计，**2015 年**，百令胶囊（17 亿元）、阿卡波糖（11.5 亿元）、泮托拉唑注射剂和肠溶剂（6.4 亿元）、环孢素（3.5 亿元）、吗替麦考酚酯（3 亿元）、他克莫司（2.3 亿元）等七个过亿品种占中美华东总收入的 96%左右。百令胶囊和阿卡波糖收入突破 10 亿元，是中美华东最重要的两个品种。

图表 6：公司 2015 归母净利润组成



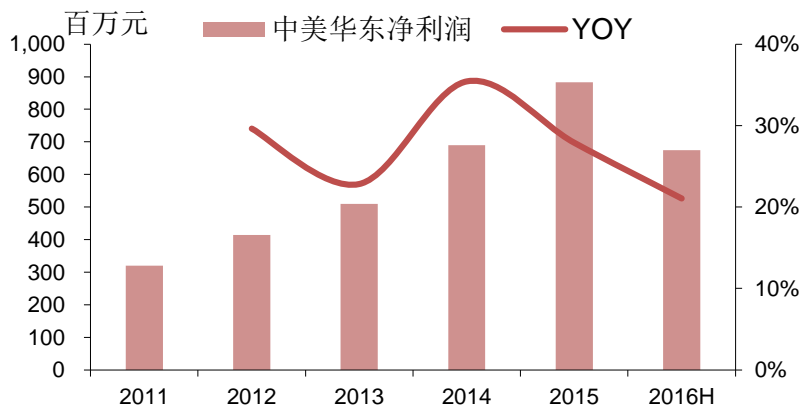
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：公司 2016H 归母净利润组成



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：中美华东 2011-2015 净利润 CAGR=28.86%



来源：公司公告，中泰证券研究所



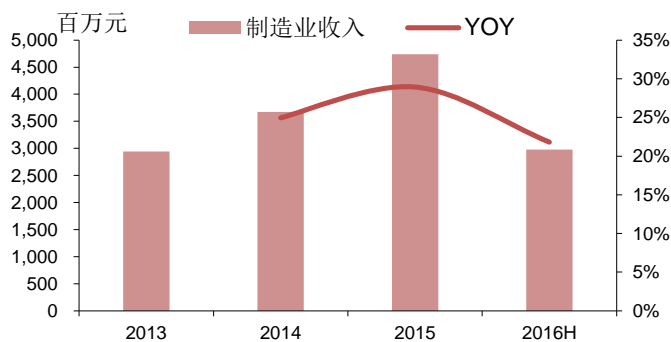
图表 9：公司主要制剂产品一览

通用名	分类	用途	医保
百令胶囊	发酵虫草菌粉	方中发酵虫草粉。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。	全国医保乙类（限器官移植抗排斥、肾功能衰竭及肺纤维化）
阿卡波糖	糖尿病	在肠道内竞争性抑制葡萄糖苷水解酶。配合饮食控制治疗糖尿病	全国医保乙类
泮托拉唑（肠溶剂+注射剂）	消化系统	抗酸及抗溃疡药。与其它抗菌药物（克拉霉素、阿莫西林和甲硝唑）伍用能够根除幽门螺杆菌感染。	全国医保乙类
环孢素	免疫移植	预防同种异体肾、肝、心、骨髓等器官或组织移植所发生的排斥反应；预防及治疗骨髓移植时发生的移植抗宿主反应。本品常与肾上腺皮质激素等免疫抑制剂联合应用，以提高疗效；近年来有报道试用于治疗眼色素层炎、重型再生障碍性贫血及难治性自身免疫性血小板减少性紫癜、银屑病、难治性狼疮肾炎等。	全国医保甲类（限器官移植、再生障碍性贫血和工伤保险）
吗替麦考酚酯	免疫移植	对于接受肾脏和心脏移植术后的患者，吗替麦考酚酯具有维持免疫抑制治疗和作为移植术后的患者接受环孢素治疗产生严重的肾毒性，溶血性尿毒症综合征等毒性时的替代疗法	全国医保乙类（限器官移植和工伤保险）
他克莫司	免疫移植	肝、肾移植的一线用药，已在日本、美国等 14 个国家上市。临床实验表明，其在心、肺、肠、骨髓等移植中应用有很好的疗效。同时 FK506 在治疗特应性皮炎（AD）、系统性红斑狼疮（SLE）、自身免疫性眼病等自身免疫性疾病中也发挥着积极的作用。	全国医保乙类（限器官移植和工伤保险）
达托霉素	抗菌	革兰氏阳性敏感菌株引起的并发性皮肤及皮肤结构感染，如脓肿、手术切口感染和皮肤溃疡。	
吡布布芬 奥利司他	心脑血管 减肥	心脑血管系统抗血栓用药 减少热量摄入，控制体重。	5 省增补目录
吡格列酮	糖尿病	抗糖尿病药物，属胰岛素增敏剂	全国医保乙类（限不适用胰岛素药物且使用其他口服降糖药物无效的患者）
二甲双胍吡格列酮复合片	糖尿病	用于改善 2 型糖尿病人的血糖控制，适用于单独使用盐酸二甲双胍治疗效果不佳的病人，以及使用盐酸吡格列酮和盐酸二甲双胍联合治疗的病人	
伏格列波糖		抑制双糖的水解和延迟对糖的吸收，用于改善糖尿病饭后高血糖	全国医保乙类

来源：公司公告，米内网，中泰证券研究所

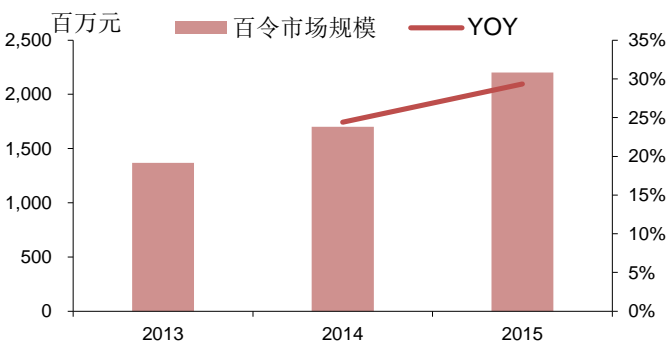
- 百令胶囊突破产能瓶颈，在基层有广阔的发展空间，预计未来将保持较快增长。**公司江东生产基地一期项目已于 2016 年 6 月取得发酵冬虫夏草菌粉原料 GMP 认证，并于 2016 年 7 月正式投产，预计将为公司新增 20 亿元产能，解决 2016 年上半年百令胶囊原料药产能受限增速降低的瓶颈。我们预计公司百令胶囊 2016 年收入超过 20 亿元，同比增长 20% 以上，是公司目前收入最高的制剂品种。根据米内网数据，2015 年百令市场超过 22 亿元，同比增长 29.34%。百令胶囊为公司独家剂型，类似的竞争品种为青海珠峰冬虫夏草药业生产的百令片。百令胶囊市场竞争格局好，市场占有率绝对领先，达到 95% 以上。目前，百令 80% 以上的市场份额来自于城市公立医院。与此同时，其在城市社区、县级公立和乡镇卫生占比均逐年提升。我们认为，随着分级诊疗的不断推进，公司百令胶囊在基层的份额有望不断提升，收入保持 20% 以上增长。

图表 10：公司医药制造业收入



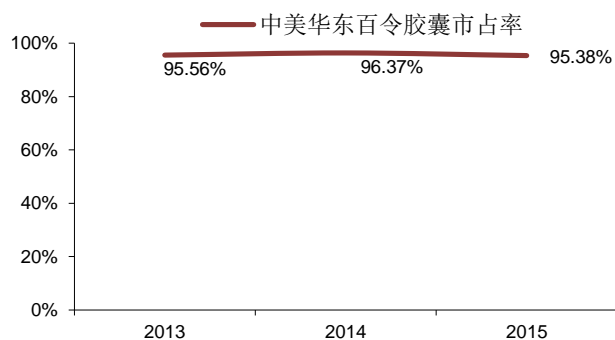
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：百令市场规模



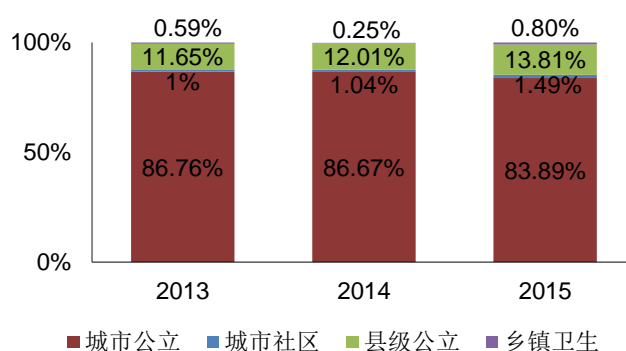
来源：米内网，中泰证券研究所

图表 12: 中美华东百令胶囊市占率在 95% 以上



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 13: 百令各终端市场份额

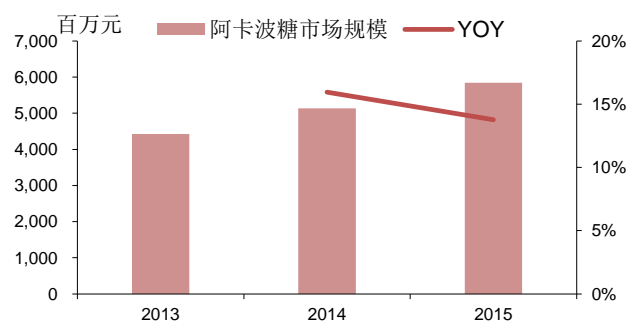


来源: 米内网, 中泰证券研究所

- 预计我国阿卡波糖整体市场规模将保持较快增长。根据米内网数据, 2015 年国内阿卡波糖市场超过 58 亿元, 同比增长 13.77%。阿卡波糖 50% 以上的份额来自于城市公立医院, 与此同时, 其在城市社区、县级公立和乡镇卫生占比均逐年提升。中美华东阿卡波糖在县级公立医院增速最快 (+70.16%), 其次是城市社区 (+58.71%)、乡镇卫生 (+33.65%) 和城市公立 (+16.72%)。根据世界卫生组织糖尿病报告, 我国成年人近 10% 患糖尿病, 目前有约 1.2 亿患者, 未来这一数字将不断增长。此外, 随着分级诊疗的不断推进, 以糖尿病为主的慢病将逐渐下沉到基层, 基层糖尿病诊疗率也将不断提高。我们预计阿卡波糖整体市场仍将保持较快增长。
- 公司阿卡波糖进口替代空间大, “仿制药一致性评价” + “医保支付标准” 是潜在的催化剂。我们预计公司阿卡波糖 2016 年收入超 15 亿元, 同比增长 30% 以上。国内阿卡波糖主要生产商为拜耳、中美华东和四川绿叶宝光药业。其中, 原研药企业拜耳仍占有 60% 以上的市场份额。根据招标价格, 中美华东阿卡波糖和绿叶宝光价格相当, 比拜耳低 33% 左右, 性价比有明显优势。2013-2015 年, 中美华东的阿卡波糖市占率不断提高, 由 2013 年的 18.37% 提高到 2015 年的 24.26%, 2 年市占率增加 5.89 个百分点。阿卡波糖属于 2018 年底须完成仿制药一致性评价的产品, 目前公司已完成参比制剂备案, 一致性评价工作正按计划实施。我们预计, 随着仿制药一致性评价的推进, 未来医保支付标准将按照通用名支付。“仿制药一致性评价” + “医保支付标准” 有望加速仿制药的进口替代。公司阿卡波糖市场份额有望不断提升, 收入保持 25%-30% 增长。

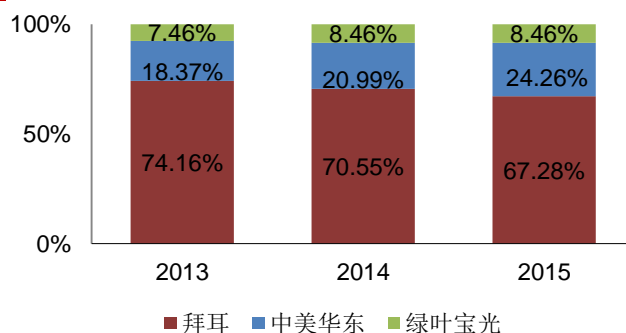


图表 14: 阿卡波糖市场规模



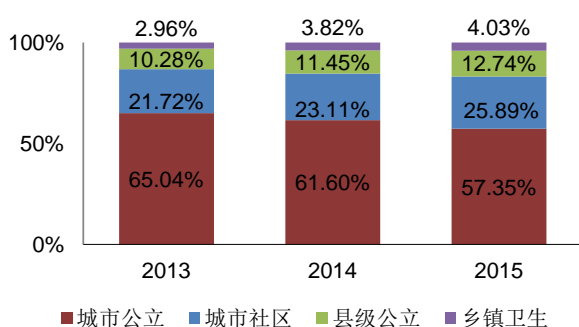
来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 15: 中美华东阿卡波糖市占率不断提升



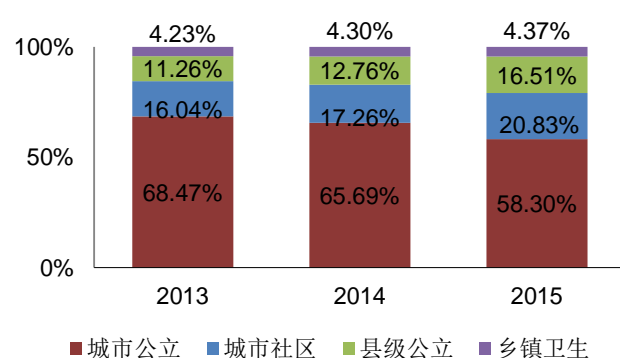
来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 16: 阿卡波糖各终端市场份额



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 17: 中美华东阿卡波糖终端市场份额



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 18: 中美华东阿卡波糖各终端市场一览

	2013	2014	2015
城市公立	556.96	707.81	826.13
YOY		27.09%	16.72%
城市社区	130.47	185.98	295.17
YOY		42.54%	58.71%
县级公立	91.59	137.49	233.95
YOY		50.11%	70.16%
乡镇卫生	34.41	46.33	61.92
YOY		34.66%	33.65%

来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 19: 阿卡波糖招标一览

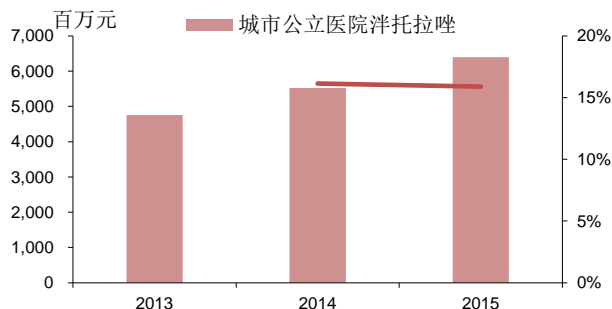
阿卡波糖生产厂家	剂型	规格	2016 年以来最小制剂单位 全国最低中标价 (元)
拜耳	片剂	50mg	2.06
中美华东	片剂	50mg	1.36
绿叶宝光	胶囊	50mg	1.38

来源: 米内网, 中泰证券研究所

众多过亿的二线品种竞争格局良好, 有望继续保持稳定增长

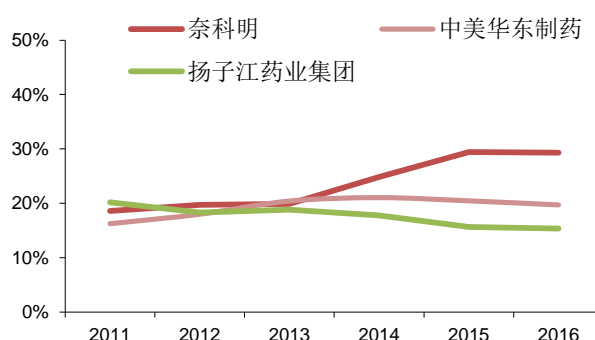
- 中美华东洋托拉唑 2015 年收入 6.4 亿元左右。根据米内网数据, 目前国内洋托拉唑市场增速在 16% 左右, 主要市场份额被奈科明 (2011 年 9 月被武田收购)、中美华东和扬子江占据, 竞争格局稳定。我们预计, 公司洋托拉唑未来增速将接近行业增速, 市场份额稳定。

图表 20: 城市公立医院泮托拉唑销售情况



来源: 米内网, 中泰证券研究所

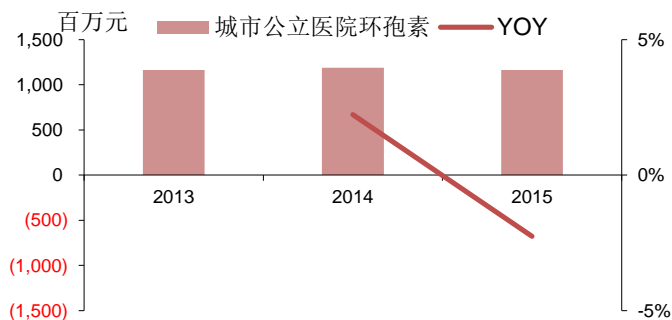
图表 21: 重点城市公立医院泮托拉唑市占率



来源: 米内网, 中泰证券研究所

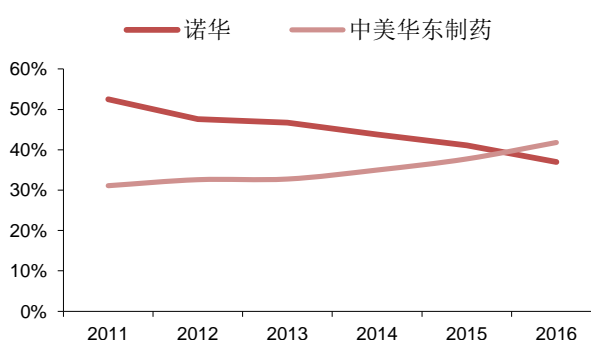
- 由于器官捐献的提倡, 器官捐赠数量开始提升, 带动器官移植量的提升, 未来免疫移植类产品 (环孢素、吗替麦考酚酯、他克莫司等) 的增长可能加速。
- 中美华东环孢素 2015 年收入 3.5 亿元左右。根据米内网数据, 目前国内环孢素市场基本维持稳定, 中美华东环孢素市占率不断提高, 2016 年已经超过诺华, 市占率排名第一。我们预计, 公司环孢素未来仍将保持稳定增长, 进一步推进进口替代, 获得高于行业的增速。

图表 22: 城市公立医院环孢素销售情况



来源: 米内网, 中泰证券研究所

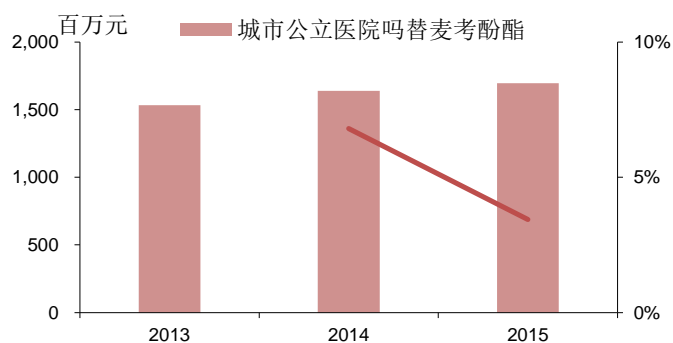
图表 23: 重点城市公立医院环孢素市占率



来源: 米内网, 中泰证券研究所

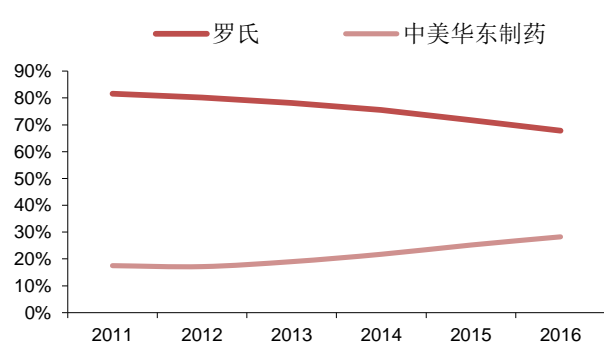
- 中美华东吗替麦考酚酯 2015 年收入 3 亿元左右。根据米内网数据, 目前国内吗替麦考酚酯市场增速在 5% 左右, 中美华东吗替麦考酚酯市占率不断提高。我们预计, 公司吗替麦考酚酯为未来仍将保持稳定增长, 进一步推进进口替代, 获得高于行业的增速。

图表 24: 城市公立医院吗替麦考酚酯销售情况



来源: 米内网, 中泰证券研究所

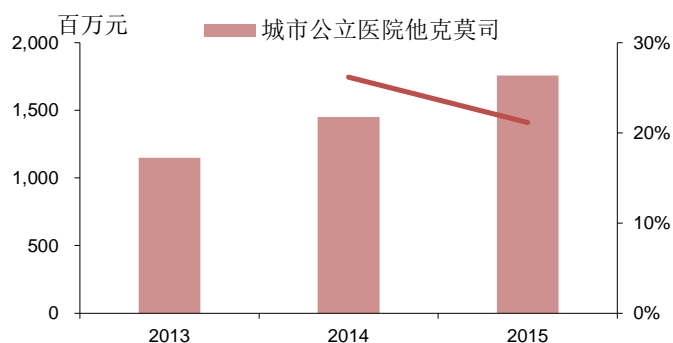
图表 25: 重点城市公立医院吗替麦考酚酯市占率



来源: 米内网, 中泰证券研究所

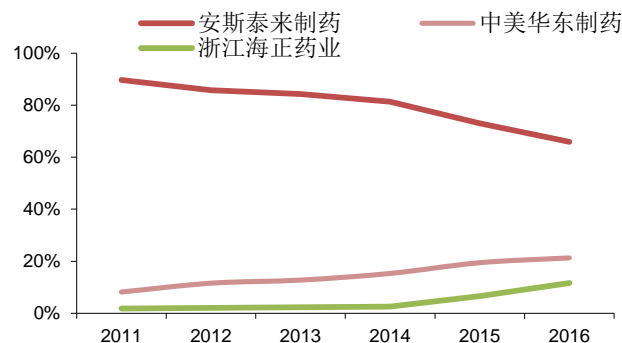
- 中美华东他克莫司 2015 年收入 2.3 亿元左右。根据米内网数据, 目前国内他克莫司市场增速在 20% 左右, 中美华东他克莫司市占率不断提高。我们预计, 公司他克莫司为未来仍将保持快速增长, 进一步推进进口替代, 获得高于行业的增速。

图表 26: 城市公立医院他克莫司销售情况



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 27: 重点城市公立医院他克莫司市占率



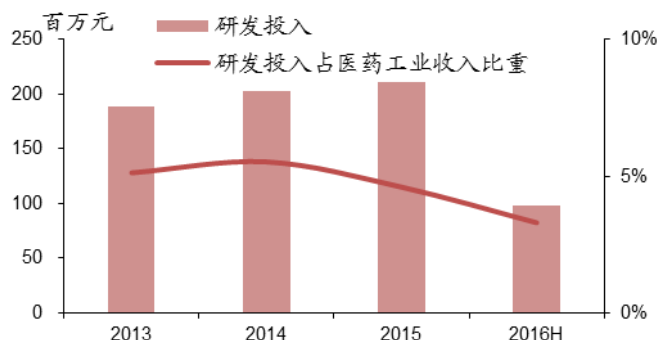
来源: 米内网, 中泰证券研究所

## 丰富的品种储备, 为医药工业中长期发展奠定基础

### 和华东医药新药研究院合作研发, 研发投入占工业收入 4% 左右

- 公司产品研发能力较强, 创新成果显著, 拥有国家企业技术中心、省市技术研发中心及科技合作平台以及多项国内领先的药品生产和科研创新专利, 在微生物发酵、化学合成、药物分析和检验、基因和生物工程等方面具有自己的核心技术和专业经验, 两次获得国家科技进步二等奖, 多次获得国家 and 省市重大新药研发和专项奖励。公司和华东医药新药研究院合作开发了包括达托霉素、阿卡波糖、阿卡波糖咀嚼片、吡格列酮、阿德福韦酯、百令疏肝胶囊、姜百胃炎片、迈华替尼在内的多个品种, 研发投入占医药工业收入的 4% 左右。

图表 28：公司研发投入



来源：中泰证券研究所

### 9 个品种完成仿制药一致性评价参比制剂备案，有望获得更多市场份额

- 截至 2016 年年底，公司一共有 9 个品种进行仿制药一致性评价参比制剂备案，分别为阿卡波糖片、环孢素软胶囊、吗替麦考酚酯胶囊、他克莫司胶囊、盐酸吡格列酮片、吡格列酮二甲双胍片、奥利司他胶囊、阿德福韦酯片和克拉霉素片。其中，阿卡波糖、环孢素软胶囊和克拉霉素片是需要 2018 年底之前完成一致性评价的品种。9 个备案品种之中，只有吡格列酮二甲双胍市占率 93.89% 排名第一，其他品种市占率均低于 35%。如果公司能够完成仿制药一致性评价，公司产品市占率有望进一步提高。

图表 29：华东医药一致性评价参比制剂备案一览

品种	完成时间	全国城市公立医院 中美华东市占率	中美华东市占 率排名
阿卡波糖片	2018 年底之前	24.67%	2
环孢素软胶囊	2018 年底之前	34.21%	2
吗替麦考酚酯胶囊		18.65%	2
他克莫司胶囊		17.73%	2
盐酸吡格列酮片		12.93%	4
吡格列酮二甲双胍片		93.89%	1
奥利司他胶囊		0%	NA
阿德福韦酯片		0%	NA
克拉霉素片	2018 年底之前	NA	NA

来源：中检院，米内网，中泰证券研究所

### 潜力品种达托霉素、吡喹酮和奥利司他有望进入快速增长期

- 达托霉素，有望打造下一个 5 亿以上的品种：中美华东达托霉素已在 3 个地区中标，中标价格和外企接近，高于国内竞争对手，有望进入快速增长期。2016 年 6 月 13 日公告，中美华东出资 5,000 万元受让华东医药集团新药研究院拥有的达托霉素原料药及制剂新药技术。达托霉素为

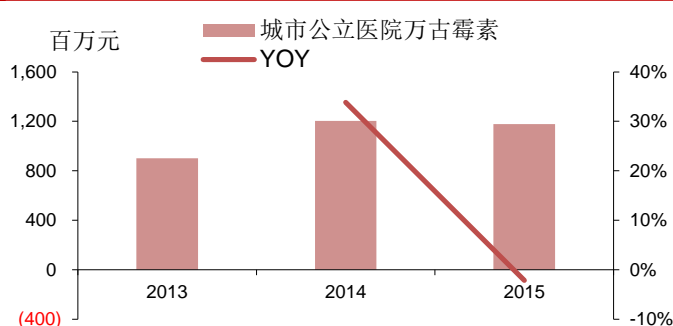
环脂肽类抗生素家族的第一个产品，是目前治疗革兰氏阳性耐药菌株感染的最佳治疗药物。其化学结构和作用机制不同于已有所有类别的抗生素，是近四十年来继恶唑烷酮类抗生素后，应用到临床的唯一新结构类别抗生素，临床主要用于治疗金黄色葡萄球菌（包括耐甲氧西林菌株）、化脓性念球菌、无乳念球菌、停乳念球菌似马亚种和粪肠球菌（万古霉素敏感菌株）引起的复杂性皮肤及皮肤软组织感染（cSSSI），与金黄色葡萄球菌引起的菌血症（SAB），包括甲氧西林敏感性金黄色葡萄球菌（MSSA）和耐甲氧西林性金黄色葡萄球菌（MRSA）引起的右侧感染性心内膜炎（RIE）。公司为国内首家获得达托霉素原料药和制剂新药证书及生产批文的生产企业，目前已在广西、江西和上海 3 个地区中标，中标价格 1620 元，和进口产品接近，高于国内竞争对手 28% 左右。公司正在积极进行招标和学术推广，未来有望在更多地区实现销售。目前新型抗感染药的需求十分巨大。和达托霉素类似的万古霉素是国家医保乙类品种。根据米内网数据，万古霉素城市公立医院销售已经超过 10 亿元。如果达托霉素能够进入国家医保目录，也有希望成为 10 亿级别的品种。公司的目标为将达托霉素打造成销售 5 亿元的大品种。

图表 30：达托霉素招标一览

生产厂家	规格	中标省份数量	2016 年以来最小制剂单位全国最低中标价（元）
中美华东制药	500mg	3	1620
阿斯利康	500mg	7	1693
赫升瑞	500mg	6	1709
海正药业	500mg	2	1263
OSO Biopharmaceuticals	500mg	1	1709

来源：米内网，中泰证券研究所

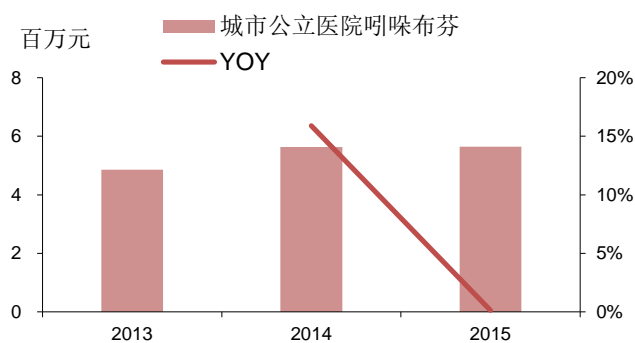
图表 31：城市公立医院万古霉素销售情况



来源：米内网，中泰证券研究所

- 公司吲哚布芬在国内是独家品种，目前已经进入广西、贵州、宁夏、山西和天津 5 个地区的医保增补目录，有可能进入国家医保目录。根据米内网数据，城市公立医院吲哚布芬 2015 年终端为 564 万元。国内抗血小板聚集药如氯吡格雷已经有数十亿的规模，我们预计吲哚布芬未来也有 5 亿以上的潜力。

图表 32：吡喹酮城市公立医院销售情况



来源：米内网，中泰证券研究所

- **我们预计奥利司他 2016 年收入 2500 万左右，有望成为新的过亿品种。** 奥利司他是脂肪酶抑制剂，能阻止甘油三酯水解为可吸收的游离脂肪酸和单酰基甘油，使其不被吸收，从而减少热量摄入，控制体重。公司奥利司他于 2015 年 11 月 4 日获批上市，目前已在广西、江西、吉林 3 个地区中标，主要在医院市场推广，与公司糖尿病产品协同性强，和 OTC 渠道差异化竞争。我们预计公司奥利司他 2017 年有望实现翻倍增长，未来可能成为新的过亿品种。

#### 丰富的在研品种，涵盖糖尿病、肿瘤、心血管等多个领域

- **公司通过加强新产品研发，重点开拓和提升在抗肿瘤、超级抗生素、肝病治疗以及心脑血管等领域的竞争优势。** 1、糖尿病类：公司目前研发规划涵盖了从化药到生物药类的系列产品，主要有化药（包括 SGLT2 列净类、DPP-4 列汀类）、多肽类、胰岛素及类似物、单抗等，合计共 20 多个研发产品储备。2、抗肿瘤类：公司立项、报临床、报生产的产品合计约 20 余个，已经拿到了生产批文的有：奥沙利铂和地西他滨注射剂，目前在积极开拓市场；处于临床一期阶段的有：重点新药迈华替尼（抗非小细胞肺癌国家一类新药）及依鲁替尼（治疗套细胞淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病），目前研发进展顺利；3、心脑血管类产品磺达肝癸钠，超抗类的卡泊芬净及注射剂、米卡芬净及注射剂等都已报批生产注册申请，等待核查。
- **磺达肝癸钠：**用于进行下肢重大骨科手术如髌关节骨折、重大膝关节手术或者髌关节置换术等患者，预防静脉血栓栓塞事件的发生。根据米内网城市公立医院数据，磺达肝癸钠 2015 年终端 4357 万元，葛兰素史克独占整个市场。中美华东制药、正大天晴、红日药业、海思科、信泰制药磺达肝癸钠均处于申报生产状态，润众制药和印度瑞迪博士实验室正在申请临床试验。
- **卡泊芬净：**临床用于治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌病。根据米内网城市公立医院数据，卡泊芬净 2015 年终端超过 10 亿元，默沙东独占整个市场。中美华东制药、恒瑞、海思科、正大天晴、信泰制



药、润众制药、星银药业、锦瑞制药、四川制药制剂、天伟生物制药、四环制药、奥赛康药业、盛迪医药均处于申报生产状态。

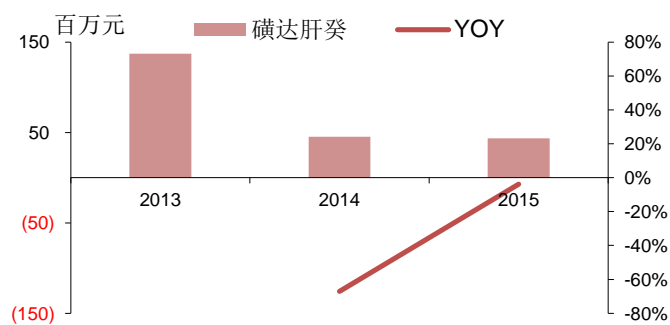
- **米卡芬净**：临床用于治疗食道念珠菌感染、骨髓移植及 ADS 患者中性粒细胞减少症的预防治疗。根据米内网城市公立医院数据，米卡芬净 2015 年终端约 2.5 亿元，阿斯泰来制药独占整个市场。中美华东制药、江苏豪森药业、海正药业、四川制药制剂、奥赛康药业、天伟生物制药、信泰制药、宏创药业均处于申报生产状态。
- **迈华替尼**：全新的小分子化合物，属于新一代 EGFR/HER2 高效双重抑制剂，适应症为非小细胞肺癌、乳腺癌、胃癌等恶性肿瘤，目前未在国内外上市销售，属 1.1 类化药新药。根据临床前研究显示，其对厄洛替尼等耐药的癌细胞表现出显著的抑制作用，在人胃癌裸鼠异种移植模型中抑瘤率显著高于拉帕替尼。如果迈华替尼在将来替代厄洛替尼作为抗肿瘤的一线药物，则市场前景将十分广阔。目前迈华替尼处于一期临床阶段，入组病人作为标准一线及二线治疗失败的晚期非小细胞肺癌患者和常规治疗失败的晚期恶性实体瘤患者。
- **依鲁替尼**：依鲁替尼是经 FDA 突破性药物通道批准的第二个新药，2013 年 11 月 13 日，FDA 批准依鲁替尼用于套细胞淋巴瘤(MCL)的治疗。目前国内依鲁替尼还处于三期临床试验阶段，没有上市。
- **公司盐酸厄洛替尼、富马酸沃诺拉赞、非达霉素、甲苯磺酸索拉非尼、卡培他滨、利奈唑胺、甲磺酸伊马替尼等品种已经获得临床试验批件；硼替佐米、硫酸多黏菌素 B、盐酸达巴万星等品种正在申请进行临床试验。**

图表 33：公司部分在研品种

在研品种	治疗领域	研发阶段
磺达肝癸钠	下肢重大骨科手术，预防静脉血栓栓塞	报批生产注册申请
卡泊芬净	治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌病	报批生产注册申请
米卡芬净	治疗食道念珠菌感染、骨髓移植及 ADS 患者中性粒细胞减少症的预防治疗	报批生产注册申请
迈华替尼	1.1 类新药，新一代 EGFR/HER2 高效双重抑制剂，适应症为非小细胞肺癌、乳腺癌、胃癌等恶性肿瘤	一期临床
依鲁替尼	治疗套细胞淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病	一期临床
盐酸厄洛替尼	至少一个化疗方案失败后的局部晚期或转移的非小细胞肺癌	获得临床试验批件
富马酸沃诺拉赞	酸相关疾病，胃溃疡、十二指肠溃疡、返流性食管炎等	获得临床试验批件
非达霉素	抗难治梭状芽孢杆菌感染	获得临床试验批件
甲苯磺酸索拉非尼	肝、肾细胞瘤的临床抗癌药剂	获得临床试验批件
卡培他滨	适用于紫杉醇和包括有蒽环类抗生素化疗方案治疗无效的晚期原发性或转移性乳腺癌的进一步治疗	获得临床试验批件
利奈唑胺	用于治疗革兰阳性(G+)球菌引起的感染，包括由 MRSA 引起的疑似或确诊院内获得性肺炎(HAP)、社区获得性肺炎(CAP)、复杂性皮肤或皮肤软组织感染(SSTI)以及耐万古霉素肠球菌(VRE)感染	获得临床试验批件
甲磺酸伊马替尼	用于治疗慢性粒细胞白血病(CML)急变期、加速期或 $\alpha$ -干扰素治疗失败后的慢性期患者；不能手术切除或发生转移的恶性胃肠道间质肿瘤(GIST)患者	获得临床试验批件
硼替佐米	多发性骨髓瘤	申请进行临床试验
硫酸多黏菌素 B	敏感菌引起的及绿脓杆菌引起的感染和炎症	申请进行临床试验
盐酸达巴万星	革兰氏阳性菌(包括耐甲氧西林金黄色葡萄球菌, MRSA)导致的急性细菌性皮肤和皮肤结构感染	申请进行临床试验

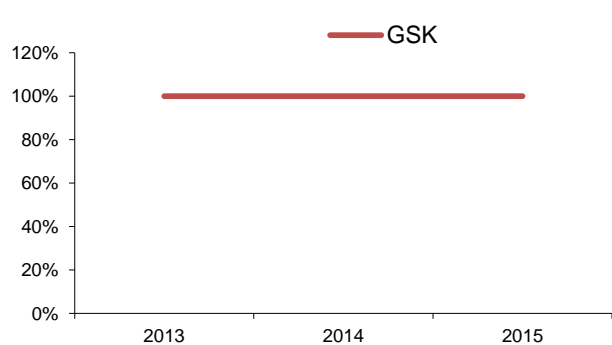
来源：米内网，CDE，中泰证券研究所

图表 34: 城市公立医院磺达肝癸销售情况



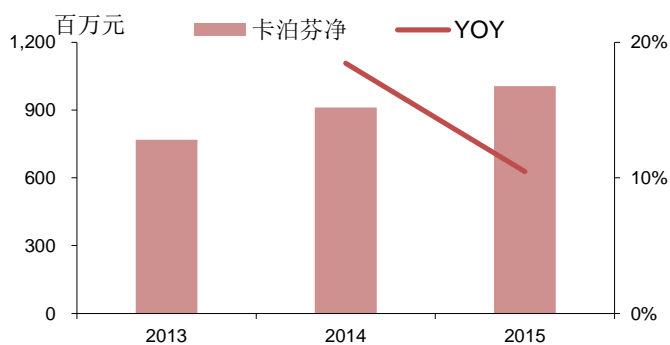
来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 35: 城市公立医院磺达肝癸市占率



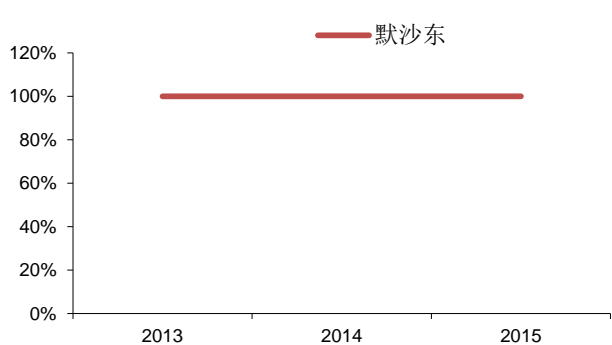
来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 36: 城市公立医院卡泊芬净销售情况



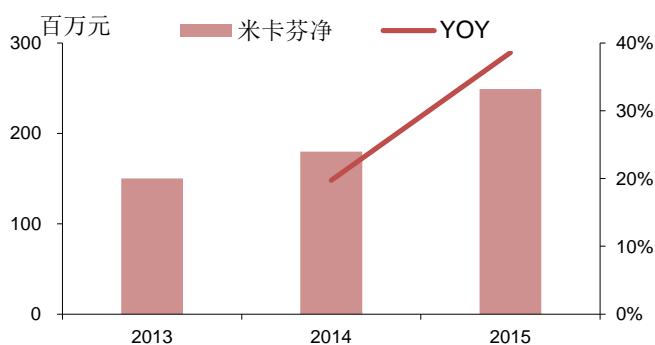
来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 37: 城市公立医院卡泊芬净市占率



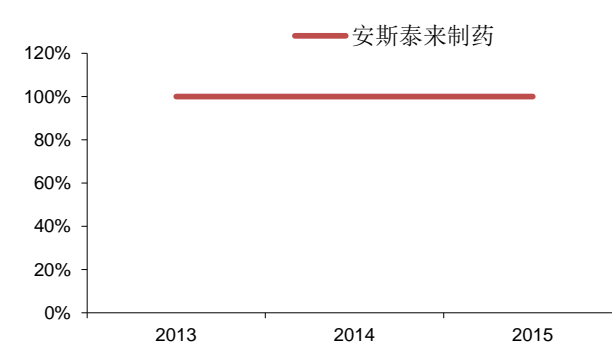
来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 38: 城市公立医院米卡芬净销售情况



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 39: 城市公立医院米卡芬净市占率

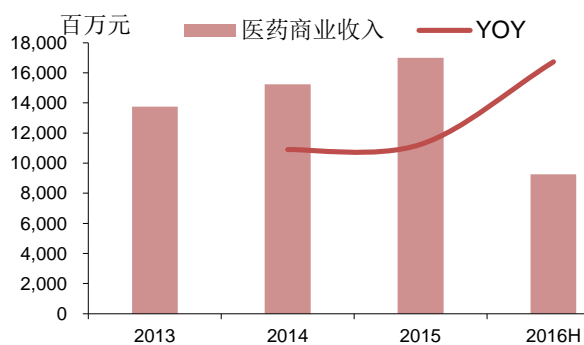


来源: 米内网, 中泰证券研究所

## 浙江医药商业龙头，将受益于“两票制”+“三流合一”

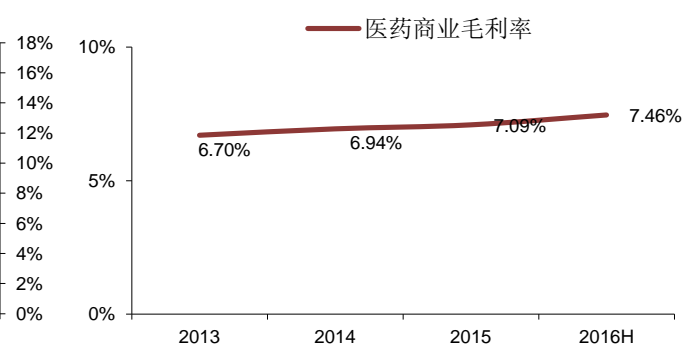
- 我们预计，“两票制”将使得公司的区域龙头地位更加稳定，医药商业稳定增长。2017年1月9日国务院医改办正式发布《公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》。浙江省2017年可能出台两票制具体细则。公司是浙江省规模最大的医药商业企业，拥有完善的浙江全省商业网络和深度渗透的基层终端市场网络，并已具有浙江乃至华东地区自动化程度最高、服务能力最强的医药物流中心，将在“两票制”推进过程中不断扩大市场份额。
- 我们预计，“三流合一”有望大幅使公司医药商业回款加快，提高公司资金周转率。浙江省推行信息流、商品流、资金流“三流合一”药械采购新平台，于2016年6月1日，在省内四个地区的十五家医院，包含五家省级医院、七家市级医院和三家基层医院展开试点。通过设立统一的省药械采购结算账户，引入第三方金融机构，实现药品货款结算的功能。通过建立医保费用预付机制、银行提供免息贷款等途径，保证医疗卫生机构在药品交货验收合格后的30天内能完成货款结算，这将有效解决以往药品货款拖欠的问题，在全国率先实现药品采购30天回款结算。同时也将进一步提高企业供应和配送药品的积极性，促使医疗卫生机构与企业间的相互协作，使得网上药械采购交易工作更加规范化。
- 公司积极探索药品物流延伸服务和健康产业。在药品物流延伸服务方面，公司在全省范围内取得9家医院的独家配送权。公司与省内9家医院合作开展药事药品物流延伸服务，与7家医院合作开展医院绩效管理系统；在全省医院全面推广医院合理用药软件系统应用。在健康产业方面，公司推出健康馆、采薇坊、悦可医疗美容等项目，在开展社区医院共建，医养一体化方面在杭州市区进行了尝试，通过实施“健康指针”居家医养服务平台项目，为社会提供集健康管理、紧急求助、医护上门、生活服务 etc. 全方位一站式的居家医养服务，打造“没有围墙的养老院”，服务大众健康，也为下一步的商业模式改革进行积极探索并提供有益经验。

图表 40：公司医药商业收入



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 41：公司医药商业毛利率

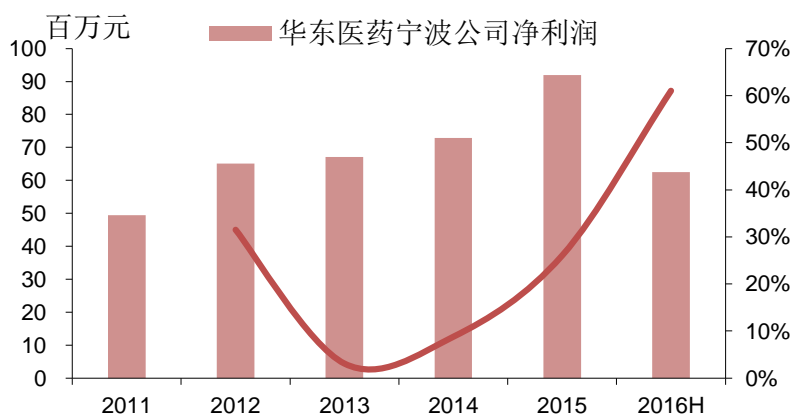


来源：公司公告，中泰证券研究所

## 独家代理韩国 LG 玻尿酸，控股子公司净利润快速增长

- 2013 年，公司 51%控股子公司华东医药宁波公司和韩国 LG 生命科学强势携手，独家代理引进国内首个韩国原装进口，并获得欧盟 CE 认证的注射用修饰透明质酸钠凝胶（商品名：YVOIRE 伊婉），进军国内潜力巨大的美容整形产品市场。2013 年开始，宁波公司净利润增速逐年提高，我们预计宁波公司玻尿酸 2016 年收入突破 4 亿元、净利润增速超过 60%、归母净利润超过 6000 万元。未来有望保持快速增长。

图表 42：华东医药宁波公司净利润



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 公司现金充沛，存在外延预期

- 2016 年三季报，公司账面现金超过 20 亿元，我们认为公司 2017 年存在外延并购的可能。公司在 2016 年 8 月 24 日投资者关系活动记录中明确表示，国际化是公司未来重要发展战略，公司从 2015 年开始关注海外优秀仿制药企业的并购机会，将国际化作为公司的长期发展战略，积极关注并参与海外（重点为美国）优秀仿制药企业的并购机会，有望通过海外平台带动公司产品、管理及经营理念的国际化。

## 向大股东定向增发募资 35 亿元，财务费用同比大幅下降

- 公司 2016 年 2 月完成非公开发行，发行股票数量为 51,998,217 股，分别由远大集团认购 48,930,945 股、华东医药集团认购 3,067,272 股，发行价 67.31 元/股，募集资金净额 34.68 亿元，全部用于补充流动资金。增发股票限售期为 36 个月。2016 年三季报，公司财务费用 7739 万元，同比下降 48.95%；产生投资收益 2347 万元，同比增长 462.4%。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测：

- 我们预计 2016-2018 年，公司收入分别为 258 亿元、303 亿元、353 亿元，同比分别增长 18.74%、17.61%、16.44%；归属于母公司净利润分别为 14.15 亿元、17.7 亿元、22.13 亿元，同比分别增长 28.99%、25.09%、25.06%；对应 EPS 分别为 2.91 元、3.64 元、4.55 元。

### 估值及投资建议

- 公司当前股价对应 2016-2018PE 分别为 26 倍、21 倍、17 倍。公司是优质的处方药龙头企业，收入和净利润多年保持较快增长。医药工业方面，主力品种百令胶囊和阿卡波糖预计将持续放量，是公司业绩较快增长的基石；众多二线品种竞争格局良好，有望继续保持稳定增长；潜力品种储备——达托霉素、呋喃布芬有望进入快速增长期，有潜力成为过 5 亿品种，奥利司他有望成为新的过亿品种；在研品种丰富，涵盖糖尿病、肿瘤、心血管等多个领域，为未来长期的发展奠定基础。医药商业方面，将受益于“两票制”+“三流合一”，区域龙头地位更加稳定，资金周转率提高。我们认为，公司估值合理，业绩成长确定性强，从绝对收益和相对收益角度均具备投资价值。参考可比公司，我们给予华东医药 2017 年 PE 23-25 倍，对应股价 83.72-91 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 43：可比公司估值 (Wind 一致预期，2017 年 2 月 3 日)

证券代码	证券简称	2015 收入	2013-2015 收入 CAGR	2015 净利润	2013-2015 净利润 CAGR	2016-2018 净利润 YOY			市盈率			市值
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	
000513	丽珠集团	66.21	16.05%	6.23	13.01%	23.69%	23.48%	21.59%	32	26	21	216
600566	济川药业	37.68	24.07%	6.87	30.57%	30.98%	25.68%	22.71%	27	21	17	242
600521	天士力	132.28	9.12%	14.79	15.92%	-2.57%	18.23%	21.66%	29	25	20	422

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 44: 公司收入预测 (百万元)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
医药商业收入	15,240	16,991	19,880	23,061	26,520
YOY	10.90%	11.49%	17.00%	16.00%	15.00%
毛利率	6.94%	7.09%	7.40%	7.45%	7.50%
医药工业收入	3,673	4,736	5,920	7,282	8,811
YOY	24.95%	28.93%	25.00%	23.00%	21.00%
毛利率	84.35%	84.56%	85.20%	85.40%	85.60%
百令胶囊收入	1,317	1,712	2,140	2,611	3,133
YOY	30.00%	30.00%	25.00%	22.00%	20.00%
阿卡波糖收入	856	1,156	1,526	1,983	2,479
YOY	30.00%	35.00%	32.00%	30.00%	25.00%
泮托拉唑收入	540	643	752	861	965
YOY	25.00%	19.00%	17.00%	14.50%	12.00%
环孢素 A 收入	292	350	385	424	458
YOY	10.00%	20.00%	10.00%	10.00%	8.00%
吗替麦考酚酯收入	240	300	366	439	505
YOY	15.00%	25.06%	22.00%	20.00%	15.00%
他克莫司收入	162	227	300	384	480
YOY	33.00%	40.00%	32.00%	28.00%	25.00%
达托霉素收入	0	0	15	30	50
YOY				100.00%	66.67%
奥利司他	0	0	25	60	100
YOY				140.00%	66.67%
其他工业收入	265	348	411	489	641
YOY		31.16%	18.15%	19.06%	31.07%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所



图表 45: 华东医药盈利预测 (百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	16,718	18,947	21,727	25,800	30,342	35,331
增长率	14.67%	13.3%	14.7%	18.7%	17.6%	16.4%
营业成本	-13,341	-14,783	-16,518	-19,285	-22,406	-25,800
% 销售收入	79.8%	78.0%	76.0%	74.7%	73.8%	73.0%
毛利	3,377	4,165	5,210	6,515	7,936	9,531
% 销售收入	20.2%	22.0%	24.0%	25.3%	26.2%	27.0%
营业税金及附加	-67	-87	-104	-124	-146	-170
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,740	-2,128	-2,769	-3,512	-4,329	-5,116
% 销售收入	10.4%	11.2%	12.7%	13.6%	14.3%	14.5%
管理费用	-504	-618	-722	-900	-1,090	-1,282
% 销售收入	3.0%	3.3%	3.3%	3.5%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	1,065	1,331	1,614	1,979	2,372	2,963
% 销售收入	6.4%	7.0%	7.4%	7.7%	7.8%	8.4%
财务费用	-121	-154	-206	-116	-45	-58
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.9%	0.4%	0.1%	0.2%
资产减值损失	-26	-27	-34	-41	-42	-43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	7	8	8	8	8
% 税前利润	0.8%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%
营业利润	925	1,157	1,383	1,830	2,292	2,870
营业利润率	5.5%	6.1%	6.4%	7.1%	7.6%	8.1%
营业外收支	17	16	37	24	26	29
税前利润	942	1,173	1,420	1,853	2,318	2,899
利润率	5.6%	6.2%	6.5%	7.2%	7.6%	8.2%
所得税	-195	-230	-268	-349	-437	-547
所得税率	20.7%	19.6%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
净利润	748	943	1,152	1,504	1,881	2,352
少数股东损益	173	186	55	89	111	139
归属于母公司的净利润	575	757	1,097	1,415	1,770	2,213
净利率	3.4%	4.0%	5.0%	5.5%	5.8%	6.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	854	1,005	1,487	4,024	5,021	6,954
应收款项	3,244	3,871	4,666	5,192	6,127	7,122
存货	1,715	1,815	2,423	2,474	2,874	3,309
其他流动资产	214	277	382	437	500	567
流动资产	6,027	6,968	8,957	12,127	14,522	17,954
% 总资产	78.5%	77.4%	78.5%	81.9%	83.4%	85.5%
长期投资	86	143	157	157	157	157
固定资产	1,150	1,424	1,754	1,939	2,099	2,232
% 总资产	15.0%	15.8%	15.4%	13.1%	12.1%	10.6%
无形资产	335	312	410	450	487	519
非流动资产	1,646	2,040	2,460	2,686	2,882	3,048
% 总资产	21.5%	22.6%	21.5%	18.1%	16.6%	14.5%
资产总计	7,673	9,007	11,417	14,813	17,404	21,001
短期借款	1,570	2,082	2,472	472	872	1,272
应付款项	2,711	3,790	4,059	4,389	5,207	5,945
其他流动负债	266	407	319	979	429	493
流动负债	4,547	6,279	6,850	5,840	6,507	7,710
长期贷款	100	191	314	314	314	314
其他长期负债	11	18	1,010	1,051	1,093	1,136
负债	4,658	6,489	8,174	7,205	7,914	9,160
普通股股东权益	2,573	2,267	2,971	7,247	9,017	11,230
少数股东权益	442	252	272	361	472	611
负债股东权益合计	7,673	9,007	11,417	14,813	17,404	21,001

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	1.325	1.743	2.527	2.911	3.641	4.554
每股净资产(元)	5.928	5.223	6.845	14.910	18.551	23.105
每股经营现金净流(元)	1.099	1.707	1.517	3.156	3.358	4.065
每股股利(元)	0.000	0.000	1.250	1.250	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	22.34%	33.38%	36.92%	19.52%	19.63%	19.71%
总资产收益率	7.49%	8.40%	8.84%	8.98%	9.67%	10.12%
投入资本收益率	22.57%	29.37%	24.37%	30.87%	29.68%	32.92%
增长率						
营业总收入增长率	14.67%	13.34%	14.67%	18.74%	17.61%	16.44%
EBIT增长率	15.02%	24.99%	21.21%	22.61%	19.85%	24.93%
净利润增长率	22.35%	31.60%	44.97%	28.99%	25.09%	25.06%
总资产增长率	17.35%	17.38%	37.71%	29.75%	17.49%	20.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.9	55.6	56.6	56.1	56.4	56.2
存货周转天数	44.4	43.6	46.8	46.8	46.8	46.8
应付账款周转天数	58.6	58.3	58.2	58.2	58.2	58.2
固定资产周转天数	18.1	18.5	19.1	18.7	17.0	15.3
偿债能力						
净负债/股东权益	27.07%	50.36%	70.49%	-29.59%	-30.01%	-37.00%
EBIT利息保障倍数	8.8	8.6	7.8	17.1	52.5	51.4
资产负债率	60.71%	72.04%	73.85%	51.72%	48.17%	45.83%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	748	943	1,152	1,504	1,881	2,352
少数股东损益	0	0	0	89	111	139
非现金支出	147	165	198	236	267	298
非经营收益	113	117	147	44	7	21
营运资金变动	-531	-484	-838	-250	-523	-696
经营活动现金净流	477	741	659	1,623	1,744	2,115
资本开支	334	324	366	397	395	392
投资	0	-502	-458	0	0	0
其他	7	12	5	8	8	8
投资活动现金净流	-328	-815	-819	-390	-387	-384
股权募资	28	0	10	3,469	0	0
债权募资	165	596	1,497	-2,000	400	400
其他	-223	-388	-879	-76	-648	-58
筹资活动现金净流	-31	208	629	1,393	-248	342
现金净流量	118	134	468	2,626	1,108	2,072

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 风险提示:

- **公司核心品种收入增速不达预期的风险。**若公司百令胶囊、阿卡波糖等核心品种收入增速不达预期, 将拖累公司整体业绩增速, 盈利预测可能低于预期。
- **新产品研发不达预期的风险。**若公司新产品研发失败, 将影响公司中长期的产品上市进度, 中长期核心竞争力将被削弱。

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上  
**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%  
**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%  
**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。