

## 爱建证券有限责任公司 研究所

分析师：侯佳林

执业编号：S0820511030002

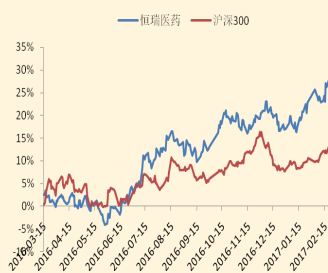
TEL: 021-32229888-25508

E-mail: houjialin@ajzq.com

联系人：李东升

执业编号：S0820116070030

TEL: 021-32229888-33352



(%)	1个月	6个月	12个月
绝对表现	6.50%	18.70%	28.01%
相对表现	5.57%	15.39%	16.43%

**评级：推荐（维持）**

### 基础数据

收盘价(2017-3-15)	52.24
目标价(未来个月)	-
52周内高	52.29
52周内低	38.42
总市值(百万元)	120377.73
流通市值(百万元)	120178.29
总股本(百万股)	2347.46
已流通(百万股)	2343.57
限售股(百万股)	3.89
每股净资产(元)	5.28

数据来源：WIND，爱建证券研究所

## 医药生物行业

证券研究报告 公司跟踪报告

发布日期 2017年3月16日 星期四

## 卡泊芬净海外获批，公司发展再添动力

**事件：**公司产品注射用醋酸卡泊芬净获得英国药品和健康产品管理局以及德国联邦药物与医疗器械所上市许可。

### 核心观点

■ **醋酸卡泊芬净临床应用广泛，是优质的抗真菌一线用药。**目前已上市的抗真菌药物主要包括三唑类（如伏立康唑、氟康唑等）、氨基胺类（如特比萘芬等）、多烯类（如两性霉素B）以及棘白菌素类。卡泊芬净属棘白菌素类抗真菌药，其作用机制为抑制真菌细胞壁的β-葡聚糖的生物合成（人体细胞无细胞壁），因此对人体毒性较低，其抗真菌谱较广泛而且无交叉耐药性，目前已上市的棘白菌素类抗真菌药包括卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净，三者是念珠菌血症和侵入性念珠菌感染的一线用药，对于粒细胞减少患者，卡泊芬净和米卡芬净效果优于阿尼芬净，临床上卡泊芬净被推荐作为粒细胞减少且持续高热患者经验性抗真菌治疗的一线用药。

鉴于卡泊芬净优质的治疗效果，FDA先后于2002年、2003年、2004年及2008年扩大其适应症范围及使用人群范围。

表 1、目前已上市的棘白菌素类抗真菌用药

药物名	商品名	制造商	上市时间	首次上市国家
卡泊芬净 (Caspofungin)	科赛斯	美国默克	2001年1月	美国
米卡芬净 (Micafungin)	米开民	日本 Fujisawa Pharmaceutical 公司	2002年5月	日本
阿尼芬净 (Anidulafungin)	Eraxis	美国辉瑞公司	2004年8月	美国

数据来源：米内网，爱建证券研究所整理

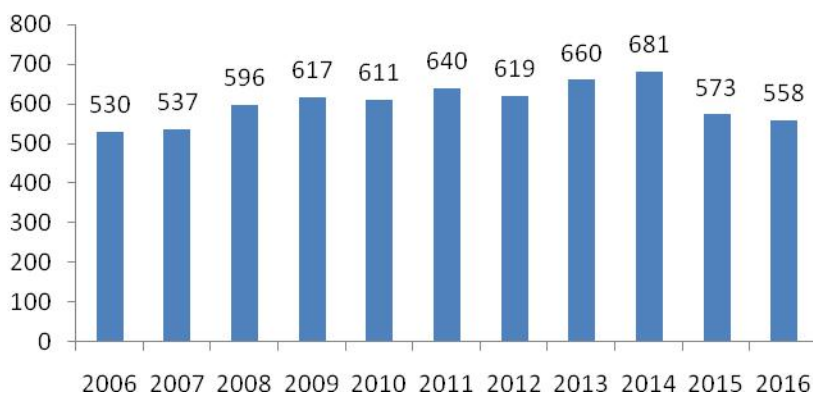
表 2、卡泊芬净适应症拓展情况

时间	适应症拓展情况
2002年	增加食管念珠菌病适应症
2003年	增加念珠菌血症及假丝酵母感染适应症
2004年	增加粒细胞减少且持续高热患者经验性抗真菌治疗适应症
2008年	增加对3月至17岁儿童食管念珠菌病的治疗

数据来源：FDA，爱建证券研究所整理

- **海外市场获批将带来一定业绩弹性，同时促进国内市场进口替代。**卡泊芬净由默克（美国）原研开发，于2001年1月26日获得FDA批准，并于2001年10月获得EMA上市批准。上市后多年内保持6亿美元的销售水平，该产品在欧盟市场2016年销售额约为2.9亿美元（年报数据），公司在欧盟主要市场德国和英国的获批，将凭借较高的性价比及较好的竞争环境为公司业绩带来弹性，预计该产品在两大市场有望达到5000万美元体量。同时，该产品在德国和英国的获批，足以证明其优秀的产品质量。在默克对该产品的市场教育已较为充分、性价比比较进口产品高（市场优势），同时作为首仿产品，享有1年市场独占期的有利情况下（竞争环境优势），该产品有望快速放量，实现进口替代。

**图 1、默克卡泊芬净全球销售额（百万美元）**



数据来源：Merck 年报，爱建证券研究所

**表 3、上海地区样本医院抗真菌用药销售情况**

排名	药品	剂型	销售额（万元）			CAGR
			2014 年	2013 年	2012 年	
1	伏立康唑	胶囊/片剂/注射剂	5594	4551	4278	14.4%
2	卡泊芬净	注射剂	4026	3007	2602	24.4%
3	氟康唑	胶囊/片剂/注射剂	2613	3584	3459	-13.1%
4	伊曲康唑	胶囊/注射剂	2471	2224	2752	-5.3%
5	硝咪太尔/制霉菌素	阴道胶囊/软膏剂	1837	1528	1165	25.6%
6	克霉唑	软膏/栓剂	1133	1165	1017	5.5%
7	特比萘芬	片剂/软膏剂	899	1107	1054	-7.7%
8	米卡芬净	注射剂	559	383	143	97.7%
9	益康唑/曲安奈德	软膏剂	522	476	607	-7.3%
10	酮康唑	软膏/外用溶液剂	518	452	461	6.0%

数据来源：美迪西生物医药，爱建证券研究所整理

■ **创新+国际化战略将为公司带来持久发展动力。**该产品获批是公司受益于优先审评的典型案列，公司产品盐酸右美托咪定鼻喷剂（儿童用药）、注射用紫杉醇(白蛋白结合型)、磺达肝葵钠注射液、帕立骨化醇注射液等进入优先审评名单，后续将有望持续受益于优先审评政策。同时，卡泊芬净在英国和德国市场的获批，进一步拓展了国际市场，有望增厚公司业绩。总体上，创新基因将驱动公司形成优质的产品线，国际化战略为公司优质产品带来更广阔市场空间，内强研发，外拓市场，将为公司带来长远发展动力

■ **盈利预测与建议**

公司是国内创新药物龙头，未来发展前景广阔。公司肿瘤、麻醉、造影剂产品线产品高速增长，出口产品为公司业绩带来弹性，国际化战略持续推进，且在研管线丰富，多个重磅产品有望受益于药审改革。我们看好公司的长期发展，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.32、1.58、1.90 元，同比分别增长 19.55%，19.68%，20.49%，当前股价对应的估值分别为 38X、32X、27X。维持“推荐”的评级。

■ **风险提示**

1、 新产品上市进度慢于预期； 2、 招标降价严于预期； 3、 出口销售不及预期；

表1 主要财务指标

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11094	13215	15703	18649
同比增长	19.1%	19.1%	18.8%	18.8%
净利润	2589	3095	3704	4463
同比增长	19.2%	19.6%	19.7%	20.5%
毛利率	87.1%	88.0%	88.0%	88.8%
净资产收益率	20.9%	20.2%	19.7%	19.3%
每股收益	1.10	1.32	1.58	1.90

数据来源：wind，爱建证券研究所

**附：公司财务报表预测(单位：百万元)**

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5005.21	4768.86	5913.84	9772.42	11980.3		经营性现金净流	2255.12	2552.79	1182.03	3869.80	2188.91
应收和预付款项	3614.63	4088.85	5459.69	5885.10	7538.52		投资性现金净流	-470.18	-2649.59	-2.38	-2.38	-2.38
存货	522.97	636.59	597.98	865.39	767.97		筹资性现金净流	-132.24	-194.89	-34.66	-8.84	21.45
其他流动资产	0.00	1594.01	1594.01	1594.01	1594.01		现金流量净额	1661.93	-260.81	1144.98	3858.58	2207.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
固定资产和在建工程	1770.20	2473.94	2391.27	2308.60	2225.93							
无形资产和开发支出	195.85	284.72	284.72	284.72	284.72							
其他非流动资产	78.93	85.67	83.35	81.04	81.04							
<b>资产总计</b>	<b>11187.7</b>	<b>13932.6</b>	<b>16324.8</b>	<b>20791.2</b>	<b>24472.5</b>		<b>财务分析及估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>收益率</b>					
应付和预收款项	819.99	1058.24	428.35	1278.01	601.60		毛利率	85.28%	87.07%	88.00%	88.03%	88.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		三费/销售收入	56.03%	58.16%	57.85%	57.68%	57.99%
其他负债	10.03	0.00	0.00	0.00	0.00		EBIT/销售收入	26.15%	26.02%	27.37%	27.36%	27.59%
<b>负债合计</b>	<b>830.02</b>	<b>1058.24</b>	<b>428.35</b>	<b>1278.01</b>	<b>601.60</b>		EBITDA/销售收	28.53%	28.33%	27.99%	27.88%	28.01%
股本	1956.50	2347.46	2347.46	2347.46	2347.46		销售净利率	23.87%	23.74%	24.04%	24.21%	24.56%
资本公积	332.23	394.76	394.76	394.76	394.76		<b>资产获利率</b>					
留存收益	7642.63	9645.74	12586.1	16105.0	20344.8		ROE	21.87%	20.90%	20.19%	19.65%	19.33%
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>9931.36</b>	<b>12387.9</b>	<b>15328.3</b>	<b>18847.2</b>	<b>23087.0</b>		ROA	21.77%	20.72%	22.16%	20.67%	21.02%
少数股东权益	426.40	486.44	568.20	666.04	783.93		ROIC	41.81%	47.26%	37.82%	36.42%	44.57%
<b>股东权益合计</b>	<b>10357.7</b>	<b>12874.3</b>	<b>15896.5</b>	<b>19513.2</b>	<b>23870.9</b>		<b>增长率</b>					
负债和股东权益合计	11187.7	13932.6	16324.8	20791.2	24472.5		销售收入增长率	25.01%	19.08%	19.12%	18.83%	18.76%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		EBIT 增长率	41.74%	18.53%	25.30%	18.77%	19.74%
利润表							EBITDA 增长率	37.59%	18.22%	17.72%	18.36%	19.32%
营业收入	9315.96	11093.7	13214.8	15703.2	18649.1		净利润增长率	41.39%	18.45%	20.60%	19.68%	20.49%
减: 营业成本	1371.67	1434.63	1585.78	1879.67	2098.03		总资产增长率	26.41%	24.53%	17.17%	27.36%	17.71%
营业税金及附加	155.64	202.66	241.41	286.86	340.68		股东权益增长率	25.17%	24.74%	23.74%	22.96%	22.50%
营业费用	3524.98	4351.62	5153.79	6132.10	7375.73		经营营运资本增长率	5.19%	57.97%	36.92%	-1.79%	31.31%
管理费用	1843.43	2266.35	2636.62	3133.09	3720.86		<b>资本结构</b>					
财务费用	-148.35	-165.94	-146.13	-207.31	-281.34		资产负债率	7.42%	7.60%	2.62%	6.15%	2.46%
资产减值损失	7.20	-5.19	2.96	2.96	2.96		投资资本/总资	47.97%	58.39%	61.46%	47.22%	49.02%
加: 投资收益	-2.52	14.75	0.00	0.00	0.00		带息债务/总负	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		流动比率	11.02	10.48	31.67	14.18	36.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		速动比率	10.39	8.37	26.55	12.25	32.45
<b>营业利润</b>	<b>2558.87</b>	<b>3024.33</b>	<b>3740.42</b>	<b>4475.81</b>	<b>5392.20</b>		股利支付率	6.93%	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
加: 其他非经营损益	3.10	-11.15	-2.80	-2.80	-2.80		收益留存率	93.07%	100.00%	95.00%	95.00%	95.00%
<b>利润总额</b>	<b>2561.97</b>	<b>3013.18</b>	<b>3737.61</b>	<b>4473.01</b>	<b>5389.40</b>		<b>资产管理效率</b>					
减: 所得税	338.00	378.99	560.64	670.95	808.41		总资产周转率	0.83	0.80	0.81	0.76	0.76
<b>净利润</b>	<b>2223.97</b>	<b>2634.19</b>	<b>3176.97</b>	<b>3802.06</b>	<b>4580.99</b>		固定资产周转率	6.54	6.62	5.53	6.80	8.38
减: 少数股东损益	52.40	45.24	81.76	97.84	117.89		应收账款周转率	2.84	3.22	2.55	3.09	2.62
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2171.57</b>	<b>2588.95</b>	<b>3095.21</b>	<b>3704.21</b>	<b>4463.10</b>		存货周转率	2.62	2.25	2.65	2.17	2.73

数据来源：wind，爱建证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com