

华东医药 (000963)

收获30亿级重磅产品，后续成长动力十足

推荐 (维持)

现价: 48.46 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.eastchinapharm.com
大股东/持股	中国远大集团有限责任公司 /41.77%
实际控制人/持股	胡凯军/%
总股本(百万股)	972
流通 A 股(百万股)	868
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	471.09
流通 A 股市值(亿元)	420.69
每股净资产(元)	8.05
资产负债率(%)	46.30

行情走势图



相关研究报告

《华东医药*000963* 核心品种快速增长，新品步入收获期》 2017-03-10

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

梁欢 一般从业资格编号
S0350115080004
021-20660556
LIANGHUAN025@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

中美华东以8000万人民币受让九源基因“利拉鲁肽新药技术”，按研发进度分四期付清。同时受让华东医药集团新药研究院拥有的地西他滨新药技术，转让价格为3000 万元。

平安观点:

- **利拉鲁肽国内市场空间达 30 亿元。**2016 年胰岛素类药物在全球市场市占率超过一半，GLP-1 受体激动剂类药物占 17%，近五年 GLP-1 几乎每年都保持了 30%以上的高增长，2016 年市场规模达到 59 亿美元。其中利拉鲁肽销售 29.7 亿美元，占比 50%。利拉鲁肽与人同源性人达到 97%，疗效上显著优于艾塞那肽，09 年上市后销售额迅速上升，2011 进入中国市场，2015 年销售额 2.03 亿元。由于价格偏高，年均费用约 2 万，进入医保谈判目录后预计将降价纳入医保报销范围。2015 年国内糖尿病用药市场规模 413 亿元，其中胰岛素及其类似物的市场规模 176 亿元，占比 42.62%，假设 2020 年 GLP-1 占到糖尿病用药市场的 15%、其中利拉鲁肽占比 30%，行业增速保持 10%，则利拉鲁肽的市场规模将达到 30 亿元。
- **同类产品中竞争优势明显，国内仅两家申报。**原研厂家在我国的利拉鲁肽化合物专利于 2017 年到期，目前仅公司和翰宇药业 2 家申报临床，公司与原研一致以治疗用生物制品申报，翰宇采用合成工艺以化药类申报，竞争格局良好。仁会生物的速效 GLP-1 已于 2016 年 12 月获批上市，由于降解速度快只能一日三餐注射，主要替代速效胰岛素市场。GX-G6 由韩国 Genexine 开发，中国区权益被天士力买断，该产品采用 HyFc 融合技术增加 GLP-1 的半衰期，由于是新产品，试验进度和结果具有不确定性。东方百泰的长效艾赛那肽-Fc 申报临床，但考虑到艾塞那肽免疫源性较强，优势并不明显，与礼来已上市的缓释剂型作用类似。

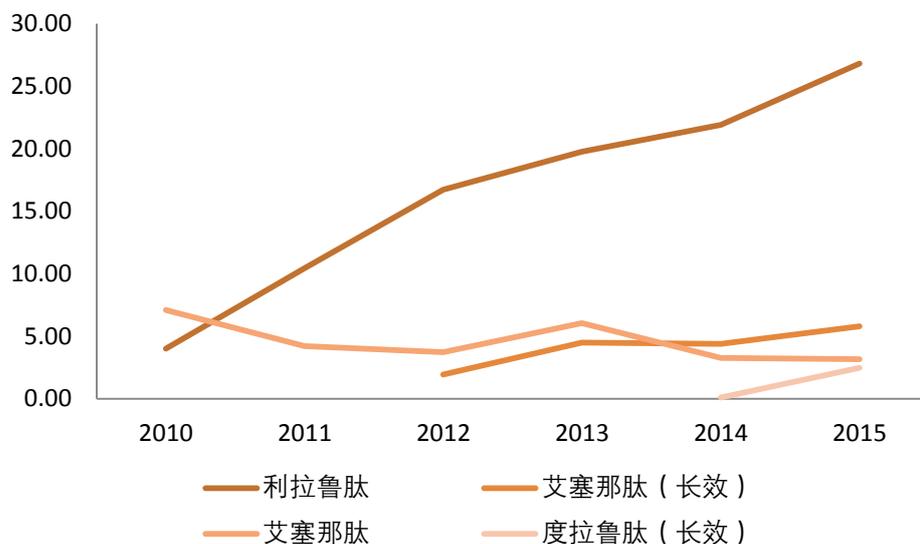
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21727	25380	29608	34336	39627
YoY(%)	14.7	16.8	16.7	16.0	15.4
净利润(百万元)	1097	1447	1840	2306	2801
YoY(%)	45.0	31.9	27.2	25.4	21.5
毛利率(%)	24.0	24.3	24.2	24.4	24.6
净利率(%)	5.0	5.7	6.2	6.7	7.1
ROE(%)	35.5	20.1	20.2	22.3	23.7
EPS(摊薄/元)	1.13	1.49	1.89	2.37	2.88
P/E(倍)	42.9	32.6	25.6	20.4	16.8
P/B(倍)	15.9	6.5	5.1	4.6	4.0

- **利拉鲁肽未来 3-8 年将占据国内 GLP-1 主流市场。**利拉鲁肽的威胁主要来自更长效的 GLP-1 注射剂以及口服 GLP-1，但考虑引进进度、成本因素，利拉鲁肽未来 3-8 年将占据国内 GLP-1 主流市场。GLP-1 属于改善性用药，并非不可替代，在引进进度方面没有明显的优势，医保支付也会考虑承受度。目前美国上市的一周一次的度拉鲁肽还未在国内申报，预计引进需要 2-3 年时间，国内上市前五年预计重点放在高端市场，与利拉鲁肽错峰竞争。
- **增长确定且可持续，维持“推荐”评级。**核心品种百令胶囊去年收入增速超过 20%，随着江东年产 1200 吨发酵冬虫夏草菌粉项目于 2016 年 7 月的正式投产，产能瓶颈得到解决，能支撑百令做到 30 亿规模，未来随着产品在基层放量、科室拓展，今年有望保持 20% 的增速。阿卡波糖去年收入达到 15 亿元，增速近 30%，阿卡波糖作为糖尿病一线用药县级医院和基层增速远高于城市公立医院，属于公司的优势领域，将持续对进口产品的形成替代，市占率（目前约 25%）将进一步提升；同时新版医保目录将报销类型由乙类转为甲类，未来两年增速有望保持在 25% 以上。公司达托霉素、吡哌布芬、地西他滨三个潜力品种进入新版医保目录，磺达肝葵钠、卡泊芬净、米卡芬净已申报生产，多个抗肿瘤靶向药、糖尿病高端制剂、消化类用药进入了临床试验阶段，后续增长动力十足。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.89、2.37、2.88 元，对应市盈率估值 25.6、20.4、16.8 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**研发进度不达预期；竞争加剧。

一、 利拉鲁肽国内市场空间达 30 亿元

2016 年胰岛素类药物在全球市场市占率超过一半, GLP-1 受体激动剂类药物占 17%, 近五年 GLP-1 几乎每年都保持了 30% 以上的高增长, 2016 年市场规模达到 59 亿美元。其中利拉鲁肽销售 29.7 亿美元, 占比 50%。利拉鲁肽与人源性人达到 97%, 疗效上显著优于艾塞那肽, 09 年上市后销售额迅速上升, 2011 进入中国市场, 2015 年销售额 2.03 亿元。由于价格偏高, 年均费用约 2 万, 进入医保谈判目录后预计将降价纳入医保报销范围。2015 年国内糖尿病用药市场规模 413 亿元, 其中胰岛素及其类似物的市场规模 176 亿元, 占比 42.62%, 假设 2020 年 GLP-1 占到糖尿病用药市场的 15%、其中利拉鲁肽占比 30%, 行业增速保持 10%, 则利拉鲁肽的市场规模将达到 30 亿元。

图表1 全球主要 GLP-1 药品近年销售额情况 (亿美元)



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

二、 同类产品中竞争优势明显, 国内仅两家申报

原研厂家在我国的利拉鲁肽化合物专利于 2017 年到期, 目前仅公司和翰宇药业 2 家申报临床, 公司与原研一致以治疗用生物制品申报, 翰宇采用合成工艺以化药类申报, 竞争格局良好。仁会生物的速效 GLP-1 已于 2016 年 12 月获批上市, 由于降解速度快只能一日三餐注射, 主要替代速效胰岛素市场。GX-G6 由韩国 Genexine 开发, 中国区权益被天士力买断, 该产品采用 HyFc 融合技术增加 GLP-1 的半衰期, 由于是全新的产品, 试验进度和结果具有不确定性。东方百泰的长效艾赛那肽-Fc 申报临床, 但考虑到艾塞那肽免疫源性较强, 优势并不明显, 与礼来已上市的缓释剂型作用类似。

图表2 国内在研的 GLP-1 产品进度

序号	代码	企业	给药频率	研发阶段	技术途径
1	贝那鲁肽	仁会生物	餐时	获批上市	GLP-1 (7-36), 速效
2	GX-G6	Genexine/天士力	或为一周一次	一期	HyFc 融合技术
3	艾赛那肽-Fc	东方百泰	一周一次	申报临床	Fc 融合
4	利拉鲁肽类似药	九源基因	一天一次	申报临床	脂肪酸链修饰
5	利拉鲁肽	深圳翰宇	一天一次	申报临床	脂肪酸链修饰
6	短 GLP-1	大连帝恩	未知	申报临床	化学合成截短 GLP-1
7	GW002	泰康生物	未知	申报临床	白蛋白融合
8	GW004	泰康生物	未知	临床前	GLK 融合
9	度拉鲁肽类似药	众合医药/通化东宝	一周一次	临床前	Fc 融合

资料来源：咸达数据，平安证券研究所

三、利拉鲁肽未来 3-8 年将占据国内 GLP-1 主流市场

利拉鲁肽的威胁主要来自更长效的 GLP-1 注射剂以及口服 GLP-1，但考虑引进进度、成本因素，利拉鲁肽未来 3-8 年将占据国内 GLP-1 主流市场。GLP-1 属于改善性用药，并非不可替代，在引进进度方面没有明显的优势，医保支付也会考虑承受度。目前美国上市的一周一次的度拉鲁肽还未在国内申报，预计引进需要 2-3 年时间，国内上市前五年预计重点放在高端市场，与利拉鲁肽错峰竞争。

度拉鲁肽于 2014 年 9 月 fda 获批，每周注射一次。2014 年上市，2015 年销售额就达到 2.5 亿美元。索玛鲁肽一周一次的注射剂处于三期临床，此外还有艾本那肽等多个一周一次甚至一月一次的注射剂处于临床一、二期。相比于注射剂，口服剂型更加方便，也免去了患者注射的疼痛。索玛鲁肽一日一次的口服剂处于三期临床，多个口服剂处于一、二期临床。

图表3 全球在研的 GLP-1 长效及口服产品进度

序号	代码	企业	给药频率	研发阶段	技术途径
1	索玛鲁肽	诺和诺德	一周一次	三期	脂肪酸链修饰 (注射/口服)
2	ITCA650	Intarcia	一年更换	三期	皮下渗透泵
3	艾本那肽	Conjuchem/常山药业	一周一次	二期	白蛋白偶联 (非融合) 艾赛那肽
4	Efpaglenatide	韩美/赛诺菲	一周/月一次	二期	Fc 偶联 (非融合)
5	Glymera	PhaseBio	一周一次	二期	ELPs (弹性蛋白融合)
6	VRS859	Diatris	一月一次	一期	艾塞那肽-XTEN
7	AB301	AntriaBio	一周一次	临床前	PEG 化+PLGA 微球
8	TTP054	TransTech	一天一次	二期	口服
9	TTP273	vTv (即 TransTech)	一天一次	二期	口服
10	ZYOG1	Zydus	一天一次	一期	口服
11	NN9926	诺和诺德	一天一次	一期	口服
12	NN9927	诺和诺德	一天一次	一期	口服
13	ARI-1732TS	Arisaph	一天一次	一期	口服

资料来源：咸达数据，平安证券研究所

四、增长确定且可持续，维持“推荐”评级

核心品种百令胶囊去年收入增速超过 20%，随着江东年产 1200 吨发酵冬虫夏草菌粉项目于 2016

年 7 月的正式投产，产能瓶颈得到解决，能支撑百令做到 30 亿规模，未来随着产品在基层放量、科室拓展，今年有望保持 20% 的增速。阿卡波糖去年收入达到 15 亿元，增速近 30%，阿卡波糖作为糖尿病一线用药县级医院和基层增速远高于城市公立医院，属于公司的优势领域，将持续对进口产品的形成替代，市占率（目前约 25%）将进一步提升；同时新版医保目录将报销类型由乙类转为甲类，未来两年增速有望保持在 25% 以上。公司达托霉素、吲哚布芬、地西他滨三个潜力品种进入新版医保目录，磺达肝葵钠、卡泊芬净、米卡芬净已申报生产，多个抗肿瘤靶向药、糖尿病高端制剂、消化类用药进入了临床试验阶段，后续增长动力十足。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.89、2.37、2.88 元，对应市盈率估值 25.6、20.4、16.8 倍，维持“推荐”评级。

五、风险提示

研发进度不达预期；竞争加剧。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	11709	14091	15916	18650
现金	2661	3257	3777	4359
应收账款	4496	5209	6046	6943
其他应收款	957	1346	1325	1757
预付账款	318	430	434	562
存货	3084	3648	4134	4829
其他流动资产	3277	3848	4334	5029
非流动资产	2747	3114	3246	3212
长期投资	65	75	85	95
固定资产	1850	1994	2018	1931
无形资产	491	517	531	532
其他非流动资产	342	528	613	654
资产总计	14456	17205	19162	21862
流动负债	5782	6771	7335	8508
短期借款	473	833	415	809
应付账款	3353	3816	4471	5074
其他流动负债	1956	2122	2449	2625
非流动负债	1033	794	899	863
长期借款	21	115	0	0
其他非流动负债	1011	680	899	863
负债合计	6815	7565	8235	9371
少数股东权益	363	470	605	768
股本	486	972	972	972
资本公积	3436	3921	3921	3921
留存收益	3356	4276	5429	6830
归属母公司股东权益	7279	9169	10323	11723
负债和股东权益	14456	17205	19162	21862

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1347	999	2414	1875
净利润	1535	1840	2306	2801
折旧摊销	217	230	263	285
财务费用	78	28	18	6
投资损失	-27	-10	-10	-10
营运资金变动	-460	-1196	-298	-1371
其他经营现金流	3	107	134	163
投资活动现金流	-614	-590	-392	-242
资本支出	-110	-600	-400	-250
长期投资	-11	0	0	0
其他投资现金流	-493	10	8	8
筹资活动现金流	458	187	-1502	-1051
短期借款	-1941	360	-418	394
长期借款	-293	93	-115	0
普通股增加	52	486	0	0
资本公积增加	3416	485	0	0
其他筹资现金流	-777	-1237	-970	-1445
现金净增加额	1191	596	520	582

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25380	29608	34336	39627
营业成本	19219	22443	25942	29879
营业税金及附加	132	148	172	198
营业费用	3299	3793	4362	5017
管理费用	759	797	837	879
财务费用	94	28	18	6
资产减值损失	47	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	10	10	10
营业利润	1856	2359	2965	3607
营业外收入	60	60	60	60
营业外支出	34	30	30	30
利润总额	1882	2389	2995	3637
所得税	347	442	554	673
净利润	1535	1947	2441	2964
少数股东损益	89	107	134	163
归属母公司净利润	1447	1840	2306	2801
EBITDA	2161	2617	3245	3899
EPS(元)	1.49	1.89	2.37	2.88

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	16.8	16.7	16.0	15.4
营业利润(%)	34.3	27.1	25.7	21.7
归属于母公司净利润(%)	31.9	27.2	25.4	21.5
获利能力				
毛利率(%)	24.3	24.2	24.4	24.6
净利率(%)	5.7	6.2	6.7	7.1
ROE(%)	20.1	20.2	22.3	23.7
ROIC(%)	30.2	31.1	31.3	35.7
偿债能力				
资产负债率(%)	47.1	44.0	43.0	42.9
净负债比率(%)	38.1	27.4	24.4	25.0
流动比率	2.0	2.1	2.2	2.2
速动比率	1.5	1.5	1.6	1.6
营运能力				
总资产周转率	2.0	1.9	1.9	1.9
应收账款周转率	6.2	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	8.3	8.3	8.3	8.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.49	1.89	2.37	2.88
每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	1.03	2.48	1.93
每股净资产(最新摊薄)	7.5	9.4	10.6	12.1
估值比率				
P/E	32.6	25.6	20.4	16.8
P/B	6.5	5.1	4.6	4.0
EV/EBITDA	15.7	17.5	13.9	11.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033