

业绩略低于预期，国内制剂板块开始发力，制剂出口龙头逻辑不变

——华海药业（600521）2017 年中报点评

2017 年 08 月 20 日

强烈推荐/维持

华海药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件：

华海药业发布 2017 年半年度报告，2017 年上半年公司实现营业收入 23.50 亿元，同比增长 18.53%；归属于上市公司股东的净利 2.95 亿元，同比增长 14.12%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.54 亿元，同比增长 12.42%。实现 EPS 为 0.28 元。

公司 2017 年 Q2 实现营业收入 12.2 亿元，同比增长 20.28%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.55 亿元，同比增加 13.34%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.41 亿元，同比增长 35.04%。实现 EPS 为 0.15 元。

观点：

1、收入端平稳增长，销售费用财务费用大幅增长业绩略低于预期

公司 2017 年上半年营收 23.50 亿元，同比增长 18.53%，归母净利润 2.95 亿元，同比增长 14.12%，略低于预期。主要原因是销售费用和财务费用的大幅增长（财务费用对整体业绩影响约 4000 万）。

收入端分板块来看，制剂板块增长快于原料药板块：原料药板块收入 10.88 亿，增速 11.63%，增速平稳。制剂板块收入 11.59 亿，增速 18.94%。其中我们推断海外制剂增速平稳，国内制剂增速较快（超过 30%）。

分地区来看，国内增速快于海外：海外收入 15.47 亿，增速 8.44%；国内收入 7.96 亿，增速 43.93%。国内制剂高增速，国内制剂板块开始逐渐发力。

毛利率的角度：公司综合毛利率 54.03%，较去年同期 45.86%提升 8.17pp。主要由于国内制剂板块高增速拉动（国内板块毛利率大幅提升）。其中制剂板块毛利率大幅提升，2017 上半年制剂板块毛利率 64.68%，比去年同期（50.14%）提升 14.54pp，原料药板块毛利率 45.81，与去年同期（45.96%）基本持平。国外地区毛利率 42.35%，与去年同期（42.15%）持平，而国内毛利率 76.42%，较去年同期（55.60%）有大幅度提升。

子公司方面, 华海(美国)净利润-0.65 亿(2016 年华海美国亏损 1.57 亿), 华海美国亏损有好转。华海(美国)的亏损主要由于公司目前正在向更高端的仿制药(专利挑战、缓释剂、控释剂等)转型, 因而产生了较多的研发费用和专利挑战相关费用, 但我们判断这些投入未来会带来高额的回本, 未来华海(美国)的亏损情况会随着专利挑战的成功及海外制剂的爆发性增长而得到改善。**浙江华海医药 2017 上半年净利润 4548 万**, 增速较快, 我们认为主要是国内制剂业务走上正轨高增速拉动, 未来随着华海制剂出口反哺国内市场, 国内制剂业务有望持续高速增长。

财务指标方面: 销售费用率 19.08%, 比去年同期(12.64%)上升 6.44pp, 管理费用率 19.88%, 与去年同期(19.71%)持平。公司销售费用上升较快(+79%), 主要是产品推广服务费从去年同期的 1.86 亿上升至今年的 3.72 亿, 增加较多, 公司对制剂产品投入较大。管理费用方面, 虽然股权激励摊销减半但人工支出有所增加, 两者量抵消。**公司今年上半年财务费用 4134 万, 较去年 437 万上升 845.50%, 主要系美元汇率大幅下降, 本期汇兑损失增加影响。**

表 1: 对华海净利润影响较大的子公司情况

子公司	所处行业	主要产品或服务/经营范围	H1 净利润(万元)	2016 净利润(万元)
浙江华海医药销售有限公司	商品流通	药品批发	4548.62	7319.02
华海(美国)国际有限公司	进出口贸易	药品及中间体贸易	-6476.83	-15694.82
上海华奥泰生物药业有限公司	医药化工	生物医药产品的研发, 及相关的技术咨询、技术服务、技术转让, 医药中间体的销售	-1077.04	-2223.85

资料来源: 公司半年报、年报, 东兴证券研究所

展望 2017 全年, 我们认为公司业绩有望逐季好转, 基于以下几点原因:

- ◆ **华海的制剂出口梯队逐渐丰富、品种结构逐渐优化、积极探索专利挑战, 望持续向好。**存量 ANDA 中拉莫三嗪趋于平稳, 部分优秀品种市场份额在不断提升(罗匹尼罗、赖诺普利、贝那普利、氯沙坦钾、左乙拉西坦、帕罗西汀、缬沙坦、缬沙坦氢氯噻嗪等)。2016 年新获批的 7 个 ANDA 在 2017 年开始放量(缬沙坦氢氯噻嗪、伏立康唑、强力霉素等), 夏洛特工厂的 13 个 ANDA 纳入华海销售体系后市场份额有望进一步提升。
- ◆ **基于海外反哺国内市场的逻辑, 国内制剂呈现快速增长。**帕罗西汀、氯沙坦钾、厄贝沙坦+氢氯噻嗪、依非韦伦等品种放量较快。
- ◆ **销售费用和汇兑损益影响得到控制。**

2、夏洛特工厂 16 个 ANDA 收入囊中, 有望开拓美国管控药物市场

经查询美国最新版橘皮书，华海于去年 12 月收购的夏洛特工厂所持有的 16 个 ANDA，目前已转移到其美国子公司普林斯通的名下。

16 个 ANDA 中包括精神和麻醉类药物 7 个，心血管类药物 5 个，其他 4 个为食欲抑制药物、止咳药物、抗抑郁药物以及糖尿病治疗药物。其中我们重点看好**氯硝西洋、盐酸可乐定、双丙戊酸钠**三个品种。

16 个 ANDA 中包含公司 3 个已有产品（左乙拉西坦，赖诺普利，利培酮），其他 13 个新 ANDA 纳入公司目前产品梯队后，将扩充已有高血压和精神类两大产品主线，并扩展至食欲抑制药物及止咳药物领域。

表 2：华海药业与 PAR 已有三个 ANDA 的市场份额对比（截至 2017 年 6 月）

中文名	剂型	适应症	获得年份	橘皮书分区	同有效成分、剂型的非停用 ANDA 数	2016 年美国市场规模（亿美元）	华海所占份额估算	PAR 公司所占份额
赖诺普利	片剂；口服	高血压	2010	处方药	17	5.2	12%	<1%
利培酮	片剂；口服	精神分裂症	2011	处方药	17	2.9	5%	<1%
左乙拉西坦	片剂；口服	癫痫	2012	处方药	28	9.2	7%	<1%

资料来源：Bloomberg, FDA, 东兴证券研究所

PAR 公司纳入华海的 16 个 ANDA 中存在左乙拉西坦、赖诺普利及利培酮三个华海已有产品，相比两家公司目前在美国市场的销售份额来看，华海的销售水平及销售策略均有很好的体现，所以 **PAR 公司的品种纳入到华海的销售体系之后，我们推断未来市场份额有进一步提升的空间。**

收购 PAR 夏洛特工厂对华海的意义，丰富精神类产品管线，进一步突破美国管控药品市场。

根据美国管制药品监督管理局（Drug Enforcement Administration，简称 DEA）相关规定，精神和麻醉类药物进行统一管理，根据其滥用潜在风险的大小和可能危害健康的程度分为五类，通称为管制药品（controlled substances）。

- ◆ 第一类管制物质是有高度滥用性，目前未被认可临床使用的物质，缺乏认可的安全性。如海洛因、麦角酸酐二乙胺、大麻等；
- ◆ 第二类管制物质是有高度滥用性，已在临床使用的物质，滥用会造成严重的精神依赖和身体依赖。如吗啡、苯环己哌啶、可卡因、美沙酮、甲基苯丙胺等；

- ◆ 第三类管制物质比前两类的滥用风险稍小，已在临床使用，滥用会造成中度或轻度的身体依赖或重度的精神依赖。如合成代谢类固醇、可待因、含阿司匹林或羟苯基乙酰胺的麻醉性镇痛剂、某些巴比妥酸盐等。
- ◆ 第四类管制物质滥用的潜在风险较小，已在临床使用，滥用会造成相对于第三类管制物质的有限身体依赖或精神依赖。如丙氧芬、戊唑新和纳络酮的复方制剂、甲丙氨酯、地西洋、苯二氮卓类药物等。
- ◆ 第五类管制物质相对于第四类滥用的潜在风险更小，已在临床使用，滥用会造成相对于第四类管制物质的有限身体依赖或精神依赖。如含有可待因的镇咳药品。

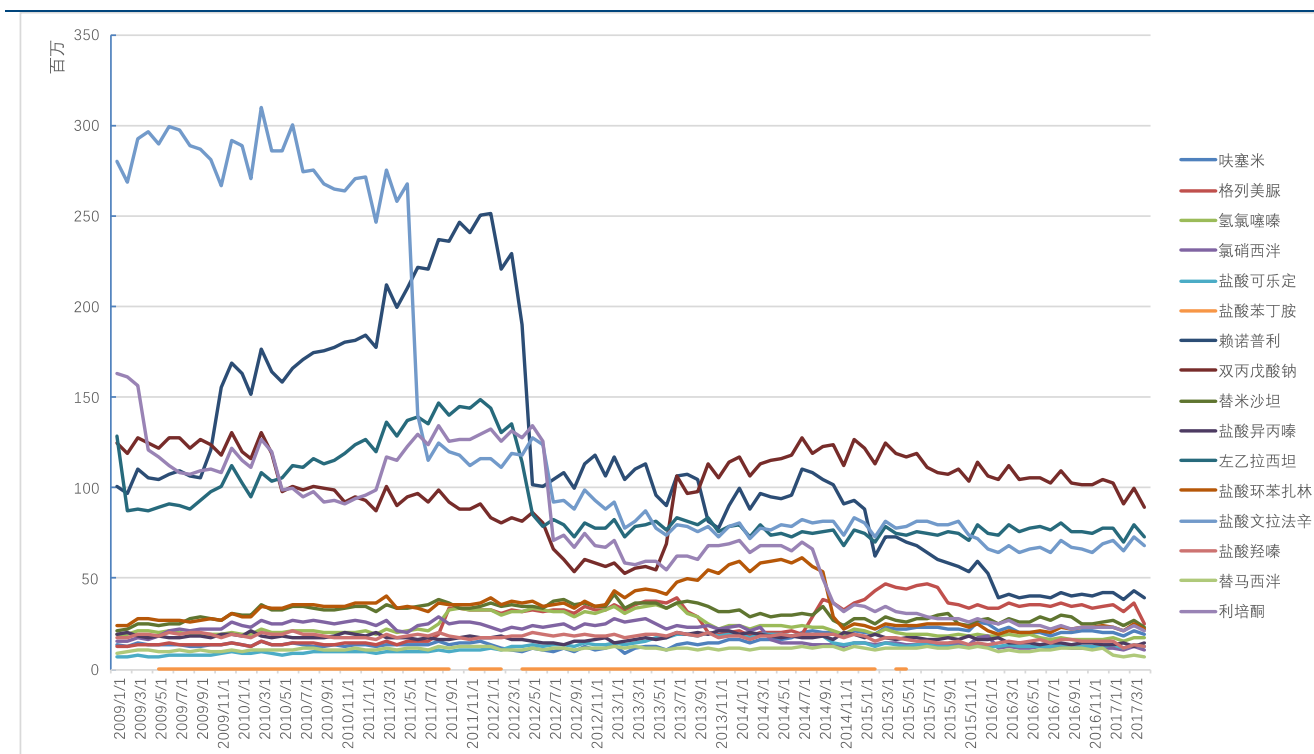
华海新纳入的**氯硝西泮**和**替马西泮**属于第四类管制药品，目前精神类管制药品准入门槛较高，根据联邦法律中的《管制物质法案》（Controlled Substances Act, CSA），DEA 对于相关企业合法制造、销售和配药等一系列流通行为的监管较为严格；同时，美国目前精神类疾病的患病率较高，就诊者住院费用花费巨大，这使得精神类药物需求很大，许多跨国药企以及美国本土制药企业争抢精神类疾病药物的仿制与研发，华海此刻打入管控药物市场，短期内能够拿到定价优厚的政府订单，提高利润率，长期可为未来扩大制剂出口产能埋下伏笔，在精神类管控市场有所建树。

表 3：华海药业收购夏洛特工厂获得 ANDA 概览（截至 2017 年 8 月）

中文名	剂型	适应症	获得年份	橘皮书分区	同有效成分、剂型的非停用药 ANDA 数	2016 年美国市场规模（亿美元）
呋塞米	片剂；口服	充血性心力衰竭、水肿	2017	处方药	10	2.5
格列美脲	片剂；口服	糖尿病	2017	处方药	13	4.2
氢氯噻嗪	片剂/胶囊；口服	高血压、水肿	2017	处方药	16	2.1
氯硝西泮	片剂；口服	癫痫、惊厥	2017	处方药	8	1.5
盐酸可乐定	片剂；口服	高血压	2017	处方药	10	1.5
盐酸苯丁胺	片剂；口服	中重度肥胖	2017	处方药	13	
赖诺普利	片剂；口服	高血压	2017	处方药	14	5.0
双丙戊酸钠	肠溶片；口服	失神发作、肌阵挛发作	2017	处方药	15	12.6
替米沙坦	片剂；口服	原发性高血压	2017	处方药	14	3.2
盐酸异丙嗪	片剂；口服	止咳	2017	处方药	7	
左乙拉西坦	缓释片；口服	癫痫	2017	处方药	19	9.2
盐酸环苯扎林	片剂；口服	局部肌肉痉挛	2017	处方药	12	2.6
盐酸文拉法辛	片剂；口服	抑郁症	2017	处方药	11	8.0
盐酸羟嗪	片剂；口服	轻度紧张、焦虑	2017	处方药	12	1.9
替马西泮	胶囊；口服	睡眠障碍	2017	处方药	5	1.3
利培酮	片剂；口服	急慢性精神分裂症	2017	处方药	16	2.9

资料来源：Bloomberg，公司公告，FDA，东兴证券研究所

图 1: 16 个新增 ANDA 彭博终端销售情况总图（WAC，按月，百万美金）

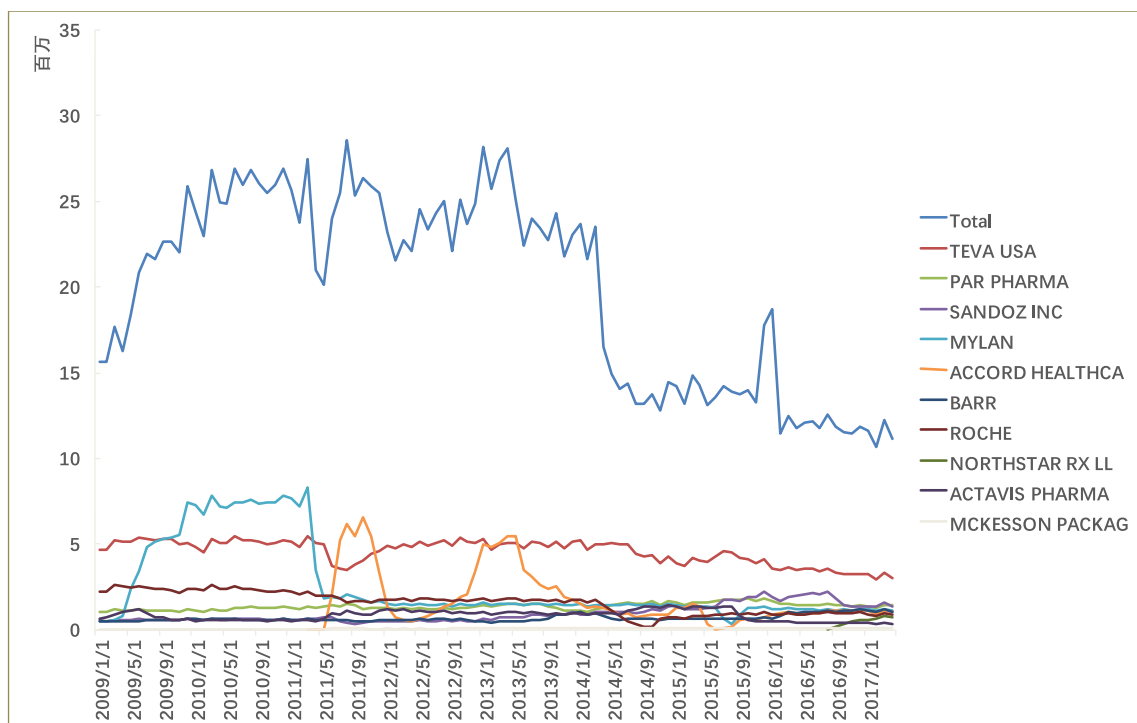


资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

氯硝西洋国外格局分析：1 亿美金以上品种，竞争格局稳定，未来仍有发展空间

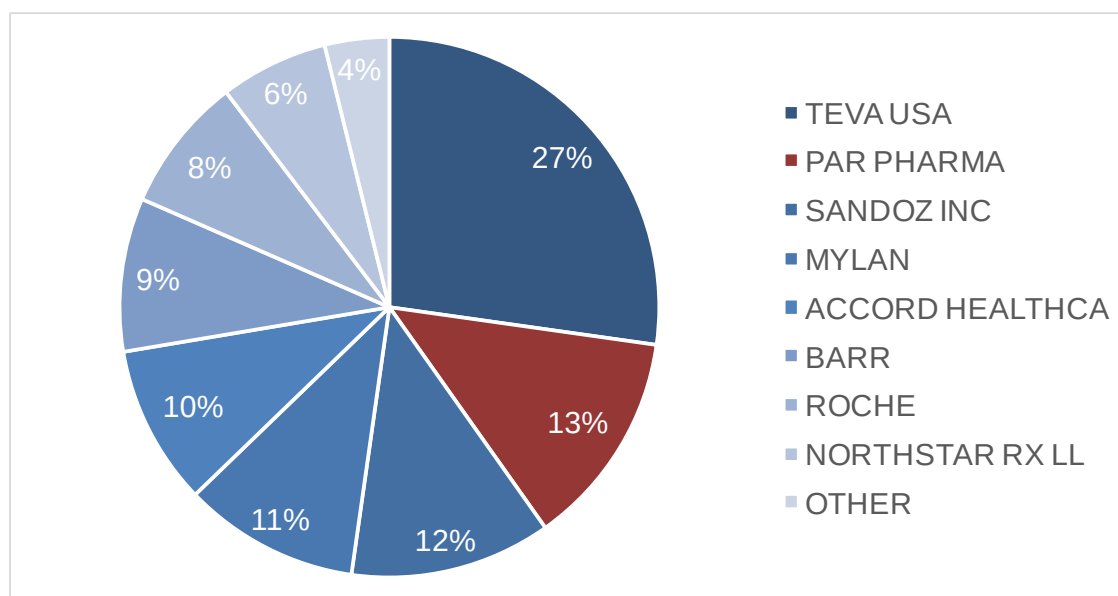
氯硝西洋目前彭博终端销售情况和竞争格局见图 1 和图 2。整体销售收入约 1.5 亿美金，整体市场较为稳定，属于成熟期产品，其中 TEVA USA 市场份额最高，现在占比不到 30%，其他厂家未来仍有竞争空间。

图 2:氯硝西洋彭博终端销售情况（WAC，按月，百万美金）



资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

图 3:氯硝西洋彭博终端最新格局

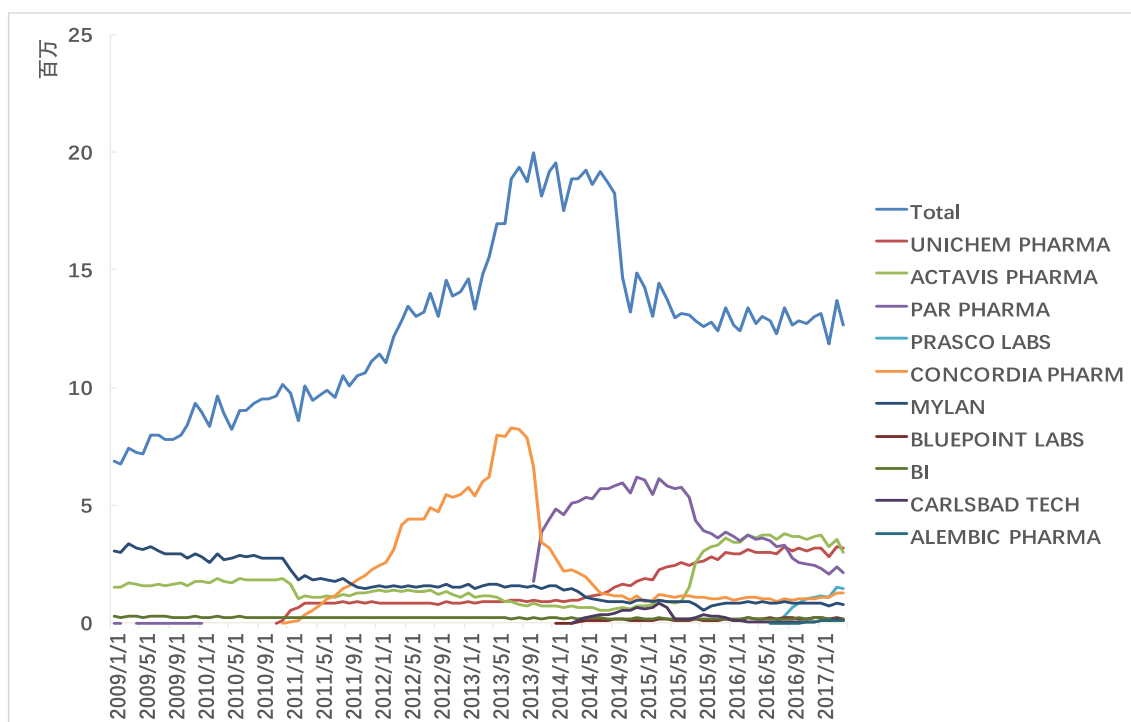


资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

盐酸可乐定：丰富高血压类产品线，继续维持其市场格局

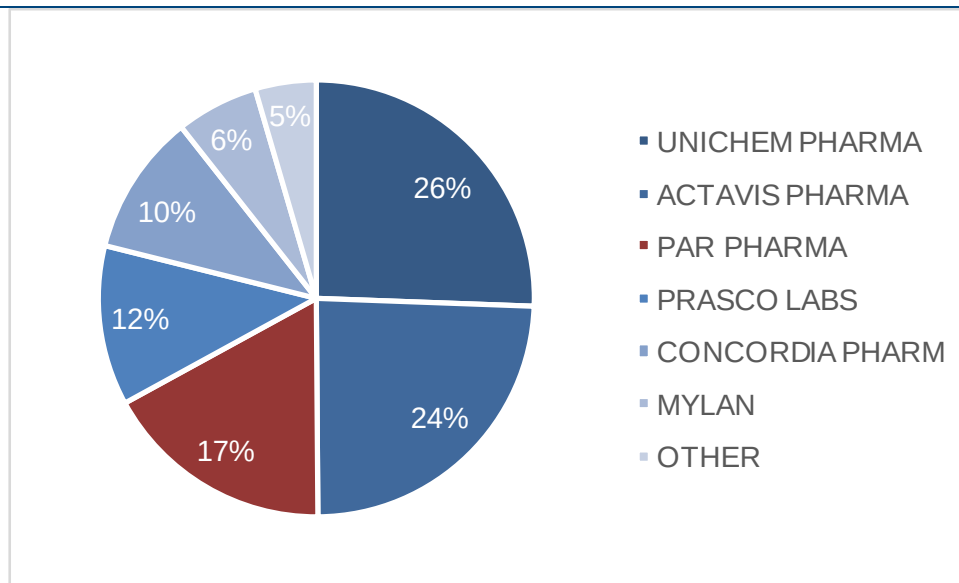
盐酸可乐定主要用于高血压的治疗，同时也对高血压急症、偏头痛、绝经期潮热、痛经，以及戒绝阿片瘾毒症状有一定的疗效。目前公司心血管类产品为产品梯队的主力军，有氯沙坦钾、左乙拉西坦、缬沙坦等增速较快的产品，同时市场格局稳定，占有优势地位，由于 PAR 公司原产品盐酸可乐定的销售已达到 17% 的市场份额，华海接手后将会整合高血压药物市场的销售渠道，凭借美国市场的销售水平，进一步将盐酸可乐定做大做强。

图 4:盐酸可乐定彭博终端销售情况（WAC，按月，百万美金）



资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

图 4:盐酸可乐定彭博终端最新格局

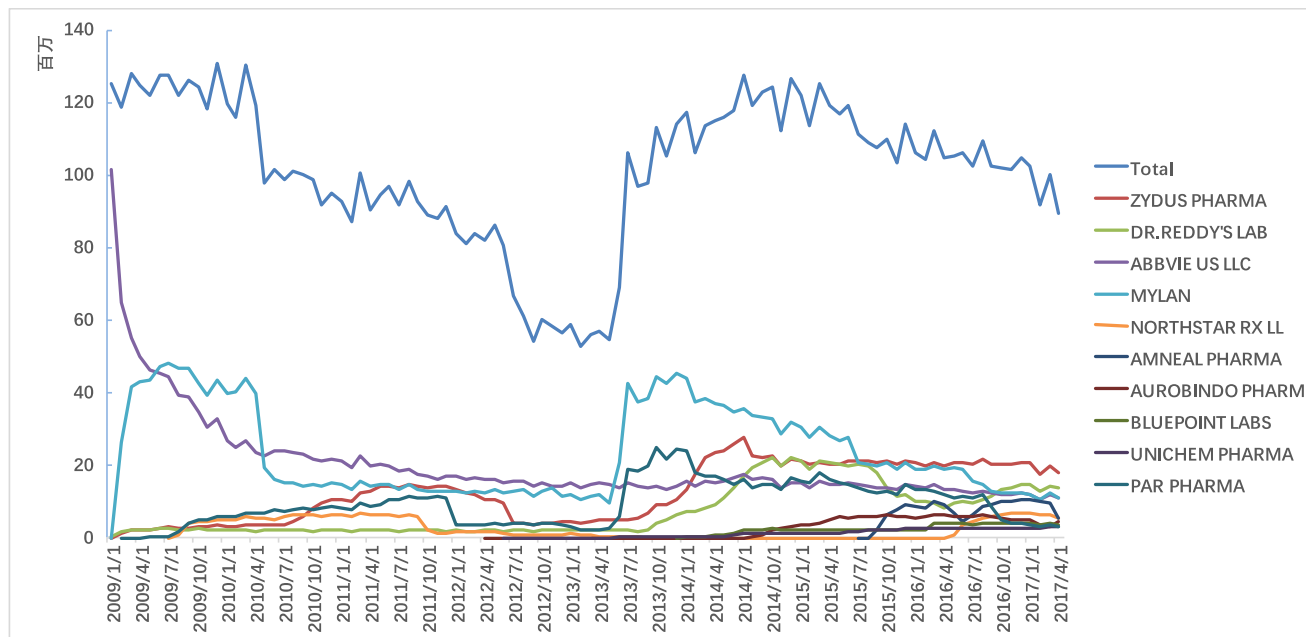


资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

双丙戊酸钠：拉莫三嗪获后又一抗癫痫领域重磅产品

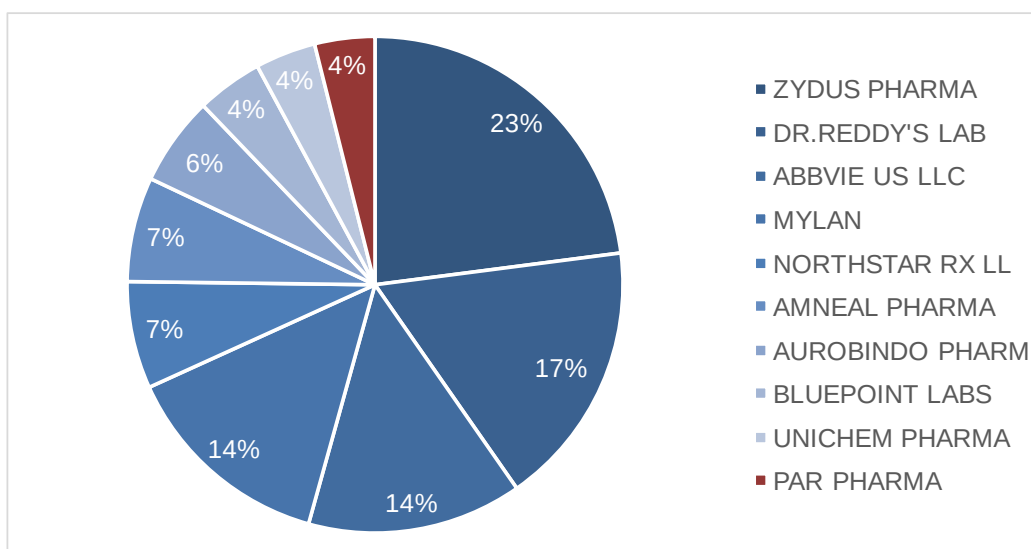
双丙戊酸钠（DIVALPROEX SODIUM），又名丙戊酸钠，本品系广谱抗癫痫药物，主要用于用于治疗癫痫、双向情感障碍和偏头痛。作为公司营收的重点产品，拉莫三嗪属于抗癫痫类的一线用药，由于新进入者的介入，未来拉莫三嗪的市场份额将会有所冲击。双丙戊酸钠多用于其它抗癫痫药无效的各型癫痫病人，尤以小发作为最佳，属于一线药物的辅助药物。所以，此刻纳入双丙戊酸钠将会弥补拉莫三嗪使用效果不佳的部分病人，弥补拉莫三嗪市场的萎缩态势，进一步巩固公司在精神类药物领域的地位和影响力。

图 5:双丙戊酸钠彭博终端销售情况 (WAC, 按月, 百万美金)



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 7:双丙戊酸钠彭博终端最新格局



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

华海制剂出口方面未来增长点论述:

- ◆ **存量品种销售增长带来的增量:** 16 年新获得 7 个 ANDA 在 17 年会经历从无到有的过程贡献增量。14、15 年获批的品种大都处于上升期, 未来有望继续放量。15 年之前的一些优质老品种仍有扩大市场份额

的趋势（可能与华海自身形成一定品牌优势和产品集群优势有关。），PAR 工厂收购的 ANDA 将会在下半年带来增量。

- ◆ **新批品种带来的增量：**从 DMF 布局推断 17-20 年每年有望获得 5-6 个及以上 ANDA（稳定增量，详见前篇报告论述）、专利挑战将逐步明朗（带来巨大弹性）。

◆

表 4：华海药业全部 ANDA 概览（夏洛特工厂品种已在前面列出，不再重复列举）（截至 2017 年 8 月）

中文名	剂型	适应症	获得年份	橘皮书分区	同有效成分、剂型的非停用药 ANDA 数	2016 年美国市场规模（亿美元）	华海所占份额估算
奈韦拉平	片剂；口服	艾滋病	2007	处方药	11	0.5	-
盐酸罗匹尼罗	片剂；口服	帕金森氏病	2008	处方药	11	3.9	25%
赖诺普利氢氯噻嗪	片剂；口服	高血压	2010	处方药	10	2.5	-
赖诺普利	片剂；口服	高血压	2010	处方药	17	5.2	12%
盐酸贝那普利	片剂；口服	高血压；充血性心力衰竭	2010	处方药	11	0.7	60%
盐酸多奈哌齐	片剂；口服	阿尔茨海默病	2011	处方药	38	1.3	30%
氯沙坦钾	片剂；口服	高血压	2011	处方药	21	4.8	15%
利培酮	片剂；口服	精神分裂症	2011	处方药	17	2.9	5%
左乙拉西坦	片剂；口服	癫痫	2012	处方药	28	9.2	7%
厄贝沙坦	片剂；口服	高血压	2012	处方药	20	1.0	20%
美索巴莫	片剂；口服	肌肉松弛药	2012	处方药	10	0.8	1%
拉莫三嗪	缓释片；口服	癫痫	2013	处方药	9	12	15%
厄贝沙坦氢氯噻嗪	片剂；口服	高血压	2014	处方药	13	0.4	5%
帕罗西汀	片剂；口服	抑郁症	2014	处方药	11	3.6	6%
左乙拉西坦	缓释片；口服	癫痫	2015	处方药	21	9.2	7%
盐酸安非他酮	缓释片；口服	戒烟	2015	处方药	33	24.4	1%
缬沙坦	片剂；口服	高血压	2015	处方药	14	4.5	25%
草酸艾斯西酞普兰	片剂；口服	抑郁症	2015	处方药	15	4.8	1%
卡托普利	片剂；口服	高血压	2016	处方药	6	0.8	-
缬沙坦氢氯噻嗪	片剂；口服	高血压	2016	处方药	8	6.1	5%
伏立康唑	片剂；口服	侵袭性曲霉病	2016	处方药	12	2.5	-
福辛普利钠	片剂；口服	高血压和心力衰竭	2016	处方药	6	0.3	-
喹那普利	片剂；口服	高血压、充血性心力衰竭	2016	处方药	9	0.4	-
强力霉素	缓释片；口服	抗生素	2016	处方药	6	16.8	-
奥美沙坦酯氢氯噻嗪	片剂；口服	高血压	2016	处方药	2	8.5	-
替米沙坦	片剂；口服	高血压	2017	处方药	14	0.43	-
度洛西汀	胶囊；口服	抑郁症	2017	处方药	20	20	-

资料来源：Bloomberg，公司公告，FDA，东兴证券研究所

◆

3、首个专利挑战产品帕罗西汀胶囊胜诉，未来专利挑战有望持续突破

美国新泽西州联邦地方法院于 2017 年 6 月 9 日判决普霖斯通胜诉，确定普霖斯通的甲磺酸帕罗西汀胶囊并不侵犯 Sebala 的专利权（美国专利号 7598271），并确定 Sebala 的另外两个专利无效（美国专利号 8658663 和 8946251）。

胜诉代表 ANDA 已不侵犯原研专利，静待 FDA 审批通过。帕罗西汀胶囊胜诉对华海来说有里程碑意义，标志着华海已经具备完备的专利挑战团队，并已经顺利走通专利挑战的一整套流程，相信未来会有更多专利挑战品种胜诉获批，专利挑战品种的获批。专利挑战属于高风险、高回报的制剂出口路径。

专利挑战的回报：

- ◆ 180 天的独占销售权。在独占期内，首仿药面临的竞争对手只有专利药和可能的授权仿制药，竞争格局很好，盈利空间非常大。
- ◆ 价格较高，利润丰厚。一般定价在原研的 50-80%，比大宗仿制药要丰厚得多。
- ◆ 市场份额和品牌效应。市场份额方面一般可以抢到 20-80%，远远强过其它后来的仿制药。而在独占期内获得的品牌效应对企业的声誉也有着积极的影响。

专利挑战的风险：

- ◆ 法律诉讼成本。美国市场上的专利诉讼费用极为高昂，对于一个仿制药来说，在专利挑战过程中付出的法律成本甚至有可能几倍于研发成本。而且擅长专利挑战的企业往往都自建了强大的律师团队，以 Teva 收购的 BARR 制药公司为例，这是一家拥有众多专利挑战成功案例的企业，但是它的高管团队有相当比例的人是律师，专利挑战立项的初期，律师团队就已经开始与研发团队协作，筛选挑战药物、制定挑战策略。这种高成本、高度专业化、高度协同的法律操作，对于现阶段的国内药企来说是一个不小的挑战。
- ◆ 败诉赔偿困境。根据现在美国司法系统对于独占权（Exclusivity）的解释，如果地方法院（district court）初审判决专利挑战成功，180 天独占期就开始计时。如果仿制药此时开始上市销售，而原研药企业继续上诉，在联邦巡回法院（Federal Circuit）胜诉，得到侵犯专利权的判决，仿制药企业将为此而付出 3 倍的赔偿。这导致有些仿制药企业不愿承担风险而在最终判决之前任凭 180 天独占期空跑。

4、政策利好不断，制剂出口反哺国内市场未来值得期待

目前华海国内主要品种有帕罗西汀、氯沙坦钾、厄贝沙坦+氢氯噻嗪，根据样本医院数据，帕罗西汀增速约 27%，福辛普利增速 28% 左右，氯沙坦钾增速 17% 左右，依非韦伦放量较快。

国家加快药品审评审批改革，出台食药监药化管【2016】19 号文等政策，对申请人在美国、欧盟同步申请并获准开展药物临床试验的新药临床试验申请，在中国境内用同一生产线生产并在美国、欧盟药品审批机构同步申请上市且通过了其现场检查的药品注册申请给予优先评审，该政策将给公司带来增长契机。

另外 2017 年 5 月 11 日，CFDA 发布《关于鼓励药品医疗器械创新改革临床试验管理的相关政策》（征求意见稿）、《关于鼓励药品医疗器械创新加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策》（征求意见稿）和《关于鼓励药品医疗器械创新实施药品医疗器械全生命周期管理的相关政策》（征求意见稿），其中明确海外数

据国内认可。有了政策风向，我们认为在海外上市的品种进入优先审评后的审评速度将获得较大的提升反哺国内市场逻辑更顺利。

根据公司半年报，截至目前，公司已完成5个产品的转报申请和9个产品的一致性评价申请（BE备案目前可查到草酸艾司西酞普兰片、赛洛多辛胶囊）。在临床研究方面，公司与恩泽医疗、台湾佳生携手，将建成省内规模最大、符合欧美日等国际主流市场标准的I期临床研究中心暨生物等效性（BE）试验中心。

我们认为未来华海的国内制剂业务未来有望借政策之风迎来快速发展，将受益于一致性评价、优先审评、和招标优势（反哺国内业务从而进一步带来利润弹性、估值弹性、发展空间）。

结论：

我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为6.01亿元、7.68亿元、10.32亿元，增速分别为20.05%、27.66%、34.48%。EPS分别为0.58元、0.74元、0.99元，对应PE分别为34x，26x，20x。我们认为公司制剂出口结合海外并购的国际化路径越来越清晰，国际化巨头之路稳步推进。未来国际化有望反哺国内市场。同时公司进军生物药领域，多点布局。我们看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

ANDA获批及专利挑战进度不达预期；国内制剂推广低于预期

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2832	3511	4042	5041	6429	营业收入	3500	4093	4941	6202	7957
货币资金	602	792	889	1116	1432	营业成本	1777	2053	2663	3314	4216
应收账款	1037	1281	1354	1699	2180	营业税金及附加	28	40	25	31	40
其他应收款	13	15	18	23	30	营业费用	448	615	563	719	899
预付款项	40	36	37	39	42	管理费用	714	860	939	1178	1512
存货	1077	1330	1670	2078	2644	财务费用	-6	-8	0	0	0
其他流动资产	21	32	28	28	28	资产减值损失	48.98	26.22	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2684	3215	2980	2817	2652	公允价值变动收益	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.60	0.49	0.00	0.00	0.00
固定资产	1600	1865	1747	1642	1555	营业利润	493	508	752	959	1290
无形资产	393	431	388	345	301	营业外收入	41.51	69.98	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	36	0	0	0	0	营业外支出	10.82	10.82	0.00	0.00	0.00
资产总计	5515	6726	7022	7858	9081	利润总额	524	567	752	959	1290
流动负债合计	1682	1514	1867	2166	2666	所得税	87	110	150	192	258
短期借款	838	462	658	748	930	净利润	437	457	601	768	1032
应付账款	351	363	492	595	768	少数股东损益	-6	-44	0	0	0
预收款项	10	19	19	20	21	归属母公司净利润	442	501	601	768	1032
一年内到期的非流	25	27	27	27	27	EBITDA	1055	1155	913	1122	1455
非流动负债合计	113	635	114	114	114	BPS (元)	0.56	0.49	0.58	0.74	0.99
长期借款	0	535	535	535	535	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1795	2149	1981	2280	2780	成长能力					
少数股东权益	129	194	194	194	194						
实收资本(或股本)	793	1043	1042	1042	1042	营业收入增长	35.41%	16.93%	20.72%	25.53%	28.30%
资本公积	1031	1194	1194	1194	1194	营业利润增长	60.43%	3.00%	47.98%	27.66%	34.48%
未分配利润	1541	1821	2002	2232	2542	归属于母公司净利润	20.05%	27.66%	20.05%	27.66%	34.48%
归属母公司股东权	3591	4384	4846	5383	6106	获利能力					
负债和所有者权	5515	6726	7022	7858	9081	毛利率(%)	49.22%	49.85%	46.11%	46.57%	47.02%
现金流量表						净利率(%)	12.48%	11.16%	12.17%	12.38%	12.97%
						总资产净利润(%)	12.90%	8.02%	7.45%	8.56%	9.77%
单位:百万元						ROE(%)	12.32%	11.43%	12.41%	14.26%	16.91%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
经营活动现金流	195	433	488	367	444	资产负债率(%)	33%	32%	28%	29%	31%
净利润	437	457	601	768	1032	流动比率	1.68	2.32	2.16	2.33	2.41
折旧摊销	568	655	0	163	165	速动比率	1.04	1.44	1.27	1.37	1.42
财务费用	-6	-8	0	0	0	营运能力					
应收账款减少	0	0	-73	-346	-481	总资产周转率	0.70	0.67	0.72	0.83	0.94
预收账款增加	0	0	1	1	1	应收账款周转率	4	4	4	4	4
投资活动现金流	-399	-707	74	0	0	应付账款周转率	12.79	11.45	11.55	11.41	11.67
公允价值变动收益	2	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	21	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.49	0.58	0.74	0.99
投资收益	2	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.01	0.13	0.09	0.22	0.30
筹资活动现金流	210	409	-464	-140	-128	每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.20	4.65	5.16	5.86
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	34.63	39.57	33.62	26.33	19.58
普通股增加	7	250	-1	0	0	P/B	4.28	4.61	4.17	3.75	3.31
资本公积增加	113	163	0	0	0	EV/EBITDA	14.82	17.71	22.51	18.18	13.93
现金净增加额	5	135	98	227	316						

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球第 1 名组长，2015 年新财富第 7 名团队核心成员，2015 年水晶球第 3 名团队核心成员。北京大学药理学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

联系人简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016 年水晶球第 1 名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。