



# 牵手九州通，西地那非未来推广布局加速

## ——常山药业（300255）事件点评

2017年09月24日

推荐/维持

常山药业 事件点评

### 事件：

近日，常山药业与九州通签署了《代理合作协议》，协议主要内容如下：

1. 双方约定至2019年12月31日期间，常山药业枸橼酸西地那非片新增规格获批后，授权九州通独家销售。
2. 九州通利用其分销能力主推常山药业的西地那非产品，扩大市占率；九州通产品专销团队利用分销网络资源提升产品销量，深化产品终端开发。

### 主要观点：

#### 1. 国内ED药品市场处于蓝海状态，西地那非市场前景广阔

- ◆ 中国20~70岁男性中勃起功能障碍(ED)患病率约为26%，患者数量约1.3亿左右。根据《中国公民性福素养大调查》的普查结果，中国男性在遇到性健康问题时，仅6.97%的人采用正规的西药治疗。根据米内网的数据显示，2016年PDE5抑制剂类抗ED药品（西地那非、伐他那非、他达拉非）市场规模36亿元，同比增长27%，其中西地那非占75%（27亿元）。目前国内有三家西地那非生产厂家：原研药辉瑞“万艾可”、仿制药白云山“金戈”和亚邦爱普森“万菲乐”。
- ◆ 对比白云山所生产的枸橼酸西地那非片“金戈”，其50mg片剂于2014年获批，2015年销售额超2亿元，2016年超4亿元，毛利率达92%。2016年终端销售额约12亿元，预计2017年终端销售额有望达到18亿元。而原研辉瑞的“万艾可”2015年/2016年终端销售额约为15亿元/16亿元，未来西地那非制剂仍有较大增长空间。
- ◆ 随着中国男性对生殖健康的逐步正确认识，假设未来3年ED患者的西药治疗率上升至20%，以目前西地那非产品价格（50mg规格零售价约40-60元/片），国内终端市场将达到80亿元规模，叠加非ED疾病人群所使用的西地那非（据《中国网上男性性福指数蓝皮书》统计数据，18到25岁的90后男性提交ED治疗产品需求占比高达30%），终端市场将有望突破百亿规模。

分析师：张金洋

Tel: 010-66554035 zhangjy\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480516080001

研究助理：邓云龙

Tel: 010-66554104 dengyl@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	11.39-7.04
总市值（亿元）	83.40
流通市值（亿元）	53.67
总股本/流通A股(万股)	93497/60990
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	6.56

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

1、常山药业（300255）中报点评：业绩稳健符合预期，原料药贡献明显弹性  
2017-08-29

2、常山药业（300255）2017年一季报点评：业绩增速48.79%超预期，原料药开始贡献明显弹性 2017-04-25

3、常山药业（300255）2016年年报点评：制剂端延续高增速，原料药一季度开始贡献明显弹性全年有望延续 2017-04-18

4、常山药业（300255）2016年三季报点评：业绩符合预期，原料药业务回暖趋势明显，未来有望贡献较大弹性 2016-10-17

- ◆ 常山药业已顺利完成西地那非 50mg 片剂的药品生产现场检查工作,预计于 2017 年四季度上旬获批生产。公司成立了西地那非销售事业部,负责产品上市后的营销工作,我们预计 2018 年/2019 年西地那非产品销售额为 1.5 亿元/2.5 亿元。

## 2、牵手九州通,常山药业西地那非未来推广布局加速

新规格的加入可明显拓宽适用人群:白云山于 2015 年底递交了 25mg 和 100mg 规格片剂的补充申请,并于 2017 年 3 月获批,其中 25mg 片剂适用于 65 岁以上或患有肝肾疾病的 ED 患者,100mg 片剂适用于对 50mg 规格已耐受的 ED 患者,为受众人群提供了更为精细化的用药选择。

对于常山药业即将上市的西地那非 50mg 片剂,此前已有多家代理商表达了合作意向,而此次九州通的加入,凸显市场对于常山药业西地那非产品的认可。未来常山药业将启动西地那非片其他规格的注册(对比辉瑞、白云山所拥有的 25mg 及 100mg 规格片剂),尽快展开与九州通的合作。而作为国内最大的民营医药商业企业,九州通所拥有的流通渠道资源以及终端影响力将为西地那非的市场推广带来强大助力。

## 3、公司制剂/原料药板块稳中向好,制剂出口+新药+医疗服务多轮驱动持续促进业绩增长

- ◆ **制剂板块:**公司 2017 年低分子肝素钙制剂销量稳步提升,达肝素销量预计增长 300%,整体制剂线全年将保持利润端 15-20% 增长。
- ◆ **原料药板块:**公司半年报存货中原材料约 8.4 亿元,其中大部分为肝素粗品,在国内主要肝素原料生产企业中排名第一,以目前市场行情计算,如果将库存肝素粗品直接转手常山药业将盈利超过 5 亿元。低分子肝素原料药(依诺肝素、达肝素、那屈肝素)2017 年全年预计销售过亿,其中依诺肝素预计销售 800 公斤。借本次肝素涨价周期东风,未来公司原料药板块有望持续释放业绩弹性。
- ◆ **制剂出口:**德国方面与 D-MED 合作申报普通肝素制剂(免临床)和低分子肝素制剂,美国方面正在考虑与其他肝素制剂企业进行合作,计划中肝素制剂在美国前三年销售 700 万支/1100 万支/1900 万支,预计公司制剂产品在 2018 年登陆欧美市场。
- ◆ **创新药:**目前公司进展最快的长效 GLP-1 类似物艾本那肽已进入二期临床阶段,预计 2018 年中旬完成二期临床,2019 年中旬完成三期临床,最快在 2019 年底上市。目前还有包括 c-Met 抑制剂等 5 个的新药产品以及 10 个以上多糖类产品处于研发阶段。
- ◆ **医疗服务:**公司未来考虑在雄安新区引入美国合作伙伴 Nantwork 的技术构建肿瘤医院和先进基因检测业务;血透中心方面:前期目标预计在河北省境内开设 100 余家血透中心,形成规模化之后降低运用成本,同时引入常山的肝素制剂产品,以替代目前血透中心使用的普通肝素制剂。

### 结论:

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 2.49 亿元、3.36 亿元、4.07 亿元,增长分别为 41.88%、34.59%、21.33%。EPS 分别为 0.27 元、0.36 元、0.43 元,对应 PE 分别为 34x, 25x, 21x。公司核心品种低分子肝素钙未来两年有望维持稳定增长,达肝素招标放量,原料药涨价趋势明显有望贡献业绩弹性,未来 1-3 年看点颇多,包括西地那非、制剂出口、创新药、血透中心、肿瘤医院,外延式发展也有一定预期。我们长期看好公司发展,维持“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	1435	2105	1922	2219	2578	<b>营业收入</b>	916	1118	1232	1476	1735
货币资金	164	787	527	700	864	<b>营业成本</b>	304	395	337	360	408
应收账款	151	170	236	283	333	<b>营业税金及附加</b>	5	13	11	13	16
其他应收款	1	3	3	4	4	<b>营业费用</b>	299	368	431	517	607
预付款项	219	150	150	150	151	<b>管理费用</b>	104	116	172	207	243
存货	885	993	913	977	1107	<b>财务费用</b>	29	28	0	0	0
其他流动资产	1	2	28	28	28	<b>资产减值损失</b>	0.38	0.53	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	893	1027	871	817	761	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	5	5	5	5	<b>投资净收益</b>	0.00	1.41	0.00	0.00	0.00
固定资产	391	580	544	520	514	<b>营业利润</b>	174	199	281	379	461
无形资产	102	155	140	124	109	<b>营业外收入</b>	12.03	6.35	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	182	87	87	87	87	<b>营业外支出</b>	0.13	1.04	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	2328	3132	2793	3036	3339	<b>利润总额</b>	186	204	286	384	466
<b>流动负债合计</b>	718	736	253	261	278	<b>所得税</b>	29	26	36	49	59
短期借款	570	541	0	0	0	<b>净利润</b>	157	178	249	336	407
应付账款	44	14	82	88	100	<b>少数股东损益</b>	0	3	0	0	0
预收款项	37	54	54	54	54	<b>归属母公司净利润</b>	156	175	249	335	407
一年内到期的非	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	329	410	333	433	517
<b>非流动负债合计</b>	39	106	56	56	56	<b>EPS (元)</b>	0.33	0.20	0.27	0.36	0.43
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>负债合计</b>	757	843	309	318	335	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	58	61	61	61	62	<b>营业收入增长</b>	12.91%	22.10%	10.15%	19.80%	17.56%
实收资本(或股)	471	935	935	935	935	<b>营业利润增长</b>	18.16%	14.11%	41.07%	35.15%	21.59%
资本公积	446	567	567	567	567	<b>归属于母公司净利润</b>	16.87%	12.28%	41.88%	34.59%	21.33%
未分配利润	530	664	838	922	1024	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1514	2229	2423	2658	2942	<b>毛利率(%)</b>	66.80%	64.68%	72.67%	75.59%	76.47%
<b>负债和所有者权</b>	2328	3132	2793	3036	3339	<b>净利率(%)</b>	17.10%	15.94%	20.24%	22.73%	23.46%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>	6.71%	5.60%	8.91%	11.04%	12.18%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>ROE(%)</b>	10.33%	7.87%	10.28%	12.61%	13.82%
<b>经营活动现金流</b>	-38	172	282	274	286	<b>偿债能力</b>					
净利润	157	178	249	336	407	<b>资产负债率(%)</b>	33%	27%	11%	10%	10%
折旧摊销	126	183	0	54	56	<b>流动比率</b>	2.00	2.86	7.61	8.50	9.26
财务费用	29	28	0	0	0	<b>速动比率</b>	0.77	1.51	3.99	4.76	5.28
应付帐款的变化	0	0	-67	-47	-50	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	<b>总资产周转率</b>	0.42	0.41	0.42	0.51	0.54
<b>投资活动现金流</b>	-86	-429	104	0	0	<b>应收账款周转率</b>	6	7	6	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	34.78	38.58	25.69	17.37	18.52
长期股权投资减	0	0	59	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	1	0	0	0	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.33	0.20	0.27	0.36	0.43
<b>筹资活动现金流</b>	42	598	-646	-101	-122	<b>每股净现金流(最新)</b>	-0.17	0.36	-0.28	0.19	0.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊</b>	3.21	2.38	2.59	2.84	3.15
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	283	464	0	0	0	<b>P/E</b>	27.03	44.60	33.50	24.89	20.51
资本公积增加	-279	121	0	0	0	<b>P/B</b>	2.78	3.74	3.44	3.14	2.83
<b>现金净增加额</b>	-82	341	-260	173	164	<b>EV/EBITDA</b>	13.98	19.72	23.47	17.63	14.45

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师: 张金洋

医药生物行业小组组长,3年证券行业研究经验,3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第一名团队首席研究员,2015年新财富第七名团队核心成员,2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、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。

## 研究助理简介

### 研究助理: 邓云龙

首都医科大学药剂学硕士,曾就职于中国医药集团。2017年8月加盟东兴证券研究所,从事医药行业研究,重点专注于原料药、医疗器械领域。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下,本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议,市场有风险,投资者在决定投资前,务必要审慎。投资者应自主作出投资决策,自行承担投资风险。

## 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：

看好评好：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。