



## 引进口服 GLP1 受体激动剂, 糖尿病再添重磅产品

### 投资要点

- **事件:** 公司公告其全资子公司中美华东与美国 vTv 公司签署新药技术许可协议, 获得其研发的用于治疗 2 型糖尿病的全球首创药物 TTP273 在中韩澳等 16 个国家和地区的知识产权和商业化的独家许可。总分期支付许可费用总额 3300 万美元, 销售里程碑付款不超过 5000 万美元以及未来销售分成 1%-10%。
- **引进全球独家口服 GLP1r 激动剂, 形成糖尿病临床主流用药全覆盖。** TTP273 为全球首创的非肽类、高选择性 GLP1 受体激动剂。2017 年 1 月已在美国完成 IIb 期临床研究, 显示降低糖化血红蛋白效果明显且耐受性好。其最大亮点为首创的小分子非肽类口服剂型, 而目前上市的 GLP1 极其类似物均为注射剂, TTP273 上市后可满足不同患者需求, 覆盖更多糖尿病患者。目前除了阿卡波糖, 公司在研糖尿病及其并发症的药物超过 20 个, 主要包括 HD118(DPP-4 类一类新药)、卡格列净、曲格列汀、地特胰岛素、门冬胰岛素、德谷胰岛素、雷珠单抗等品种, 已初步形成糖尿病临床主流用药的全覆盖。
- **全球 GLP1 类药物约 50 亿美元, 口服 TTP273 潜力巨大。** 据 IMS 统计, 2016 年全球糖尿病药物市场规模达 714 亿美元, 同比增长 19%。而根据米内网统计, 2016 年我国糖尿病用药样本医院规模达到 362 亿元, 同比增长 14.7%。自 2005 年美国 FDA 批准 GLP1 受体激动剂以来, GLP1 类药物 2016 年全球销售规模约 50 亿元, 其中利拉鲁肽约 30 亿美元, 占比 61.7%。中美华东已于 2017 年 6 月取得了利拉鲁肽国内首家临床批文, 目前正在开展临床研究。而本次引入 TTP273 为口服剂型, 预计上市后能满足不同的患者需求, 覆盖更多的糖尿病患者。对标利拉鲁肽, 我们认为该品种国内空间在 20-40 亿量级, 潜力巨大。
- **2020 年工业目标收入 100 亿, 新医保拉动效应即将显现。** 1) 未来三年阿卡复合增速近 30%; 百令复合增速近 20%; 免疫抑制剂扩大适应症后增速有加快趋势, 预计免疫抑制剂条线未来三年复合增速有望超过 25%; 2) 3 个重要产品新入医保, 血小板凝聚抑制剂咪喹莫特为独家品种, 超级抗生素达托霉素为首仿, 地西他滨为抗肿瘤药及免疫调节剂; 百令胶囊分类由肿瘤辅助用药调至气血双补剂, 未受到限制; 阿卡波糖片由医保乙升甲; 环孢素、他克莫司、吡格列酮均取消了适应症限制。以上对公司产品后续市场推广将产生积极影响。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.86 元、2.33 元、和 2.91 元, 对应 PE 分别为 27 倍、22 倍和 17 倍。我们认为看好公司利用强大的销售网络, 通过自研和引进不断叠加创新产品放量, 公司成长性确定性强且所属糖尿病、自身免疫、肾科和超级抗生素空间巨大, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司药品招标价格或大幅降低; 产品研发进度或不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	25379.67	28905.47	33888.35	39823.54
增长率	16.81%	13.89%	17.24%	17.51%
归属母公司净利润 (百万元)	1446.59	1811.01	2264.68	2825.87
增长率	31.88%	25.19%	25.05%	24.78%
每股收益 EPS (元)	1.49	1.86	2.33	2.91
净资产收益率 ROE	20.09%	20.73%	21.24%	21.64%
PE	34	27	22	17
PB	6.40	5.27	4.32	3.53

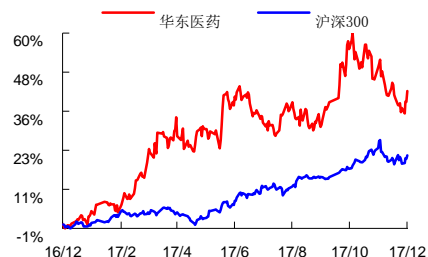
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.72
流通 A 股(亿股)	8.68
52 周内股价区间(元)	43.93-96.17
总市值(亿元)	489.07
总资产(亿元)	157.84
每股净资产(元)	8.34

### 相关研究

1. 华东医药 (000963): 工业收入增速符合预期, 两大品种上市有望提速 (2017-10-24)
2. 华东医药 (000963): 业绩增长符合预期, 工业品种亮点多 (2017-08-30)
3. 华东医药 (000963): 受让重磅产品利拉鲁肽, 打造 50 亿糖尿病产品线 (2017-06-09)
4. 华东医药 (000963): 业绩符合预期, 全年高速增长可期 (2017-04-24)
5. 华东医药 (000963): 历史新机遇下, 实现工业收入百亿新目标 (2017-03-23)
6. 华东医药 (000963): 年报业绩超预期, 未来受益医保目录调整 (2017-03-09)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25379.67	28905.47	33888.35	39823.54	净利润	1535.41	1922.20	2403.73	2999.38
营业成本	19219.11	21456.11	24780.64	28637.46	折旧与摊销	216.78	196.04	196.04	196.04
营业税金及附加	131.75	143.43	169.83	274.78	财务费用	94.09	114.35	107.13	107.42
销售费用	3298.62	3902.24	4744.37	5774.41	资产减值损失	46.91	50.00	65.00	80.00
管理费用	759.31	924.98	1118.32	1314.18	经营营运资本变动	-675.32	-524.48	-749.82	-939.20
财务费用	94.09	114.35	107.13	107.42	其他	129.09	-72.59	-90.62	-105.09
资产减值损失	46.91	50.00	65.00	80.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1346.96</b>	<b>1685.52</b>	<b>1931.46</b>	<b>2338.55</b>
投资收益	26.61	25.00	25.00	25.00	资本支出	-306.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-307.12	25.00	25.00	25.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-613.63</b>	<b>25.00</b>	<b>25.00</b>	<b>25.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1856.49</b>	<b>2339.37</b>	<b>2928.06</b>	<b>3660.29</b>	短期借款	-1940.85	-473.12	0.00	0.00
其他非经营损益	25.78	26.99	27.49	27.32	长期借款	-293.14	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1882.27</b>	<b>2366.37</b>	<b>2955.56</b>	<b>3687.61</b>	股权融资	3468.45	0.00	0.00	0.00
所得税	346.86	444.17	551.83	688.24	支付股利	-607.57	-289.32	-362.20	-452.94
净利润	1535.41	1922.20	2403.73	2999.38	其他	-169.33	-142.82	-107.13	-107.42
少数股东损益	88.82	111.19	139.05	173.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>457.56</b>	<b>-905.25</b>	<b>-469.33</b>	<b>-560.36</b>
归属母公司股东净利润	1446.59	1811.01	2264.68	2825.87	<b>现金流量净额</b>	<b>1190.89</b>	<b>805.26</b>	<b>1487.12</b>	<b>1803.19</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2661.32	3466.58	4953.71	6756.90	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5770.51	6458.86	7587.42	8923.26	销售收入增长率	16.81%	13.89%	17.24%	17.51%
存货	3084.42	3441.05	3975.25	4594.35	营业利润增长率	34.28%	26.01%	25.16%	25.01%
其他流动资产	192.72	219.49	257.33	302.40	净利润增长率	33.26%	25.19%	25.05%	24.78%
长期股权投资	64.56	64.56	64.56	64.56	EBITDA 增长率	23.71%	22.26%	21.94%	22.67%
投资性房地产	13.81	13.81	13.81	13.81	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1930.57	1810.65	1690.74	1570.82	毛利率	24.27%	25.77%	26.88%	28.09%
无形资产和开发支出	505.13	430.46	355.79	281.12	三费率	16.36%	17.10%	17.62%	18.07%
其他非流动资产	233.39	231.94	230.49	229.04	净利率	6.05%	6.65%	7.09%	7.53%
<b>资产总计</b>	<b>14456.43</b>	<b>16137.41</b>	<b>19129.10</b>	<b>22736.26</b>	ROE	20.09%	20.73%	21.24%	21.64%
短期借款	473.12	0.00	0.00	0.00	ROA	10.62%	11.91%	12.57%	13.19%
应付和预收款项	4323.98	4762.35	5547.07	6415.87	ROIC	19.72%	21.97%	24.83%	27.52%
长期借款	21.28	21.28	21.28	21.28	EBITDA/销售收入	8.54%	9.17%	9.53%	9.95%
其他负债	1996.21	2079.06	2244.49	2436.42	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6814.59</b>	<b>6862.69</b>	<b>7812.84</b>	<b>8873.57</b>	总资产周转率	1.96	1.89	1.92	1.90
股本	486.06	972.12	972.12	972.12	固定资产周转率	16.29	16.14	20.28	25.68
资本公积	3436.25	2950.19	2950.19	2950.19	应收账款周转率	6.26	6.14	6.29	6.27
留存收益	3356.22	4877.90	6780.39	9153.32	存货周转率	6.98	6.57	6.68	6.68
归属母公司股东权益	7278.52	8800.21	10702.69	13075.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.86%	—	—	—
少数股东权益	363.32	474.51	613.56	787.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7641.84</b>	<b>9274.72</b>	<b>11316.25</b>	<b>13862.69</b>	资产负债率	47.14%	42.53%	40.84%	39.03%
负债和股东权益合计	14456.43	16137.41	19129.10	22736.26	带息债务/总负债	21.78%	14.73%	12.94%	11.39%
					流动比率	2.03	2.33	2.47	2.62
					速动比率	1.49	1.74	1.89	2.04
					股利支付率	42.00%	15.98%	15.99%	16.03%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.49	1.86	2.33	2.91
					每股净资产	7.86	9.54	11.64	14.26
					每股经营现金	1.39	1.73	1.99	2.41
					每股股利	0.62	0.30	0.37	0.47
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2167.37	2649.76	3231.23	3963.75					
PE	33.81	27.01	21.60	17.31					
PB	6.40	5.27	4.32	3.53					
PS	1.93	1.69	1.44	1.23					
EV/EBITDA	10.63	17.43	13.83	10.82					
股息率	1.24%	0.59%	0.74%	0.93%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn