

# 75mg 通过一致性评价, 泰嘉增速有望维持 15-20%

## 投资要点

- **事件:** 国家发布第一批通过仿制药一致性评价名单, 公司 75mg 氯吡格雷通过。
- **75mg 氯吡格雷市场规模约 60 亿元, 公司通过后进口替代空间巨大, 泰嘉有望保持 15-20% 复合增速:** 仿制药一致性评价是影响中国医药行业存量市场未来 3-5 年最大的政策, 此次公司泰嘉 75mg 作为国内第一批通过仿制药一致性评价品种示范意义重大, 我们认为国家将陆续出台招标、医保和用药等配套政策促进泰嘉快速实现进口替代。目前国内氯吡格雷 75mg 市场主要由原研赛诺菲主导, 根据 PDB 样本医院数据显示, 目前 75mg 市场规模约 60 亿元, 假设公司实现销量替代 30%, 即可增厚收入 10 亿元。考虑到在 PCI 手术带动下, 行业销量增速 10% 以上, 即便考虑降价影响, 我们认为泰嘉在重回广东和福建市场, 以及一致性评价带动下将保持 15%-20% 增长, 将推动公司业绩在未来 3 年保持较快增长态势, 为公司向高端创新药和生物药转型发力保驾护航。
- **创新药和生物药战略布局丰富, 长期发展动力十足。** 公司一直保持较高的研发投入, 预计 2018 年研发投入将超 5 亿元, 高端创新药和生物药已形成产品梯队。生物药领域: 1) PTH 即将报批生产; 2) 基因治疗药物“重组 SeV-hFGF2/dF 注射液”国内 I 期临床; 3) 辅助生长首仿药物重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白注射液已申报临床; 4) KGF、BF02、注射重组人甲状腺素等多个项目 II/III 期临床研发进展顺利。高端化药领域: 1) 创新药苯甲酸复格列汀正开展 II、III 期临床; 2) 创新药信立他赛已获临床批件, 准备 I 期临床。此外医疗器械: 生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统被纳入创新医疗器械特别审批程序, 有望加快产品上市进程; 左心耳封堵器、腔静脉过滤器、“脑动脉药物洗脱支架”及“下肢动脉药物洗脱支架研发进展顺利。我们认为公司良好的产品梯队结合强大心血管专科平台, 公司中长期成长动力十足。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.44 元、1.69 元和 1.94 元。考虑到公司业绩增长稳定, 拳头产品受益一致性评价工作推进, 二线产品受益新版医保执行, 后续生物药在研产品丰富, 长期发展动力十足, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司单一产品占比过大的风险; 国家医保目录执行进度或低于预期的风险; 新产品研发进度或低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3833.49	4239.11	4798.04	5386.53
增长率	10.23%	10.58%	13.18%	12.27%
归属母公司净利润(百万元)	1396.41	1509.56	1764.62	2025.93
增长率	10.31%	8.10%	16.90%	14.81%
每股收益 EPS(元)	1.33	1.44	1.69	1.94
净资产收益率 ROE	25.46%	23.98%	24.15%	23.96%
PE	34	31	27	23
PB	8.66	7.54	6.50	5.62

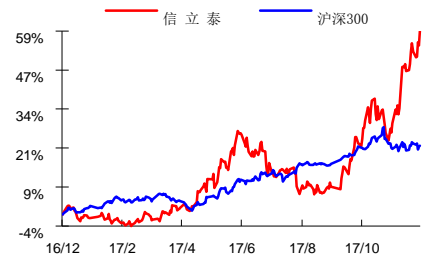
数据来源: Wind, 西南证券

## 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)	10.46
流通 A 股(亿股)	10.46
52 周内股价区间(元)	27.97-45.19
总市值(亿元)	472.69
总资产(亿元)	65.16
每股净资产(元)	5.46

## 相关研究

1. 医药行业周报(12.18-12.24): CFDA 政策频出, 医药行业进入 3.0 时代, 看好创新药、一致性评价领域投资机会 2017-12-24
2. 医药行业周报(12.11-12.17): 一致性评价进入收获期, 重点推荐中海药业、信立泰等 2017-12-17
3. 信立泰(002294): 一致性评价进度领先, 信立坦放量在即 2017-10-23
4. 信立泰(002294): 业绩基本符合预期, 泰嘉一致性评价进展顺利 2017-08-25
5. 信立泰(002294): 泰嘉稳健增长, 创新药和生物药产品梯队丰富 2017-03-21

## 附录：

### 1) 氯吡格雷为抗血小板凝聚首选药物，2016 年市场规模达 100 亿元

氯吡格雷是抗血小板凝聚首选药物，也是国内抗凝市场最大份额的产品，地位稳固。据 PDB 数据库统计，2016 年样本医院销售规模已达 23.42 亿元，放大后全国市场规模预计超过 100 亿元。

目前仅信立泰、乐普医疗和原研赛诺菲三家企业在国内上市。公司拥有 300mg、75mg 和 25mg，公司首创了更适合亚裔人群服用的 25mg 规格。从样本医院市场规模看，目前在售的主要为 75mg 和 25mg 产品，2016 年样本医院销售规模分别为 14.3 亿元和 9.13 亿元，对应销量分别为 0.89 亿片和 2.63 亿片。

**表 1：国内上市氯吡格雷规格及费用情况**

企业	规格	最新中标均价	用量	日均费用 (元)
乐普医疗	75mg	6.6 元/片	1 天 1 片	6.6
	25mg	2.63 元/片	1 天 2-3 片	5.3-7.9
信立泰	300mg	NA	第一次服用	
	75mg	8.65 元/片	1 天 1 片	8.65
	25mg	3.256 元/片	1 天 2-3 片	6.5-9.77
赛诺菲	300mg	NA	第一次服用	
	75mg	15.4 元/片	1 天 1 片	15.4

数据来源：药智网，西南证券整理

**表 2：历年 PDB 样本医院氯吡格雷销售金额情况 (单位：亿元)**

单位：亿元	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1-3
<b>25MG</b>	4.91	6.63	7.73	8.71	9.13	6.86
yoy		35.0%	16.6%	12.7%	4.8%	0.3%
<b>75MG</b>	10.93	11.32	12.49	13.55	14.29	11.29
yoy		3.6%	10.3%	8.5%	5.5%	4.7%
<b>合计</b>	15.84	17.95	20.22	22.26	23.42	18.15
yoy		13.3%	12.6%	10.1%	5.2%	3.0%

数据来源：PDB，西南证券整理

**表 3：历年 PDB 样本医院氯吡格雷销量情况**

销量(亿片)	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1-3
25MG	1.27	1.73	2.08	2.40	2.63	2.11
yoy		36.8%	20.2%	15.2%	9.8%	8.0%
75MG	0.61	0.66	0.74	0.82	0.89	0.73
yoy		7.9%	12.3%	10.7%	7.7%	10.0%

数据来源：PDB，西南证券整理

## 2) 75mg 市场规模近 60 亿元，公司氯吡格雷有望保持 15-20% 复合增速

从 2016 年 PDB 样本医院分规格市场情况看，75mg 市场主要有赛诺菲主导，信立泰主导 25mg 市场。2016 年 75mg 样本亿元销售达 13.8 亿元，2017 年预计  $13.8 \times 1.04 = 14.4$  亿元，放大后近 60 亿元。此次公司率先通过 75mg 一致性评价，在医保和招标政策配套下，有望快速实现进口替代。

从一致性评价进度看，公司进度最快，处于绝对领先地位：公司 25mg 已于 2017 年 2 月开始 BE 临床试验，2017 年 10 月已获国家局受理，预计 2018 年上半年获批。乐普医疗 75mg 一致性评价已经完成 BE 临床试验，但尚未提交国家局受理，预计将晚于公司 1-2 个季度以上。

从新申报看，氯吡格雷未来 3 年竞争格局良好。虽然目前有超过 10 家企业正在申报。但考虑到 CFDA 实施化药注册分类改革后的标准提高，大多数企业目前正处于发补，或按新标准补充 BE 临床试验阶段。目前进度最快的为台湾优生制药和石药集团：1) 台湾优生制药为按新 5.2 类（即进口仿制药）申报生产，根据药智网数据显示，最快 2018 年 9 月获批，考虑到台湾优生在国内尚无销售基础，即便上市也对公司不能构成太大威胁；2) 石药集团氯吡格雷因美国上市，国内为同一条生产线生产而纳入优先审评，考虑到需要检查海外 BE 试验现场，短期难以获批。

考虑到公司 75mg 的价格仅为 55%，我们假设替代原研销量 30%，即 2017 年可增收增加销售  $60 \text{ 亿} \times 30\% \times 55\% = 10$  亿元左右。我们假设：1) 3 年时间公司销量达到 75mg 市场 30%；2) 保守预计 PCI 手术带动氯吡格雷维持 10% 以上的销量增速；3) 75mg 和 25mg 行业格局稳定，未 3 年内价格保持稳定。即我们认为公司到 2020 年氯吡格雷销售额将达到  $(30+10) \times 1.1 \times 1.1 \times 1.1 = 53$  亿元，对应 3 年复合增速 20.8%，公司未来 3 年氯吡格雷仍将保持快速增长态势，在重回广东、福建市场和一致性评价的带动下，2020 年泰嘉收入有望超过 50 亿元。

极端情况分析：即便每年降 5%，到 2020 年降价 15%，2020 年泰嘉收入也将超 45 亿元，三年复合增速也有 14.5%，即泰嘉未来三年复合增速维持 15-20% 确定性极强。

表 4：氯吡格雷样本医院分规格分企业格局情况（单位：亿元）

规格及公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1-3
75mg-乐普医疗		0.00	0.12	0.29	0.47	0.42
75mg-赛诺菲	10.93	11.32	12.36	13.25	13.81	10.83
75mg-信立泰		0.00	0.01	0.01	0.01	0.04
25mg-乐普医疗	0.00	0.02	0.49	1.12	1.76	1.49
25mg-信立泰	4.91	6.61	7.24	7.59	7.37	5.36
总计	15.84	17.95	20.22	22.26	23.42	18.15

数据来源：PDB，西南证券整理

**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	3833.49	4239.11	4798.04	5386.53	净利润	1390.04	1502.66	1756.57	2016.68
营业成本	949.88	1012.56	1085.22	1161.73	折旧与摊销	121.85	227.24	227.24	227.24
营业税金及附加	64.93	66.96	76.64	86.58	财务费用	-31.49	0.00	0.00	0.00
销售费用	852.07	962.28	1089.15	1222.74	资产减值损失	3.61	5.00	6.00	8.00
管理费用	362.37	432.39	479.80	538.65	经营营运资本变动	254.51	-162.59	-158.15	-188.02
财务费用	-31.49	0.00	0.00	0.00	其他	-303.71	-5.00	-6.00	-8.00
资产减值损失	3.61	5.00	6.00	8.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1434.81</b>	<b>1567.31</b>	<b>1825.66</b>	<b>2055.90</b>
投资收益	-1.26	0.00	0.00	0.00	资本支出	-141.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-388.06	0.00	0.00	0.00
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>-530.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1630.85</b>	<b>1759.92</b>	<b>2061.22</b>	<b>2368.82</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	19.63	12.69	13.95	14.48	长期借款	-15.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1650.48</b>	<b>1772.61</b>	<b>2075.17</b>	<b>2383.30</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	260.44	269.95	318.60	366.62	支付股利	-627.61	-692.31	-748.40	-874.85
净利润	1390.04	1502.66	1756.57	2016.68	其他	442.56	-19.06	0.00	0.00
少数股东损益	-6.38	-6.89	-8.06	-9.25	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-200.05</b>	<b>-711.37</b>	<b>-748.40</b>	<b>-874.85</b>
归属母公司股东净利润	1396.41	1509.56	1764.62	2025.93	<b>现金流量净额</b>	<b>708.34</b>	<b>855.95</b>	<b>1077.26</b>	<b>1181.04</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	1713.77	2569.72	3646.98	4828.02	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1510.38	1742.29	1942.15	2177.59	销售收入增长率	10.23%	10.58%	13.18%	12.27%
存货	323.44	344.79	369.53	395.58	营业利润增长率	10.31%	7.91%	17.12%	14.92%
其他流动资产	103.10	114.01	129.05	144.87	净利润增长率	9.48%	8.10%	16.90%	14.81%
长期股权投资	44.26	44.26	44.26	44.26	EBITDA 增长率	11.22%	15.45%	15.16%	13.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1081.71	957.13	832.55	707.96	毛利率	75.22%	76.11%	77.38%	78.43%
无形资产和开发支出	1342.15	1244.29	1146.43	1048.57	三费率	30.86%	32.90%	32.70%	32.70%
其他非流动资产	415.32	410.52	405.72	400.93	净利率	36.26%	35.45%	36.61%	37.44%
<b>资产总计</b>	<b>6534.14</b>	<b>7427.01</b>	<b>8516.66</b>	<b>9747.79</b>	ROE	25.46%	23.98%	24.15%	23.96%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	21.27%	20.23%	20.63%	20.69%
应付和预收款项	356.43	418.60	454.41	495.62	ROIC	34.97%	39.59%	46.47%	53.27%
长期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	EBITDA/销售收入	44.90%	46.88%	47.70%	48.20%
其他负债	672.64	697.04	742.72	790.81	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1074.07</b>	<b>1160.65</b>	<b>1242.13</b>	<b>1331.43</b>	总资产周转率	0.64	0.61	0.60	0.59
股本	1046.02	1046.02	1046.02	1046.02	固定资产周转率	3.99	4.62	6.05	8.06
资本公积	181.94	181.94	181.94	181.94	应收账款周转率	4.75	4.78	4.67	4.73
留存收益	4128.31	4945.56	5961.78	7112.86	存货周转率	2.86	3.03	3.04	3.04
归属母公司股东权益	5360.33	6173.51	7189.74	8340.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.69%	—	—	—
少数股东权益	99.74	92.85	84.79	75.54	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5460.07</b>	<b>6266.36</b>	<b>7274.53</b>	<b>8416.36</b>	资产负债率	16.44%	15.63%	14.58%	13.66%
负债和股东权益合计	6534.14	7427.01	8516.66	9747.79	带息债务/总负债	4.19%	3.88%	3.62%	3.38%
					流动比率	3.77	4.52	5.36	6.16
					速动比率	3.44	4.19	5.03	5.83
					股利支付率	44.94%	45.86%	42.41%	43.18%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.33	1.44	1.69	1.94
					每股净资产	5.22	5.99	6.95	8.05
					每股经营现金	1.37	1.50	1.75	1.97
					每股股利	0.60	0.66	0.72	0.84
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1721.21	1987.16	2288.46	2596.06					
PE	33.85	31.31	26.79	23.33					
PB	8.66	7.54	6.50	5.62					
PS	12.33	11.15	9.85	8.78					
EV/EBITDA	26.29	22.33	18.92	16.22					
股息率	1.33%	1.46%	1.58%	1.85%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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