

华东医药(000963)

医保调整+基层放量维持公司业绩,加大研发  
提升未来发展空间  
买入(维持)

2018年5月4日

证券分析师 全铭

S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	27,831.8	32,615.5	37,102.2	42,205.2
同比	9.7%	17.2%	13.8%	13.8%
净利润(百万元)	1,779.5	2,274.3	2,930.5	3,760.4
同比	23.0%	27.8%	28.9%	28.3%
ROE	21.2%	23.2%	25.3%	27.0%
每股收益(元)	1.83	2.34	3.01	3.87
P/E	38.1	29.8	23.1	18.0
P/B	8.1	6.9	5.8	4.9

投资要点

■ 受益于医保目录调整,积极开拓基层市场,医药工业提升空间大。百令胶囊受益于科室推广及院外市场拓展,在目前约23亿元销售额基础上有望维持稳定增长;阿卡波糖由医保乙类调整为甲类,糖尿病基层占比逐年提升,通过一致性评价工作有望加快进口替代进程,预计阿卡波糖维持30%以上增速;免疫抑制剂产品线由于医保取消限制提供新增长点,他克莫司、吗替麦考酚酯及环孢素药品本身竞争力强,协同作用明显,我们估计目前其已形成10亿元以上销售额,未来2-3年仍有望保持25%以上增速。

■ 公司加大研发力度,以糖尿病药物为主布局未来产品线。2017年公司研发方面总支出达4.62亿元,同比增长74.84%,2018年预计研发费用支出增长超过30%。利拉鲁肽作为公司未来10亿级重磅产品,目前已开展临床I期;DPP-4抑制剂H118在国内仅有中美华东获批临床,作为Licence-in重要品种,目前处于临床I期;TTP273目前已在美国完成临床II研究。卡格列净二甲双胍复方片和达巴万星及冻干粉2个新药获临床批文,吡格列酮二甲双胍复方片新规格(15/850mg)获临床批文,均即将展开临床试验。迈华替尼正在开展一线、二/三线和三线以上等三个II期临床方案设计,预计2018全面开展大规模多中心的临床试验。

■ 调拨业务影响基本去除,受益两票制集中度提升,医药商业年内有望反弹。公司医药商业规模浙江省领先(约占20%),2017年11月浙江省两票制正式施行,公司调拨业务影响超过10亿元以上,但主要体现在收入端。公司也加快省内布局,未来商业集中度提升公司将直接受益。公司目标医药商业业务2020年销售达到300亿,2025年销售达到500亿,实现利润争取达到10亿,除杭州市外,商业业务在全省各地市市场占有率平均达到25%以上。

■ 盈利预测与投资评级:我们预计2018-2020年公司销售收入为326.16亿元、371.02亿元、422.05亿元,归属母公司净利润为22.74亿元、29.31亿元和37.60亿元,对应PE分别为29.8X、23.1X、18.0X。我们认为,医保目录调整以及药品招标将为公司药品带来放量,丰富的品种储备为公司将来发展提供发展潜力,公司作为浙江省医药流通区域性龙头企业,政策带来的医药商业整合受益显著。因此,我们维持“买入”评级。

■ 风险提示:百令胶囊、阿卡波糖等一线产品推广低于预期;商业整合低于预期;二线品种科室推广等低于预期;基层渠道建设低于预期;研发进度低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	69.76
一年最低/最高价	42.73/72.80
市净率(倍)	7.49
流通A股市值(亿元)	606

基础数据

每股净资产(元)	9.31
资本负债率(%)	45.24
总股本(百万股)	972
流通A股(百万股)	868

相关研究

华东医药2017年报点评:业绩符合预期,布局基层+大力研发提升工业潜力,Q4调拨业务流失致商业增速下滑——20180330  
业绩符合预期,核心品种受益医保目录调整带动工业板块快速增长——20170830

## 目录

<b>1. 工业商业协同增长，主流产品维持行业领先地位</b>	<b>5</b>
1.1. 公司概况	5
1.2. 公司主营业务——工商联动，大力开拓基层市场	5
1.3. 公司盈利能力	8
<b>2. 基层市场空间大，增速快，科室推广助力核心品种百令胶囊</b>	<b>10</b>
2.1. 保持行业龙头地位不变，维持市场高占有率	10
2.2. 国家医保调整推动进一步市场放量	10
2.3. 基层医药市场空间大，销售渠道进一步下沉	11
<b>3. 医保目录调整+基层放量助力重磅品种阿卡波糖</b>	<b>13</b>
3.1. 糖尿病市场需求旺盛，基层销售是未来主要增长点	13
3.2. 医保目录调整带来新机遇，剂型优势明显，竞争格局良好	14
3.3. 一致性评价进度领先，政策落地有望受益	16
<b>4. 免疫抑制剂产品协同发展</b>	<b>16</b>
4.1. 国内器官移植案例逐年增加，移植手术市场前景广阔	16
4.2. 免疫产品市场扩容加持企业竞争优势，进口替代加速进行	17
4.3. 医保消限提供新增长点，他克莫司海外认证开拓国际市场	18
<b>5. 公司研发投入加码，在研品种丰富</b>	<b>20</b>
5.1. 研发费用持续加大，设立海外机构推动公司国际化战略进程	20
5.2. 各研发管线共同发展，创新成果显著	20
5.3. 糖尿病研发药物大放异彩，巩固糖尿病领域领先地位	22
<b>6. 医药商业良机显现，丰富多领域布局</b>	<b>26</b>
6.1. 扎根浙江商业市场，两票制调整后逐步反弹	26
6.2. 创新商业模式，构建新型商业企业	27
6.3. 成功转型代表——LG 玻尿酸代理	30
<b>7. 盈利预测与投资建议</b>	<b>32</b>
<b>8. 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构图.....	5
图表 2: 2014-2017 年公司医药工业收入情况.....	6
图表 3: 公司主要制剂产品.....	6
图表 4: 2014-2017 年公司商业收入金额、增速及毛利率.....	7
图表 5: 公司商业领域布局示意图.....	7
图表 6: 公司营业收入（亿元）及增速.....	8
图表 7: 归属母公司股东的净利润（亿元）及增速.....	8
图表 8: 主营收入构成（亿元）.....	8
图表 9: 毛利构成（亿元）.....	8
图表 10: 公司毛利率&净利率.....	9
图表 11: 公司研发费用.....	9
图表 12: 国内市场主要虫草发酵制剂对比.....	10
图表 13: 2016 年样本医院肾病科中成药各品类占比.....	11
图表 14: 2016 年样本医院呼吸科中成药各品类占比.....	11
图表 15: 三大医药终端销售占比.....	11
图表 16: 三大医药终端增速.....	11
图表 17: 公司历年产品推广费用¥销售人员人数变化.....	12
图表 18: 百令胶囊销售渠道分析.....	12
图表 19: 我国糖尿病患者人数及增长率.....	13
图表 20: 2 型糖尿病知晓率、治疗率和控制率.....	13
图表 21: 2013-2016 年糖尿病用药在公立医疗机构的占比情况.....	13
图表 22: 2013-2016 年糖尿病公立医疗机构市场销售情况.....	13
图表 23: 中美华东阿卡波糖季度销售量及增长率.....	14
图表 24: 阿卡波糖销售市场份额.....	15
图表 25: 中美华东市场份额变化.....	15
图表 26: 中美华东销售金额变化及增长率.....	15
图表 27: 阿卡波糖价格对比.....	16
图表 28: 国内历年造血干细胞移植数.....	16
图表 29: 中国公民逝世后器官捐献情况.....	16
图表 30: 2017 年免疫抑制剂类药物市场占比.....	17
图表 31: 免疫抑制剂销售（亿元）及增速.....	17
图表 32: 2012-2017 各企业免疫抑制剂市占比.....	17
图表 33: 2012-2017 各企业他克莫司药物市场占比.....	17
图表 34: 2012-2017 各企业吗替麦考酚酯市占比.....	17
图表 35: 2012-2017 各企业环孢素药物市场占比.....	17
图表 36: 2017 北京免疫抑制剂企业中标价格对比.....	18
图表 37: 免疫抑制剂产品医保目录变化.....	18
图表 38: 公司历年他克莫司销售（亿元）及增速.....	19
图表 39: 公司历年吗替麦考酚酯销售（亿元）及增速.....	19
图表 40: 公司历年环孢素销售（亿元）及增速.....	19
图表 41: 公司研发投入（亿元）.....	20

图表 42: 公司主要在研项目 .....	21
图表 43: 2017 全球降糖药销售排名 .....	22
图表 44: 原研厂商“诺和诺德”药物利拉鲁肽历年销售额 .....	23
图表 45: 国内利拉鲁肽申报审批情况 .....	23
图表 46: DPP-4 抑制剂国内市场历年销售金额及增速 .....	24
图表 47: 公司商业板块收入情况 .....	26
图表 48: 浙江省内四个试点地区的十五家病院 .....	27
图表 49: 2005~2016 年全国医药流通行业销售规模及增幅 .....	27
图表 50: 2013~2016 年浙江医药流通销售额 (单位: 万元) .....	27
图表 51: 2003~2016 年医药商业毛利率、费用率变化情况 .....	28
图表 52: 2012~2016 年药品批发行业销售增速 .....	28
图表 53: 美国大健康产业结构图 .....	29
图表 54: 中国大健康产业结构图 .....	29
图表 55: 华东四大健康业务分布 .....	30
图表 56: 华东医药业务分布 .....	30
图表 57: 医美产品消费城市份额 .....	30
图表 58: 宁波华东营收&净利润情况 .....	30
图表 59: 公司销售收入预测 .....	32
图表 60: 可比公司分析 .....	32

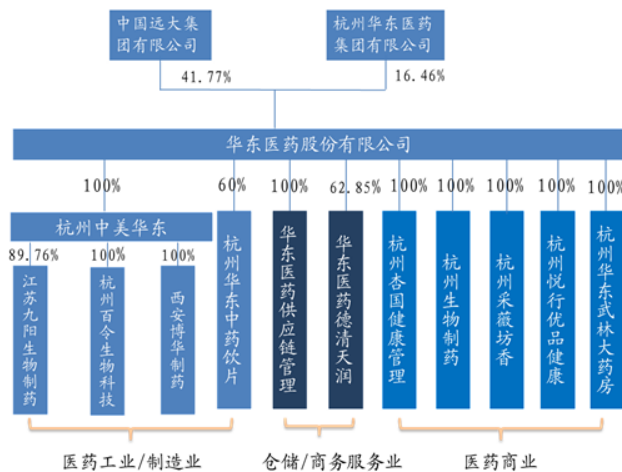
## 1. 工业商业协同增长，主流产品维持行业领先地位

### 1.1. 公司概况

华东医药股份有限公司成立于 1993 年，是杭州市十大企业集团杭州华东医药（集团）公司的核心企业，是一家集医药研发、制药工业、药品分销、医药物流为一体的大型综合性医药企业，于 2000 年在深交所上市，募集资金 2.88 亿元。公司主营业务为医药工业生产、销售和医药商业经营。医药工业核心子公司为杭州中美华东制药有限公司，是国内重要的器官移植和糖尿病药物研发和生产企业，2017 年年销售额超 60 亿元。

中国远大集团有限公司为华东医药的主要股东，持有公司 41.77% 的股份，第二大股东为杭州华东医药集团有限公司，持有公司 16.46% 的股份。公司的主要控股子公司包括中美华东制药有限公司、华东医药供应链管理有限公司和杏国健康管理有限公司。控股和控股子公司涵盖工业、服务业和商业领域。

图表 1: 公司股权结构图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

### 1.2. 公司主营业务——工商联动，大力开拓基层市场

公司现有主营业务可以细分为医药工业生产、销售和医药商业经营两个领域。

#### 1) 医药工业:中美华东为主，布局四大产品线

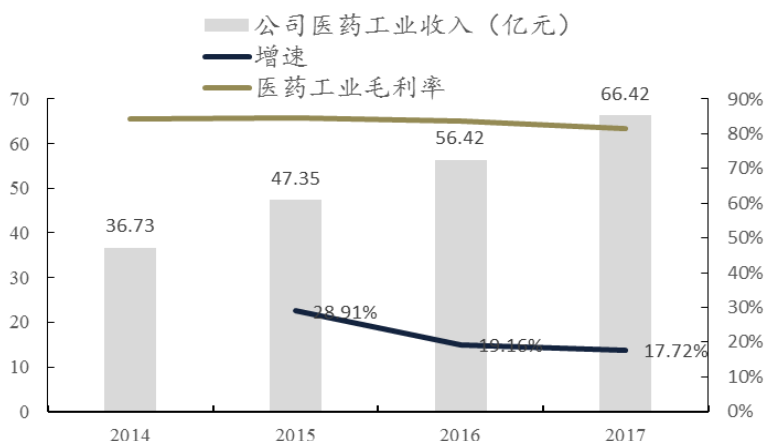
公司医药工业主要包括原料药和制剂的生产销售，其中制剂为主，原料药为辅，制剂是利润的主要来源。工业领域 2017 年营业收入达 66.42 亿元，毛利率达 85.76%。2012 年至 2017 年，营业收入同比增速维持在 17% 以上，毛利率均维持了 80% 以上的高水平。中美华东为公司主要控股制造业子公司，2017 年实现营业收入 66.13 亿元，实现净利润 13.36 亿元，分别较上年同期增长 21.72%、21.57%。

公司医药工业以科研与市场为中心，专注专科、特殊用药，已形成稳定的产品梯队，销售规模上亿元以上的大产品有 7 个，其中**百令胶囊**为公司主要制剂品种，2017 年全国



销售额超 20 亿元，同比增速超过 10%，阿卡波糖片也是公司明星品种，2017 年销售额突破 20 亿元。除此以外，在肾病治疗、糖尿病、免疫移植、消化道等治疗领域公司市场份额均保持国内厂家领先。除了继续保持四大产品领域的优势外，公司还积极通过加强新产品研发，重点开拓和提升在抗肿瘤、超级抗生素、肝病治疗以及心脑血管等领域的竞争优势。

图表 2: 2014-2017 年公司医药工业收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 公司主要制剂产品

药品名称	药品类型	适用症状	医保类型	上市年份	最高零售价	2017 年样本医院 销售额 (万元)
百令胶囊	中成药补益剂	用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛; 慢性支气管炎的辅助治疗	气血双补剂, 乙类医保	1991 年	46.5/0.5g*30	
阿卡波糖	口服降糖药	可与其他口服降血糖药或胰岛素联合应用于胰岛素依赖型或非胰岛素依赖型的糖尿病	甲类医保	2002 年	49.9/50mg*30	31,676.22
泮托拉唑	一代 PPI 抑制剂	活动性消化性溃疡反流性食管炎和卓一艾氏综合症	乙类医保	1999 年	38/40mg	37,809.26
环孢素	钙神经素抑制剂	预防同种异体肾、肝、心、骨髓等器官或组织移植所发生的排斥反应	甲类医保	1993 年	578/50mg*50	21,883.24
他克莫司	钙神经素抑制剂	预防同种异体肾、肝、心、骨髓等器官或组织移植所发生的排斥反应	北京甲类医保, 其余省市乙类医保	2009 年	925/1mg	24,497.47
吗替麦考酚酯	细胞增殖抑制剂	预防同种异体肾、肝、心、骨髓等器官或组织移植所发生的排斥反应	余省市乙类医保	2008 年	420/0.25g	26,761.71
吡格列酮	胰岛素增敏剂	单靠饮食和运动不能控制血糖的非胰岛素依赖型糖尿病(II型)患者的治疗	乙类医保	2009 年	36.2/30mg*7	1,620.46

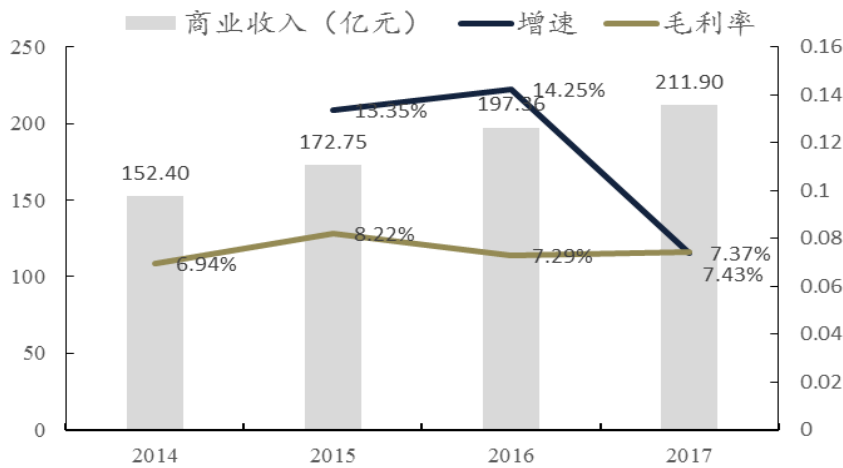
吡格列酮二甲 双胍片	复方胰岛素制剂	改善 II 型糖尿病人的血糖 控制	乙类医保	2011 年	78.2/(15mg/50 0mg)*18	2,434.96
---------------	---------	----------------------	------	--------	--------------------------	----------

资料来源：公司公告，PDB，药智网，东吴证券研究所

## 2) 医药商业——浙江省医药商业龙头

公司医药商业连续几年居于中国医药商业企业十强，医药商业规模和市场份额处于浙江省龙头地位。公司还将积极通过创新商业模式，充分发挥现有渠道、规模及品牌优势，变传统商业为现代服务业，向生产和销售终端延伸各种专业化服务，构建西药、中药、器械、健康美容等核心产业和优势产业，致力于成为能提供“医药综合解决方案”的新型商业企业。**2017 年公司商业收入为 211.90 亿元，同比增长 7.37%，占公司总收入的 76.1%。**

图表 4：2014-2017 年公司商业收入金额、增速及毛利率

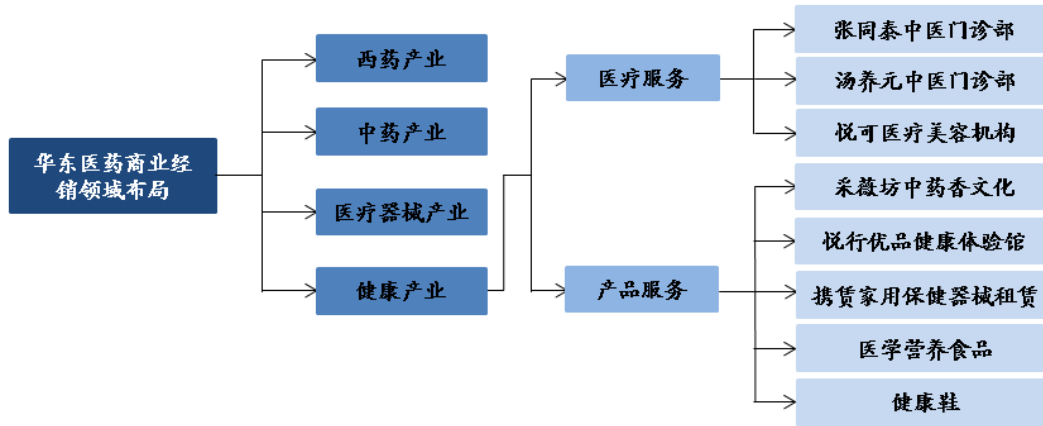


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司控股持股的各个子公司与商业领域同步发展，其中华东宁波公司专注于创新和专业化推广，代理的进口美容产品伊婉连续三年保持 100% 的高增长，2017 年销售突破 7 亿元；零售连锁企业积极介入慢病管理，在社区平台、大医院平台和移动医疗平台同步运行；供应链公司快速发展第三方物流业务，创建全省一体化管理运作模式；华东医药商务网已成为国内最具有影响力的医药 B2B 电商平台之一，既对接省集采平台，也支撑自营业务。公司在浙江省内各地市均已设立区域子公司或办事处，以贴近市场与客户，不断提升市场占有率。

浙江省的相关政策出台进一步推动了公司商业板块的发展，分级诊疗、处方外流和两票制等政策利于医药流通行业加速提升，为公司提高市场占有率带来新的机遇。

图表 5：公司商业领域布局示意图



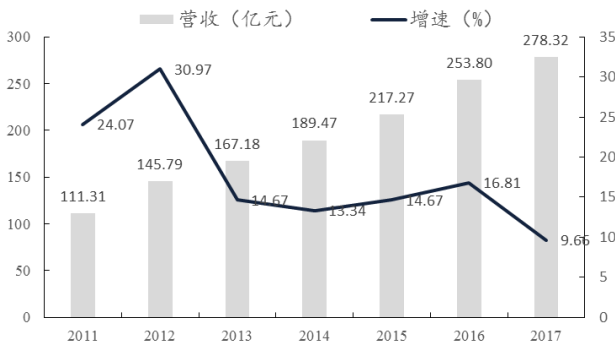
资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

### 1.3. 公司盈利能力

2011年以来，公司主营收入和净利润稳步上升，每年营业收入同比增长均达到10%以上，2017年由于两票制运行原因商业收入增速有所下滑，造成公司收入整体增速略低于10%。主营收入中商业收入占主要部分，毛利润中工业利润占主要部分。公司每年投入大量研发费用，以确保公司抢占未来市场，提高公司持续盈利能力。

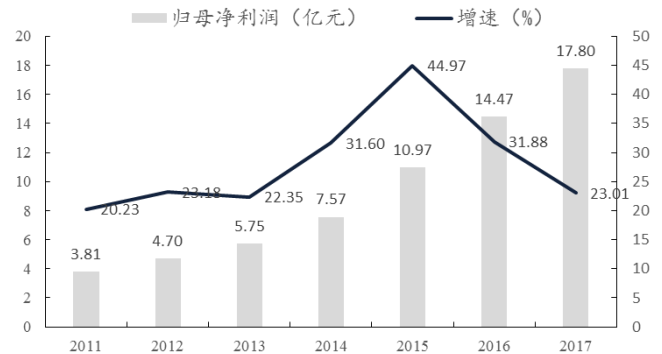
2017年公司毛利率净利率均有所提升，主要原因为公司工业占比逐步提升。

图表 6: 公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 7: 归属母公司股东的净利润 (亿元) 及增速

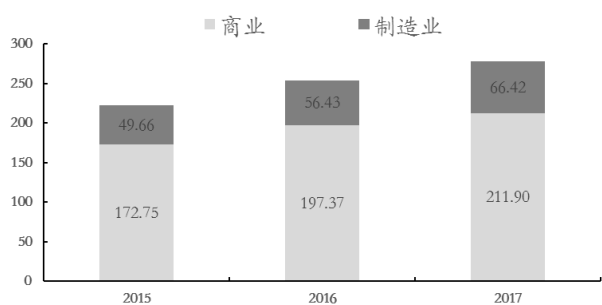


资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 8: 主营收入构成 (亿元)

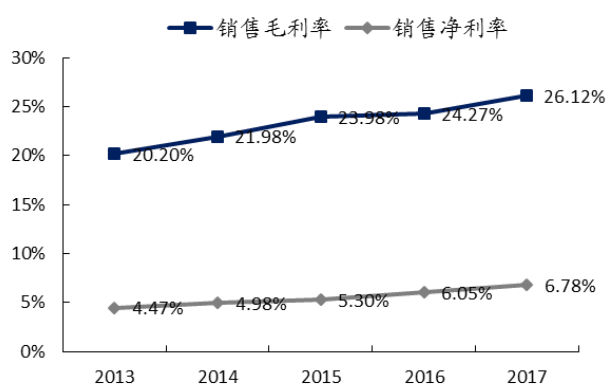
图表 9: 毛利构成 (亿元)



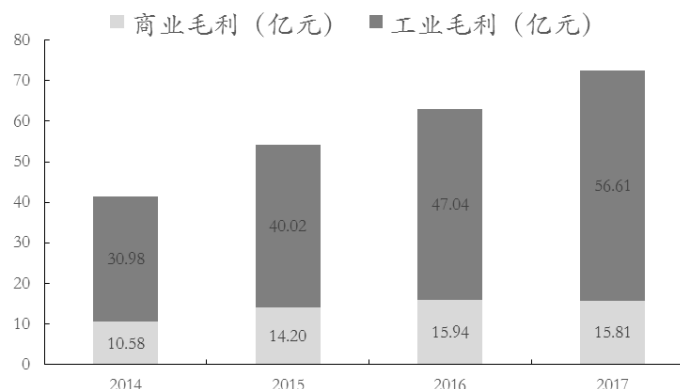


资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 10：公司毛利率&净利率

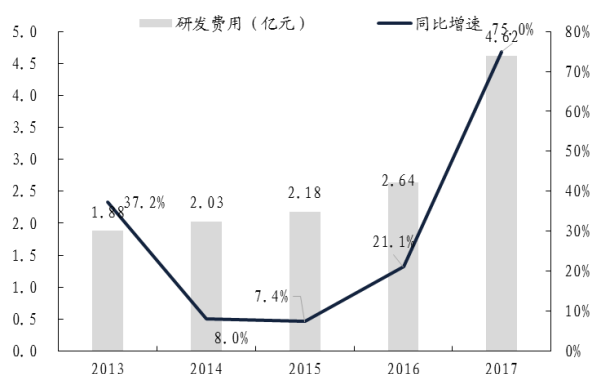


资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 11：公司研发费用



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 基层市场空间大，增速快，科室推广助力核心品种百令胶囊

### 2.1. 保持行业龙头地位不变，维持市场高占有率

百令胶囊是华东医药的明星产品，主要成分为发酵冬虫夏草菌粉，属于中成药补益剂。2016 年百令胶囊的年销售额突破 20 亿元，我们估计 2017 年百令胶囊销售额达 23 亿。

百令胶囊的主要市场竞争对手为济民可信的金水宝胶囊（片）、青海珠峰的百令片和长兴制药的至灵胶囊。其中，价格最低的至灵胶囊由于市场份额很低，对百令胶囊的龙头地位不造成威胁。而与至灵胶囊相比，百令胶囊价格更为适中，消费者普遍可接受。百令胶囊最主要的竞争对手应为价格略低的金水宝胶囊，PDB 数据显示，2015-2017 年金水宝胶囊的销售额持续下滑，市场占比降低，百令胶囊的销售额则一直处于增长状态，表现出强大的竞争实力，竞争格局良好。

图表 12: 国内市场主要虫草发酵制剂对比

生产企业	药品名称	规格	最高零售价	用量	每日价格
中美华东	百令胶囊	0.2g*60	46.8 元	5~15 粒/次，3 次/天	约 11.3 元
青海珠峰冬虫夏草	百令片	0.45g*60	87.8 元	5~15 片/次，3 次/天	约 22.5 元
江西济民可信	金水宝胶囊	0.33g*63	49.8 元	3 粒/次，3 次/天	约 7.2 元
长兴制药	至灵胶囊	0.25g*90	50.6 元	2~3 粒/次，2~3 粒/天	约 5.8 元

资料来源: PDB, 药智网, 东吴证券研究所

### 2.2. 国家医保调整推动进一步市场放量

百令胶囊为处方及非处方双跨中成药，具有补肺肾、益精气及止咳化痰作用。2015 年 10 月，国家发布《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》及出台新医保目录，百令胶囊由肿瘤辅助用药（乙类）限器官移植抗排异，肾功能衰竭及肺纤维化调整为“气血双补剂”，免受辅助用药限制。

图表 15: 百令胶囊临床应用情况

科室	适用症	
肾病科	肾脏疾病	治疗慢性肾衰；治疗 LgA 肾病血尿；治疗肾小球肾炎；对肾小管损伤的保护
	肾移植	治疗移植性肾早期血管性排斥；治疗肾移植术后药物性白细胞减少；肾移植术后中早期恢复；改善肾移植效果
内分泌科	II 型糖尿病伴微白蛋白尿	
泌尿科	反复发作性尿路感染	
肝病科	肝脏疾病	加强肝脏病人免疫性；抗菌消炎，减少炎性介质的释放；减轻内源性内毒素血症；稳定肝细胞膜及细胞器膜；抗纤维化

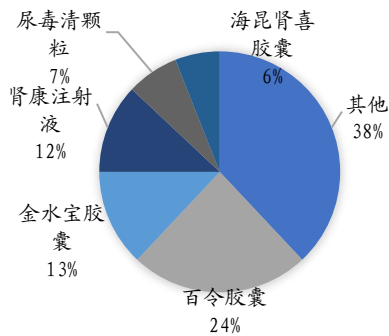
呼吸科	呼吸系统疾病	治疗哮喘；治疗激素依赖性哮喘；治疗结核；辅助治疗难治性肺结核及老年肺结核
肿瘤科	辅助治疗肿瘤	抑制肿瘤细胞的生长；增强放疗后机体组织的修复；提高对放疗后耐受性；减轻放疗毒性

资料来源：CNKI，东吴证券研究所

现在，百令胶囊作为辅助用药，广泛应用于医院肾病科、呼吸科和移植科，并已成为辅助治疗肿瘤最常用药物之一。随着医保辅助用药的限制解除，百令胶囊将被广泛应用于其他科室。

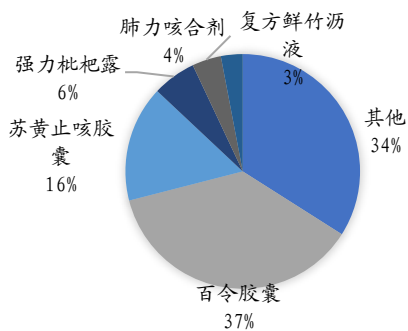
医保政策推动了百令胶囊的进一步市场放量，意味着未来的市场潜力更强，销售额有望再创新高。

图表 13：2016 年样本医院肾病科中成药各品类占比



资料来源：PDB，东吴证券研究所

图表 14：2016 年样本医院呼吸科中成药各品类占比

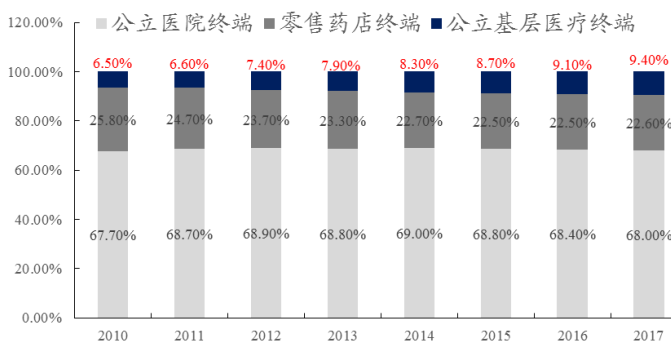


资料来源：PDB，东吴证券研究所

### 2.3. 基层医药市场空间大，销售渠道进一步下沉

基层医药市场潜力足，增速高于公立医院端销售。2017 年国内医药终端销售同比增长 7.6%。其中，公立医院占比达 68%，市场份额最高，但受到公立医院控制药占比、取消药品加成影响，同比增速只有 7.0%；零售药店占比为 22.6%，公立基层医疗占比 9.4%，较往年逐步提升，增速为 11.60%，为各大终端增速第一。

图表 15：三大医药终端销售占比



图表 16：三大医药终端增速



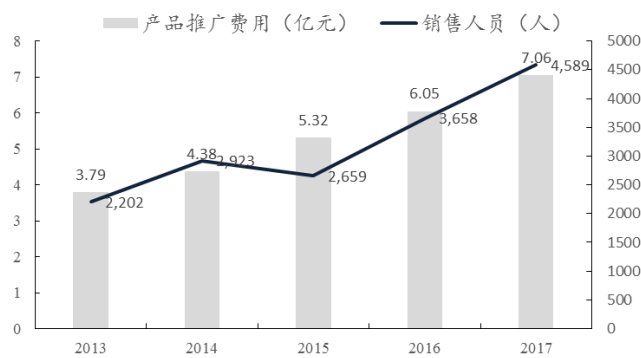
资料来源：米内网，东吴证券研究所

资料来源：米内网，东吴证券研究所

**销售渠道下沉，公司进一步扩大百令胶囊产能。** 江东一期基地经过3年多的项目建设，于2016年7月正式投产，实现了公司发酵冬虫夏草菌粉向江东基地的整体转移。该项目基地采用智能化生产自控系统和自动仓储管理系统，实现生产过程监控、数据收集和报警的自动化，人员配置减少一半，人均劳动效率明显提升，生产能力较原有车间提升1倍，保障了百令胶囊原材料冬虫夏草菌粉年产量达到1200吨，有效地解决了过去长期产能不足的问题。

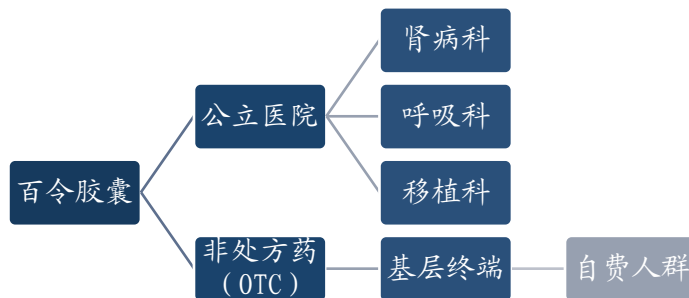
产能问题的解决使得百令胶囊的销售渠道得以进一步拓展，公司利用百令胶囊已有的品牌效应和疗效口碑，在巩固大城市公立医院市场的基础上，**加大力度向 OTC 市场和基层终端市场及自费病人市场推进。** 利用百令产品的品牌效应与疗效口碑，建立专职队伍大力开拓全国 OTC 市场与自费病人市场。OTC 市场销售队伍现已初具规模，战略储备销售人员达两百人，2018 及 2019 年销售队伍将进一步扩大，主要用于提升县级医院与社区医院的业务占比和市场贡献率。

图表 17: 公司历年产品推广费用&销售人员人数变化



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 18: 百令胶囊销售渠道分析



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

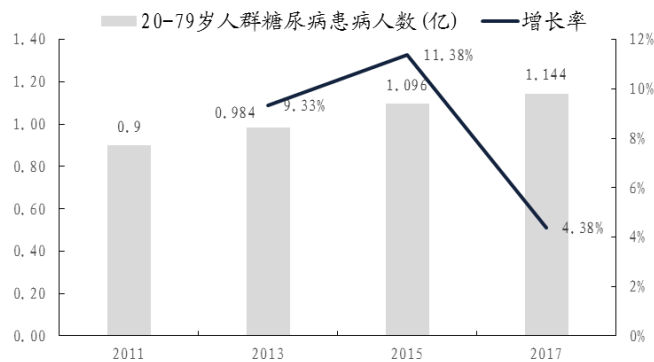
### 3. 医保目录调整+基层放量助力重磅品种阿卡波糖

#### 3.1. 糖尿病市场需求旺盛，基层销售是未来主要增长点

据 IDF 数据统计，2017 年全球糖尿病患者数量（20~79 岁）达 4.25 亿，从 2000 年的 1.51 亿到 2017 年的 4.25 亿，增加近 2 倍。预计到 2045 年，糖尿病患者将会达到 6.29 亿。2017 年我国糖尿病患者人数为 1.144 亿，居全球第一。预计 2045 年这一数字将达到 1.198 亿。庞大患者基数带来了治疗药品的巨大需求量。同时由于糖尿病无法彻底根治，需长期服药，其用药具有依赖性和持续性。预计患者对阿卡波糖的需求将会稳定增长，市场发展前景较好。

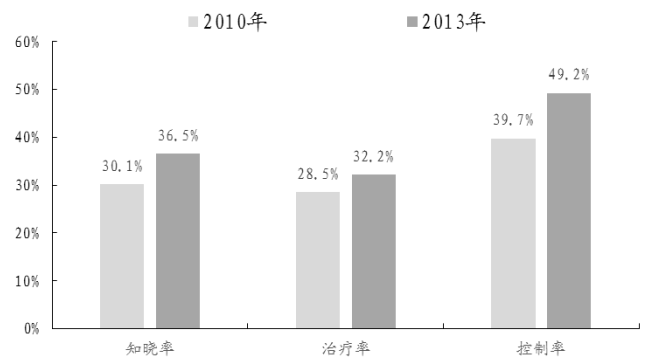
同时，**糖尿病的知晓率和治疗率也在不断增长**。据中国 2 型糖尿病防治指南(2017 年版)数据显示，2013 年 2 型糖尿病知晓率和治疗率分别为 36.5%和 32.2%。阿卡波糖是 2 型糖尿病**二线治疗**口服类药品，知晓率和治疗率的提高将带来对其需求量的增长。

图表 19: 我国糖尿病患者人数及增长率



资料来源: IDF, 东吴证券研究所

图表 20: 2 型糖尿病知晓率、治疗率和控制率



资料来源: 中国 2 型糖尿病防治指南(2017 年版), 东吴证券研究所

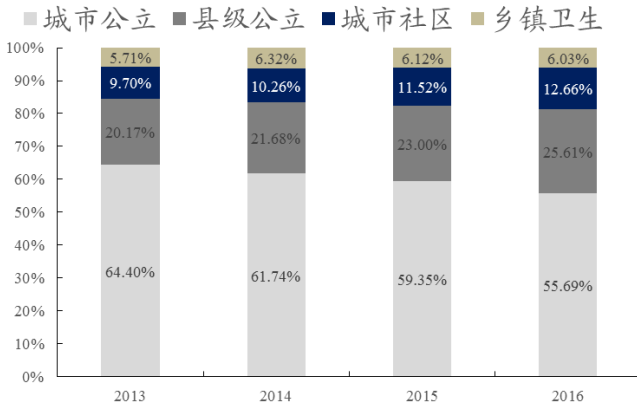
糖尿病患者分布情况来看，城市患病率、患病人数略高于农村，而农村患病率增速高于城市。因而基层医院对阿卡波糖需求增长更为迅速。

**糖尿病基层占比逐年提升**。根据 2013-2016 年糖尿病用药在公立医疗机构市场销售占比情况，城市公立医院占比逐年下降，由 2013 年的 64.40% 逐渐下降至 2016 年的 55.69%，县级公立医院及城市社区上升明显，2013-2016 年分别提升了 5.44、2.96 个百分点。糖尿病市场下沉趋势明显。

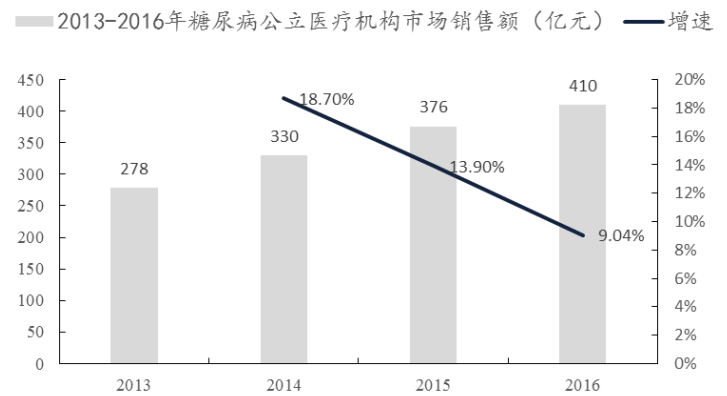
图表 21: 2013-2016 年糖尿病用药在公立医疗机构的占比情况

图表 22: 2013-2016 年糖尿病公立医疗机构市场销售情况





资料来源：米内网，东吴证券研究所



资料来源：米内网，东吴证券研究所

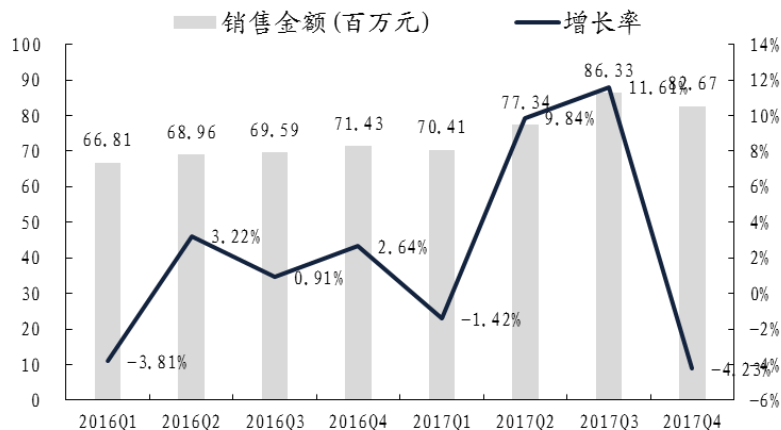
公司主要竞争产品拜耳基本放弃基层市场，为公司带来黄金发展机遇。由于大型医院较为偏好拜耳生产的原研药，中美华东在大型医院增速相对缓慢，但是在二级以下的基层医院增速远远高于拜耳。**2017年阿卡波糖基层销量我们预计占比约为1/3，有很大的开发价值。**

公司近年持续推进营销改革。目前设有阿卡波糖基层专职销售人员500人，全面布局基层，基本覆盖县级医院。同时公司正不断扩大基层营销队伍、推进渠道建设，未来阿卡波糖在基层和社区仍有很大的空间，销售有望持续快速增长。

### 3.2. 医保目录调整带来新机遇，剂型优势明显，竞争格局良好

2017年2月新版医保公布，其中阿卡波糖从乙类升为甲类，报销比例大幅增加。同时，中美华东新中标的省份从23个增加为29个，新中标的省份为6个，分别为北京、河北、辽宁、浙江、福建和西藏。这一利好大幅刺激了阿卡波糖的销售。从季度销售额上看，2017年一季度实行新医保后，中美华东阿卡波糖第二季度的销售额增长率即发生了反弹，从-1.42%上升为9.84%。2017年第四季度环比增长率有所下降，但相比2016年，样本医院销售额同比增长1124万元，实现同比16%快速增长。

图表 23: 中美华东阿卡波糖季度销售量及环比增长率

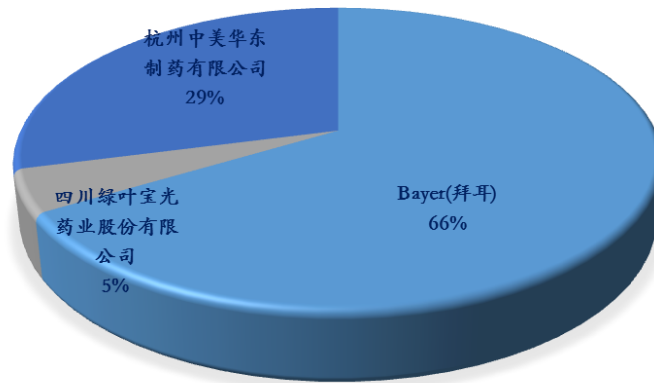


资料来源: PDB, 东吴证券研究所

阿卡波糖是一种口服降糖药, 其作用机理是在小肠上部和寡糖竞争而与  $\alpha$ -葡萄糖苷酶可逆地结合, 使得肠道葡萄糖的吸收减缓, 从而缓解餐后高血糖。阿卡波糖可与其他口服降血糖药或胰岛素联合应用于胰岛素依赖型或非胰岛素依赖型的糖尿病。

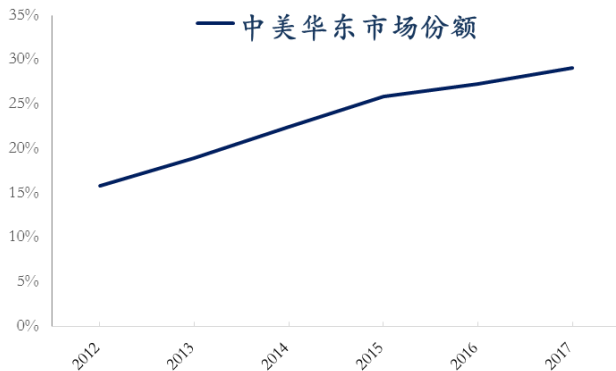
由于阿卡波糖其发酵类原料开发的特殊性, 药品研发和试验成本较高, 具有较强的技术和资金限制, 目前市场上主要竞争厂商仅有三家, 分别是拜耳、中美华东和四川绿叶。2002年, 华东医药获得了阿卡波糖原料药生产批准。同时四川抗菌素研究所独家转让华东医药配伍用药盐酸吡格列酮产品的工艺技术, 使公司形成新型降糖药系列产品。此后, 中美华东在阿卡波糖的销售金额和市场份额上不断增长。2017年中美华东所占市场份额为29%, 较2016年占比增加了1.8个百分点。

图表 24: 2017年阿卡波糖销售市场份额



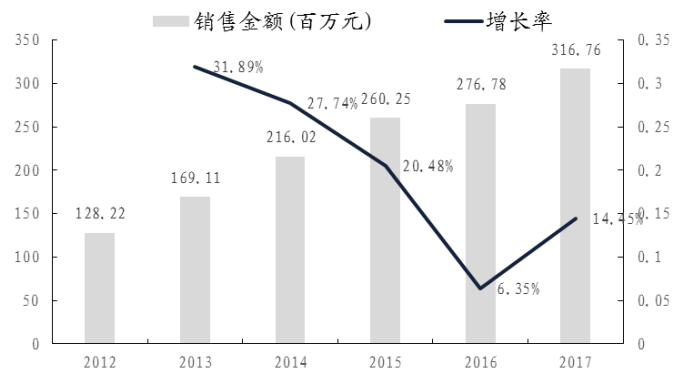
资料来源: PDB, 东吴证券研究所

图表 25: 华东阿卡波糖样本医院市场份额变化



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

图表 26: 华东阿卡波糖样本医院销售金额变化及增长率



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

与其他糖尿病治疗注射剂相比, 阿卡波糖为口服制剂, 依从性较强。与主要竞争对手拜耳相比, 中美华东的阿卡波糖具有绝对的价格优势, 阿卡波糖片的平均价格远低于拜耳, 可以实现进口替代。公司独家剂型阿卡波糖咀嚼片更加符合国人餐后咀嚼习惯,

需求优势明显。阿卡波糖咀嚼片的价格为 80.7 元（50mg）远超过了原研 59.82 元，进一步强化公司产品营收。

图表 27: 阿卡波糖价格对比

通用名(商品名)	剂型	规格	历年平均中标价	生产厂商
阿卡波糖片	片剂	50mg	44.63 元	杭州中美华东制药有限公司
阿卡波糖片	片剂	50mg	59.82 元	拜耳医药保健有限公司
阿卡波糖胶囊	胶囊剂	50mg	43.84 元	四川绿叶制药股份有限公司
阿卡波糖咀嚼片	咀嚼片	50mg	80.70 元	杭州中美华东制药有限公司

资料来源: 东吴证券研究所

### 3.3. 一致性评价进度领先，政策落地有望受益

中美华东阿卡波糖一致性评价于 2018 年初申报，4 月 9 日正式受理，目前处于审评审批中。目前阿卡波糖已有 BE 试验 9 个，但只有华东一家进入审评审批中。通过一致性评价后，其对于拜耳的进口替代作用将会进一步加强。

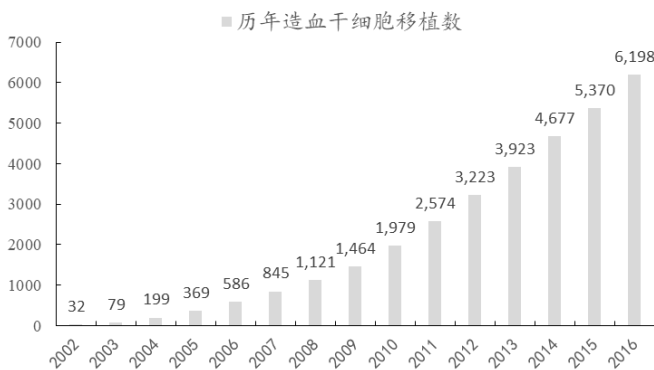
## 4. 免疫抑制剂产品协同发展

### 4.1. 国内器官移植案例逐年增加，移植手术市场前景广阔

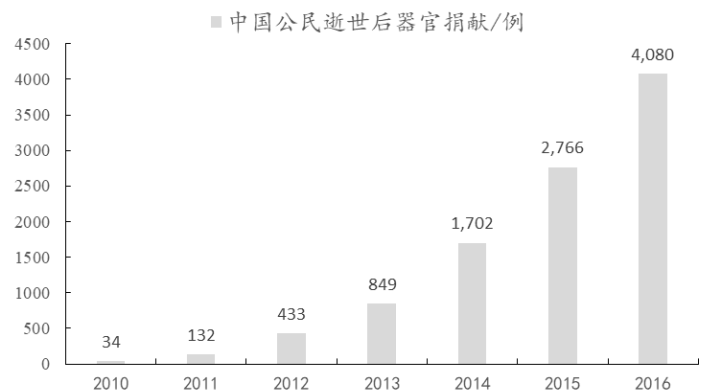
目前来看，器官移植手术市场空间和增长潜力不容小觑，有望为免疫抑制剂药物打开放量空间。近十五年来的造血干细胞移植数目的稳步增长充分表明了我国器官移植市场正在悄然兴起，从 2002 年的 32 起造血干细胞移植手术到 2016 年的 6198 起造血干细胞移植手术。

同时我国器官捐献案例由最初 2010 年的 34 例增长到 2016 年的 4080 例，增长倍数为 120 倍。根据中国器官移植发展基金会公开数据，截至 2018 年 3 月 11 日，中国大陆已累计实现公民逝世后器官捐献案例 16223 例，捐献大器官 4.57 万个，器官捐献者志愿登记人数超过 41 万个。预计 2020 年，中国将成为世界第一移植大国。器官移植手术市场的逐年增加必将带动免疫抑制剂药物销量的增长。

图表 28: 国内历年造血干细胞移植数



图表 29: 中国公民逝世后器官捐献情况



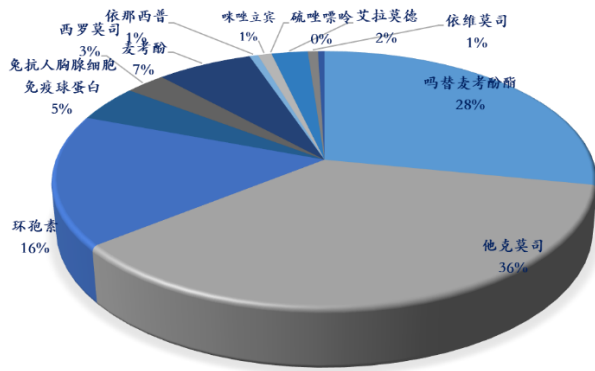
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

资料来源: 中国器官移植发展基金会, 东吴证券研究所

## 4.2. 免疫产品市场扩容加持企业竞争优势，进口替代加速进行

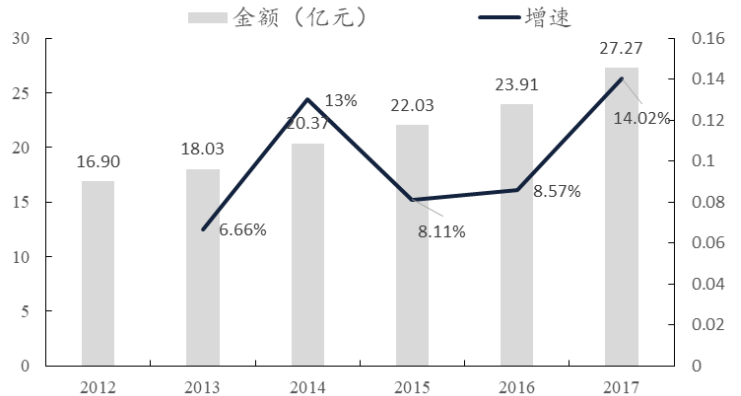
国内免疫抑制剂市场存在十多种药物，目前市占率前三的药物为他克莫司、吗替麦考酚酯及环孢素。免疫抑制剂市场整体销量逐年增长，2017年国内样本医院总体销售额达到27.27亿元，同比增长率为14.02%。

图表 30: 2017 年免疫抑制剂各类药物市场占比



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

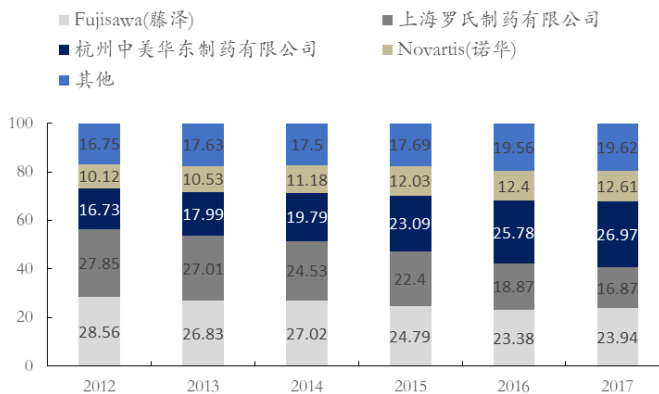
图表 31: 免疫抑制剂样本医院销售 (亿元) 及增速



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

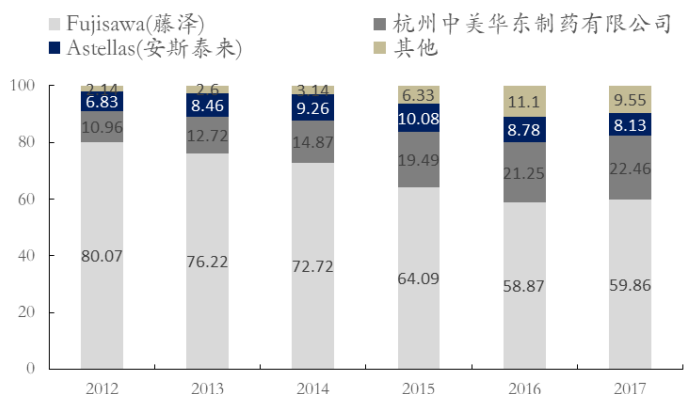
作为国内免疫抑制剂市场龙头企业以及中国最大的免疫抑制药物研发和生产基地，华东医药具备稳定的市场竞争优势，近年来进口替代加速进行。华东医药在免疫抑制剂市场占比保持逐年稳定增加，由2012年市占比第三的16.73%跃升至2017年市占比第一的26.97%，超过日本藤泽及罗氏制药。其中在2017年细分产品市场中，他克莫司、吗替麦考酚酯及环孢素市场华东医药的市占比为22.46%，34.88%，48.43%，环孢素市占比已超过原研药厂商诺华。

图表 32: 2012-2017 各企业免疫抑制剂市占比



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

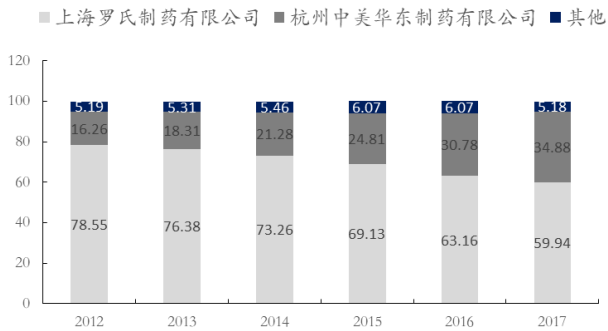
图表 33: 2012-2017 各企业他克莫司药物市场占比



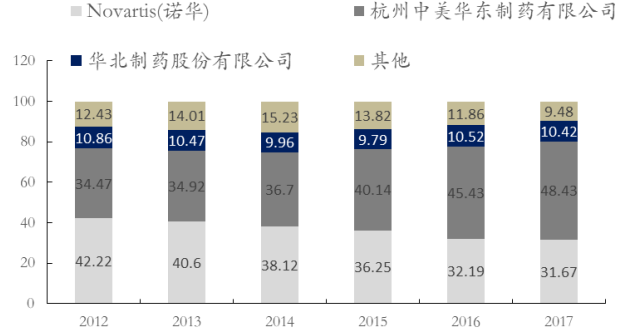
资料来源: PDB, 东吴证券研究所

图表 34: 2012-2017 各企业吗替麦考酚酯市占比

图表 35: 2012-2017 各企业环孢素药物市场占比



资料来源: PDB, 东吴证券研究所



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

公司免疫抑制类产品在国内不同省份的中标价与原研厂商中标价相比, 相对低的价格是公司的另一竞争优势, 可以帮助公司进一步地推动进口替代的过程, 实现产品持续放量。

图表 36: 2017 北京免疫抑制剂企业中标价格对比

商品名	规格	单位	生产厂商	中标价格
他克莫司胶囊	0.5mg	盒	杭州中美华东制药有限公司	<b>468</b>
			阿斯泰来(原研)	582.84
			浙江海正药业股份有限公司	468
	1mg	盒	杭州中美华东制药有限公司	<b>816.5</b>
			阿斯泰来(原研)	1155.68
			浙江海正药业股份有限公司	832
吗替麦考酚酯片	0.25g	盒	杭州中美华东制药有限公司	<b>258</b>
			罗氏(原研)	505.2
			浙江尖峰药业有限公司	274.5
环孢素软胶囊	25mg	盒	杭州中美华东制药有限公司	<b>259</b>
			诺华(原研)	445.4
			丽珠集团丽珠制药厂	169.04

资料来源: 中标数据网, 东吴证券研究所整理

### 4.3. 医保消限提供新增长点, 他克莫司海外认证开拓国际市场

免疫抑制剂产品作为公司二线品种一直以来都是公司强项, 受益于国家新医保取消免疫抑制类产品适应症限制, 公司免疫抑制剂药物呈现较高增长, 且公司在新适应症免疫系统治疗领域的拓展空间大。

图表 37: 免疫抑制剂产品医保目录变化

药品	类别	适应症	旧版医保	新版医保
环孢素	钙神经素抑制剂	主要用于肝、肾以及心脏移植的抗排异反应, 还可用来治疗自身免疫性疾病、血液病及抗寄生虫病等	限器官移植、再生障碍性贫血和工伤保险	无限制
吗替麦考酚酯	细胞增殖抑制剂	用于预防急性器官排异反应, 治疗同种异体肾移植后难治性排异反应	限器官移植和工伤保险	无限制



他克莫司	钙神经素抑制剂	预防肝脏或肾脏移植术后的移植物排斥反应,治疗肝脏或肾脏移植术后应用其他免疫抑制药物无法控制的移植物排斥反应	限器官移植和工伤保险	限器官移植
------	---------	---	------------	-------

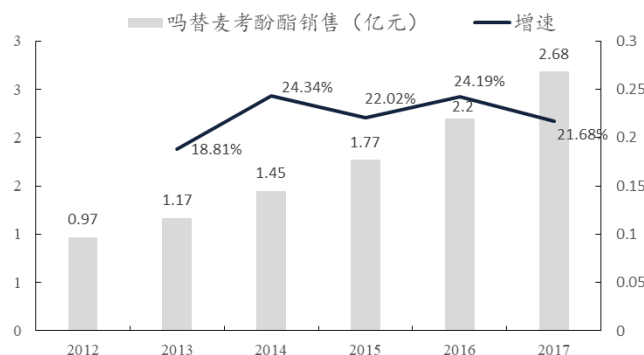
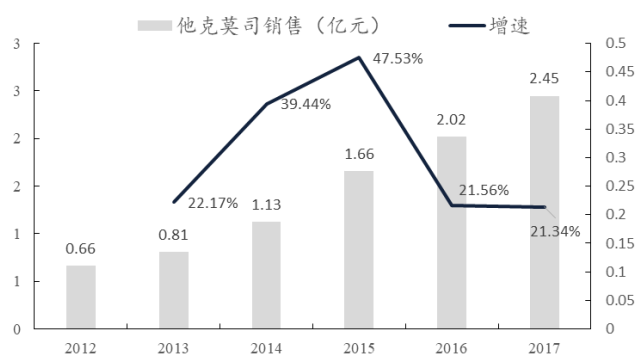
资料来源: 药物说明书, 东吴证券研究所整理

2017 年公司整体免疫抑制类产品样本医院达 7.35 亿元, 同比增长率 19.27%, 其中他克莫司、吗替麦考酚酯及环孢素的销售额分别为 2.45 亿元, 2.68 亿元, 2.19 亿元, 同比增长率分别为 21.34%, 21.68%, 14.64%。其中主要是由于医保取消限制给免疫抑制剂药物带来了放量空间。

公司免疫抑制剂产品他克莫司缓释胶囊于 2017 年上半年海外临床实验研究已顺利完成, 目前正在积极争取美国 FDA 的 ANDA 申请认证, 预计今年上半年完成受理, 该剂型国际仅原研一家。该药物认证完成后将大大提升国内市场竞争力, 为出口创造机会和条件, 同时为产品招标以及二次议价带来优势, 为销售增长继续放量。

图表 38: 公司他克莫司样本医院销售及增速

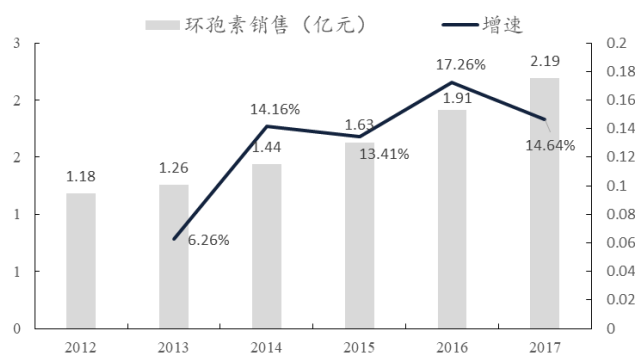
图表 39: 公司吗替麦考酚酯样本医院销售及增速



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

资料来源: PDB, 东吴证券研究所

图表 40: 公司环孢素样本医院销售及增速



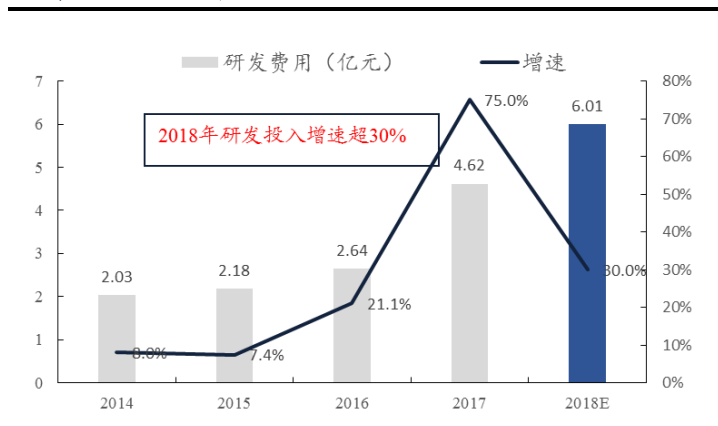
资料来源: PDB, 东吴证券研究所

## 5. 公司研发投入加码，在研品种丰富

### 5.1. 研发费用持续加大，设立海外机构推动公司国际化战略进程

公司持续加大研发投入，大力提高研发能力和效率，着力扩充在研品种，以研发和技术质量赢取竞争优势。2017 年公司研发方面总支出达 4.62 亿元，同比增长 74.84%，占 2017 年医药工业部分营收的 6.95%，有力地支持了公司的研发项目和创新进展。公司研发投入主要为现有产品工艺提升、技术服务、一致性评价、研发产品临床费用、购买试剂、国际注册认证等方面。在国际化和创新转型的发展战略指引下，公司将加快新产品研发工作进度，预计 2018 年研发费用支出在 2017 年度的基础上将增长 30% 以上。

图表 41: 公司研发投入 (亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所整理

公司在 2018 年 3 月在美国旧金山硅谷和波士顿两地分别设立科研办事机构。通过科研办事机构的建立，有助于公司加强国际间交流，了解与追踪海外先进的药物研发技术及新药研发最新动态，挖掘创新药物及项目的研发和合作机遇，推动海外市场认证及对销售拓展起到积极作用，进一步推进与完善公司国际化战略发展布局。

### 5.2. 各研发管线共同发展，创新成果显著

公司积极通过新产品研发，继续布局慢性肾病、免疫抑制剂、糖尿病及胃肠道用药等四大传统优势领域，并积极拓展抗肿瘤、心血管治疗、抗重症感染、单抗药物等四大新领域，加快从仿制药向创新药的研发模式转型。通过自主开发和外部收购引进相结合，加快在八大产品领域形成系列化产品集群。

2017 年公司重点研发项目进展顺利，取得中药百令片的生产批文，卡格列净二甲双胍复方片和达巴万星及冻干粉 2 个新药临床批文，吡格列酮二甲双胍复方片新规格 (15/850mg) 临床批文，均即将展开临床试验。迈华替尼及片是第三代 EGFR-TKI 药物，是一种高度选择性、有效对抗 EGFR-TKI 获得性 T790M 耐药的新一代靶向治疗药物，目前已经结束 I 期临床试验，正在开展一线、二/三线和三线以上等三个 II 期临床方案设计，预计 2018 全面开展大规模多中心的临床试验。公司从外部收购的中药新药软坚口服液 (用于肝癌辅助治疗)，2017 年已向国家药监局递交了文号转移申请并获得受理，

目前药品审评中心技术审评中。

图表 42: 公司主要在研项目

领域	项目名称	注册分类	适应症领域	研发进展
糖尿病及其并发症	HD-118 及片	化药 1.1	2 型糖尿病(DPP-4 类)	临床 I 期 (美国引进)
	TTP273	化药 1.1	2 型糖尿病 (GLP-1 类)	临床前研究 (美国引进)
	吡格列酮二甲双胍片 (15/850mg)	补充申请	2 型糖尿病	制备样品, 开展临床
	地特胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素	申报临床
	门冬胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素	临床前研究
	德谷胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素	临床前研究
	雷珠单抗	生物制品 2	老年性黄斑变性 (AMD)	临床前研究
	利拉鲁肽	生物制品 10	2 型糖尿病(GLP-1 类似物)	临床 I 期
	卡格列净及片	化药 3+3	2 型糖尿病	制备样品, 开展临床
	曲格列汀及片	化药 3+3	2 型糖尿病	已制备样品, 开始临床
卡格列净二甲双胍复方片	化药 3.2	2 型糖尿病	已制备样品, 开始临床	
西格列汀二甲双胍复方片	化药 4	2 型糖尿病	BE 试验	
抗肿瘤	迈华替尼及片	化药 1.1	非小细胞肺癌	临床 II 期
	依鲁替尼及胶囊	化药 3.1	淋巴瘤等	制备样品, 开展临床
	波舒替尼及片	化药 3.1	白血病	制备样品, 开展临床
	硼替佐米及注射剂	化药 3+6	多发性骨髓瘤	完善资料, 重新申报
	索拉非尼及片	化药 3+6	肝癌	制备样品, 开展临床
	厄洛替尼及片	化药 3+6	非小细胞肺癌	制备样品, 开展 BE 试验
	来曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种, 按新要求完成临床试验后重新申报
	阿那曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种, 按新要求完成临床试验后重新申报
伊马替尼片	化药 6	白血病	制备样品, 开展 BE 试验	
超级抗生素	卡泊芬净及注射剂	化药 3+6	抗真菌	开展发补研究
	米卡芬净及注射剂	化药 3+6	抗真菌	开展发补研究
	非达霉素及片	化药 3+3	超抗	制备样品, 开展临床
	利奈唑胺片	化药 6	超抗	制备样品, 开展 BE 试验
	达巴万星及冻干粉针	化药 3+3	超抗	制备样品, 开展临床
消化类	复方奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	化药 3.2	胃溃疡	申报生产
	左泮托拉唑钠及注射剂	化药 3.1	胃溃疡	制备样品, 开展临床
	沃诺拉赞及片	化药 3.1	胃溃疡	制备样品, 开展临床
心脑血管	磺达肝羧钠及注射液	化药 3+6	静脉血栓	完善资料, 重新申报
免疫抑制剂	他克莫司缓释胶囊	化药 6	免疫抑制剂	BE 试验
其他	百令片	中药 9	肾病	获得生产批文
	百令疏肝胶囊	中药 6.1	肝病	临床试验 IIa

资料来源：公司年度报告，东吴证券研究所（注：灰色部分由杭州华东医药集团新药研究院定向开发，产权归属于杭州华东医药集团新药研究院，但开发成功后按约定独家转让给公司或公司下属企业。

**2018 年研发核心任务：**完成 20 个临床批文申报前的相关工作，争取到 2020 年底获得 10 个以上新产品生产批文。

**长远看，**（1）每年争取立项研发一类创新药 2-3 个；（2）每年争取从欧美国家引进或受让中国权益的一类创新药一个；（3）每年有 2-3 个制剂产品开展国际注册；（4）每年至少引进一项制药重大技术或一项重大技术装备。

### 5.3. 糖尿病研发药物大放异彩，巩固糖尿病领域领先地位

#### （1）利拉鲁肽——GLP-1 大品种，研发进度国内领先

利拉鲁肽作为公司的重磅产品，主要用于治疗成年人 2 型糖尿病。公司于 2017 年 6 月以协议转让获得了九源基因的利多鲁肽国内首家临床批文（根据《新药技术转让合同》，杭州中美华东制药有限公司成功受让利拉鲁肽新药技术并上市后的前 6 年里，每年需按其相关产品销售净额的 3% 提取并支付给杭州九源基因工程有限公司技术使用费），华东医药又作为首家申报了其减肥适应症。目前华东医药已开始糖尿病适应症的一期临床试验并顺利进行，我们预计 2018 年内将完成一期临床，并预计 2019-2020 年完成全部临床工作，同时预计 2018 年中期启动减肥适应症临床。

利拉鲁肽作为 GLP-1 受体激动剂，产品作用靶点新，疗效确切，风险少以及研发生产难度较高，是具有广阔前景的 2 型糖尿病治疗新药。利拉鲁肽作为 2017 年全球销售第三大降糖药物，2017 年全球销售额达 35.41 亿美元。以利拉鲁肽为代表的 GLP-1 受体激动剂是近年来糖尿病药物市场扩容的最大动力之一，目前利拉鲁肽占据了 GLP-1 超过 60% 的市场份额，牢牢占据头把交椅。据 Evaluatepharma 预测，到 2022 年，糖尿病用药中 GLP-1 的市场份额将从 14% 上升到 22%。

从临床申报来看，目前获得临床批件的企业仅有华东医药旗下的九源基因和翰宇药业两家，但是翰宇药业在其技术路线和原研以及九源基因均有区别。目前来看，利拉鲁肽的竞争格局相对来说较好，华东医药可以凭借其成熟的营销模式推动药物上市之后的进口替代。

利拉鲁肽同时在 2017 年纳入国家医保乙类，上市之后有望成为华东医药国内继阿卡波糖后在糖尿病领域的另一个 10 亿元以上的重磅品种。

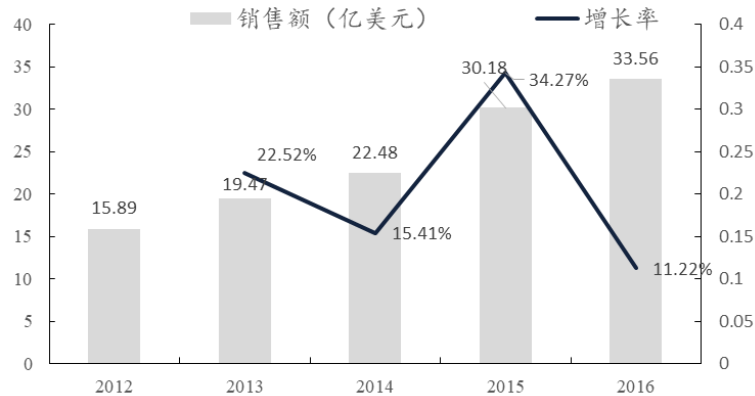
图表 43: 2017 全球降糖药销售排名

排名	药品名称	类别	销售额 (亿美元)
1	甘精胰岛素	insulin	52.54
2	西格列汀	DPP-4	37.37
3	利拉鲁肽	GLP-1	35.41
4	门东胰岛素	DPP-4	30.60
5	赖脯胰岛素	insulin	28.65
6	西格列汀二甲双胍	复方	21.58
7	地特胰岛素	insulin	21.57

8	度拉鲁肽	GLP-1	20.30
9	门冬胰岛素/精蛋白门冬胰岛素	insulin	15.67
10	二代胰岛素	insulin	15.39

资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图表 44: 原研厂商“诺和诺德”药物利拉鲁肽历年销售额



资料来源: 医药魔方, 东吴证券研究所整理

图表 45: 国内利拉鲁肽申报审批情况

药品	企业	承办日期	办理状态	受理日期
利拉鲁肽	翰宇药业	2015-09-14	批准临床	2017-09-20
	正大天晴	2017-09-27	待审批	
	万邦生化	2018-02-14	待审批	
	通化东宝	2018-03-14	待审批	
利拉鲁肽原料药	派金生物+宸安生物	2017-06-23	待审批	
利拉鲁肽注射液	九源基因	2014-04-28	批准临床	2016-08-04
	翰宇药业	2015-08-20	批准临床	2017-09-20
	派金生物+宸安生物	2017-06-23	待审批	
	正大天晴	2017-09-27	待审批	
	东阳光药	2017-10-12	待审批	
	万邦生化	2018-02-14	待审批	
	联邦制药	2018-02-14	待审批	
	通化东宝	2018-03-14	待审批	
北京亦庄国际+杭州先为达生物	2018-03-21	待审批		

资料来源: CDE, 东吴证券研究所整理

## (2) H118 ——DPP-4 抑制剂, 国内独家获批临床

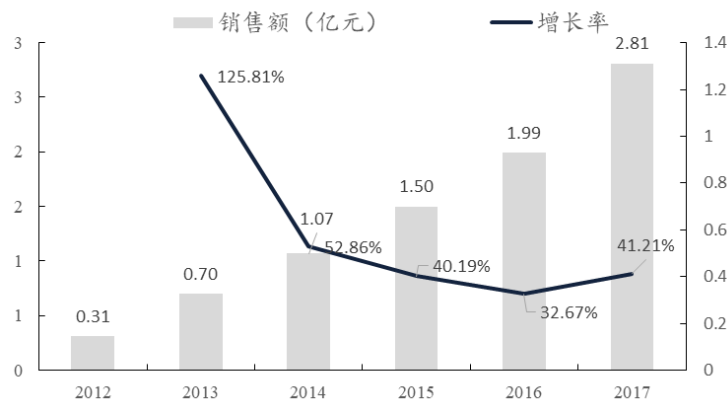
HD118 潜力明显, 属于 DPP-4 抑制剂, 是公司在治疗 2 型糖尿病的新药。公司在 2014 年通过技术转让获得美国 Sino-Med International 公司该药物的相关技术及中国专



利权。根据 2010 年发布的国际多中心二期临床试验数据，HD118 的临床 II 期临床试验数据显示其与全球销售第二大降糖药物西格列汀（同属于 DPP-4 抑制剂）相比疗效并没有差多少，且也未见严重和高发的不良反应，药物的市场潜力大。目前，HD118 片在国内仅有中美华东获批临床，未显示其他厂家申报。

DPP-4 抑制剂 2017 年在国内市场销售额达到 2.81 亿元，且每年的增长率保持在 30% 以上。2016 年中国公立医疗机构终端口服降血糖药 TOP20 榜单中，DPP-4 抑制剂药物西格列汀、沙格列汀、维格列汀、利格列汀分别排在第 12、16、18、20 位，其中西格列汀和沙格列汀的销售额均超过 1 亿元，2016 年增长率超过 20%，而利格列汀在 2013 年获批进入中国之后，上期时间虽短但涨势迅猛，2016 年增长率 195.91%，是前 20 位增速最快的品种。DPP-4 类单方品种均列入 2017 年国家新版医保目录，随着医生和患者对 DPP-4 类产品认知度的提高，HD118 在国内糖尿病市场前景广阔。我们预计 HD118 有望于 2020 年上市，上市后预计将为公司带来稳定的现金流。

图表 46: DPP-4 抑制剂国内市场历年销售金额及增速



资料来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

图表 5. 2016 年中国公立医疗机构终端口服降血糖药 TOP20

排名	药品名称	销售额 (亿元)	增长率
1	阿卡波糖	62.47	6.95%
2	二甲双胍	30.92	17.19%
3	瑞格列奈	20.43	8.02%
4	格列美脲	17.57	14.56%
5	格列齐特	12.65	13.57%
6	吡格列酮	8.59	6.03%
7	格列吡嗪	7.08	20.56%
8	伏格列波糖	5.38	0.32%
9	格列喹酮	3.21	2.81%
10	罗格列酮	2.85	8.79%
11	利拉鲁肽	2.43	-10.28%
12	西格列汀	1.97	23.56%
13	那格列奈	1.65	-21.03%
14	米格列醇	1.32	0.76%
15	艾塞那肽	1.29	8.69%
16	沙格列汀	1.15	28.53%

17	吡格列酮二甲双胍	0.54	114.91%
<b>18</b>	<b>维格列汀</b>	<b>0.48</b>	<b>16.73%</b>
19	二甲双胍格列吡嗪	0.40	44.08%
<b>20</b>	<b>利格列汀</b>	<b>0.23</b>	<b>195.91%</b>

资料来源：米内网，东吴证券研究所

### (3) TTP273——公司 license-in 重要突破，已完成美国临床 Iib 研究

**TTP273 是用于治疗 2 型糖尿病的全球首创 GLP-1 口服剂型。**公司于 2017 年 12 月 21 日通过签署许可协议获得美国 vTv 公司在中韩澳等 16 个国家和地区的知识产权和商业独家许可，其中中国授权专利有效期到 2030 年。目前 TTP273 目前已在美国完成临床 IIb 研究，结果显示对降低糖尿病患者的糖化血红蛋白效果明显，且耐受性良好。

根据米内网数据，2016 年我国糖尿病市场中口服剂型占据 59.63%，是糖尿病治疗的主要给药途径，注射剂市场占比为 43.07%。作为 GLP-1 类糖尿病产品线的补充，**TTP273 产品最大的亮点为首创的小分子非肽类口服剂型**，可以同射剂型优势互补，覆盖更多患者需求；同时该产品可能晚于利拉鲁肽注射剂上市，利用时间差异为口服 TTP273 产品打好市场基础；更有利于在较低的竞争态势和成本优势下占领更多区域市场，巩固在糖尿病领域的领先地位。

## 6. 医药商业良机显现，丰富多领域布局

### 6.1. 扎根浙江商业市场，两票制调整后逐步反弹

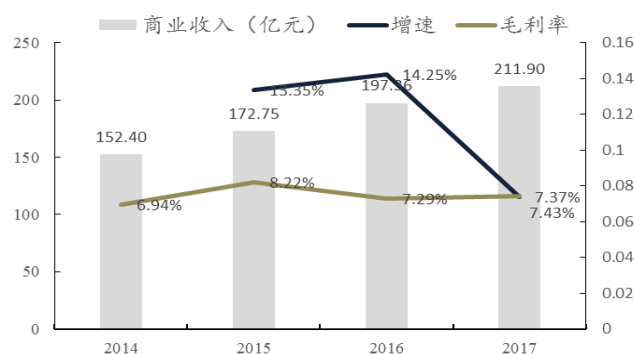
#### (1) 提高省内基层开户率，两票制加速行业洗牌

公司医药商业规模浙江省领先（约占 20%），在省内各地市均已设立区域子公司或办事处，已经形成了以浙北、浙南温州两大现代物流中心为支撑，以湖州、绍兴、宁波、丽水等区域子公司物流为配套的全省物流配送体系，仓库总建筑面积 11.8 万平方米。公司调拨业务影响超过 10 亿元以上，但主要体现在收入端，利润端影响较小。

2017 年完成了舟山存德医药和岱山诚泰医药两家商业流通企业的股权收购，成立了华东医药存德（舟山）有限公司和华东医药岱山有限公司，并已全面纳入公司商业网络系统，提升了公司在舟山地区的市场覆盖率和竞争力。子公司华东宁波公司专注创新与专业化推广，继续在医美和大健康领域内精耕细作，代理的进口美容产品伊婉在市场竞争日趋激烈的情况下，仍保持快速增长，2017 年销售突破 7 亿元。

“两票制”引发了医药流通领域的大变革，医药商业龙头们纷纷进入了“大鱼吃小鱼”的兼并高峰期，两票制的推行将使行业规模效应更为凸显，集中度有望实现加速提升。2017 年 8 月份两票制在浙江全省正式实施后，省内商业格局即将发生的巨大变化，公司积极开展“织网”行动，完善华东商业的省内配送链布局，加快收购谈判进程，已完成了对舟山地区存德医药公司、岱山诚泰医药公司的股权重组的意向洽谈和签约，省内其他地区的业务拓展和合作也在抓紧推进。

图表 47：公司商业板块收入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

同时在现有业务基础上，公司大力开拓基层医院和民营医院市场份额，区域配送占比以及院内占比，协助厂家开展市场准入及二次议价工作。公司于 2016 年 2 月定增 35 亿，充裕的现金流有望助力国内基层放量和国际化外延拓展。

从长期来看，两票制有利于扩大公司的医院纯销份额，加速公司对浙江中小流通商的并购进程，提高医药配送市占率。

(2) “三流合一”推广上线，回款周期缩短

浙江省被称为“三流合一”的药械采购新平台，开始组织 15 家医疗机构在新平台上进行药品采购试点，7 月 1 日开始在试点病院正式运转。

图表 48: 浙江省内四个试点地区的十五家病院

省级病院 (5 家)	省人民、省中、浙一、儿保、温附一
市级病院 (7 家)	杭州市一、杭州市中、宁波一院、绍兴人民、绍兴中心病院、余姚人民、萧山区人民
基层病院 (3 家)	萧山北干街道社区中心、余姚兰江社区中心、柯桥柯岩社区中心

资料来源: PDB, 东吴证券研究所

浙江省实行医保基金预付医院两个月的医药费用，通过采购平台引入银行 30~56 天免息信用贷款。设立统一的省级药械联合采购监管账户，对医院的采购账户进行监管，医院在药品验收入库后，30 天内从采购账户将货款打到监管账户，监管账户于次日再付款给供应企业。

华东医药对接浙江省药械采购中心的“三流合一”新平台，全部药品 30 天回款。如果严格实施，将大大提高商业公司资金周转效率，龙头公司在趋严的控制政策下将因集中度提升而愈发强大。

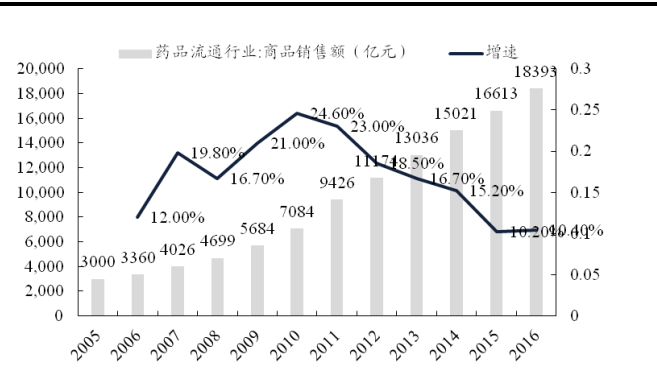
6.2. 创新商业模式，构建新型商业企业

(1) 传统医药流通市场稳定发展，药品刚性需求张力明显

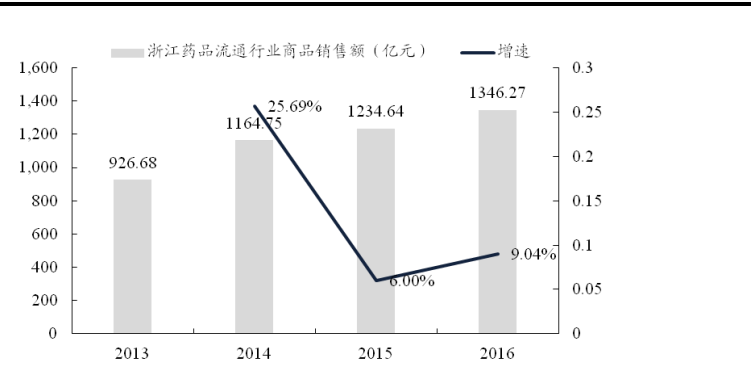
随着“健康中国”战略的实施和“十三五”深化医药卫生体制改革的推进，复杂多变的国内外经济形势以及日趋激烈的市场竞争为国内医药流通行业带来巨大的挑战与机会。2016 年，药品流通行业销售规模稳步增长，增速微幅提升，医药流通市场发展稳定。

从浙江省医药流通行业来看，2016 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速达 9.04%。

图表 49: 2005~2016 年全国医药流通行业销售规模及增幅



图表 50: 2013~2016 年浙江医药流通销售额



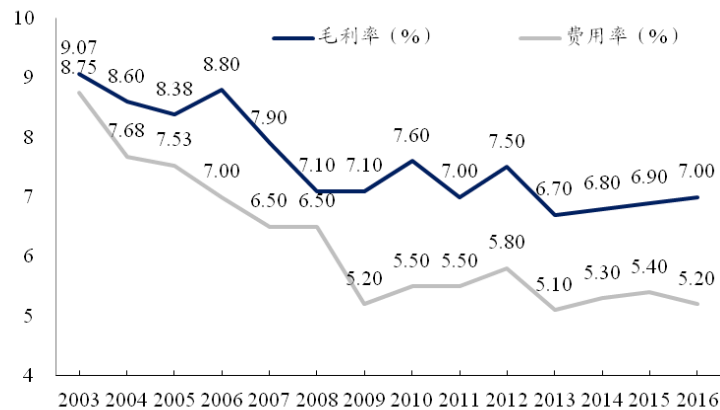
资料来源：中康 CMH，东吴证券研究所

资料来源：PDB，东吴证券研究所

从医药商业毛利率、费用率走势图来看，**医药商业稳定增长**。华东医药商业业务 2017 收入 216 亿元，同比增长 7.45%，增速下降；毛利率为 7.31%。商业业务收入增速下降的主要原因为浙江 11 月开始实施的两票制对公司调拨业务有一定影响，由于公司 2016 年调拨收入占比不高，约为 20%，故我们预计公司 2018 年下半年会迎来收入和毛利率的反弹。

目前我国药品流通领域的法律框架和监查体制基本建立，药品供应保障能力明显提升，**连锁化、集中化**成为中国医药流通行业最主要的两大特征。随着两票制的执行推广，调拨业务逐步下降，毛利率水平逐步上升，由 2013 年的 6.70% 上升至 2016 的 7.00%。

**图表 51：2003~2016 年医药商业行业毛利率、费用率变化情况**

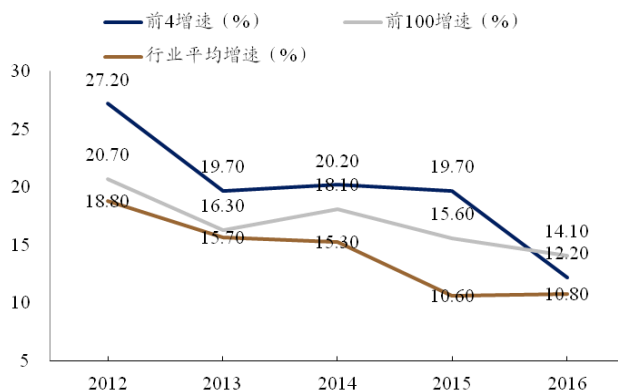


资料来源：商务部，东吴证券研究所

从医药批发行业销售增速看，大型药品批发企业销售增速高于行业平均水平，但有所放缓。2016 年，药品批发企业主营业务收入前 100 同比增长 14.1%，增速下降 1.5 个百分点。即医药流通的市场规模不断扩大，吸引了更多的参与者加入竞争，医药批发行业整体的行业集中度却在不断提升。

**图表 52：2012~2016 年药品批发行业销售增速**





资料来源: Wind, 东吴证券研究所

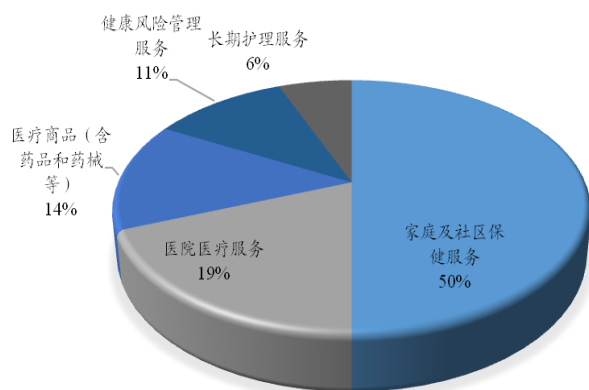
近年来,随着国民经济发展、人民生活水平日益提高,人口增长及老龄化带动国内医疗卫生市场需求不断增长,收入的增加提高了居民药品消费能力,慢性病的多发也刺激了用药需求,药品整体需求情况良好。我们预计,未来多重因素将共同促使药品需求量继续保持增长,医药流通行业规模有望继续扩大。

## (2) 优化业务布局, 转型综合性健康企业

到 2020 年,中国将成为拥有 2.3 亿老年人人口第一大国,健康产业产值超过 GDP 的 10%以上。国家政策引导,市场多重利好,政府鼓励社会资本与医疗机构深度融合,共同促进中国健康事业向前发展。

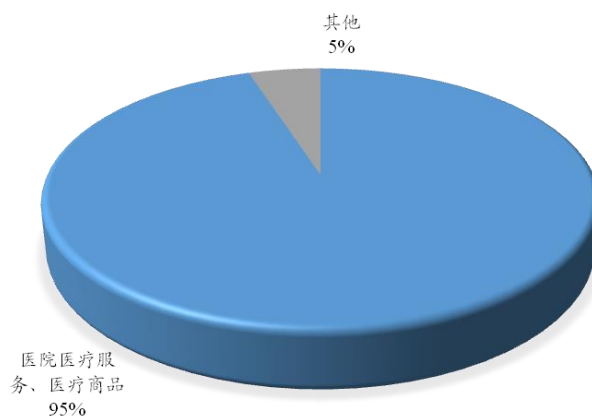
从中美大健康产业构成图来看,在美国,家庭及社区保健服务占比最大,为 50%,其次是医院医疗服务,为 19%。而在中国,医院医疗服务、医疗商品占主导地位,为 95%,院外医疗在中国仍有显著的成长空间。

图表 53: 美国大健康产业结构图



资料来源: 药智数据, 东吴证券研究所

图表 54: 中国大健康产业结构图



资料来源: 药智数据, 东吴证券研究所

在新时代背景下,大健康产业机遇与挑战并存。华东商业目前已经是浙江省最大的商业龙头,拥有强大的医院覆盖能力、厂家合作能力和配送能力,在此基础上,公司逐

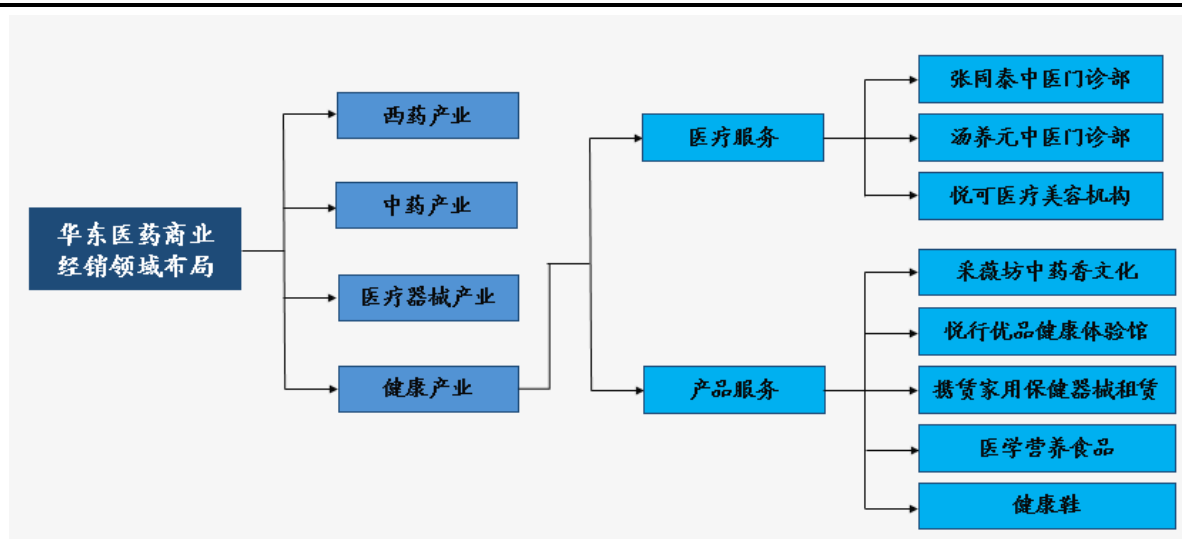
步体现龙头价值，开始向大健康延伸，致力于成为能提供“医药综合解决方案”的新型商业企业。华东商业业务向**高端居家养老和美容连锁**探索。

**图表 55: 华东四大健康业务分布**

四大业务	内容
健康馆	定位高端居家养老，在居家养老上形成了较好的闭环结构(老人—云端—社区和子女—老人)，符合国内老龄化趋势和消费升级趋势，盈利模式清晰，未来值得看好。
日间照护	定位社区养老，将是业务整合平台，如果公司将日间照护推广到全省，将能够在此平台上整合自身医院资源、产品资源、健康馆
中药香文化	即改进现有熏香。现有的熏香多数有毒副作用，华东拥有浙江最大的中药材基地，希望深挖中药材功能，将熏香中药材化。
医疗美容	杭州悦可和宁波幸福缪斯等

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 56: 华东医药业务分布**



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

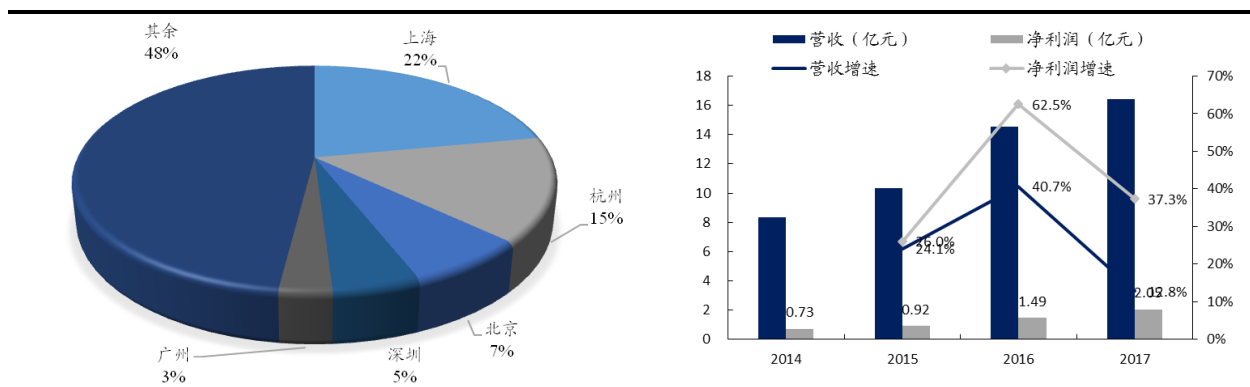
### 6.3. 成功转型代表——LG 玻尿酸代理

华东医药宁波有限公司（华东医药控股子公司）已获得韩国 LG 生命科学公司“伊婉”玻尿酸的 10 年独家经销代理权，进军医疗美容行业。华东医药作为韩国伊婉玻尿酸的中国总代理，从上市到现在已经有 800 多家合作的医疗美容机构。

从数据来看，医美产品消费在浙江省杭州市占比 15%，在单个城市对比中仅次于上海；同时，医美玻尿酸出现频次为 32，频次比瘦脸、美白更多，以玻尿酸为主的注射类微整形逐渐成为推动医美行业快速发展的核心动力。

**图表 57: 医美产品消费城市份额**

**图表 58: 宁波华东营收&净利润情况**



资料来源：阿里健康，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

玻尿酸在整形美容领域应用广泛，竞争格局较好，前景值得期待。随着生活水平、消费意识的提升以及健康技术的升级，预计医学健康市场在未来 10 年将迎来高速发展期，为华东健康产业提供充足动力。

## 7. 盈利预测与投资建议

公司医药工业方面，百令胶囊、阿卡波糖销售收入均突破 20 亿元，随着医保目录调整、公司渠道下沉重点建设基层市场，有望维持当前稳定增速，免疫抑制剂产品线医保消限提供新增长点，产品本身竞争力强，协同作用明显，我们估计目前其已形成 10 亿元以上销售额，未来 2-3 年仍将保持 25% 以上增速。

商业板块，调拨业务影响基本去除，受益两票制集中度提升，充分发挥公司在浙江医药商业市场的龙头地位，不断创新商业模式，构建新型商业企业。预计今年商业增速有望反弹，同时通过工商联动，促进整体业绩增长。

### 核心假设：

- 1) 百令胶囊科室推广剂基层市场开拓进度稳定推进，百令胶新产能逐步释放；
- 2) 阿卡波糖受益于医保目录调整，渠道下沉，基层用量逐渐提升。
- 3) 免疫抑制线受益于整体器官移植市场增长，三大品种维持目前增长趋势。
- 4) 公司商业业务收入在两票制调整后逐渐反弹。

图表 59：公司销售收入预测

收入（亿元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
工业	56.43	66.42	83.53	99.27	117.68
商业	197.37	211.90	242.08	271.13	303.66
合计	253.80	278.32	325.61	370.40	421.34
毛利率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
工业	83.68%	85.76%	82.30%	82.31%	82.31%
商业	7.29%	7.43%	7.50%	7.50%	7.50%
合计	24.27%	26.12%	26.69%	27.55%	28.40%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 60：可比公司分析

可比公司	市值（亿元）	2017 净利润	2018 预测净利润	2018 预测净利润增速	PE(TTM)	PE(2018)
恒瑞医药	2,335.24	32.17	40.05	24.50%	69.6	58.3
华海药业	386.45	6.39	9.83	53.77%	58.5	39.3
恩华药业	176.60	3.95	4.88	23.66%	43.0	36.2
平均值	966.10	14.17	18.25	28.83%	57.0	44.6
华东医药	678.15	17.80	22.74	27.79%	35.8	29.8

资料来源：Wind，东吴证券研究所

备注：华海药业 2018 年预测净利润为 wind 一致性预期数据

公司逐步加大品种研发及引进力度，未来发展空间得到提升，因此我们认为公司估

值尚有提升空间。我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 326.16 亿元、371.02 亿元、422.05 亿元，归属母公司净利润为 22.74 亿元、29.31 亿元和 37.60 亿元，对应 PE 分别为 29.8X、23.1X、18.0X。我们认为，医保目录调整以及药品招标将为公司药品带来放量，丰富的品种储备为公司将来发展提供发展潜力，公司作为浙江省医药流通区域性龙头企业，政策带来的医药商业整合受益显著。因此，我们维持“买入”评级。

## 8. 风险提示

**1) 百令胶囊、阿卡波糖销售低于预期：**受医院控费、控制辅助用药影响百令胶囊销售低于预期的风险，基层医药市场推广低于预期的风险。

**2) 药品招标低于预期：**部分省份药品集采工作尚未完成，存在产品中标情况低于预期的风险，对于已经中标省份，存在落地情况低于预期的风险。

**3) 商业低于预期：**受两票制执行影响医药商业运营低于预期的风险。

**4) 新药研发低于预期：**公司糖尿病药品竞争激烈，存在研发进度低于预期的风险。



## 华东医药盈利预测表 (百万元)

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	12792.7	15566.6	17870.1	22218.2	营业收入	27831.8	32615.5	37102.2	42205.2
现金	2505.1	2871.7	4767.6	6342.8	营业成本	20561.7	23911.2	26783.0	29988.4
应收票据&账款	5850.9	7360.7	7668.3	9427.8	营业税金及附加	163.1	172.3	196.0	223.0
其它应收款	47.0	43.3	59.4	57.4	营业费用	3728.9	4326.1	4921.2	5570.1
预付账款	243.3	409.1	321.7	496.6	管理费用	1068.0	1176.4	1351.6	1529.9
存货	3406.4	4141.8	4313.0	5153.6	财务费用	47.5	12.4	-22.3	-60.4
其他	740.0	740.0	740.0	740.0	资产减值损失	25.7	35.5	35.5	35.5
非流动资产	3194.4	2735.8	2277.2	1825.5	公允价值变动收 益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	74.9	74.9	74.9	74.9	投资净收益	17.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	1977.1	1827.7	1476.9	1126.0	营业利润	2254.6	2981.6	3837.0	4918.8
无形资产	609.8	513.2	416.5	319.9	营业外损益	(16.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)
其他	532.5	320.0	308.9	304.7	利润总额	2237.7	2964.7	3820.1	4901.9
资产总计	15987.1	18302.4	20147.3	24043.7	所得税	403.6	551.4	710.5	911.7
流动负债	6112.5	6961.7	6823.2	8174.5	净利润	1834.1	2413.3	3109.5	3990.1
短期借款	375.6	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	108.7	138.9	179.0	229.7
应付账款	3825.9	5063.9	4893.6	6255.6	归属母公司净利 润	1779.5	2274.3	2930.5	3760.4
其他	1911.1	1897.9	1929.6	1919.0	EBITDA	2559.9	3394.4	4214.4	5250.3
非流动负债	1065.7	992.4	992.4	992.4	EPS (元)	1.83	2.34	3.01	3.87
长期借款	992.4	992.4	992.4	992.4					
其他	73.3	0.0	0.0	0.0	<b>主要财务比率</b>				
负债合计	7178.2	7954.2	7815.7	9167.0	营业收入增速	9.7%	17.2%	13.8%	13.8%
发行在外股本	972.1	972.1	972.1	972.1	归母公司净利润 增速	23.0%	27.8%	28.9%	28.3%
少数股东权益	415.6	554.5	733.6	963.3	毛利率	26.1%	26.7%	27.8%	28.9%
归属母公司股东权益	8393.3	9793.6	11598.1	13913.5	净利率	6.8%	7.4%	8.4%	9.5%
负债和股东权益	15987.1	18302.4	20147.3	24043.7	ROE	21.2%	23.2%	25.3%	27.0%
<b>现金流量表</b>					ROIC	29.2%	31.0%	35.6%	44.7%
经营活动现金流	1661.1	1709.8	3007.0	2966.1	资产负债率	44.9%	43.5%	38.8%	38.1%
折旧摊销	279.6	423.1	423.1	416.3	总资产周转率	1.74	1.78	1.84	1.76
营运资金变动	79.6	1549.1	2442.0	2996.9	P/E	38.1	29.8	23.1	18.0
投资活动现金流	-1006.1	-87.0	-13.8	-13.8	P/B	8.1	6.9	5.8	4.9
筹资活动现金流	-912.1	-1256.2	-1097.3	-1377.2	EV/EBITDA	26.3	19.7	15.4	12.1
现金净增加额	-156.3	366.6	1896.0	1575.2	每股净资产(元)	8.63	10.07	11.93	14.31

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>