

谨慎推荐 (维持)

华东医药 (000963) 深度报告

风险评级: 中风险

工商一体、仿创结合的国产药企转型典范

2018年10月31日

投资要点:

卢立亭

SAC 执业证书编号:

S0340518040001

电话: 0769-22110925

邮箱: luliting@dgzq.com.cn

研究助理

刘佳

S0340118010084

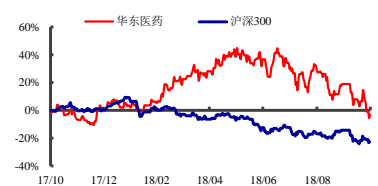
电话: 0769-23320059

邮箱: liujia@dgzq.com.cn

主要数据 2018年10月30日

收盘价(元)	34.20
总市值(亿元)	498.70
总股本(亿股)	14.58
流通股本(亿股)	13.02
ROE(TTM)	22.09%
12月最高价(元)	80.59
12月最低价(元)	32.00

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

无

- **明星品种基本面向好,新一轮增长在即。**公司独家重磅品种百令胶囊在新版医保目录中由辅助用药调整为气血双补剂,在科室的限制减少,随着产能释放与渠道拓展,2018年有望贡献6-8亿利润;阿卡波糖在医保中由乙类升为甲类,全额报销刺激渗透率提升,目前一致性评价的BE试验已接近尾声,2018年有望实现30%的增速,贡献利润14-17亿元。
- **糖尿病管线全面布局,进口替代有望加速。**公司在糖尿病领域的研发管线产品齐全,其中包含一类新药HD118(DPP-4抑制剂),利拉鲁肽(GLP-1受体激动剂)和胰岛素等重磅药物,近期公司还并购了TTP273(口服GLP-1受体激动剂),现已初步形成I型、II型糖尿病全阶段覆盖的研发布局。重磅单品阿卡波糖正持续对拜耳的原研产品进行进口替代,一致性评价顺利,其他在研品种上市后也有望保持较强的竞争力。
- **2018年前三季度工业板块高速增长,商业板块受两票制影响减弱。**公司2018年前三季度收入同增8.18%,扣非净利润增21.48%,增速比去年均有所回落,主要受两票制调拨业务流失影响,随着公司开展纯销业务和产品总代总经销业务,两票制的负面影响目前正逐渐消减。2018年商业板块有望恢复10%的增速。
- **加大研发投入,坚定创新转型道路。**公司2018年继续加大研发投入,研发费用率同比增长0.35pct,预计全年研发费用将达6亿元。公司采用“自主研发+委托开发+合作引进”的方式加速创新药研发布局,目前在研产品线逐渐步入收获期,肿瘤、超抗、心血管等产品线逐步完善,叠加现有糖尿病、免疫制剂等专科领域,形成八大产品集群,为公司业绩长期稳健增长提供强有力保障。
- **投资建议:维持谨慎推荐评级。**预计公司2018-2020年营业总收入分别为315.01、358.02和412.34亿元,同增13.18%、13.65%和15.17%;归属母公司净利润为22.30、27.84和34.74亿元,同增25.32%、24.84%和24.78%,对应EPS为1.53、1.91和2.38元,当前股价对应估值为22.64、18.29和14.80倍。维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:核心品种降价风险;研发失败风险;外延并购进展不及预期风险;销量不及预期风险。**

目 录

1. 公司概况——盈利能力强、转型创新的新型工商一体化龙头.....	5
1.1 一步一个脚印，公司已转型成为国产创新药的领军企业.....	5
1.2 公司整体形成了工业高速发展、商业稳步推进的收入结构.....	5
1.3 公司盈利能力稳定，下半年两票制影响有望减弱.....	6
2. 医药工业：传统优势领域支撑业绩，积极布局新领域.....	8
2.1 独家重磅之百令胶囊.....	8
2.2 重磅口服降糖药之阿卡波糖.....	11
2.3 免疫抑制剂.....	14
2.4 消化性溃疡用药：泮托拉唑.....	17
3. 在研管线.....	20
3.1 降糖药——全面布局，抢占 500 亿市场份额.....	20
3.2 抗肿瘤药.....	30
4. 医药商业——大力发展直销，两票制影响有望减小.....	34
4.1 公司是浙江省的商业龙头.....	34
4.2 商业受两票制影响拖累营收增速.....	34
4.3 致力成为提供“医药综合解决方案”的新型商业企业.....	34
5. 盈利预测.....	36
风险提示.....	38

插图目录

图 1 公司股权结构	6
图 2 2012-2018Q3 公司营业收入及增速	6
图 3 2012-2018Q3 公司扣非净利润及增速	6
图 4 2012-2018Q3 公司主要盈利能力指标	7
图 5 2012-2018Q3 公司费用率	7
图 6 2014-2018H1 公司主营业务毛利率	7
图 7 2014-2018H1 公司主营业务毛利及增速	7
图 8 2007-2017 百令胶囊销售额及增速	9
图 9 2015 年发酵冬虫夏草菌粉市场份额	9
图 10 2016 年样本医院肾病科中成药市场份额	9
图 11 2007-2017 年卡博平销售额及增速	11
图 12 2 型糖尿病高血糖治疗路径	12
图 13 2016 年中国糖尿病市场格局	12
图 14 2017 年中国阿卡波糖竞争格局	12
图 15 2018 年 Q1 阿卡波糖中标价	13
图 16 2012-2018Q1 阿卡波糖销售占比	13
图 17 通过一致性评价品种政策支持	13
图 18 2017 年国内主要免疫抑制剂销售额占比	15
图 19 2017 年国内免疫抑制剂企业竞争格局	15
图 20 国内免疫抑制剂销售额（百万）及增速	15
图 21 华东免疫抑制剂销售额（百万）及增速	15
图 22 2017 年 9 月三大免疫抑制剂市场格局	15
图 23 2016 年消化用药市场格局	17
图 24 2017 年 PPI 竞争格局	17
图 25 2012-2017 年 H1 泮托拉唑销售额及增速	18
图 26 2017 年中国泮托拉唑竞争格局	18
图 27 2012-2017 中美华东泮托拉唑市场份额	18
图 28 2017 年全球糖尿病市场格局	20
图 29 2017 年中国糖尿病市场格局	20
图 30 2010-2017 年华东医药研发费用及增速	22
图 31 2012-2017 年全球各类降糖药市场变化	22
图 32 2010-2017 年利拉鲁肽全球销售额	24
图 33 2012-2016 年利拉鲁肽国内销售额	24
图 34 2010-2017 年 Q3 DPP-4 样本医院销售额	26
图 35 2017 年 DPP-4 抑制剂市场格局	26
图 36 2012-2016 年 SGLT-2 抑制剂全球销售额	28
图 37 已上市 SGLT-2 复方制剂	28
图 38 2008-2016 年国内胰岛素内部结构	29
图 39 2016 年国内三代胰岛素竞争格局	29
图 40 2017 年中国癌症发病率情况	31
图 41 2017 年中国癌症死亡率情况	31
图 42 中国已上市 EGFR 抑制剂	31
图 43 2012-2016 年国内 EGFR 竞争格局（万元）	31

图 44 国产硼替佐米与来那度胺中标价对比	32
图 45 2016 年样本医院多发性骨髓瘤用药结构	32
图 46 2012-2018H1 公司商业营收及增速	34
图 47 2012-2018H1 公司商业毛利率	34
图 48 公司医药综合解决方案布局	35

表格目录

表 1 公司医药工业产品线	8
表 2 百令胶囊与金水宝胶囊对比	10
表 3 免疫抑制剂主要用药及作用机理	14
表 4 2017 年 Q3 三大免疫抑制剂市场格局	16
表 5 免疫抑制剂三大产品 2017 版医保适应症限制调整	17
表 6 质子泵抑制剂药效动力学参数及参考中标价	18
表 7 口服降糖药各品种对比	21
表 8 公司糖尿病管线在研项目	22
表 9 GLP-1 类药物对比	23
表 10 利拉鲁肽国内厂商申报情况	25
表 11 DPP-4 抑制剂对比	26
表 12 SGLT-2 抑制剂对比	27
表 13 二代三代胰岛素对比	28
表 14 国内三代胰岛素品种及对应厂商	29
表 15 华东医药胰岛素研发国内竞争对手	30
表 16 公司抗肿瘤管线在研项目	30
表 17 国内三代 EGFR 研发情况	32
表 18 公司核心指标预测	36
表 19 可比公司估值表（10 月 30 日）	37

1. 公司概况——盈利能力强、转型创新的新型工商一体化龙头

1.1 一步一个脚印，公司已转型成为国产创新药的领军企业

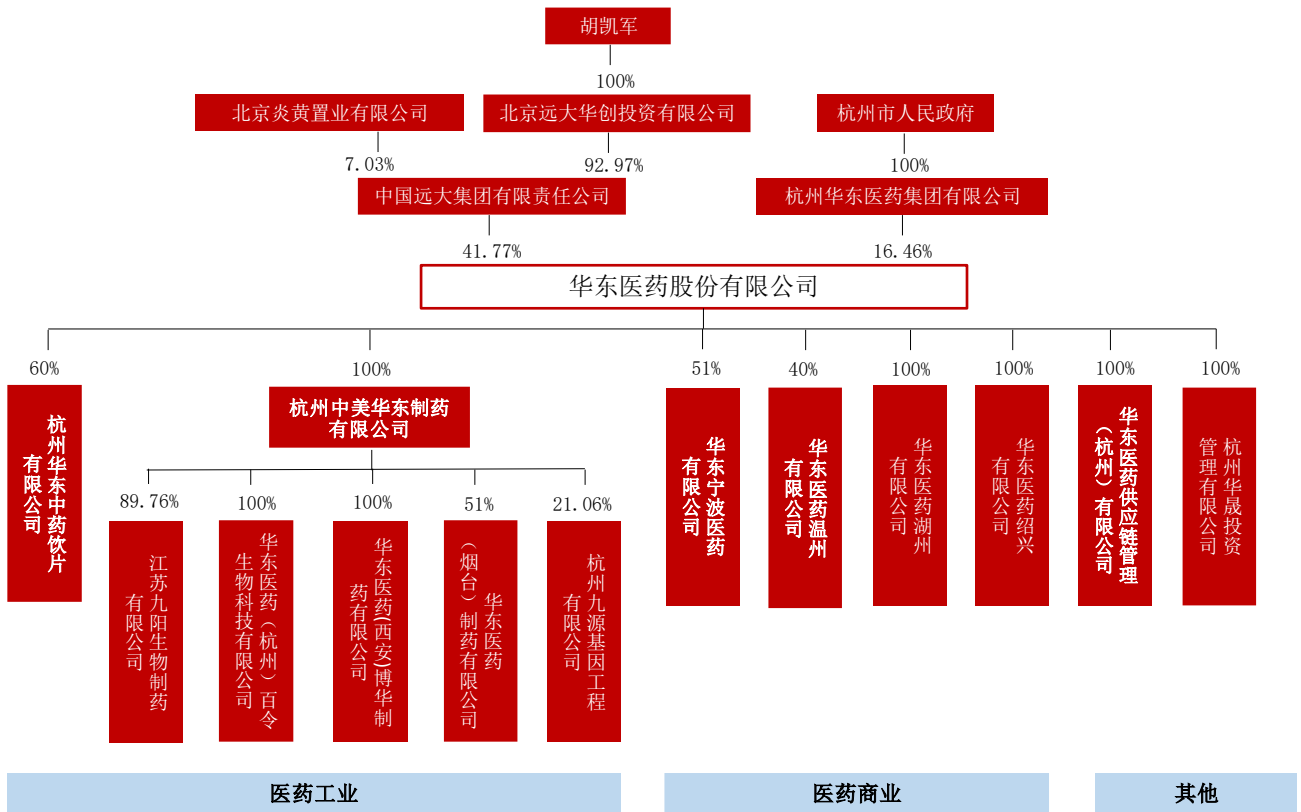
公司成立于1993年，前身为杭州医药站股份有限公司，1996年公司与华东医药（集团）公司进行资产重组，1999年获批上市并更名为华东医药股份有限公司，2000年正式登陆深交所，被誉为20世纪中国股市的最后一匹“黑马”。2011年，公司销售规模突破100亿元。

1.2 公司整体形成了工业高速发展、商业稳步推进的收入结构

公司的主营业务分为医药商业和医药工业，医药工业以控股子公司杭州中美华东制药有限公司为核心，旗下核心产品百令胶囊和阿卡波糖均为销售额超过20亿元的重磅品种；医药商业方面，公司业务涵盖了医院直销、商业调拨、药品快批及终端配送等多个业态，目前是浙江省规模最大、实力最雄厚的综合性医药商业公司。远大集团与华东医药集团为公司的前两大股东，持股比例分别为41.77%和16.46%，其中远大集团负责海外新药 license-in 与投资并购事宜，华东医药集团是杭州市人民政府的全资子公司，负责公司的主要运营，旗下新药研究院与九源基因为上市公司的主要研发来源。公司股权结构比较稳定，管理模式成熟。

公司坚持创新驱动发展战略，聚焦大领域，培育大品种，以新药研发为业务主线，发挥公司在生产技术、科研开发、营销、品牌等方面的综合优势，构建了相互补充相互渗透的产品集群，另一方面加快商业模式创新，加速接轨国际，大力开展信息化建设，致力于向科研开发和技术创新为主导的新型医药企业转型升级。

图 1 公司股权结构

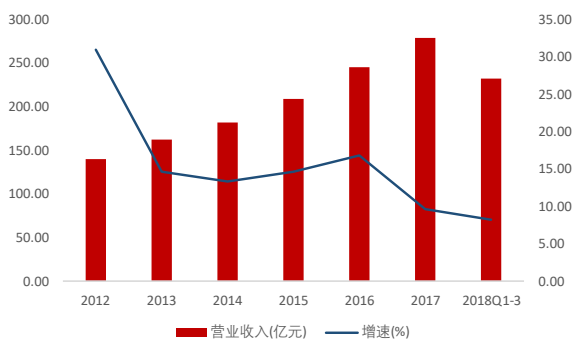


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 公司盈利能力稳定，下半年两票制影响有望减弱

2018年前三季度公司实现营收232.04亿元，同增8.18%，增速比起2017年全年9.66%的水平略有下滑，扣非归母净利润17.84亿元，同增20.53%。2017年下半年两票制全面实施，公司业绩增速同比下降较多，但下降趋势于今年得到控制。由于工业板块占比持续提升，且阿卡波糖工艺提升降低生产成本，公司毛利率与净利率呈现逐年上升的趋势，扣非净利润的增速显著高于营业收入增速。费用方面，虽然今年前三季度公司销售费用率延续了之前的上升趋势，但管理费用率比去年全年下降了1.62pct。

图 2 2012-2018Q3 公司营业收入及增速



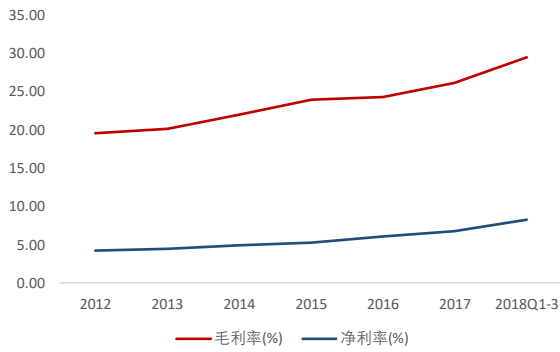
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 3 2012-2018Q3 公司扣非净利润及增速



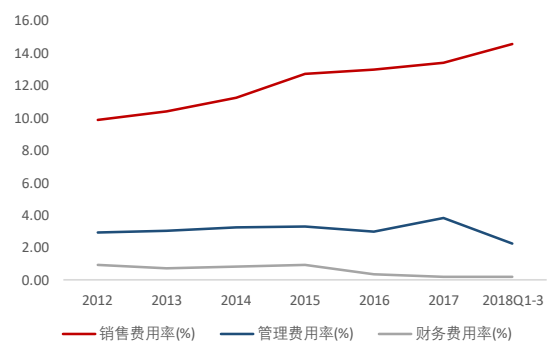
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 4 2012-2018Q3 公司主要盈利能力指标



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

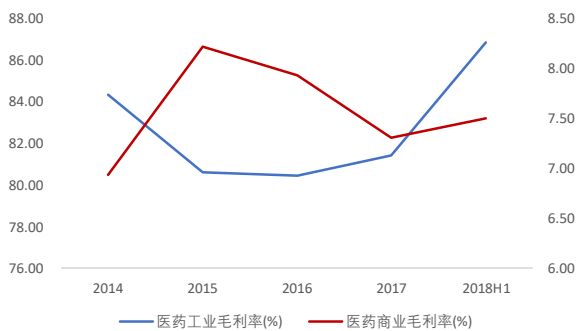
图 5 2012-2018Q3 公司费用率



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

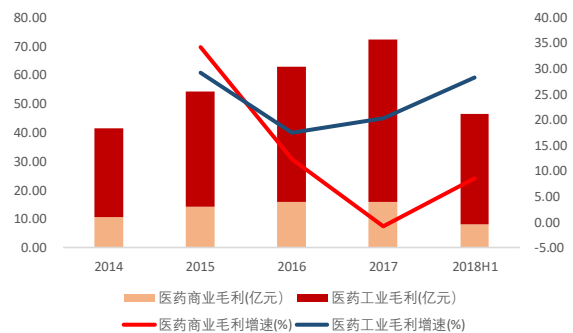
2018年上半年，医药工业板块贡献了公司28.85%的营业收入，同比去年全年的24.97%进一步得到提升，对毛利的贡献率高达82.44%。从近几年毛利率的走势可以看出，工业板块的毛利率在今年上半年增长明显，为近5年最高，全年毛利有望保持30%左右的增速；商业板块毛利率2017年经历了较大下滑，公司2018年开始重点开展纯销业务，两票制影响已逐渐减小，上半年毛利率比去年全年增长0.2pct，全年的毛利增速预计维持在8%-10%的增长区间。

图 6 2014-2018H1 公司主营业务毛利率



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 7 2014-2018H1 公司主营业务毛利及增速



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 医药工业：传统优势领域支撑业绩，积极布局新领域

公司现有的产品群主要由两大20亿级的重磅产品以及若干1亿级的大品种构成，目前已形成慢性肾病、免疫抑制剂类、内分泌类及消化系统用药四大优势领域。此外，公司正在向抗肿瘤、心血管、抗重症感染、生物及单抗药物等四大新领域积极拓展，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，加快扩充在研产品管线，打造系列化的产品集群。

表 1 公司医药工业产品线

		主要产品	适应症	17版医保	2017年销售额	上市时间
传统优势领域	慢性肾病	百令胶囊	补肺肾益精气，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，慢性肾功能不全的辅助治疗	乙类	>20亿	1991.1
	免疫抑制剂	环孢素	器官移植、骨髓移植、狼疮肾炎、难治性肾病综合征等	甲类	>1亿	1996.1
		吗替麦考酚酯	接受肾脏或肝脏移植的患者中预防器官的排斥反应，与环孢素或他克莫司和皮质类固醇同时应用	乙类	>1亿	2004.1
		他克莫司胶囊	肝脏、心脏、肾脏及骨髓移植患者的首选免疫抑制药物	乙类	>1亿	2008.1
	内分泌类	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	甲类	>20亿	2002.1
		吡格列酮	可与饮食控制和体育锻炼联合以改善和控制血糖	乙类		2002.1
消化系统	泮托拉唑	质子泵抑制剂药物，抑制胃酸分泌。用于治疗活动性消化性溃疡反流性食管炎和卓-艾氏综合症	乙类	>1亿	1999.1	
新领域	抗肿瘤	地西他滨	抗肿瘤药及免疫调节剂（嘧啶类似物），适用于治疗骨髓增生异常综合征	乙类	2016年获批，待集团研究院定向转让	
	心血管	吲哚布芬	血小板凝聚抑制剂，动脉硬化引起的缺血性心血管病变、缺血性脑血管病变、静脉血栓形成	乙类	2016.9获批生产	
	抗重症感染生物及单抗	达托霉素 磺达肝葵钠	金黄色葡萄球菌菌血症（含右心内膜炎症） 预防静脉血栓栓塞	乙类	2015.11获批生产 申报生产中	

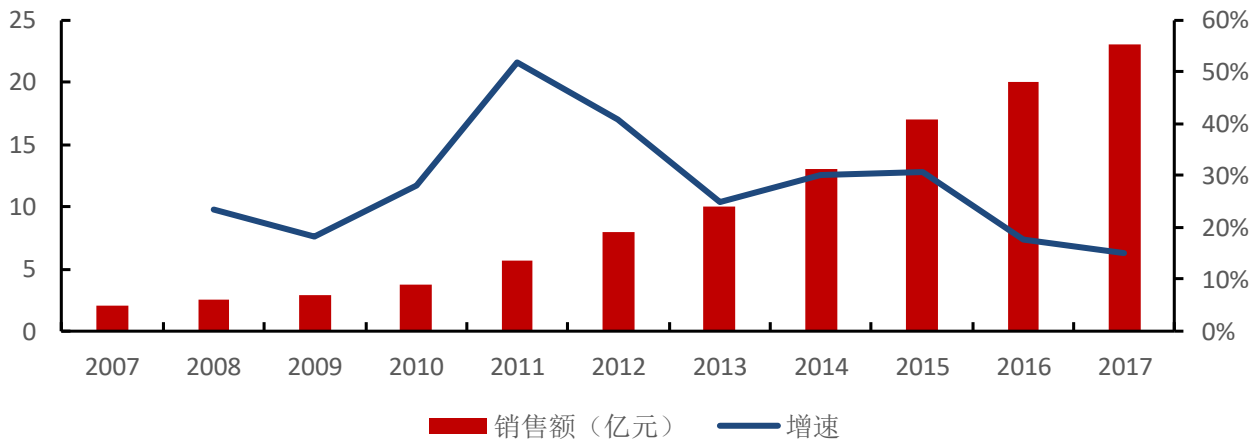
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2.1 独家重磅之百令胶囊

竞争格局良好，医保摘帽助长新一轮增长

百令胶囊是公司的独家重磅品种，主要成分为发酵冬虫夏草菌粉，具有补肺肾、益精气功效，主要用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰酸背痛以及慢性支气管炎的辅助治疗。2017年百令胶囊实现销售额23.71亿元，同比增长15%，该品种在上世纪90年代已上市，但从2009年才开始发力，2010年到2017年期间百令胶囊的销售额实现接近30%的年复合增长率，最近5年虽然受到国家医保目录调整、招标降价、药品控费及二次议价等政策的影响，增速有所放缓，但考虑到2017年医保目录把百令胶囊由辅助用药调整为气血双补剂、科室用药限制减少以及渠道拓展等因素，我们预计未来三年百令胶囊年复合增长率稳定在10%-15%的水平。

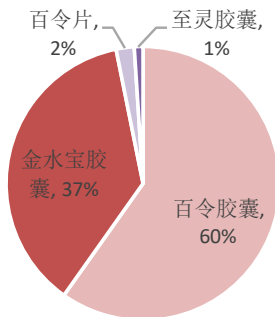
图 8 2007-2017 百令胶囊销售额及增速



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

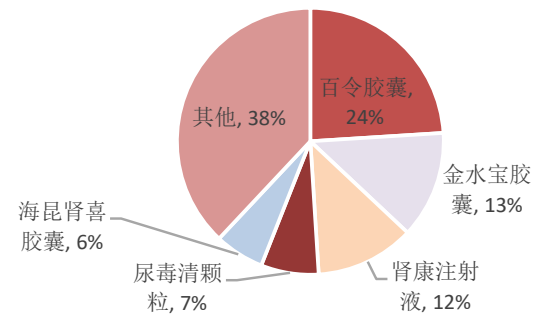
目前市场上主流的虫草菌发酵制剂有百令胶囊、金水宝胶囊、百令片和至灵胶囊，其中百令胶囊与金水宝胶囊合计占有超过90%的市场份额。2008年金水宝胶囊市场占比60%，百令胶囊仅19%左右，短短几年时间内百令胶囊实现大幅反超也验证了其在临床上更高的认可度。

图 9 2015 年发酵冬虫夏草菌粉市场份额



数据来源：IMS，东莞证券研究所

图 10 2016 年样本医院肾病科中成药市场份额



数据来源：米内数据库，东莞证券研究所

百令胶囊与金水宝胶囊都是从冬虫夏草中分离得到，各个药物药效学研究都表明其具有和冬虫夏草相似的功效，但百令胶囊采用的菌株（中国被毛孢菌）是目前唯一被证实为冬虫夏草无性型的菌种，发酵时间达40天；金水宝胶囊选用的是蝙蝠蛾拟青霉菌，不是冬虫夏草的原生本菌，发酵时间只有7天。

表 2 百令胶囊与金水宝胶囊对比

药品名称	百令胶囊	金水宝胶囊
厂家	华东医药	江西济民可信金水宝制药
功效	补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛；慢性支气管炎	补益肺肾、秘精益气。用于肺肾两虚；慢性支气管炎
菌种	中国被毛孢菌	蝙蝠蛾拟青霉菌
和冬虫夏草关系	目前为止唯一用分离的菌株在人工培养基上能够形成冬虫夏草无性型的菌种。与冬虫夏草DNA 指纹图谱相似率高达 96%	至今还未在人工培养基上长出与冬虫夏草一样的子座和子囊孢子，不能确认为是冬虫夏草无性型菌种
发酵时间	40天	7天
药品规格	0.5g*42 粒	0.33g*63 粒
用法用量	通常： 2-6 粒*3 次/日 肾功能不全者： 4 粒*3 次/日	通常： 3 粒*3 次/日 肾功能不全者： 6 粒*3 次/日
2017 年中标均价	66.17 元	38.02 元
药品分类		一类新药
国家医保		乙类

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

供需两端改善为未来高增长保驾护航

1) 江东基地1期投产，为产能提供保障

在实现2011-2015年年均30%以上的高速增长后，百令胶囊的产能遇到了较大瓶颈，这也制约了增速的进一步上升。2016年7月江东基地1期项目正式投产，新增产能达1200吨，可支持百令胶囊30亿以上的销售收入，在供给端为未来的持续高增长奠定了基础。

2) 医保目录辅药色彩降低，多科室需求释放在即

在2017年3月公布的新版医保目录中，百令胶囊由2009版医保乙类—“肿瘤用药-肿瘤辅助用药”类调整为医保乙类-气血双补类药品。根据2015年国家卫计委联合多部门发布《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》（89 号文），要求建立对辅助用药的监控制度，多个省市均出台辅助用药目录，2015年百令胶囊便被列入苏州市二级以上医疗机构重点品种监控目录。本次调整使百令胶囊摆脱了肿瘤辅助用药定位，免受辅助用药限制。

百令胶囊主要应用于肾病科、呼吸科和移植科，2017年公司在三个科室的销售额占公司百令胶囊总销售额的70%，渠道基础深厚。本次医保目录调整为百令胶囊未来向血透、肿瘤、免疫等多科室的拓展创造了良好的环境。

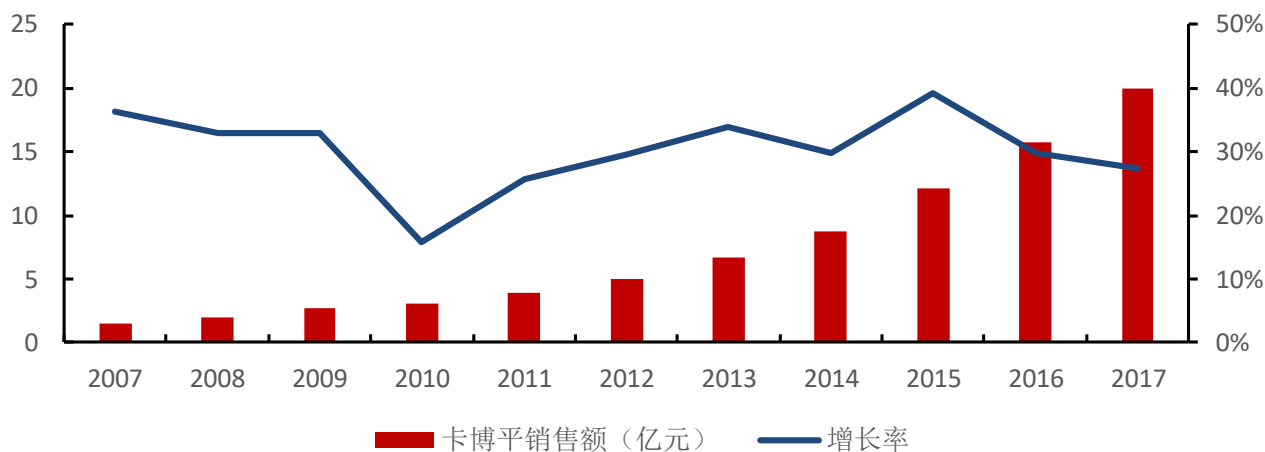
3) 乘处方外流东风，渠道下沉带来新增长

由于公司的传统优势在于临床推广，当前百令胶囊的主要销售渠道为城市公立医院，大医院增速受药占比与处方量限制影响，增速面临一定压力，目前整体位于10%以下的水平。考虑到百令胶囊主要适应人群为慢性病患者，以及OTC与基层医院渠道相比公立医院不受药占比限制，未来会持续获益于分级诊疗和处方外流的推进，近两年公司大力拓展基层与OTC渠道，目前两大渠道终端的销售人员已超过200人，占百令胶囊总销售额的比例已经由去年的10%提升至20%以上，今年年底有望超过30%，未来预计占比将达到50%。

2.2 重磅口服降糖药之阿卡波糖

阿卡波糖（卡博平）是公司的另一款重磅品种，2017 年销售额突破 20 亿元，最近 3 年的 CAGR 为 32%，保持了稳定的高增长。考虑到原研替代的推进、医保目录调整带来的患者黏性提升以及基层渠道的持续拓展，我们预计未来 3 年卡博平有望维持 30%左右的复合增长率。

图 11 2007-2017 年卡博平销售额及增速



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

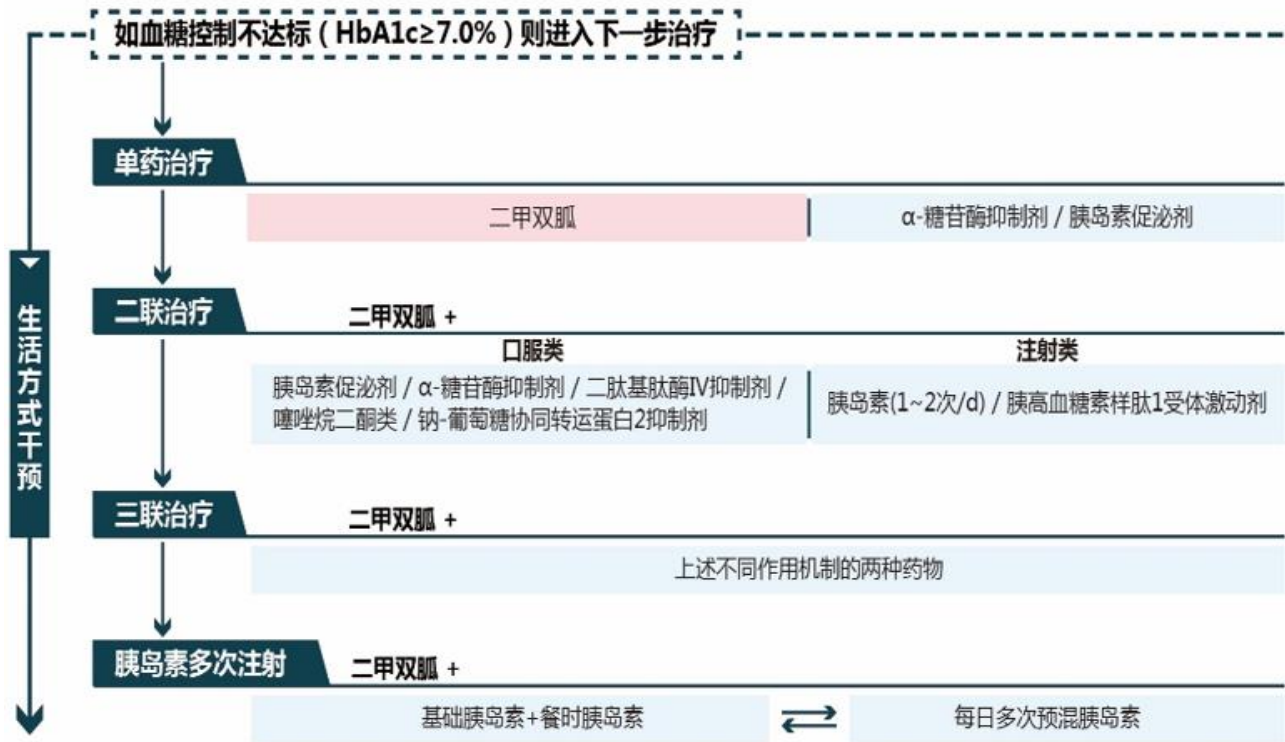
阿卡波糖是适合我国糖尿病患者的一线用药

根据国际糖尿病联盟（IDF）数据，目前全球有 4.25 亿糖尿病患者，比 2015 年增加了 1000 万；此外还有 3.5 亿多糖尿病高危人群。预计到 2045 年，糖尿病患者可能达到 6.29 亿，中国大陆约有 1.144 亿糖尿病患者（20-79 岁），约占中国成年人总数的 1/10。

糖尿病分为 1 型和 2 型糖尿病，1 型糖尿病又称胰岛素依赖型糖尿病，约占糖尿病病人总数的 10%，常发生于儿童和青少年，需要终身使用外来胰岛素治疗，年龄较大的患者也可加用二甲双胍和葡萄糖苷酶抑制剂类药物。2 型糖尿病患者占 90%，不需要依赖注射胰岛素降糖，只要通过合理的饮食控制和适当的口服降糖药治疗，便可获得一定的效果。

阿卡波糖为一线口服降糖药物，属于 α -葡萄糖苷酶抑制剂，通过抑制小肠中 α -葡萄糖苷酶，从而抑制食物的多糖分解，使糖的吸收减缓，减少餐后高血糖。由于国人主食以淀粉含量较高的米饭和面食为主，再加上原研厂家拜耳公司前期积极的市场推广，阿卡波糖在中国得到广泛应用，根据 2017 年版本的《中国 2 型糖尿病防治指南》，阿卡波糖被列入 2 型糖尿病的一线用药。我国糖尿病市场结构也因此与国际存在着较大差异，二甲双胍与阿卡波糖在我国占有接近 30%的市场份额，然而在国际只有大约 2%。

图 12 2 型糖尿病高血糖治疗路径

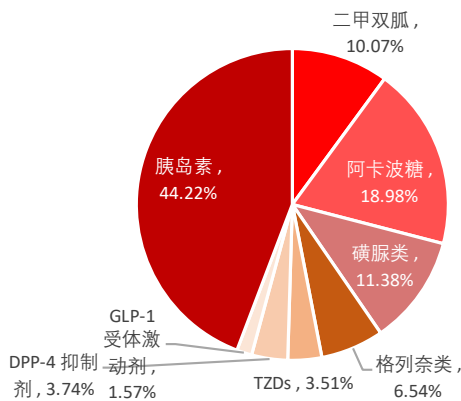


数据来源：《中国2型糖尿病防治指南（2017版）》，东莞证券研究所

公司的卡博平竞争格局良好，未来 3 年有望维持 30%以上增速

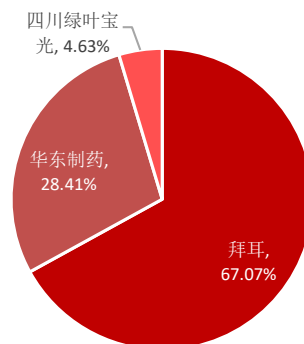
我国当前的糖尿病药品市场中，口服降糖药占据超过一半的市场份额，口服降糖药又以阿卡波糖、胰岛素促泌剂（磺脲类、格列奈类）与二甲双胍为主，不同于后两者，阿卡波糖由于原料药需要通过发酵获得，对发酵菌种要求高，生产成本低，因此竞争门槛高，目前国内仅有原研厂商拜耳的拜唐苹、华东医药的卡博平以及绿叶制药的贝希三个品种获得制剂批文，公司的卡博平市场份额仅次于原研，市场竞争格局良好。

图 13 2016 年中国糖尿病市场格局



数据来源：PDB，东莞证券研究所

图 14 2017 年中国阿卡波糖竞争格局

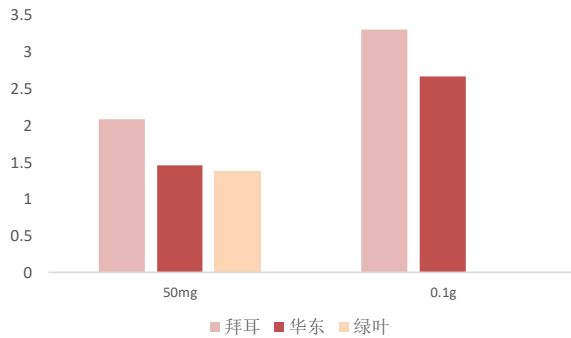


数据来源：PDB，东莞证券研究所

卡博平为国产首仿，在质量上与拜唐苹无明显差异，但性价比远高于拜唐苹。以 50mg 规格为例，2018 年第一季度拜唐苹各省市的单片平均中标价为 2.09 元左右，而华东医

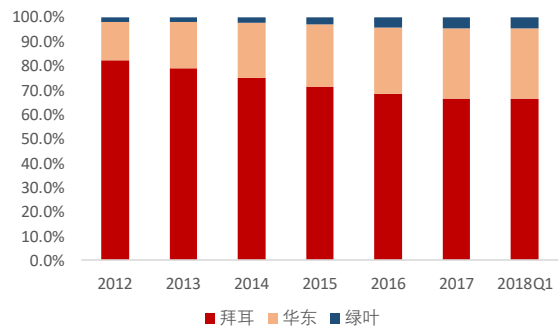
药的卡博平仅为 1.46 元/片，比原研低 30%，根据 PDB 数据，在近 5 年华东医药的卡博平发力明显，在全国重点医院的市占率由 2012 年的 15.8% 上升至 2018 年一季度的 29.1%，原研厂商拜耳的市场份额逐渐被蚕食，进口替代趋势明显。

图 15 2018 年 Q1 阿卡波糖中标价



数据来源：药智数据，东莞证券研究所

图 16 2012-2018Q1 阿卡波糖销售占比



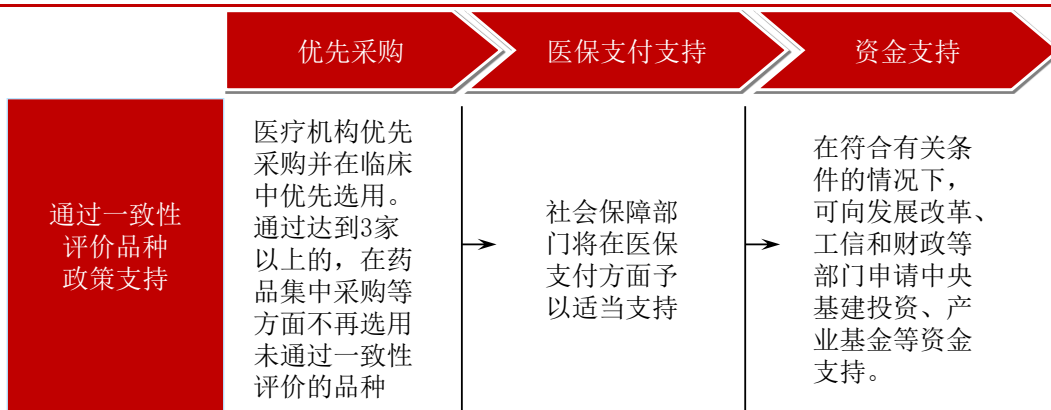
数据来源：PDB，东莞证券研究所

未来增长点：原研替代持续进行，基层渠道放量

1) 一致性评价进度领先

目前卡博平的 BE 试验已经完成，4 月 8 日获得药审中心承办，上半年国家药监部门对阿卡波糖新制定了审评指导意见，公司已根据反馈意见发补申报材料，目前公司 BE 现场核查已经结束，在等待最后的审评意见，四季度有望获批。主要竞争对手四川绿叶今年刚获得 CDE 受理，进度落后较多。通过一致性评价后，卡博平有望获得医疗机构优先采购以及医保支付支持，在说明书以及药品标签中使用“通过一致性评价”标识，质量认知度得到进一步提升，加速原研替代的步伐。

图 17 通过一致性评价品种政策支持



数据来源：东莞证券研究所

2) 医保目录调整

在 2017 年新版医保目录中，阿卡波糖由原来的乙类调整为甲类，由部分报销调整为全额报销。一般甲类药品可以全额报销，乙类药品则由各地区根据自身情况确定报销比例，平均报销比例在 70%-80%。本次医保目录的调整使阿卡波糖有效避免了近年来增长迅速

的DPP-4抑制剂的冲击,根据PDB数据,2017年第三季度DPP-4抑制剂销售额增长30.61%,阿卡波糖仍实现了超过7%的增长,从中也可反映出阿卡波糖在临床较高的认可度。

3) 基层渠道放量

随着分级诊疗与处方外流的推进,糖尿病等慢病的诊治将逐步向基层转移。目前公司共有销售人员超过1500多人,其中有500人专职负责阿卡波糖的基层销售推广。2017年公司阿卡波糖基层销量约占总销量的三分之一,覆盖了全国一半的县级医院,增速约为50%,远高于城市医院端20%左右的增速,已经成为阿卡波糖销售增长的主导力量,预计未来阿卡波糖基层渠道的销量占比将超过50%。

2.3 免疫抑制剂

免疫抑制剂是对机体的免疫反应具有抑制作用的药物,能抑制与免疫反应有关细胞(T细胞和B细胞等巨噬细胞)的增殖和功能,能降低抗体免疫反应,主要用于器官移植抗排斥反应和自身免疫病如**类风湿性关节炎、红斑狼疮、皮肤真菌病、膜肾球肾炎、炎性肠病和自身免疫性溶血贫血等**。

表 3 免疫抑制剂主要用药及作用机理

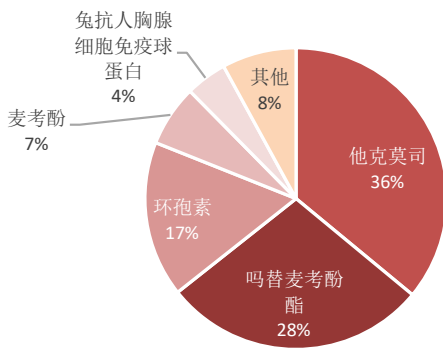
	主要药物	原理
第一代	强的松,甲基泼尼松龙、雷公藤多苷片、硫唑嘌呤、抗淋巴细胞球蛋白即抗淋巴细胞免疫球蛋白ALG	溶解免疫活性细胞,阻断细胞的分化 非特异性,为广泛的免疫抑制剂
第二代	环孢素 (环孢菌素、环孢菌素A)、山地明、赛斯平、环孢多肽A、环孢灵(Cy-A、Cs-A)、新出地明(Neoral)、 他克莫司、吗替麦考酚酯	阻断免疫活性细胞的白细胞介素2(IL-2)的效应环节,干扰细胞活化,其以淋巴细胞为主而具有相对特异性
第三代	雷帕霉素、霉酚酸脂(Mycophenolate Mofetil, MMF)	对PI3K相关信号通路进行抑制,从而抑制免疫细胞增殖和扩增,与第二代制剂有协同作用
第四代	抗IL-2受体单克隆抗体、FTYZO	针对改变Cytokine,如抑制TH1、增强TH2

数据来源: PDB, 东莞证券研究所

公司是国内免疫抑制剂市场的绝对龙头

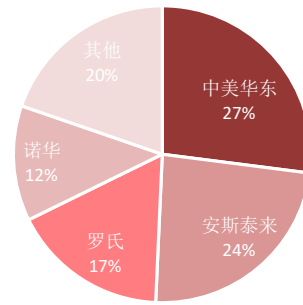
我国的免疫抑制剂主要以他克莫司、吗替麦考酚酯以及环孢素为主,其中他克莫司与吗替麦考酚酯可同时应用。根据PDB数据,2017年三个品种的市场份额合计超过80%,华东医药在这三大类品种的市场中均处于国产厂商的绝对优势地位,占有国内免疫抑制剂市场合计27%的市场份额,与三大原研厂商合计市场份额超过80%。

图 18 2017 年国内主要免疫抑制剂销售额占比



数据来源：PDB，东莞证券研究所

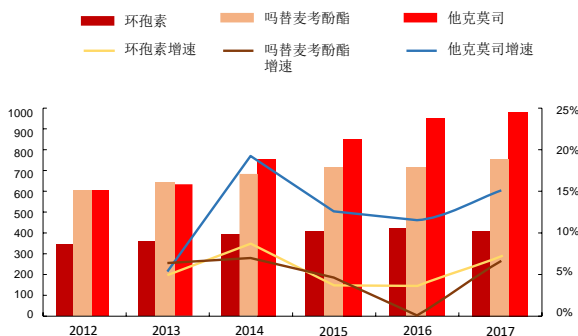
图 19 2017 年国内免疫抑制剂企业竞争格局



数据来源：PDB，东莞证券研究所

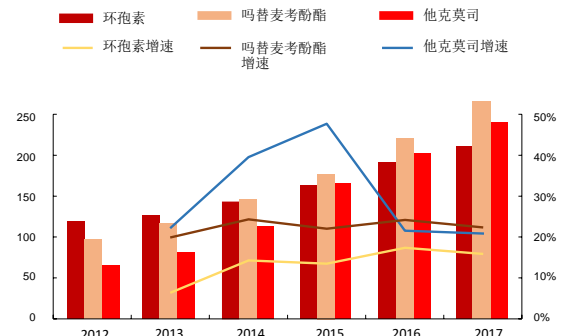
从总量上看，三大免疫抑制剂在最近 5 年持续稳定增长，2017 年样本医院的销售额合计 21.57 亿元，2012-2017 年实现了 7.95% 的复合增长率，市场容量仍有提升空间。从内部结构看，华东医药三大品种 2017 年在样本医院的销售额合计 7.24 亿元，2012-2017 年期间实现了 22.23% 的复合增长率，增速显著高于整体市场，预计 2018 年公司免疫抑制剂管线为公司贡献营业收入 9 亿元。

图 20 国内免疫抑制剂销售额（百万）及增速



数据来源：PDB，东莞证券研究所

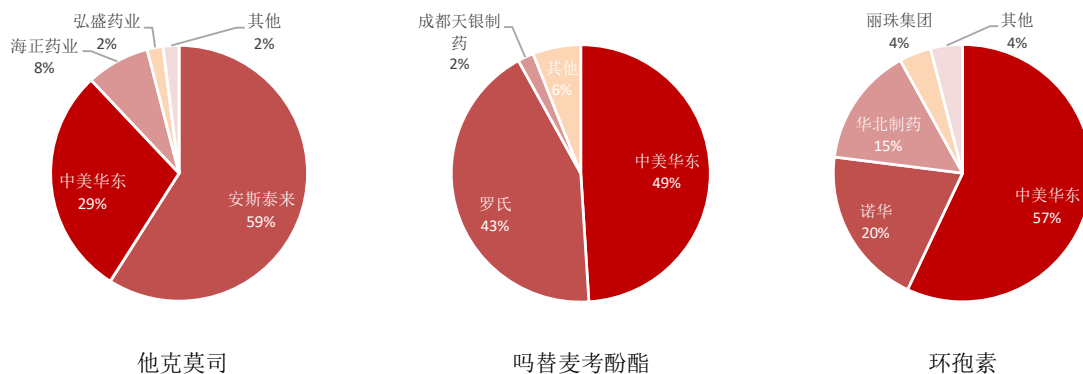
图 21 华东免疫抑制剂销售额（百万）及增速



数据来源：PDB，东莞证券研究所

细分药品来看，目前三个品种的市场均呈现“原研厂商+1-2 家国产厂商”的竞争格局，华东医药对原研厂商的替代能力以及市场份额在国产厂商中首屈一指，公司的环孢素甚至已经占有过半的市场份额，他克莫司与吗替麦考酚酯仍有较大的替代空间。

图 22 2017 年 9 月三大免疫抑制剂市场格局



数据来源：PDB，东莞证券研究所

公司的他克莫司、吗替麦考酚酯与环孢素的市场份额由 2012 年的 11.76%、16.26% 和 34.73% 增长为 2017 年第三季度的 24.81%、34.67% 和 48.64%，对应原研厂商的市场份额则由 2012 年的 85.94%、78.55% 和 42.54% 下降为 65.74%、60.05% 和 31.65%。此外，华东医药的中标单价相比原研低 30-40% 左右，竞争优势明显，由于三种产品均为 2005 年在国内上市，技术成熟，质量不存在明显差异，未来公司有望进一步对原研进行替代，三者的替代空间分别为 6.28、3.21 和 0.88 亿元。

表 4 2017 年 Q3 三大免疫抑制剂市场格局

药品名称	原研厂家	2018 年平均中标单价（元）		市场份额			
		原研	华东医药	原研 2012	原研 2017Q3	华东 2012	华东 2017Q3
他克莫司	阿斯泰来	11.84	9.39	85.94%	65.74%	11.76%	24.81%
吗替麦考酚酯	罗氏	14.08	6.85	78.55%	60.05%	16.26%	34.67%
环孢素	诺华	9.25	5.20	42.54%	31.65%	34.73%	48.64%

数据来源：PDB，东莞证券研究所

未来增长点

1) 器官移植需求缺口大，

自 2015 年 1 月 1 日起，公民逝世后器官捐献已成为我国器官移植供体的唯一合法来源。由于我国人口众多，患者数量庞大，现在每年约 30 万因末期器官功能衰竭需要移植的病人中，仅 1 万多人有机会获得器官移植，供需比例为 1: 30，缺口巨大。随着居民教育程度的提升与国家的大力支持，自愿捐献器官的人数日益提升。2016 年，我国公民逝世后自愿器官捐赠达到 4080 例，器官移植手术 13263 例，捐献数与移植数均位居世界第 2 位，创历史新高。PMP（每百万人口的实际器官捐献率）由 6 年前的 0.03 上升到 2.98。2017 年前 7 个月，完成捐献 2866 例，同比增长 33%。

器官移植过程中最关键的环节就是抑制人体对外来器官的排斥反应，这种排斥可能会导致皮疹、黄疸腹泻等症状，引起一个或多个器官的纤维化和萎缩，使得器官功能进行性丧失，严重者还会导致死亡。在手术前后需要使用大量的免疫抑制剂，药物的使用一般会随着移植物在受体时间的延长而逐渐减量，但一般不会彻底停药。器官移植供需两端的高增长为免疫抑制剂市场创造了良好的增长环境。

2) 医保目录取消适应症限制

2017 年新版的医保目录取消了环孢素和他克莫司“限器官移植、再生障碍贫血”的适应症限制，有利于公司免疫抑制剂产品扩大使用范围，在其他非移植科室的拓展，主要应用的适应症为**银屑病、类风湿性关节炎等免疫性疾病**。

表 5 免疫抑制剂三大产品 2017 版医保适应症限制调整

药品	2009版医保	2017版医保
环孢素	限器官移植、再生障碍性贫血和工伤保险	无限制
他克莫司	限器官移植和工伤保险	无限制
吗替麦考酚酯	限器官移植和工伤保险	限器官移植

数据来源：东莞证券研究所

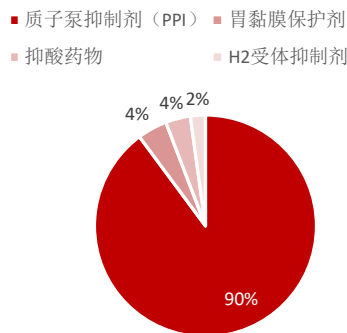
3) 一致性评价助力原研替代

一致性评价作为中国医药行业一次系统性的供给侧改革，未来 3-5 年会对行业存量市场和竞争格局产生重大影响。虽然公司的免疫抑制剂已经在国内市场具备一定市场份额及临床认可度，但依然积极参与一致性评价，他克莫司与环孢素已进入 BE 临床研究阶段，而先前一致性评价进展较快的竞争对手海正药业未能通过他克莫司的一致性评价。通过一致性评价后，对原研厂商的替代速度将进一步提升。

2.4 消化性溃疡用药：泮托拉唑

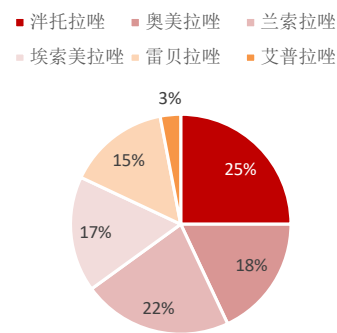
公司的泮托拉唑属于质子泵抑制剂（PPI），PPI 主要作用于激活的质子泵以达到抑酸的目的，能够全面减轻消化性溃疡和胃食管反流病的症状，是消化性溃疡用药的一线用药，其他药品类型还有胃粘膜保护剂、抑酸药物与 H2 受体抑制剂。2017 年我国 PPI 在样本医院的销售额约为 71.24 亿元，占据消化溃疡用药市场大约 90% 的市场份额。

图 23 2016 年消化用药市场格局



数据来源：PDB，东莞证券研究所

图 24 2017 年 PPI 竞争格局



数据来源：PDB，东莞证券研究所

PPI 类药品又可以分为一代与二代 PPI，一代 PPI 包括泮托拉唑、奥美拉唑与兰索拉唑，其中泮托拉唑是国内销售额最高的 PPI 药物；二代 PPI 包括埃索美拉唑、雷贝拉唑与艾普拉唑。一代 PPI 依然占据国内 PPI 市场超过 60% 的市场份额，二代 PPI 近几年增长较快，相比一代 PPI 血浆半衰期与达峰时间更长，起效快，持续抑酸能力强，但生物利用度与一代相比并无明显优势，价格也比一代更高。泮托拉唑的药效动力学参数在一代 PPI 中表现中上，同比二代也无明显劣势，未来受到二代 PPI 的影响小于同类产品。

表 6 质子泵抑制剂药效动力学参数及参考中标价

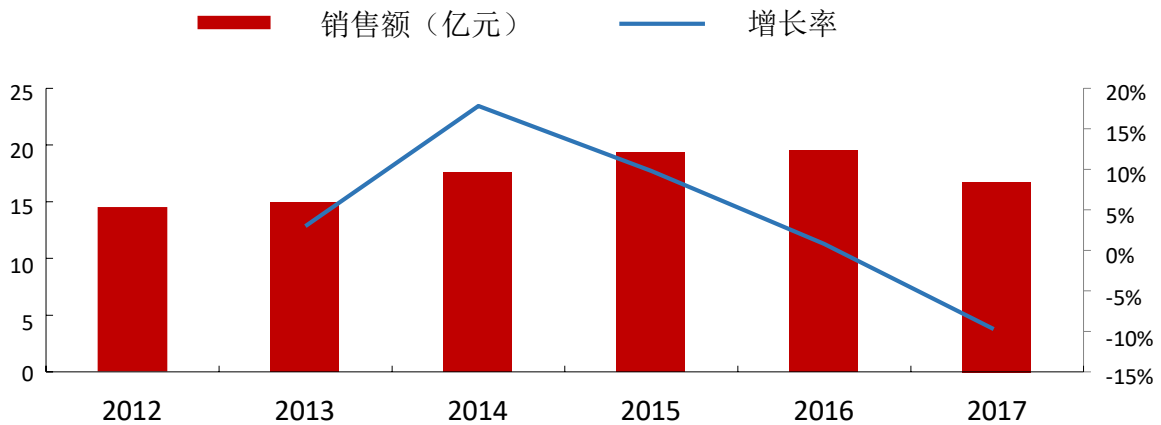
药品	血浆半衰期 (h)	达峰时间 (h)	生物利用度 (%)	参考中标单价 (2018)		2011-2016年 销售额CAGR
				粉针	口服制剂	
奥美拉唑	0.5-1.0	0.5-7	35/60	20	-	<0
兰索拉唑	1.3-1.7	2	85	24	2.5	31.4%
泮托拉唑	0.8-2.0	2.5	77	33	5	9.7%
雷贝拉唑	1-2	3.1	52	98	-	27.9%
埃索美拉唑	1.3	1-2	64/89	96	-	15.4%
艾普拉唑	4.3	4-5	80-90	-	14	64.4%

数据来源：PDB，药智数据，东莞证券研究所

总量分析：泮托拉唑未来有望回归正增长

最近 3 年受二代 PPI 发展前期的冲击以及医保控费压力的影响，泮托拉唑在样本医院的销售额增速有所下滑。随着胶囊剂型占比和公司市占率的提升，以及考虑泮托拉唑疗效在临床的认可程度较高，泮托拉唑有望回归正增长。

图 25 2012-2017 年 H1 泮托拉唑销售额及增速



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

结构分析：泮托拉唑市场竞争激烈，胶囊剂型助力公司份额稳定提升

泮托拉唑在国内市场的竞争非常激烈，目前共有超过 70 家厂商，不存在占据绝对优势的公司。截至 2017 年底，华东医药的市场占比已经突破 20%，位居次席，与首位的奈科明差距不多，且呈现逐年上升的趋势，显示了公司较强的市场竞争力。

图 26 2017 年中国泮托拉唑竞争格局

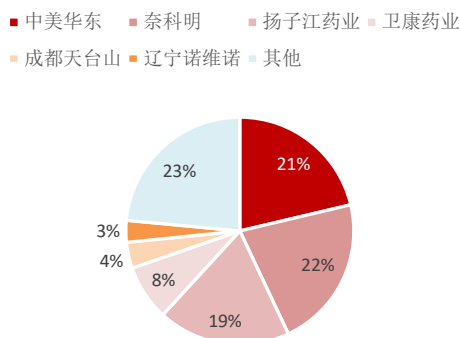
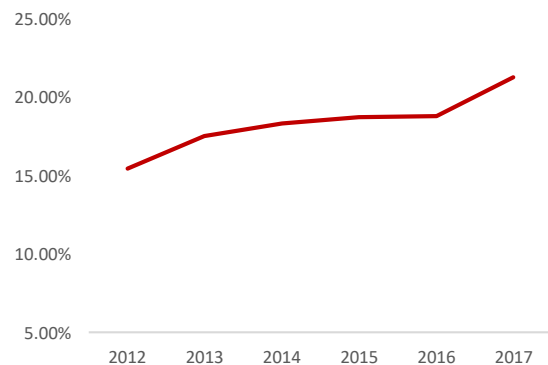


图 27 2012-2017 中美华东泮托拉唑市场份额



数据来源：PDB，东莞证券研究所

数据来源：PDB，东莞证券研究所

泮托拉唑主要有粉针剂与胶囊剂两种剂型，注射剂型目前已有 139 个批准文号，竞争激烈，胶囊剂只有 21 个批准文号，竞争格局良好，公司近年来积极推广胶囊剂型，预计 2018 年公司粉针剂型与胶囊剂型的增速分别为 10%和 30%，整体增速约为 18%，对应销售额为 9.8 亿元。

此外，公司的注射用泮托拉唑钠和泮托原料药已通过 FDA 现场核查，ANDA 正在等待最终的审核通过。我们判断公司进行海外认证的主要原因为增强粉针剂型在国内的竞争力，因为根据 CFDA 于 2017 年 9 月发布的《仿制药质量和疗效一致性评价受理审查指南（境内共线生产并在欧美日上市品种）》，共用同一条生产线且在欧美申请上市并通过现场检查的药品可以享受优先审评政策，一致性评价弯道超车，利用政策春风进一步扩大市场份额。

3. 在研管线

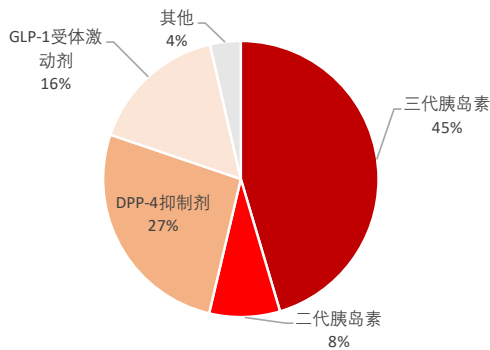
3.1 降糖药——全面布局，抢占 500 亿市场份额

目前我国糖尿病患者人数高达1.14亿，位居全球第一，发病率由2000年的不到3%增长到2017年的12%。随着人们生活水平的提高、老龄化速度的加快以及肥胖率的提升，糖尿病患病率呈现不断攀升的态势，这推动了糖尿病用药市场的迅速扩容。根据米内网数据，2016年中国公立医疗机构终端与城市零售药店终端的降糖药销售额为484.19亿元，预计实际销售额超过该数据，可达500亿元以上。

国内外用药结构差异大，长期看好新机制口服抗糖药与三代胰岛素

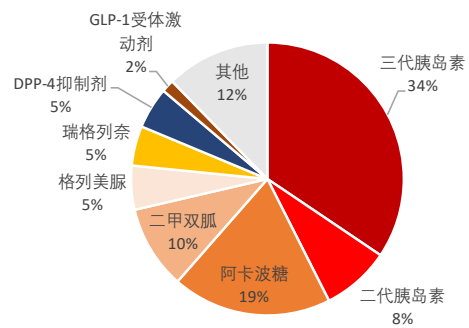
基于经济效益考虑，国内降糖药在短期内仍会以性价比更高的双胍类、糖苷酶抑制剂等传统口服降糖药以及二代胰岛素为主，但在欧美发达国家占据主流市场的是以肠促胰岛素为靶点的新型降糖药物以及三代长效胰岛素为主，其中以肠促胰岛素为靶点的新型降糖药物包括胰高糖素样肽1 (GLP-1) 受体激动剂和二肽基肽酶4 (DPP-4) 抑制剂两类，在我国推广较慢的原因主要是价格相对较高。

图 28 2017 年全球糖尿病市场格局



数据来源：PDB，东莞证券研究所

图 29 2017 年中国糖尿病市场格局



数据来源：PDB，东莞证券研究所

随着我国人民的消费升级，药效更好的新机制口服抗糖药和三代胰岛素中长期会成为我国糖尿病市场的增长点。2017年医保目录，DPP-4抑制剂，GLP-1受体激动剂，SGLT-2抑制剂等新型用药被列入医保，利拉鲁肽也通过谈判进入医保目录，《中国2型糖尿病防治指南（2017版）》的二联用药中也加入了GLP-1受体激动剂和SGLT-2抑制剂。

表 7 口服降糖药各品种对比

药品名	作用机制	降糖效果	日均费用（元）	医保	用法用量	不良反应
糖苷酶抑制剂	延缓碳水化合物在肠道内的消化吸收	0.50%	8.2	甲类	随餐服用	胃肠道反应
双胍类	减少肝脏葡萄糖输出	1.0%-1.5%	1.3	甲类	随餐服用	胃肠道反应，肝肾功能不全者禁用
胰岛素促泌剂-磺脲类	刺激胰岛β细胞分泌胰岛素	1.0%-1.5%	1	甲类	1-3 次/天	肝肾功能不全者低血糖风险增加
胰岛素促泌剂-格列奈类	刺激胰岛β细胞分泌胰岛素	0.5%-1.5%	2.4	乙类	随餐服用	
胰岛素增敏剂	增加靶细胞对胰岛素作用的敏感性	1.0%-1.5%	3.2	乙类	1-2 次/天	水肿；心衰、肝病、骨质疏松者者禁用
GLP-1受体激动剂	激动 GLP-1 受体，增加胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌，抑制食欲	0.80%	27	地方乙类	2 次/天	胃肠道反应
DPP-4抑制剂	减少 GLP-1 的分解，促进胰岛素分泌	0.4%-0.9%	7.9	乙类	1-2 次/天	
SGLT-2抑制剂	抑制葡萄糖重吸收，促进葡萄糖排泄	0.5%-1.0%	16.28	/	1 次/天	生殖泌尿道感染

数据来源：东莞证券研究所

糖尿病全面布局，强劲现金流为研发及外延并购提供有力支持

公司在糖尿病领域的研发布局全面，GLP-1受体激动剂、DPP-4抑制剂、SGLT-2抑制剂均有药品获得临床批文或已开展临床，在国内厂商中排名靠前，再一次证明了公司国内仿制药龙头的实力。三代胰岛素虽然进度相对落后，但布局的品种在国内竞争格局良好，尚未有国产厂商成为首仿。除了自主研发与合作委托开发，公司还通过产品授权引进（License-in）国外品种，大大加快了研发进度，TTP273与HD118就是典型的例子。

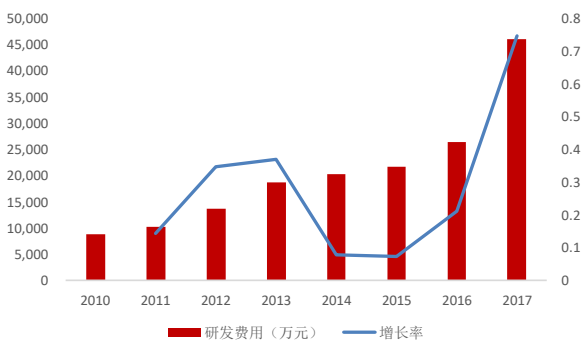
公司2017年研发投入4.62亿元，同比增长74.84%，公司今年进一步加大研发投入，前三季度已投入4.66亿元，研发费用率同比增长0.35pct，预计全年研发投入超过6亿元。研发费用支出主要用于自主开发新药、在研与在线产品技术提升、重大产品国际注册认证、仿制药一致性评价、外部新产品技术和权益的引进等。公司未来将继续坚持国际化与创新转型的发展战略，加大引进外部新药项目的力度。2017年期末现金余额高达23.73亿元，强劲的现金流为公司未来的外延并购提供有力支持。

表 8 公司糖尿病管线在研项目

项目名称	注册分类	适应症领域	研发进展
TTP273	化药 1.1	2 型糖尿病	美国引进，目前处于国内技术转移，临床前研究阶段
HD-118 及片	化药 1.1	2 型糖尿病(DPP-4 类)	美国引进，目前已获得国内临床批文，开展 I 期临床试验
利拉鲁肽	生物制品 10	2 型糖尿病，GLP-1 类似物	受让获得临床批文，已开始 1 期临床试验
吡格列酮二甲双胍片 (15/850mg)	补充申请	2 型糖尿病	获得临床批文，制备临床样品，开展临床试验
卡格列净及片	化药 3+3	2 型糖尿病	获得临床批文，已制备临床样品，开始临床试验
曲格列汀及片	化药 3+3	2 型糖尿病	获得临床批文，已制备临床样品，开始临床试验
卡格列净二甲双胍复方片	化药 3.2	2 型糖尿病	获得临床批文，制备临床样品，开始临床试验
西格列汀二甲双胍复方片	化药 4	2 型糖尿病	已完成BE 备案，正在开展BE 试验
地特胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素，用于 1 型、2 型糖尿病	已于 2017 年底申报临床
门冬胰岛素	生物制品 7	重组胰岛素，用于 1 型、2 型糖尿病	临床前研究
德谷胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素，用于 1 型、2 型糖尿病	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

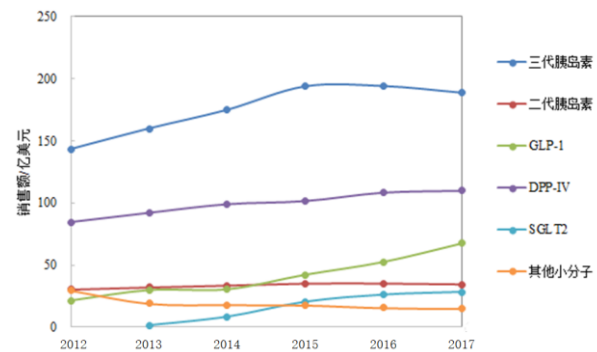
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 30 2010-2017 年华东医药研发费用及增速



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 31 2012-2017 年全球各类降糖药市场变化



数据来源：生物制药小编，东莞证券研究所

1) GLP-1 受体激动剂（利拉鲁肽&TTP273）

GLP-1作用机理及市场格局

胰高糖素样肽1（GLP-1）是由肠道L细胞分泌的一种肽类激素，能够促进胰腺β细胞葡萄糖浓度依赖性分泌胰岛素。GLP-1受体激动剂通过激活体内的GLP-1受体、提高GLP-1的水平，以葡萄糖依赖的方式促进胰岛β细胞分泌胰岛素，减少胰岛α细胞分泌胰高血糖素，在降低血糖（包括空腹血糖和餐后血糖）的同时，很少引起低血糖的发生。除了安全降糖，GLP-1还能延迟胃排空、增加饱胀感，起到减肥的效果，部分GLP-1激动剂还发现具有轻度降压、保护肾脏、减少心血管事件风险、促进胰岛细胞再生的作用。

目前来看，GLP-1受体激动剂已成为全球糖尿病药物市场扩容最重要的推动力，2017年GLP-1受体激动剂市场规模为72.4亿美元，占全球降糖药物市场的15%，五年复合年增长率达到27%，在所有降糖药中增速最快。2017年国内GLP-1市场规模仅4亿元人民币，仅占全球GLP-1市场规模的1%左右，远低于胰岛素的比例。一方面是由于进入市场晚，另一方面是因为价格较高（为胰岛素治疗成本的5-10倍），此外患者对GLP-1认知程度明显较差，需要不断地进行市场教育。

表 9 GLP-1 类药物对比

作用时间	短效制剂			长效制剂			
通用名	艾塞那肽 Exenatide	利西拉肽 Lixisenatide	艾塞那肽缓释剂 Exenatide	利拉鲁肽 Liraglutide	度拉那肽 Dulaglutide	阿必鲁肽 Albiglutide	索马鲁肽 Semaglutide
商品名	Byetta	Lyxumia	Bydureon	Victoza Saxenda (减肥药)	Trulicity	Tanzeum / Eperzan	Ozempic
厂商	阿斯利康/施贵宝	赛诺菲	阿斯利康/施贵宝	诺和诺德	礼来/日本住友	葛兰素史克	诺和诺德
全球上市时间	2005 年	2013 年	2011 年	2010 年	2014 年	2015 年	2017 年
给药频率	每日两次	每日一次	每周一次	每日一次	每周一次	每周一次	每周一次
降糖效果	+	++	+	++	++	+	+++
减重效果	++	+	++	++	+	+	+++
心血管保护作用	+	+	+	++	+	+	++
副作用（呕吐）	+	+	++	++	++	+	+
副作用（注射反应）	++	/	++	+	+	++	+

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

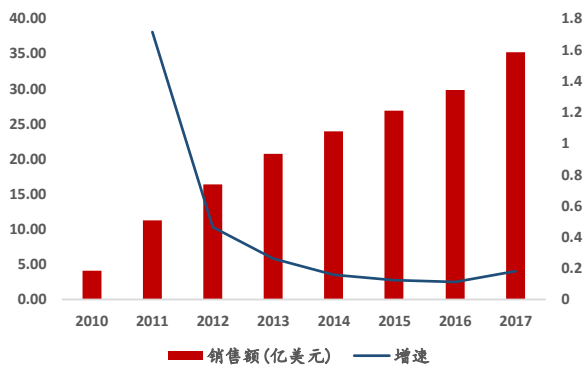
利拉鲁肽——最受欢迎的GLP-1受体激动剂

利拉鲁肽是诺和诺德于2009年推出的重磅GLP-1受体激动剂，其在GLP-1基础上进行了脂肪酸侧链的修饰，使得其可以和血清白蛋白结合，半衰期延长到了11-13h，另外由于其和GLP-1有97%的同源性，大大降低了免疫原性。是目前公认降糖效果良好、副作用小的长效GLP-1受体激动剂。

2010 年初利拉鲁肽获FDA批准进入美国市场，2011年进入中国市场。2017年利拉鲁肽（Victoza）全球销售额继续大涨16%，达到38亿美元，减肥药Saxenda增长62%，销售额约4亿美元，合计42亿美元，在GLP-1受体激动剂市场中处于绝对统治地位。根据PDB数据，利拉鲁肽2017年在国内样本医院国内销售额达0.52亿元，同比增长24.5%，占GLP-1市场份额的69%，其余为较早上市但降糖效果不强、免疫原性高的艾塞那肽，竞争格局良好。

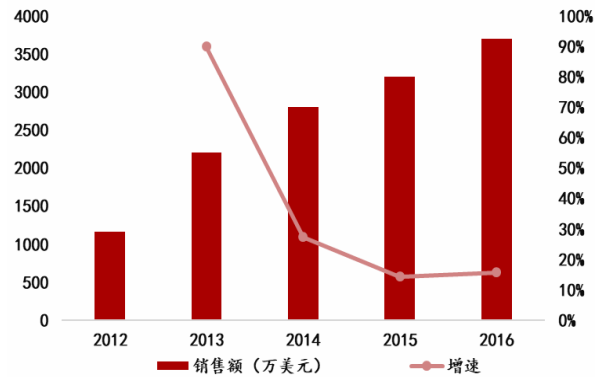
2017年9月，利拉鲁肽以谈判方式进入中国医保目录，医保支付标准410元（需二级以上医疗机构医师处方），是医保目录中唯一的GLP-1受体激动剂。考虑到GLP-1受体抑制剂作为国际主流降糖药，目前仅占中国糖尿病药物市场的0.9%，未来增长空间巨大，且利拉鲁肽药效好、新进医保等因素，预计利拉鲁肽国内市场空间超30亿元。

图 32 2010-2017 年利拉鲁肽全球销售额



数据来源：诺和诺德研报，东莞证券研究所

图 33 2012-2016 年利拉鲁肽国内销售额



数据来源：诺和诺德年报，东莞证券研究所

公司利拉鲁肽研发位于国内第一梯队。2017年8月诺和诺德的Victoza在中国的专利权过期，目前国内厂商位于第一梯队的分别是公司旗下子公司九源基因、翰宇药业和通化东宝。由于三者申报的注册分类不同，需根据各自分类进行分析。

九源基因的利拉鲁肽2016年8月获批临床，目前I期临床已顺利完成，预计今年四季度开展III期临床，是目前国内最早进行申报的厂商。若按照临床+申报审批2年的经验周期计算，有望于2020年进行报产，此外减肥适应症也于2017年9月获批临床。

翰宇药业按照化药6类进行申请，获批后只需完成生物等效性试验，公司于2017年9月获批临床，但临床试验登记与信息公示平台尚未查询到相关试验开展的数据。通化东宝的利拉鲁肽于2017年11月获临床受理，按照生物制品15类进行申请，虽然目前仍位于在审状态，但根据生物制品注册分类及申报资料要求，获批后可直接进行III期临床，因此也将其归入第一梯队。

表 10 利拉鲁肽国内厂商申报情况

受理编号	注册分类	药品类型	企业名称	承办时间	审批状态	备注
CXSL1400007	生物制品 10	新药	九源基因	2014/4/28	2016 年 8 月获批	I 期 III 期临床
CYHS1401875	化药 6	仿制药	翰宇药业	2015/8/20	2017 年 9 月获批	只需进行 BE 试验
CXHL1402068	化药 3.1	新药	翰宇药业	2015/9/14	2017 年 9 月获批	原料药
CXSL1600109	生物制品 7	新药	九源基因	2017/2/6	2017 年 9 月获批	减肥适应症
CXSL1700049	生物制品 7	新药	派金生物	2017/6/23	在审	
CXSL1700050	生物制品 10	新药	派金生物	2017/6/23	在审	
CXSL1700093	生物制品 10	新药	正大天晴	2017/9/27	在审	
CXSL1700092	生物制品 10	新药	正大天晴	2017/9/27	在审	
CXSL1700094	生物制品 10	新药	东阳光药业	2017/10/12	在审	
CXSL1800016	生物制品 10	新药	联邦制药	2018/2/14	在审	
CXSL1700209	生物制品 10	新药	万邦生化	2018/2/14	在审	
CXSL1700210	生物制品 10	新药	万邦生化	2018/2/14	在审	
CXSL1700118	生物制品 10	新药	亦庄国际 先为达生物	2018/3/1	在审	
CXSL1700142	生物制品 7	新药	通化东宝	2018/3/14	在审	原料药
CXSL1700143	生物制品 15	新药	通化东宝	2018/3/14	在审	获批后可直接进行 III 期临床
CXSL1700215	生物制品 7	新药	亦庄国际 先为达生物	2018/3/21	在审	

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

TTP273——公司授权引进新品种典型案例

2017年12月公司获得口服GLP-1受体激动剂 TTP273 在中国等16个国家和地区的知识产权和商业权利独家许可，许可费用总额3300万美元，分阶段支付。该产品由美国vTv公司研发，为全球首创的非肽类、高选择性GLP-1受体激动剂。TTP273在美国已完成临床II期试验，公司可直接在国内开展III期临床。II期临床结果显示，**TTP273对降低糖尿病患者的糖化血红蛋白（HbA1c）效果明显，耐受性良好，无严重低血糖反应，低剂量效应优于高剂量。**此外，由于目前上市的GLP-1受体激动剂及其类似物均为注射剂型，用药不方便，TTP273上市后可覆盖更多患者。

目前TTP273已完成技术转移，公司计划于今年年底在中国开展全球多中心II期临床，之后完成人种差异试验并申报III期临床，公司正在考虑优化临床和后期注册生产方案，研发速度有望比预期加快。公司2017年经营净现金流达16.6亿元，现金流充沛，产品授权引进（License-in）未来将成为公司新药创新国际化的重要途径。

2) DPP-4抑制剂（HD118&曲格列汀&西格列汀二甲双胍）

DPP-4抑制剂作用机理及市场格局

DPP-4抑制剂即二肽基肽酶4抑制剂，又称格列汀类药物。该类物质能够抑制胰高血糖素样肽-1（GLP-1）和葡萄糖依赖性促胰岛素分泌多肽（GIP）的灭活，提高内源性GLP-1和GIP的水平，促进胰岛β细胞释放胰岛素，同时抑制胰岛α细胞分泌胰高血糖素，从而提高胰岛素水平，降低血糖，且不易诱发低血糖和增加体重。与GLP-1受体激动剂作用途径

类似，但是作用方向为“一推一拉”的关系，与GLP-1相同，DPP-4抑制剂也为血糖依赖性降糖药，即低血糖的时候会主动减弱药效，避免了低血糖的风险，但个别药品例如沙格列汀、阿格列汀可能增加心衰风险。

表 11 DPP-4 抑制剂对比

通用名	西格列汀	沙格列汀	维格列汀	利格列汀	阿格列汀	特力利汀	曲格列汀
商品名	Januvia	Onglyze	Galvus	Tradjenta	Nesina	Tenelia	Zafatek
厂商	默沙东	阿斯利康	诺华诺德	礼来/日本住友	武田	第一三共	武田
全球上市时间	2006 年	2009 年	2007 年	2011 年	2013 年	2012 年	2015 年
给药频率	每日一次	每日一次	每日两次	每日一次	每日一次	每日一次	每周一次
降糖效果	+	+	+	+	+	+	+
体重保持	+	+	+	+	+	+	+
肾，肝功能不全	降低剂量	降低剂量	降低剂量	无需调整	降低剂量	无需调整	降低剂量
心衰住院风险	/	+	/	/	+	/	/
关节疼痛	+	+	/	+	+	/	/

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

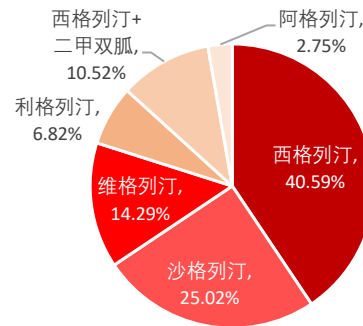
2017年开始至今，DPP-4五大品种均已列入乙类医保，虽然仅限于二线用药，在国内短时间取代二甲双胍、胰岛素和阿卡波糖等仍较难，但参照该类产品在全球市场的良好表现，且随着中国糖尿病用药人群的逐年增加，以及医生和患者对DPP-4类产品认知度的提高，预计后续该类产品在国内的市场份额将会逐步提升。

图 34 2010-2017 年 Q3 DPP-4 样本医院销售额



数据来源：诺和诺德研报，东莞证券研究所

图 35 2017 年 DPP-4 抑制剂市场格局



数据来源：PDB，东莞证券研究所

华东医药在DPP-4抑制剂的研发布局比较合理，既包括从国外引进的创新品种和国内尚未上市的国际品种，也包括临床认可度高、已具备一定市场基础的品种。

公司授权引进1类新药HD118，临床开启在即

2014年，中美华东与Sino-Med International公司签署了1类新药HD118的技术转让合同，获得了HD118在中国用于治疗2型糖尿病范畴内疾病的所有相关技术及中国专利权。国外已经完成的临床试验显示HD118降糖效果良好，400mg和200mg HD118治疗12周后，HbA1c绝对值减少0.82%和0.64%，相对于安慰剂减少分别0.52%和0.34%，未见严重和高发的不良反应。HD118于2017年底获得临床批文，正在进行临床样品制备，即将开展临床试验，预计上市时间为2021年。

全球首款长效 DPP-4抑制剂曲格列汀已开始临床试验

曲格列汀是全球首款周服长效降糖药，2015年3月由武田制药在日本上市，虽然药效与其他同类型品种无显著差异，但**给药频率为每周一次，而市场上同类 DPP-4抑制剂需要每天口服一次**，有望改善患者的便利性和依从性。目前原研的Zafatek在国内仍未上市，华东医药已经获得临床批文，已制备临床样品，开始临床试验。自2016年5月齐鲁制药获批临床起，国内已有多家企业获得临床批文，竞争激烈，上市后公司对渠道的掌控能力有望成为决定曲格列汀竞争力的因素。

西格列汀二甲双胍片

西格列汀二甲双胍片配合饮食和运动治疗，用于经二甲双胍单药治疗血糖仍控制不佳或正在接受二者联合治疗的2型糖尿病患者。目前国内市场仅有默沙东的捷诺达上市，上市时间为2012年，由于良好的降糖效果和较低的价格，2017年第三季度在国内样本医院的销售额为1820万元，占据DPP-4 抑制剂市场10.52%的市场份额。**目前国内正在开展生物等效性试验的厂商只有华东医药与通化东宝，竞争格局良好**，两者均于2017年下半年开启 BE 试验，由于技术成熟，上市后均有望对捷诺达进行原研替代。

3) SGLT-2抑制剂（卡格列净及片）

SGLT-2抑制剂作用机理及市场格局

SGLT-2抑制剂，中文名为钠-葡萄糖协同转运蛋白2抑制剂，又称格列净类药物，可以抑制肾脏对葡萄糖的重吸收，使过量的葡萄糖从尿液中排出，降低血糖。与其他降糖药不同的是，SGLT-2抑制剂是非胰岛素依赖型降糖药，因此可以跟其他降糖药合用起到协同作用。整体而言，**SGLT-2抑制剂的低血糖风险小，可降低体重和血压，部分品种具有心血管获益作用，但也存在泌尿系统感染、骨折及下肢截肢风险**。由于SGLT-2抑制剂独特的非胰岛素依赖降糖途径，目前热门研发方向主要为SGLT-2抑制剂与其他降糖药尤其是二甲双胍或DPP-4抑制剂的复方制剂。

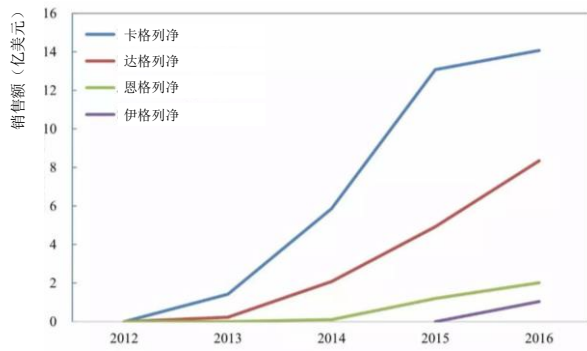
表 12 SGLT-2 抑制剂对比

通用名	卡格列净	达格列净	恩格列净	伊格列净	托格列净
商品名	Invokana	Farxiga	Jardiance	Suglat	Deberza
厂商	强生	阿斯利康	礼来/BI	安斯泰来	中外/赛诺菲
全球上市时间	2013	2014	2014	2014	2014
降糖效果	+	+	+	+	+
减重效果	++	+	+	/	+
心血管保护作用	+	+	+	/	+
泌尿生殖系统感染风险	+	+	+	++	需进一步研究
骨折及下肢截肢风险	+	/	/	/	

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

SGLT-2抑制剂2014年上市，初期增长较快，2016年增速有所下滑，全球市场主要由三大品种组成，分别包括强生的卡格列净、勃林格殷格翰的恩格列净和阿斯利康的达格列净，三个品种于2017年先后在国内上市，目前尚未有相关销售数据，由于三者尚未进入医保报销系统，未来增长的持续性仍需关注是否进入医保。

图 36 2012-2016 年 SGLT-2 抑制剂全球销售额



数据来源：生物制药小编，东莞证券研究所

图 37 已上市 SGLT-2 复方制剂

通用名	商品名	厂商	全球上市时间
卡格列净/二甲双胍	Vokanamet	强生	2014
达格列净/二甲双胍	Xigduo	阿斯利康	2014
恩格列净/二甲双胍缓释片	Synjardy	勃林格-礼来联盟	2016
恩格列净/利格列汀	Glyxambi	勃林格殷格翰	2015
达格列净/沙格列汀	Qtern	阿斯利康	2017

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

卡格列净临床数据理想，试验显示坎格列净组在血糖、血压及血脂控制方面明显受益，心血管终点时间显著降低。但卡格列净也存在骨折风险，FDA要求其在说明书上标明相关警示信息。由于相对良好的降糖效果和减重效果，2017年卡格列净全销售额11.11亿美元，同比2016年有所下降，但仍在SGLT-2抑制剂市场中排名第一。

华东医药的卡格列净和卡格列净二甲双胍复方片分别于2016年3月和2017年3月获得临床批文，目前已开始临床试验。目前国内已有多家企业获得卡格列净临床批文，竞争激烈，其中杨森制药以及豪森药业进度领先，已经递交上市申请。参照前两者经验，华东医药的卡格列净有望于2020年获批上市。

4) 胰岛素

胰岛素从1921年被首次提取至今，研发一共经历了动物源胰岛素、重组人胰岛素和重组胰岛素类似物三代演变，胰岛素根据起效和作用时间又可主要分为中长效/长效、短效/速效、预混胰岛素。一代胰岛素为异源胰岛素，副作用多，已经基本被临床淘汰；相比重组人胰岛素，胰岛素类似物在起效时间、峰值表现、作用持续时间方面有较大优势，可更好地模拟生理胰岛素分泌曲线，显著降低低血糖的风险。

表 13 二代三代胰岛素对比

	药品种类		起效时间	峰值时间	持续时间
	重组人胰岛素 (二代)	短效胰岛素	普通胰胰岛素	30m	1-3h
中长效胰岛素		精蛋白锌胰岛素	1.5h	4-12h	24h
预混胰岛素		人胰岛素30/70	30m	1-3h	24h
		人胰岛素50/50	30m	2-8h	24h
胰岛素类似物 (三代)	长效胰岛素	甘精胰岛素	2-3h	无	30h
		地特胰岛素	3-4h	3-14h	24h
	速效胰岛素	赖脯胰岛素	10-15m	1-1.5h	4-5h
		门冬胰岛素	10-15m	1-2h	4-6h
	预混胰岛素	门冬胰岛素30	10-20m	1-4h	14-24h
		赖脯胰岛素25	15m	30-70m	16-24h

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

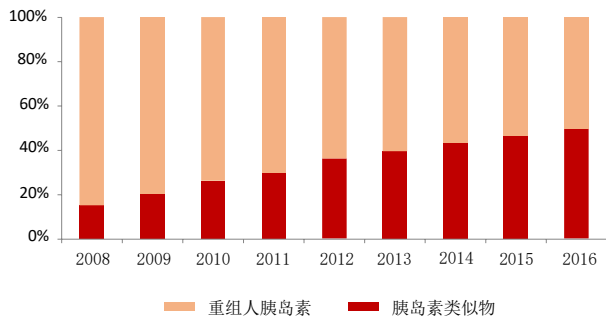
2017年胰岛素的全球销售额为223.18亿美元，约占糖尿病市场的53%，其中三代胰岛素销售额为188.65亿美元，在胰岛素的内部占比为84.53%，虽然受类似药冲击，近两年销

销售额略有下降，但依然是糖尿病市场的最大类品种，赛诺菲的中长效甘精胰岛素更是长期占据抗糖药销售额榜首位置。

长期来看，三代胰岛素替代二代胰岛素是胰岛素市场的发展趋势，参照美国经验，二代胰岛素的占比由2005年的50%以上降低到现在的不足20%，最近3年二代胰岛素的占比才稍微稳定下来。根据IMS数据，2016年我国三代胰岛素因为经济效益因素，在胰岛素的内部占比仍未满50%，距离美国80%的占比水平仍有很大替代空间。短中期来看，考虑经济效益和医保基金压力，二代胰岛素仍会在我国的糖尿病市场占据一席之地，2017年新版医保目录将二代胰岛素由乙类医保升级为甲类医保，三代胰岛素仍为乙类。

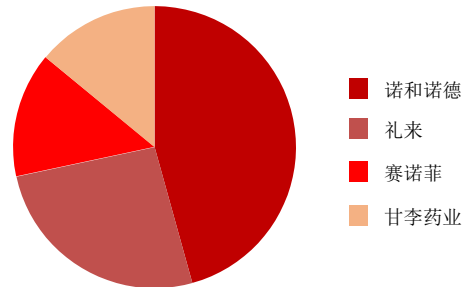
我国的三代胰岛素市场中，诺和诺德、礼来和赛诺菲三大国际厂商占据主要份额，国产厂商只有甘李药业，且甘李药业近年来市占率不断提升。根据甘李药业招股书，甘精胰岛素的价格比国外厂商便宜 20%左右，因此，国产优质三代胰岛素的性价比更高，未来在医保控费的大背景下，三代胰岛素的进口替代空间巨大。

图 38 2008-2016 年国内胰岛素内部结构



数据来源：IMS，东莞证券研究所

图 39 2016 年国内三代胰岛素竞争格局



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

表 14 国内三代胰岛素品种及对应厂商

类别	药物品种	厂商及商品名		公司研发进度
长效胰岛素	甘精胰岛素	赛诺菲：来得时	甘李：长秀霖	
	地特胰岛素	诺和：诺和平		申报临床
	德谷胰岛素	诺和：诺和达		临床前研究
速效胰岛素	赖脯胰岛素	礼来：优泌乐	甘李：速秀霖	
	门冬胰岛素	诺和：诺和锐		临床前研究
预混胰岛素	门冬胰岛素30	诺和：诺和锐30		
	赖脯胰岛素25	礼来：优泌乐25	甘李：速秀霖25	

数据来源：东莞证券研究所

目前华东医药在胰岛素的研发布局主要集中于三代胰岛素，但整体临床进度较早，长效胰岛素地特胰岛素已完成临床前试验，并于2017年底申报临床；门冬胰岛素与德谷胰岛素均位于临床前研究阶段。虽然公司进度相对落后，但布局良好，三个品种均没有国产厂商获批上市。地特胰岛素与德谷胰岛素的研发阶段普遍靠前，只有1-2家厂商获得临床批文。门冬胰岛素国产厂商进展较快，珠海联邦已在广东报产，甘李药业与通化东宝比较接近，在三期临床收尾阶段前后。未来公司的三大胰岛素上市后有望发挥公司的渠道优势，快速上量。

表 15 华东医药胰岛素研发国内竞争对手

	申报企业	进度	获批时间
地特胰岛素	珠海联邦	临床获批	2016/7/14
	通化东宝	临床获批	2017/10/17
	中美华东	CDE承办	2018/2/6
德谷胰岛素	浙江海正	临床获批	2017/12/21
门冬胰岛素	甘李药业	注册审评中	
	珠海联邦	已报产	
	通化东宝	三期临床接近完成	

数据来源：CDE，东莞证券研究所

3.2 抗肿瘤药

受生活环境、方式的变化和生存压力的增大等各种客观因素的影响，癌症的发病率不断上升，预计将取代心血管疾病成为全球第一大死亡原因。抗肿瘤药物依然是目前最大的细分药品领域，远超其他类型药物的增长。根据IMS统计，2017年全球肿瘤药销售规模高达1200亿美元，近十年复合增长率6.23%，预计2021年销售规模可达1500亿美元。2012年至2017年中国抗肿瘤市场由603亿元增长至1109亿元，年均复合增长率约为16.5%，预计2018年市场规模可达1447亿元，未来十年的市场空间依然很大。

在抗肿瘤药物中，以替尼类为代表的小分子靶向药和单抗由于效果佳，毒副作用小于前一代的烷化剂、铂类化疗药和紫杉烷等药物，已成为肿瘤药市场增长的主要动力，销售占比约为50%。公司布局抗肿瘤药物较晚，但品种多为小分子靶向药，其中适应症为非小细胞肺癌的第三代EGFR靶向药迈华替尼进展较快，已开展II期临床。

表 16 公司抗肿瘤管线在研项目

项目名称	注册分类	适应症领域	研发进展
硼替佐米及注射液	化药 3+6	多发性骨髓瘤	完善资料，重新申报
迈华替尼及片	化药 1.1	非小细胞肺癌	开始 II 期临床方案设计和试验
依鲁替尼及胶囊	化药 3.1	淋巴瘤等	获得临床批文，制备临床样品，开展临床试验
波舒替尼及片	化药 3.1	白血病	获得临床批文，制备临床样品，开展临床试验
伊马替尼片	化药 6	白血病	获得临床批文，已制备临床样品，开始 BE 试验
厄洛替尼及片	化药 3+6	非小细胞肺癌	获得临床批文，制备临床样品，开展 BE 试验
索拉非尼及片	化药 3+6	肝癌	获得临床批文，制备临床样品，开展临床试验
来曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种，按新要求已开始 BE 试验
阿那曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种，按新要求已开始 BE 试验

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1) 小分子靶向药：迈华替尼

肺癌是我国死亡率和发病率均排名第一的恶性肿瘤疾病，根据国家癌症中心2015年的统计数据，我国每年新发肺癌病例约为70万。据商业情报供应商 GBI Research称，全球非小细胞肺癌治疗市场规模将从2014年的69亿美元增长到 2021年的109亿美元。中国抗肺癌药物市场规模早已超过200亿元。

图 40 2017 年中国癌症发病率情况



数据来源：国家癌症中心，东莞证券研究所

图 41 2017 年中国癌症死亡率情况



数据来源：国家癌症中心，东莞证券研究所

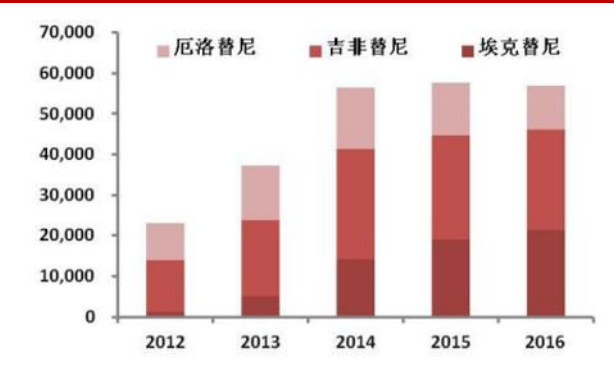
肺癌又分为非小细胞肺癌和小细胞肺癌，前者占肺癌总数的80%–85%。目前我国肺癌靶向药物市场是以抗EGFR突变为主，非小细胞肺癌中EGFR靶点突变的发生率在中国人群高达50.2%。当前我国上市的治疗EGFR突变的肺癌靶向药主要有一代的阿斯利康的吉非替尼、基因泰克的厄洛替尼、国产贝达药业自主研发的埃克替尼以及齐鲁制药仿制吉非替尼的易瑞可，二代药勃林格殷格翰研发的阿法替尼，以及三代药阿斯利康的奥西替尼。肺癌EGFR小分子抑制剂整体市场形成吉非替尼、埃克替尼和厄洛替尼三足鼎立的局面。

图 42 中国已上市 EGFR 抑制剂

	药品名称	商品名	国内上市时间	生产厂家
第一代	吉非替尼	易瑞沙	2005	阿斯利康
		易瑞可	2017	齐鲁制药
	厄洛替尼	特罗凯	2007	罗氏
	埃克替尼	凯美纳	2011	贝达药业
第二代	阿法替尼	吉泰瑞	2017	勃林格殷格翰
第三代	奥西替尼	泰瑞沙	2017	阿斯利康

数据来源：东莞证券研究所

图 43 2012-2016 年国内 EGFR 竞争格局（万元）



数据来源：PDB，东莞证券研究所

相比一代EGFR抑制剂，二代EGFR-TKI能与ErbB受体网络形成共价结合，不可逆的、完全中断信号传导，从而带来持续且广谱的抗有丝分裂活性，一定程度上能克服由EGFR基因20号外显子T790M突变导致的获得性耐药，但毒副作用堪忧，在临床运用不广泛。

虽然一代、二代分子靶向药物都获得显著延长的中位缓解时间，但绝大部分患者最终会产生耐药性，其中T790M二次突变占了所有耐药机制的50%–60%。华东医药的1.1类新药迈华替尼属于第三代 EGFR/HER2高效双重不可逆抑制剂，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，目前正在开展一线、二/三线和三线以上等三个II期临床，预计最快明年年底可以申报，在国内众多药企中属于领先梯队。

表 17 国内三代 EGFR 研发情况

药品	公司	状态	开始时间
迈华替尼	华东医药/苏州迈泰生物	临床II期	2017-07-26
艾维替尼	艾森生物	临床II期	2016-12-30
AST-2818	上海艾力斯	临床II期	2018-04-01
ASK120067	江苏奥赛康	临床I/II期	2017-11-30
HS-10296	豪森药业	临床I/II期	2016-11-01
D-0316	益方生物科技	临床I期	2018-01-03
YZJ-0318	上海海雁/扬子江药业	临床I期	2018-01-28
BPI-7711	上海倍而达	临床I期	2017-06-21
ZSP0391	药明康德/众生药业	临床获批	2017-12-14
GMA204	杭州鸿运华宁	临床获批	2016-12-08

数据来源：药智数据，东莞证券研究所

除了迈华替尼，公司有另外5个小分子靶向药已获批临床，即将开展临床试验或BE实验，分别是依鲁替尼、波舒替尼、伊马替尼、厄洛替尼以及索拉菲尼，其中依鲁替尼的申报进度靠前。

2) 重磅品种硼替佐米预计上半年重新申报

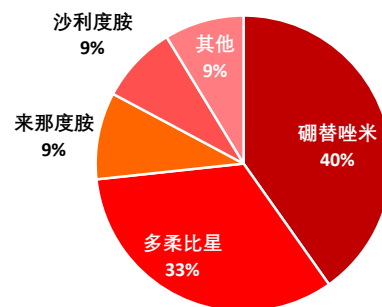
硼替佐米是全球首个以蛋白质酶体为靶向治疗的癌症药物，由日本武田和美国强生联合开发，2003年5月获FDA批准，作为治疗多发性骨髓瘤的一线用药，硼替佐米2017年全球销售额高达23.81亿美元，在所有肿瘤药品中排名第12。最近三年全球销售额有所下降，主要是因为专利到期及来自来那度胺的竞争，但硼替佐米由于在经济上的意义，比来那度胺更适合我国国情。以国产厂商为例，3.5mg规格的注射用硼替佐米（豪森药业）中标价为4200-4500元，5mg规格的来那度胺胶囊（双鹭药业）单价高达14000元。

图 44 国产硼替佐米与来那度胺中标价对比

药品-企业	规格	平均中标价（元）
来那度胺胶囊-双鹭药业	5mg	14000
	10mg	23324
	25mg	23121
注射用硼替佐米-豪森药业	1mg	1788
	3.5mg	4627

数据来源：药智数据，东莞证券研究所

图 45 2016 年样本医院多发性骨髓瘤用药结构



数据来源：PDB，东莞证券研究所

2017年硼替佐米在中国的销售额约10亿元。作为全球重磅品种，硼替佐米先前在我国销售额较低的原因是单价较高（1.2万元左右），且未能进入医保。2017年7月硼替佐米通过医保谈判成功进入医保，谈判后降价约51%（3.5mg规格6116元、1mg规格2344元），但

进入医保带来的放量也非常显著，2017年前两个季度的销售额增长率分别为39.0%和44.9%，7月份进入医保后放量显著，2017年第三第四季度的增长率飙升至100.8%和209.1%。

目前国内硼替佐米的主要销售厂家为强生旗下的杨森药业。由于硼替佐米合成工艺和反应条件难度较大，国内厂家进展较慢，目前仅有豪森药业与齐鲁制药获批，豪森药业为首仿，2017年底获批，齐鲁制药与5月初获批。此外有近20家厂商仍处于临床，或者申报临床阶段。目前公司已开展完善资料和补充数据工作，四季度有望重新申报生产。

4. 医药商业——大力发展直销，两票制影响有望减小

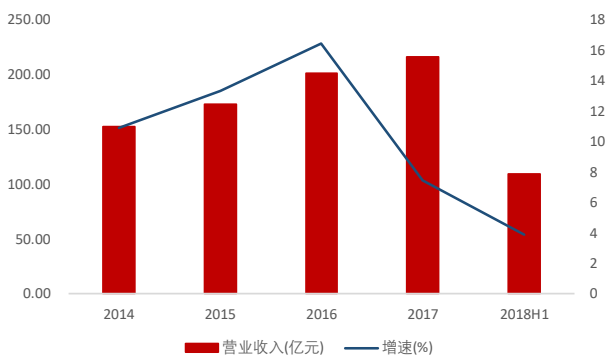
4.1 公司是浙江省的商业龙头

公司医药商业规模浙江省领先，在省内各地市均已设立区域子公司或办事处，分销业务网络及供应链服务覆盖浙江全省，业务种类做到了全产品（药品、药材、器械）与全客户（医疗机构、零售终端、分销商）。经销和配送人才队伍强大，药品物流配送能力浙江省内领先，冷链物流配送水平全国领先。公司商业具有整合物流优势，致力于构筑全省网络覆盖全、专业化程度高、服务能力强的物流配送体系，目前，公司已经形成了以浙北、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。

4.2 商业受两票制影响拖累营收增速

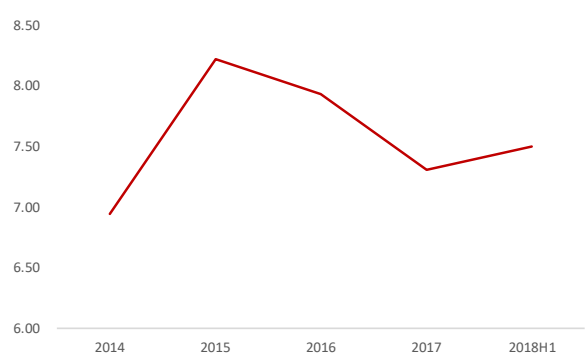
2017年公司商业销售收入突破 200亿元，在浙江省继续保持行业领先。公司营业收入增速同比有所下降，主要是由于浙江省两票制在 2017年11月正式实行，商业分销中的调拨业务在2017年4季度因该政策的影响集中流失所致，损失金额达10亿元以上，但该部分业务对公司商业利润的影响较小。公司一直积极增加总代理的销售模式，把1/5的调拨业务转为纯销业务，商业板块的毛利率持续提升。预计四季度商业板块营收增速保持稳定，毛利率持续提升。

图 46 2012-2018H1 公司商业营收及增速



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 47 2012-2018H1 公司商业毛利率



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4.3 致力成为提供“医药综合解决方案”的新型商业企业

继续完善省内配送链布局

2017年，公司完成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，提升了公司在舟山地区的市场覆盖率和竞争力，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。

三大业务终端积极拓展合作，摸索新业务模式

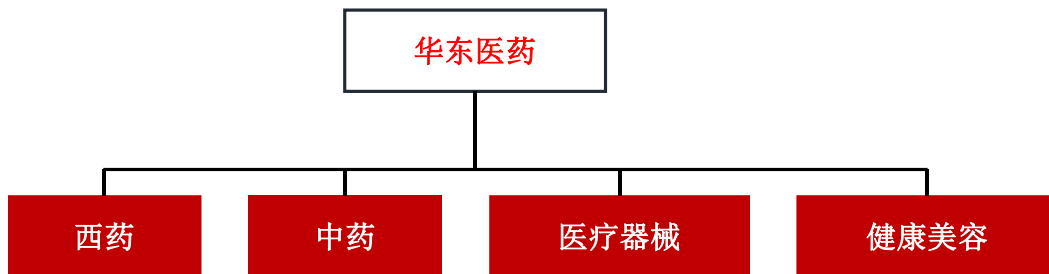
省内基层医院方面，公司大力提高开户率、区域配送占比以及院内占比，积极做好对客户的服务和市场参谋工作，协助厂家开展市场准入及二次议价工作；通过项目合作来为上下游客户提供个性化增值服务。省市大医院方面，公司在现有业务基础上，继续保持

向省市大医院提供药事药品物流延伸服务合作，通过项目合作，争取医院资金提前回笼。零售连锁企业方面，公司把握处方外流的趋势，积极介入慢病管理，衔接医院处方外流零售平台，在杭州市区试点慢性病连续处方线下配送项目，下沉物流配送网络，药品配送服务从原有社区卫生服务中心升级至患者家中，实现“送药上门”。

大健康布局打造外延增长点

子公司华东宁波公司专注创新与专业化推广，继续拓展医美和大健康领域，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。

图 48 公司医药综合解决方案布局



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 盈利预测

预计公司 2018-2020 年营业总收入分别为 315.01、358.02 和 412.34 亿元，同比增长 13.18%、13.65% 和 15.17%；归属母公司净利润为 22.30、27.84 和 34.74 亿元，同比增长 25.32%、24.84% 和 24.78%，对应 EPS 为 1.53、1.91 和 2.38 元，当前股价对应估值为 22.64、18.29 和 14.80 倍。维持“谨慎推荐”评级。

表 18 公司核心指标预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	189.47	217.27	253.80	278.32	315.01	358.02	412.34
yoy (%)	13.34	14.67	16.81	9.66	13.18	13.65	15.17
营业成本（亿元）	147.83	165.18	192.19	205.62	227.85	253.09	284.33
毛利率 (%)	21.98	23.98	24.27	26.12	27.67	29.31	31.04
医药商业							
营业收入	152.40	169.91	197.37	211.90	228.85	251.74	281.95
yoy (%)	19.90	11.49	16.16	7.36	8.00	10.00	12.00
毛利率 (%)	6.94	7.09	7.29	7.43	7.50	7.50	7.50
医药工业							
营业收入	36.73	47.36	56.43	66.42	86.16	106.28	130.39
yoy (%)	24.95	28.96	19.15	17.70	29.72	23.35	22.69
毛利率 (%)	84.35	84.57	83.68	85.76	84.59	84.59	84.59
慢性肾病							
百令胶囊收入（亿元）	13.00	17.00	20.00	23.00	25.99	29.11	32.31
yoy (%)	30.00	30.77	17.65	15.00	13.00	12.00	11.00
内分泌类							
阿卡波糖收入（亿元）	8.70	12.10	15.70	20.00	26.00	33.80	43.94
yoy (%)	29.85	39.08	29.75	27.39	30.00	30.00	30.00
吡格列酮+二甲双胍收入（亿元）				1.50	3.00	4.50	5.85
yoy (%)				-	100.00	50.00	30.00
免疫抑制剂							
环孢素收入（亿元）	2.94	3.50	3.78	4.54	5.49	6.70	8.18
yoy (%)	10.00	19.17	8.00	20.00	21.00	22.00	22.00
吗替麦考酚酯收入（亿元）		3.00	3.42	4.41	5.73	7.45	9.69
yoy (%)			14.00	30.00	30.00	30.00	30.00
他克莫司胶囊收入（亿元）	1.82	2.60	3.12	4.37	5.81	7.73	10.28
yoy (%)	37.88	42.86	20.00	40.00	33.00	33.00	33.00
消化系统							
泮托拉唑收入（亿元）	5.50	6.46	7.11	8.53	10.07	11.88	14.02
yoy (%)	27.91	17.45	10.06	20.00	18.00	18.00	18.00
心血管							
吲哚布芬收入（亿元）				0.10	0.80	1.60	2.08
yoy (%)				-	700.00	100.00	30.00
抗重症感染							
达托霉素收入（亿元）				0.30	0.60	1.02	1.33
yoy (%)				-	100.00	70.00	30.00

数据来源：wind，东莞证券研究所

表 19 可比公司估值表（10月30日）

	代码	简称	总市值（亿元）	2018E	2019E	2020E
医药工业 可比公司	600867	通化东宝	249.71	24.48	19.45	15.40
	000513	丽珠集团	181.55	17.63	15.12	12.90
	002422	科伦药业	326.84	25.87	20.17	15.76
	002294	信立泰	247.70	15.11	12.93	11.00
	600062	华润双鹤	153.77	15.58	13.21	11.27
	000813	德展健康	199.94	22.41	18.63	15.53
	600196	复星医药	611.80	18.14	15.22	12.78
	300009	安科生物	146.23	40.15	30.05	22.37
	000661	长春高新	286.45	28.70	21.46	16.54
	002038	双鹭药业	182.87	29.72	23.71	18.45
医药商业 可比公司	601607	上海医药	507.44	13.76	11.99	10.52
	600511	国药股份	193.19	14.84	13.03	11.57
	000028	国药一致	184.71	16.25	14.34	12.47
	600998	九州通	289.16	20.60	16.34	12.91
	600056	中国医药	149.05	9.44	7.79	6.40

数据来源：wind，东莞证券研究所

风险提示

- 1) 核心品种降价风险；
- 2) 研发失败风险；
- 3) 外延并购进展不及预期风险；
- 4) 销量不及预期风险

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn