

# 工业板块高速增长，研发投入加大，业绩符合预期

买入 (维持)

2019年04月19日

证券分析师 全铭

执业证号: S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号: S0600516120001  
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	30,663	34,805	38,498	42,698
同比 (%)	10.2%	13.5%	10.6%	10.9%
归母净利润 (百万元)	2,267	2,817	3,433	4,220
同比 (%)	27.4%	24.2%	21.9%	22.9%
每股收益 (元/股)	1.55	1.93	2.35	2.89
P/E (倍)	20.81	16.75	13.74	11.18

## 投资要点

**事件:** 2019年4月19日,公司公布2018年年报,2018年营业收入306.63亿元,同比增长10.17%,归母净利润为22.67亿元,同比增长27.41%,扣非归母净利润22.36亿元,同比增长28.52%。2018Q4营收74.59亿元,同比增长16.89%,归母净利润4.58亿元,同比增长57.79%,扣非归母净利润4.52亿元,同比增长73.98%。公司整体业绩符合预期。

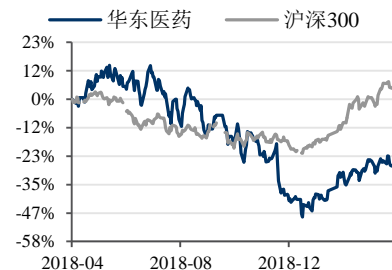
■ **受益于医保目录、基药目录调整,积极开拓基层市场,医药工业提升空间大。**新进基药目录有望加快百令胶囊在基层市场的推广,在2017年约23亿元销售额基础上,2018年增速超过10%,有望继续维持稳定;阿卡波糖由医保乙类调整为甲类,糖尿病基层占比逐年提升,通过一致性评价工作有望加快进口替代进程,2018年阿卡波糖维持30%以上增速;免疫抑制剂产品线由于医保取消限制提供新增长。2018地县区域销售及药学服务人员超过2800人,比2017年净增800多人,成为基层放量的重要基础。

■ **公司加大研发力度,以糖尿病药物为主布局未来产品线。**公司大力投入研发,2018年研发费用7.06亿元,同比增长52.90%。利拉鲁肽目前已启动全国多中心III期临床试验,地特胰岛素已于2018年四季度获得临床批文,目前正在开展I期临床试验;德谷胰岛素预计将于2019年上半年申报临床;HD118预计2019年下半年开展糖尿病患者的PK/PD研究;迈华替尼预计2019年下半年开展一线治疗的多中心3期临床试验;GLP-1创新药TTP-273预计2019年下半年开展I期临床桥接试验。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计2019-2021年公司销售收入为348.05亿元、384.98亿元、426.98亿元,归属母公司净利润为28.17亿元、34.33亿元和42.20亿元,对应PE分别为16.8X、13.7X、11.2X。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未来发展提供发展潜力。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;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)	32.35
一年最低/最高价	23.16/53.20
市净率(倍)	4.75
流通A股市值(百万元)	47171.95

## 基础数据

每股净资产(元)	6.82
资产负债率(%)	45.75
总股本(百万股)	1458.17
流通A股(百万股)	1458.17

## 相关研究

1、《华东医药(000963):核心品种阿卡波糖通过一致性评价,有助于加快产品进口替代》

2018-11-30

2、《华东医药(000963):业绩符合预期,工业板块高速增长,研发投入加大,商业板块经营有待改善》2018-10-26

## 1. 事件:

2019年4月19日,公司公布2018年年报,2018年营业收入306.63亿元,同比增长10.17%,归母净利润为22.67亿元,同比增长27.41%,扣非归母净利润22.36亿元,同比增长28.52%。2018Q4营收74.59亿元,同比增长16.89%,归母净利润4.58亿元,同比增长57.79%,扣非归母净利润4.52亿元,同比增长73.98%,Q4业绩超预期。公司2018全年整体业绩符合预期。

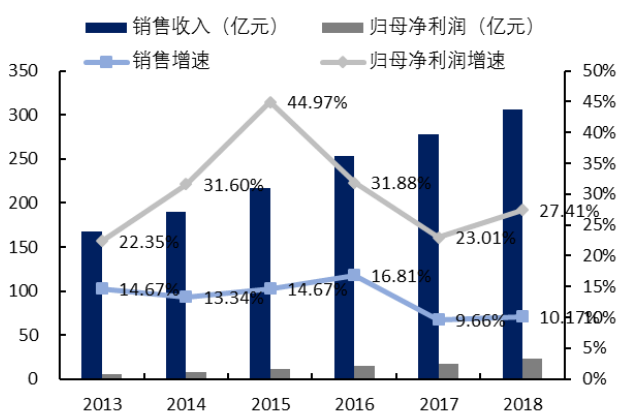
## 2. 核心观点

2018年收入端增速为10.17%,主要由于商业端受两票制影响同比增速出现下滑。公司归母净利润同比增长27.41%,主要为公司工业板块增长明显,其收入端增速达24.0%。

随着公司高毛利品种占比提升,销售提前布局,未来整个销售布局投入的边际效应逐步放大体现,利润增速不断提升,工业板块占比提升,带动公司整体毛利率及净利率分别提升至28.99%、7.81%。

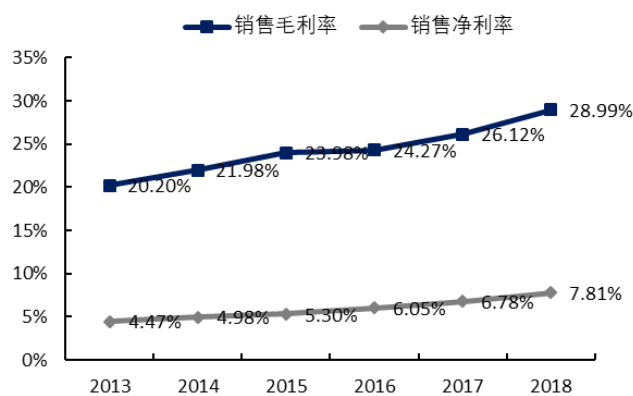
公司商业仍然为收入主要贡献来源,浙江省两票制在2017年11月正式实行,公司商业板块中的调拨业务(约占商业收入20%)流失。2018年起,商业调拨下滑影响逐步减弱,继两票制全面实行影响调拨业务后,包括浙江省医保支付价逐步实施、省药品集中采购方面在线交易产品全国最低价格联动等影响,目前商业增长逐步恢复。

图 1: 公司收入&归母净利润



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 公司销售毛利率&净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

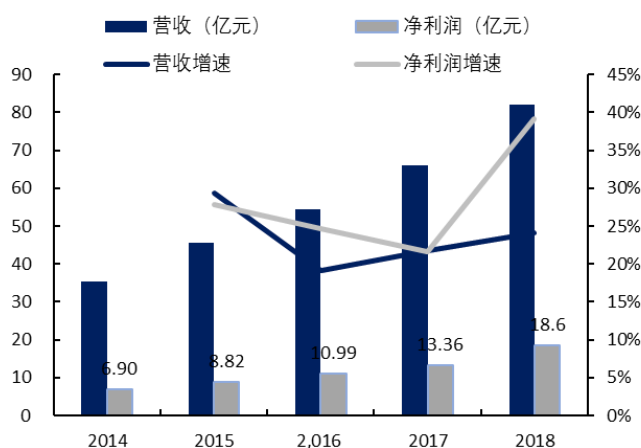
### 2.1. 医药工业: 百令胶囊、阿卡波糖均受益医保调整及科室扩展, 二线品种增长迅速, 百令新进基药目录有望加快基层推广

公司整体工业板块迅速增长。2018年工业板块收入达82.38亿元,同比增长24.03%,毛利率持续提升,达86.94%。核心品种高增长以及基层拓展是公司工业增长的主要原因

因。公司工业核心子公司中美华东 2018 年收入 82.08 亿元，实现净利润 18.60 亿元，分别较上年同期增长 24.13 %、39.24%。中美华东四大产品线均保持良好增长趋势，核心产品百令胶囊和阿卡波糖片实现了稳定和较快增长。

**新进基药目录有望加快百令胶囊在基层市场的推广。**百令胶囊由肿瘤辅助用药（乙类）限器官移植抗排斥，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，百令胶囊将被广泛应用于其他科室。2017 年销售规模估计为 23 亿左右，我们估计 2018 年增速超过 10%。

图 3：中美华东经营情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

**医保目录调整+基层放量助力重磅品种阿卡波糖，一致性评价工作加快进口替代。**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，品种增速加快。同时，阿卡波糖片剂已通过一致性评价。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，结合医院端增长及基层渠道放量，我们估计 2018 年增速超过 30%，未来将维持增长趋势。

**公司基层营销力度持续发力。**地县组织与地县人员配备大幅提升。2018 地县区域销售及药学服务人员超过 2800 人，比 2017 年净增 800 多人。

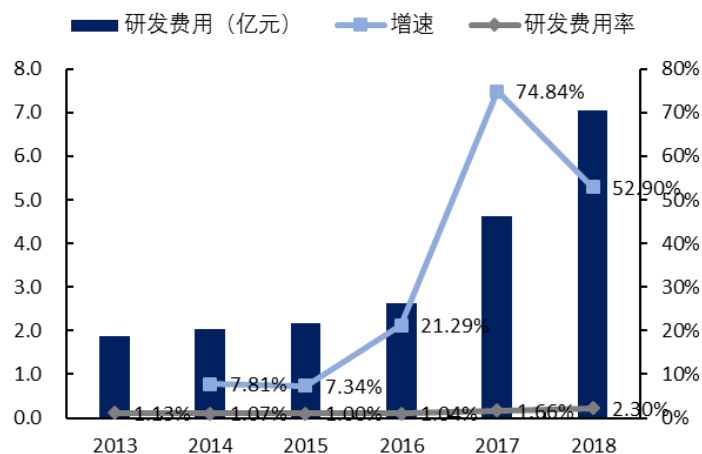
**免疫抑制剂产品线形成合力协同发展，**我们估计整体增速为 30% 左右。国内免疫抑制剂市场存在十多种药物，目前市占率前三的药物为他克莫司、吗替麦考酚酯及环孢素。公司在免疫抑制剂市场占比持续提升。医保消限提供新增长点，他克莫司海外认证有望开拓国际市场。公司环孢素软胶囊已于 2019 年 1 月份顺利通过一致性评价。

## 2.2. 加强产品研发及外延，丰富公司产品储备

公司大力投入研发，2018 年研发费用 7.06 亿元，同比增长 52.90%，整体研发投入维持高增长，这也是公司不断转型的重要环节。公司在科研开发方面已形成自主研发+合作委托开发+外部并购和产品授权引进（License-in）相结合的新药研发模式。公司已

经完成了对美国抗肿瘤新药研发公司 FLX-Bio 的少数股权投资,为将来合适的时机开展具体项目的 License in 合作谈判争取先机

图 4: 公司研发投入情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

重点研发项目按计划开展,从外部收购的中药新药软坚口服液(用于肝癌辅助治疗),已于 2018 年上半年顺利获得生产批文并将开始市场推广;注射用地西他滨(25mg)新规格获得补充生产批文。复方奥美拉唑胶囊、西格列汀二甲双胍复方片、阿那曲唑片、卡泊芬净及冻干粉针申报生产;1 类化药 TTP273, 2 类化药右兰索拉唑冻干粉针申报临床,目前均处在审评或发补阶段;两个 1 类新药 HD118 片(400mg)、迈华替尼片(45mg、60mg、80mg)新规格制剂,阿卡波糖咀嚼片(100mg)新规格制剂获得临床批文。

创新药方面,迈华替尼正在开展一线 72 例 II 期临床试验,已完成入组,目前正在随访,一/二线罕见基因突变的 II 期临床试验已启动,目前正在入组病例,预计 2019 年下半年全面开展一线治疗的多中心 3 期临床试验;治疗 2 型糖尿病的 DPP-4 类一类新药 HD118 预计 2019 年下半年开展糖尿病患者的 PK/PD 研究;从美国 vTv 公司引进的口服 GLP-1 创新药 TTP-273 已成功完成了 CMC 相关技术转移工作并于 2018 年年底申报临床,目前正在与 CDE 沟通,并修订临床方案,预计 2019 年下半年开展 I 期临床桥接试验。

重点产品利拉鲁肽注射液,目前已启动全国多中心 III 期临床试验,地特胰岛素已于 2018 年四季度获得临床批文,目前正在开展 I 期临床试验;德谷胰岛素预计将于 2019 年上半年申报临床。

表 1: 主要研发项目

产品领域	编号	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	1	TTP273	化药 1 类	2 型糖尿病	已申报临床,正在审评
	2	HD118 及片	化药 1 类	2 型糖尿病(DPP-4 类)	健康人 I 期试验撰写总结报告,正在进行桥接试验建模,开展患者 PK/PD 研究

	3	利拉鲁肽	生物制品 10 类	2 型糖尿病, GLP-1 类似物	完成 I 期临床试验, 正在开展 III 期临床试验
	4	吡格列酮二甲 双胍片 (15/850mg)	补充申请	2 型糖尿病	处方工艺优化
	5	※卡格列净及 片	化药原 3 类	2 型糖尿病	已完成 BE 试验, 准备进行工艺验证
	6	※曲格列汀及 片	化药原 3 类	2 型糖尿病, 长效	已完成 BE 试验, 准备进行工艺验证
	7	※卡格列净二 甲 双胍复方片	化药原 3 类	2 型糖尿病	完成 BE 试验 BE 样品生产, 准备进行
	8	※西格列汀二 甲 双胍复方片	化药 4 类	2 型糖尿病	已申报生产, 正在审评
	9	※恩格列净及 片	化药 4 类	2 型糖尿病	制备预 BE/BE 样品
	10	※恩格列净二 甲 双胍复方片	化药 4 类	2 型糖尿病	已备案成功, 开展正式验 BE 试
	11	※利格列汀二 甲 双胍复方片	化药 4 类	2 型糖尿病	制备预 BE/BE 样品
	12	地特胰岛素	生物制品 15 类	长效胰岛素, 用于 1、2 型糖尿病	已获得临床批文, 正在开展 I 期临床试验
	13	门冬胰岛素	生物制品 15 类	重组胰岛素, 用于 1、2 型糖尿病	临床前研究
	14	德谷胰岛素	生物制品 15 类	长效胰岛素, 用于 1、2 型糖尿病	预计将于 2019 年上半年申报临床
	15	雷珠单抗	生物制品 15 类	老年性黄斑变性 (AMD)	临床前研究
抗肿瘤	1	紫杉醇纳米脂 质体	化药 1 类	广谱抗肿瘤	外部引进项目, 通过成药性评估后, 开展临 床前研
	2	迈华替尼及片	化药原 1.1 类	非小细胞肺癌	罕见突变 II 期正在入组病例, 预计下半年开 展一线多中心临床 III 期临床试验
	3	依鲁替尼及胶 囊	化药原 3 类	淋巴瘤等	制剂处方工艺优化
	4	波舒替尼及片	化药原 3 类	白血病	已通过预 BE 试验, 正在制备 BE 样品, 准备 正式 BE 试验
	5	※伊马替尼片	化药 4 类	白血病	进行 BE 样品生产
	6	※厄洛替尼及 片	化药原 3+6 类	非小细胞肺癌	进行预 BE/BE 样品生产
	7	※索拉非尼及	化药原 3+6 类	肝癌	进行预 BE/BE 样品生产

		片			
	8	※来曲唑片	化药原 6 类	乳腺癌	完成 BE 试验和工艺验证生产, 计划 3 季度申报生产
	9	※阿那曲唑片	化药原 6 类	乳腺癌	已申报生产, 正在审评
超级抗 生素	1	※卡泊芬净及 注 射剂	化药原 3+6 类	抗真菌	已提交补充资料, 申报生产, 等待审评
	2	※米卡芬净及 注 射剂	化药原 3+6 类	抗真菌	开展发补资料研究
	3	※非达霉素及 片	化药原 3 类	超级抗生素	开展预 BE 研究
	4	※利奈唑胺片	化药原 6 类	超级抗生素	已经通过 BE, 准备进行工艺验证, 预计年底申报生产
	5	※达巴万星及 冻 干粉针	化药原 3 类	超级抗生素	开展工艺放大研究
消化道	1	复方奥美拉唑 碳 酸氢钠胶囊	化药原 3 类	胃溃疡	已申报生产, 正在进行发补研究
	2	左泮托拉唑钠 及 冻干粉针	化药原 3 类	胃溃疡	完成临床样品生产, 开展临床试验
	3	沃诺拉赞及片	化药原 3 类	胃溃疡	进行预 BE/BE 样品生产
	4	右兰索拉唑及 冻 干粉针	化药原 3+2 类	胃溃疡	申报临床后, 发补资料研究
心血管	1	磺达肝葵钠及 注 射液	化药原 3+6 类	静脉血栓	完善资料, 拟重新申报
	2	马昔腾坦及片	化药原 3 类	肺动脉高压	已通过预 BE, 准备开展 BE 试验
	3	※西里帕格及 片	化药 3 类	肺动脉高压	孤儿药, 等待场地生产预 BE/BE 样品
免疫抑 制剂	1	他克莫司缓释 胶 囊	化药原 6 类	免疫抑制	处方工艺优化, 进行预样品生产 BE/BE
其他	1	百令疏肝胶囊	中药 6.2 类	肝病	正在进行 IIa 期临床试验
	2	百令颗粒剂二 次 开发	补充申请	肺肾领域	处方工艺优化, 改善口感和服药依从性, 预计 2019 年底前补充申报

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与投资评级:

我们预计 2019-2021 年公司销售收入为 348.05 亿元、384.98 亿元、426.98 亿元，归属母公司净利润为 28.17 亿元、34.33 亿元和 42.20 亿元，对应 PE 分别为 16.8X、13.7X、11.2X。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。

#### 4. 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。





## 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>

