

投资评级 **增持** 维持

股票数据

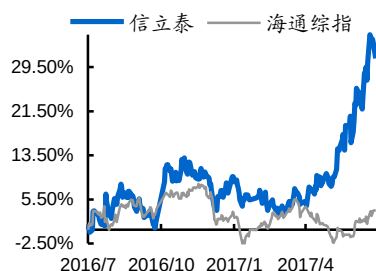
6 个月内目标价 (元)	36.50
07 月 06 日收盘价 (元)	34.67
52 周股价波动 (元)	27.00-36.36
总股本/流通 A 股 (百万股)	1046/1046
总市值/流通市值 (百万元)	36265/36265

相关研究

《心血管平台价值之一——替格瑞洛有望首仿获批》2017.06.19

《Q1 或是全年业绩最低点，业绩增长质量高，中长期持续看好》2017.04.25

《首次员工持股计划草案公布，略超预期》2017.04.10

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	13.1	22.9	26.6
相对涨幅 (%)	7.6	14.7	22.2

资料来源：海通证券研究所

心血管平台价值之二——阿利沙坦酯有望借力医保放量

投资要点：

- **医保谈判即将公示，不可忽视重磅品种：阿利沙坦酯、替格瑞洛。**产业政策方面，医保谈判工作快速推进，心血管领域的重磅产品替格瑞洛、阿利沙坦酯均进入此次目录，而这两个产品又都和信立泰有关。目前信立泰的替格瑞洛已经于今年 3 月 9 日报上市，阿利沙坦酯也是公司收购的抗高血压领域的为数不多的 1.1 类新药，囿于医保缺失，迟迟没有放量。
- **阿利沙坦酯是信立泰心血管药物领域又一重磅品种。**基于泰嘉、比伐卢定的推广，信立泰已经在抗凝血这个细分领域形成了完整产品梯队。然而在心血管药物领域市场占比更大的降压药领域，信立泰没有足够的影响力。阿利沙坦酯作为新一代的沙坦类降压药，临床效果好，安全性高，适合长期服用。作为我国 1.1 类新药，阿利沙坦酯有望受益于鼓励创新的相关政策（市场准入、医保支持）。我们认为：阿利沙坦酯进入医保后，放量有望加速，不仅能够提高信立泰的降血压领域的竞争力，最重要的是能够打开公司中长期成长空间。
- **阿利沙坦酯的市场空间来自哪里？**沙坦类降压药降压效果好，副作用小，是个容易产生大品种的细分领域，其中氯沙坦，缬沙坦以及厄贝沙坦年销售额均超过 10 亿。阿利沙坦酯作为我国抗高血压领域创新药，基于临床数据分析，我们认为阿利沙坦酯的市场主要源自现有沙坦类降压药的替代作用，空间巨大。由于其专利 2026 年到期，阿利沙坦酯有着长时间稳定的市场独占期。我们认为：此次医保谈判如果能进入医保，将极大程度助力其在国内的快速增长，有望贡献医保红利。
- **信立泰核心护城河来自心血管渠道优势，天花板有望通过产品丰富化逐步打开。**泰嘉的运作成功、近几年优秀的 ROE 和经营性现金流水平显示了信立泰在心血管渠道方面的竞争优势，我们认为信立泰提升估值和市值的天花板来自于心血管平台的产品持续丰富化，而比伐卢定的加速放量、阿利沙坦酯的医保推进、替格瑞洛的获批以及后续研发的强化，后续将有一批产品陆续获批，支撑了我们中长期持续看好信立泰的基础。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测 2017-19 年对应的 EPS 为 1.46、1.68 和 1.96 元。目前股价对应 2017 年为 PE 为 24 倍，相比可比公司估值较低，考虑到核心产品的持续盈利能力以及新产品的业绩启动，我们给予公司 2017 年 25 倍 PE 估值，目标价 36.5 元，维持“增持”评级。在医药板块整体业绩增速放缓的背景下，公司保持稳健增长，建议积极布局，配置最具安全边际成长股。
- **风险提示：**医保谈判低于预期，产品销售低于预期。

表 1 主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3709.4	6532.9	7635.2	8669.0	9939.3
(+/-) YoY (%)	37.9%	76.1%	16.9%	13.5%	14.7%
净利润 (百万元)	644.1	966.9	1070.9	1261.5	1402.2
(+/-) YoY (%)	55.9%	50.1%	10.8%	17.8%	11.2%
全面摊薄 EPS	0.15	0.22	0.24	0.28	0.32
毛利率 (%)	59.3%	58.0%	55.3%	56.0%	55.5%
净资产收益率 (%)	5.79%	8.34%	8.46%	9.06%	9.15%

资料来源：公司年报 (2015-16)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:孙建

Tel:(021)23154170

Email:sj10968@htsec.com

证书:S0850516060002

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

表 2 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600521.SH	华海药业	21.58	0.48	0.57	0.73	45	37	29
300233.SZ	金城医药	20.96	0.63	0.93	1.15	44	22	18
000963.SZ	华东医药	49.90	3.00	1.87	2.34	26	27	21
平均						39	28	22

资料来源：wind（截止 2017.7.6 收盘价），海通证券研究所

备注：每股收益均采用海通证券预测。

1. 阿利沙坦酯：信立泰切入另一大容量（降压药）市场

降压药领域是信立泰布局心血管专科药的重要细分领域。信立泰近年来持续丰富自己的产品线，逐渐摆脱依赖单一品种泰嘉的“窘境”。目前硫酸氢氯吡格雷仍然保持良好的增长势头，一致性评价的快速推进，进口替代逻辑有望逐步验证。比伐芦定逐渐放量以及替格瑞洛也已经处于报产待审的阶段，在抗凝血这个细分领域信立泰已经形成了完整的产品梯队。然而在心血管领域市场份额更大的降压药领域，信立泰没有足够的影响力。仿制药盐酸贝那普利 2016 年销售额约 1 亿元（估算值），但是市场上同品种较多（13 家）且竞争激烈。另外一个仿制药品种奥美沙坦酯片目前在临床试验阶段，距离能够上市销售还有较长时间，考虑该品种已有 6 个仿制药上市，后续对于其所能获得的市场份额有一定的不确定性。在这种情况下，阿利沙坦酯作为 1.1 类新药，对于信立泰的降血压药领域布局就显得尤其重要。

表 1 信立泰心血管专科药产品管线

药品名称	分类	研发进展	机制	治疗领域	竞争格局	备注
阿利沙坦酯	1.1	已上市	血管紧张素 II 受体拮抗剂	降压药	目前市场有 7 种其他沙坦类药物：缬沙坦、厄贝沙坦、坎地沙坦酯、依普沙坦、替米沙坦、氯沙坦钾、奥美沙坦酯	进入 2017 年医保谈判目录专利保护期至 2026 年
盐酸贝那普利	6	已上市	血管紧张素转换酶抑制剂（ACE）	降压药，充血性心力衰竭	13 家公司产品上市	信立泰 2016 年销售额 8000-9000 万元
奥美沙坦酯片	6	批准临床	血管紧张素 II 受体拮抗剂	降压药	6 个仿制药品种，20 多家正在申请 BE	-
硫酸氢氯吡格雷	2	已上市	P2Y12 受体拮抗剂	抗凝血	目前市场主要被三家占据（波立维，泰嘉，新帅克）	信立泰 2016 年销售额约 25 亿元
比伐芦定	3.1	已上市	凝血酶抑制剂	抗凝血	2 家已上市（另外一家是江苏豪森）	信立泰 2016 年销售额约 1.1 亿元
替格瑞洛片	3+4	报产审批	P2Y12 受体拮抗剂	抗凝血	3 家申请上市，7 家正在进行 BE（国内首家按新注册分类 BE 备案，并提交上市申请）	原研专利 2019 年 12 月到期
盐酸达格列净片	6	已发批件	作用机制不明	心律失常	1 家完成 BE，11 家申请	-
沙库比曲缬沙坦钠片	3.1+6	批准临床		抗心衰	9 家申请临床	-
匹伐他汀钙片	6	批准临床	CoA 还原酶抑制剂	降脂药	3 家已上市，1 家完成 BE	-
瑞舒伐他汀钙片	6	已发批件	CoA 还原酶抑制剂	降脂药	5 个仿制药品种，	-

资料来源：信立泰官网，信立泰 2016 年年报，CDE，药智网，海通证券研究所

疗效确切，阿利沙坦酯有望打开信立泰长期成长空间。阿利沙坦酯是上海艾力斯研发的拥有自主知识产权的新一代血管紧张素 II 受体拮抗剂，用于治疗轻中度原发性高血压，属于我国 1.1 类新药，于 2013 年获批上市。信立泰在 2012 年以及 2014 年分两次共 8.2 亿元的价格收购了阿利沙坦酯的所有权益（包括原料药和制剂）。作为新一代的沙坦类降压药，阿利沙坦酯起效早，在不同治疗时间降压一致性好，适合长期服用。2016 年信立泰营业收入 38.33 亿，主要产品泰嘉收入约 20-25 亿，而阿利沙坦酯只有数百万，收入占比<1%。

我们认为阿利沙坦酯如果放量，则有望打开信立泰的增长空间，主要基于几个原因：

- 1) 沙坦类降压药降压效果平稳，副作用小，市场空间大，2014 年销售额约 61.4 亿元，占降压药市场的 36%，是个比较容易出现“十亿”大品种的细分领域。目前市场上的品种氯沙坦，缬沙坦以及厄贝沙坦等年销售额均超过 10 亿元。
- 2) 阿利沙坦酯是降压药领域为数不多的国产创新药，容易树立良好的品牌形象，我们认为其能够在价格谈判，招标采购以及医保支付等方面获得政策性的支持。
- 3) 信立泰在心脑血管领域具有强大的营销能力以及专业的学术推广团队，即使是

竞争激烈的盐酸贝那普利市场，也实现了上亿的销售额。我们认为专利 2026 年到期的阿利沙坦酯具有长时间稳定销售期，市场空间是可以值得期待的。

表 2 阿利沙坦酯专利情况

序号	专利名称	申请号	申请日	法律状态
1	咪唑-5-羧酸类衍生物，制备方法及其应用	CN200680000397.8	2006.07.31	授权
2	包含血管紧张素 II 型受体拮抗剂的择时释放制剂	CN200610116829.3	2006.09.30	授权
3	一种阿利沙坦酯的制备方法	CN201410180568.6	2014.04.30	实质审查的生效
4	一种阿利沙坦酯固体分散体及药物组合物	CN201510254020.6	2015.05.18	实质审查的生效
5	一种阿利沙坦酯结晶及含有该结晶的药物组合物	CN201510271632.6	2015.05.25	实质审查的生效
6	一种阿利沙坦酯固体分散体及含有该固体分散体的药物组合物	CN201510334498.X	2015.06.16	实质审查的生效

资料来源：国家知识产权局，海通证券研究所

2. 阿利沙坦酯的市场空间来自于对其他沙坦类的替代

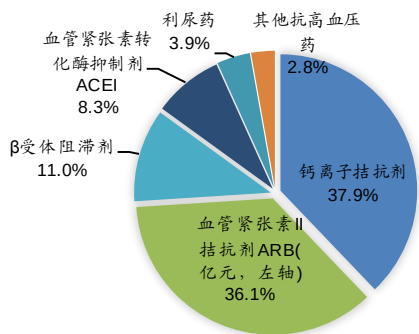
沙坦类降压效果好，安全性高，市场空间大。国家卫计委数据显示 2012 年我国十八岁及以上成人高血压患病率 25.2%，测算中国高血压患者约 2.7 亿，高血压属于慢性病，通常需要长期用药，因此降压药这一细分领域也是容易出现 10 亿以上销售额大品种的领域，例如美托洛尔，硝苯地平，缬沙坦等。中国心血管病报告显示 2014 年我国降压药药品市场达到 170 亿元，从市场份额来看沙坦类（血管紧张素 II 受体拮抗剂，ARB）的销售额仅次于地平类（钙离子拮抗剂，同时用于心绞痛等适应症，占 37.9%），占整体降压药市场的 36.1%。米内网数据显示国内市场氯沙坦，缬沙坦以及厄贝沙坦年销售均超过 10 亿。

表 3 沙坦类降压药基本信息

药品名称	适应症	用量	活性成分	医保	基药	2016 年样本 医院销售额 (亿元)
氯沙坦钾	原发性高血压	每天一次 50mg	肝脏代谢产物 EXP3174	全国乙类	2015: 江苏; 2014: 安徽, 浙江; 2013: 湖北, 广东; 2011: 吉林; 2010: 天津, 上海。	2.88
缬沙坦	轻, 中度原发性高血压	每天一次 80mg	药物原型	全国乙类	全国 (2012 版)	4.17
厄贝沙坦	原发性高血压; 合并高血压的 II 型糖尿病肾病的患者	每天一次 150mg	药物原型	全国乙类	2015: 江苏; 2014: 安徽, 浙江; 2013: 江西, 四川, 湖北, 青海, 重庆, 广东; 2011: 广西; 2010: 天津, 上海; 2009: 云南。	3.12
替米沙坦	原发性高血压	每日一次 40mg	药物原型	全国乙类	2014: 安徽, 浙江; 2013: 四川, 湖北, 重庆, 广东; 2011: 吉林; 2010: 天津, 上海。	1.62
坎地沙坦酯	原发性高血压	每日一次 4-8mg	胃肠道水解产物坎地沙坦	全国乙类	2014: 安徽; 2013: 重庆; 2010: 上海。	1.20
奥美沙坦酯	高血压	每日一次 20mg	胃肠道水解产物奥美沙坦	全国乙类	-	1.13
依普沙坦	原发性高血压, 尤其是高血压伴肾功能障碍者	每日一次 400mg	药物原型	-	-	-
阿利沙坦酯	轻, 中度原发性高血压	每日一次 240mg	胃肠道水解产物 EXP3174	2017 年医保 谈判进行中	-	0.06

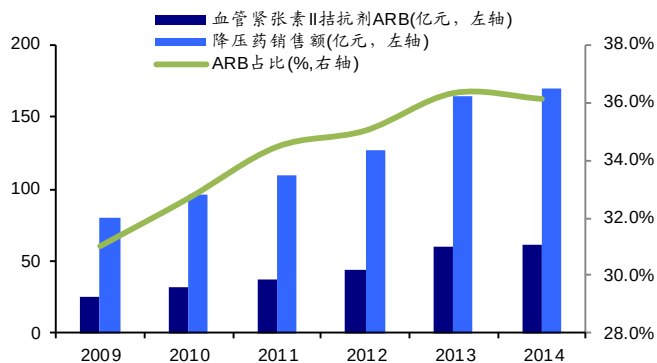
资料来源：药智网，PDB，海通证券研究所

图1 2014年降压药分布



资料来源：中国心血管病报告 2015，海通证券研究所

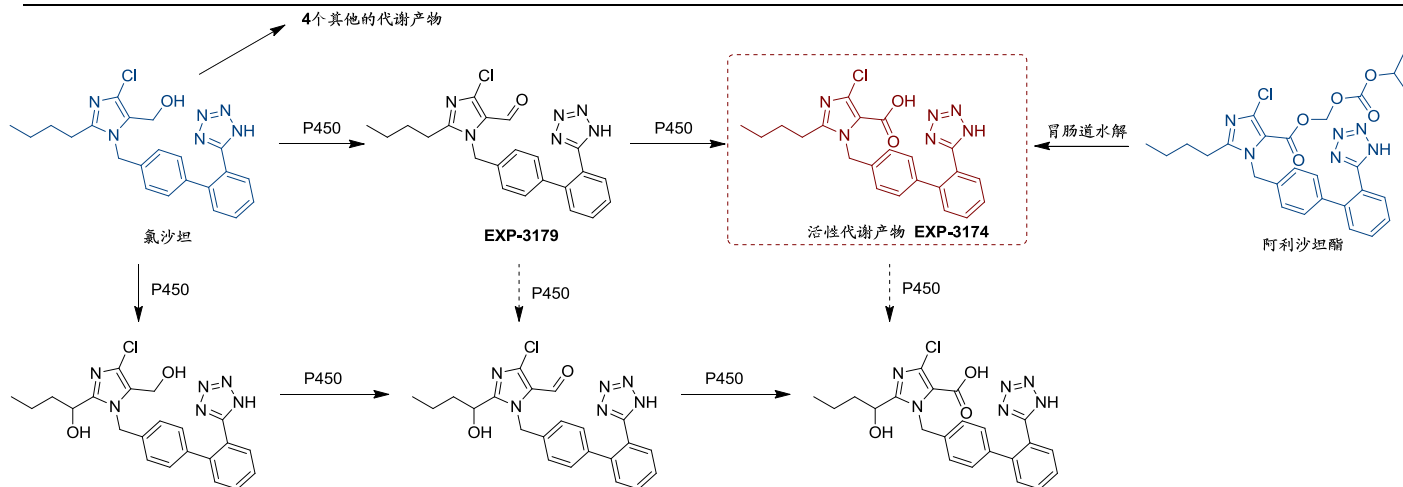
图2 2009-14年降压药市场



资料来源：中国心血管病报告 2010-15，海通证券研究所

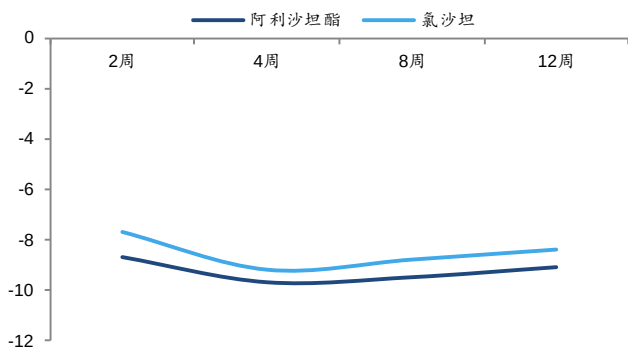
阿利沙坦酯临床上可替代氯沙坦。阿利沙坦酯是氯沙坦活性代谢产物 EXP-3174 的药物前体，在胃肠道内迅速水解为活性产物 EXP-3174，起到降压作用。这种代谢方式不仅减轻了肝脏的负担，而且生成与降压无关的代谢副产物少，安全性提高。临床数据显示阿利沙坦酯与氯沙坦相比降压效果更强，波动更小（11%Vs19%）。沙坦类降压药大多有着相似的作用机制，因此我们认为阿利沙坦酯在临床上是不但可以替代氯沙坦，而且对其他的沙坦类也有部分替代作用。

表 4 阿利沙坦酯与氯沙坦代谢对比



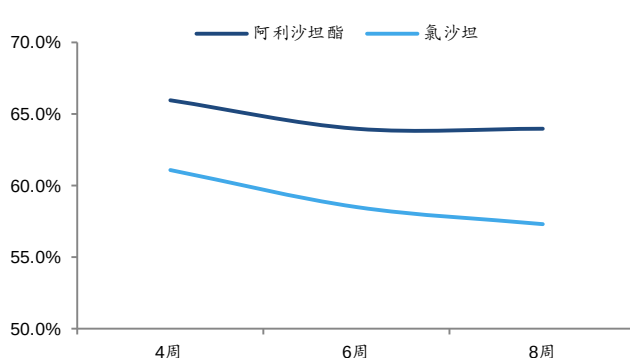
资料来源：Journal Of Medicinal Chemistry，海通证券研究所

图3 阿利沙坦酯与氯沙坦降压效果比较(mmHg)



资料来源：信立泰官网，海通证券研究所

图4 阿利沙坦酯与氯沙坦降压效果比较（坐位血压有效率）

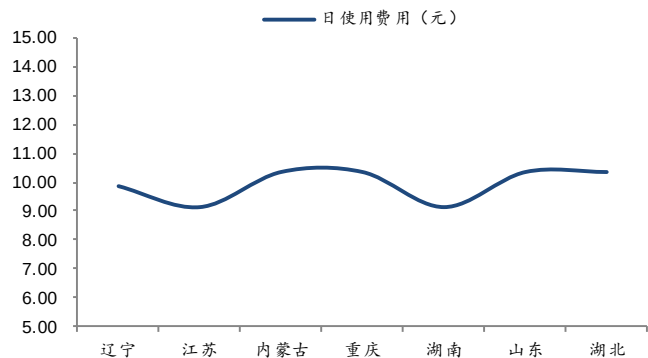


资料来源：信立泰官网，海通证券研究所

3. 阿利沙坦酯有望借力医保快速放量

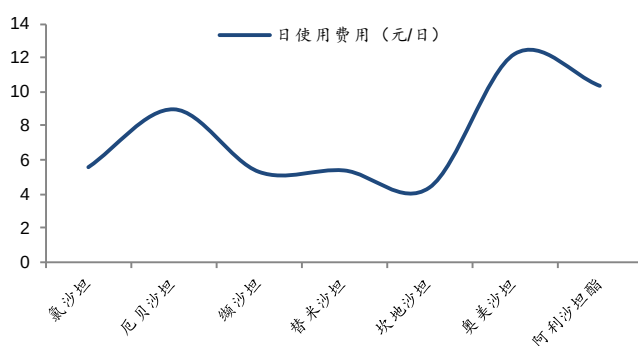
阿利沙坦酯目前处于学术推广以及积极招标阶段。阿利沙坦酯 2013 年上市以来，信立泰便利用自身心血管渠道的优势在医院进行学术推广，让医生充分了解产品的适应症以及效果。为了进一步了解产品的临床疗效以及安全性，信立泰开展了阿利沙坦酯的 IV 期临床试验，目前已完成临床注册。另外，信立泰积极参与各省的招标采购工作，药智网数据显示阿利沙坦酯两种规格（80mg，240mg）先后在湖北，山东，湖南，辽宁，重庆，内蒙古以及江苏等 7 个省份中标。

图5 阿利沙坦酯日使用费用（元/日）



资料来源：药智网，海通证券研究所

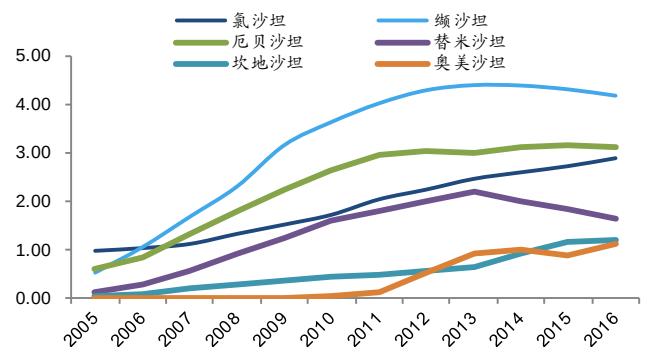
图6 沙坦类降压药日使用费用分析(240mg 规格)



资料来源：药智网，PDB，海通证券研究所 注：每个品种价格为样本医院销量最高品种的最新中标价

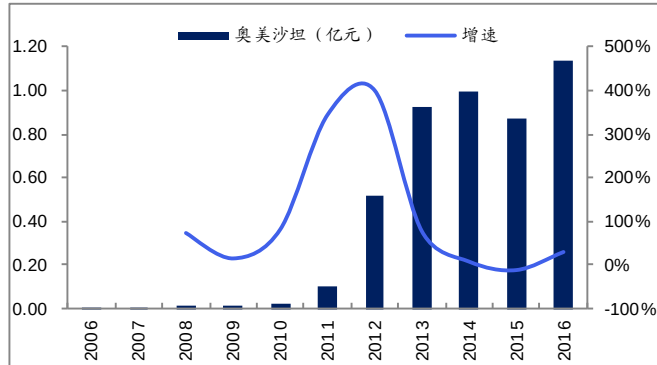
进入医保目录有望打开市场，形成销量。企业为了回收前期巨大的创新研发成本，对于创新药的定价通常较高。阿利沙坦酯每日约 10 元的治疗费用，对于价格敏感的长期用药患者来说没有吸引力。目前未进入各省的医保目录也是阿利沙坦酯销售滞后的一个重要因素。以相对上市较晚的奥美沙坦为例，我们发现 2006 年上市以来奥美沙坦一直未能放量，虽然未能进入 2009 版全国医保目录，但是在 2010 年奥美沙坦进入北京，上海，江苏，山东等 10 个省市的增补目录，其销售额也随之迅猛增长，2016 年 PDB 样本医院销售额达到 1.13 亿元。我们认为，阿利沙坦酯的价格，根据日使用费用看，确实相对于其他沙坦类的产品较高（50%左右）。如果此次医保谈判成功，在价格合理的情况下，凭借 1.1 类新药在招中的质量优势及凭借其良好的临床效果，信立泰成熟的营销能力以及政策上的支持，能够实现快速放量。

图7 沙坦类降压药样本医院销售数据（亿元）



资料来源：PDB，海通证券研究所

图8 奥美沙坦样本医院销售数据（亿元）



资料来源：PDB，海通证券研究所

4. 投资建议

盈利预测与投资建议：我们预测 2017-19 年对应的 EPS 为 1.46、1.68 和 1.96 元。目前股价对应 2017 年为 PE 为 24 倍，相比可比公司估值较低，考虑到核心产品的持续

盈利能力以及新产品的业绩启动，我们给予公司 2017 年 25 倍 PE 估值，目标价 36.5 元，维持“增持”评级。在医药板块整体业绩增速放缓的背景下，公司保持稳健增长，建议积极布局，配置最具安全边际成长股。

风险提示： 医保谈判低于预期，产品销售低于预期。

信息披露

分析师声明

孙建 医药行业
余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：泰格医药,康弘药业,恒瑞医药,天圣制药,易明医药,恩华药业,信立泰,贝达药业,东阿阿胶,华东医药,新天药业,云南白药,金城医药,济川药业,片仔癀,天士力,康缘药业,寿仙谷,京新药业,陇神戎发,康惠制药

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。