

0867.HK 康哲药业

港股通（沪、深）

买入（首次）

国内药品营销推广龙头，开启多元发展新篇章

2018年05月22日

市场数据

日期	2018-05-21
收盘价(港元)	17.68
总股本(亿股)	24.9
流通股本(亿股)	24.9
总市值(亿港元)	440
流通市值(亿港元)	440
净资产(亿元)	73.28
总资产(亿元)	101.49

相关报告

《业绩稳定增长，核心品种表现优异》2018-03-22

海外医药研究

分析师：

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

徐佳熹

xujiexi@xyzq.com.cn

S0190513080003

向秋静

xiangqiujiang@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5349	5989	6793	7665
同比增长(%)	9.1	12.0	13.4	12.8
净利润(百万元)	1675	1884	2197	2518
同比增长(%)	21.7	12.5	16.6	14.6
毛利率(%)	65.0	63.0	63.6	63.8
净利润率(%)	31.3	31.5	32.3	32.9
净资产收益率(%)	24.6	23.9	24.1	23.9
每股收益(元)	0.67	0.76	0.88	1.01

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **国内医药营销推广龙头企业开启多元发展之路。**康哲药业是国内医药营销推广龙头，拥有覆盖全中国的庞大销售推广网络和强大的全科室药品学术营销推广能力。2011年以来公司的产品引进方式已过渡为产品权利控制，实现“反客为主”，并在药物研发和生产环节加深布局，大步向销售能力出众的综合型药企迈进。
- **公司领先的营销推广网络价值有望获合理重估。**公司营销推广网络覆盖与收入体量国内领先，医院覆盖数和推广人员快速增长，人均产出不断提升，营销推广业务丰富全面。公司具备多种有效销售策略，双重营销模式并行，管理制度不断改革完善，营销效率出众，同时渠道潜力有望进一步释放，全科室推广协同可期。我们认为，在行业需求和行业壁垒双双提升的背景下，康哲药业作为药品营销推广龙头的行业价值有望得到合理重估。
- **现有产品稳定增长，创新药布局贡献长期动力。**目前公司19个核心品种为疗效明确的治疗用药，抗降价能力强。一线产品中，波依定完成渠道梳理，维持10%稳定增长；优思弗受益于基层扩容与分线销售，保持15-20%增长；黛力新重新进入广东，增速有望回升至高单位数；新活素因医保谈判降价预计18年平稳过渡，19年后高速增长；二线潜力品种整体保持20%较快增长，18-20年公司收入与净利润有望保持12%-18%增长。此外公司坚定加强创新药布局，研发管线有望迅速扩容，贡献长期增长动力。
- **盈利预测：**公司作为国内医药营销推广龙头，拥有覆盖全中国的领先销售推广网络，在其强大、高效、稳定、合规的全科室药品学术营销能力支撑下，现有主力品种将保持稳健增长，二线品种较快增长，创新药和独家药的布局与引进增加了未来想象空间。我们预计公司2018-2020年营业收入为59.9/67.9/76.7亿元，归母净利润为18.8/22.0/25.2亿元，EPS分别为0.76、0.88、1.01元，2018年5月21日股价对应PE为19倍、16倍、14倍。公司领先的销售网络与优质的推广能力有望得到价值重估，我们给予其22.50港元的目标价，预期升幅为27.3%，首次评级，给予“买入”评级。

风险提示：现有主力产品销售不及预期；创新药引进与研发进展低于预期；现有产品降价超预期

目 录

1、多元发展的国内药品销售推广领先企业	4 -
1.1、中国药品销售推广王者回归港股	4 -
1.2、两票制并未影响实际利润，历史业绩保持较快增长	5 -
1.3、引进品种模式已由独家代理转换为权利控制	7 -
1.4、药品销售为业务主体，研发与生产各为两翼	10 -
2、医药销售领域方兴未艾，行业变局下景气度提升	11 -
2.1、新时代的销售合作模式下，销售企业控制药品权利反客为主	11 -
2.2、销售合作模式充分满足市场需求，对比而言具备综合优势	12 -
2.3、行业需求与行业壁垒双升，国内优质药品销售网络价值回归	14 -
2.4、未来发展方向：学术专业性、规模聚集化、产业纵向整合	16 -
3、国内医药营销推广龙头价值凸显	17 -
3.1、处方药销售业务强大而全面，铸造公司核心竞争力	17 -
3.2、营销推广双重模式并行，管理制度不断改革完善	20 -
3.3、营销效率出众，人力成本、精细化管理占据优势	22 -
3.4、渠道潜力逐步释放贡献增长动力，全科室推广未来协同可期	25 -
4、现有多元产品组合贡献持续增长动力	26 -
4.1、波依定：第一梯队钙离子拮抗剂进入稳定增长通道	28 -
4.2、优思弗：中国利胆药物市场第一品种增长提速	30 -
4.3、黛力新：国内最常用的抗抑郁药物重返重点市场	32 -
4.4、新活素：新进入全国医保带来长期利好	33 -
4.5、潜力二线品种：在销售分线改革下释放潜力	36 -
5、加强创新药布局，精选未来引入市场品种	37 -
5.1、创新储备产品：全球搜寻优质创新药 license in	37 -
5.2、中短期储备产品：持续丰富现有产品组合	40 -
5.3、通过股权投资与国内药品生产企业深度合作	41 -
6、盈利预测	42 -
6.1、财务预测	42 -
6.2、收入拆分	43 -
6.3、盈利预测与估值	45 -
7、风险提示	46 -
图 1、康哲药业股权结构（2018.05.20）	5 -
图 2、直接学术推广网络三品种收入记录范围减少	6 -
图 3、代理商网络三品种收入记录范围增加	6 -
图 4、2013-2017 年公司营业收入（百万元）	6 -
图 5、2013-2017 年公司归母净利润（百万元）	6 -
图 6、2013-2017 年公司毛利率与净利率	7 -
图 7、2013-2017 年公司毛利率与净利率（还原两票制口径）	7 -
图 8、2013-2017 年公司主要费用率	7 -
图 9、2013-2017 年公司主要费用率（还原两票制口径）	7 -
图 10、康哲药业产品引进模式	8 -
图 11、公司目前核心品种引进过程	9 -
图 12、2013-2017 年公司权利控制与独家代理产品的收入占比情况	9 -
图 13、公司对应处方药价值链中业务布局情况	10 -
图 14、此前代理销售与现在合作销售（权利控制）的区别	12 -
图 15、2011-2017 年康哲药业直接推广网络发展情况	18 -

图 16、2013-2017 年康哲药业直接推广模式人均产出（百万元/人）	18 -
图 17、2007-2017 年黛力新销售额与增速情况	19 -
图 18、2015-2020 年波依定中国地区销售额与预测	20 -
图 19、康哲药业直接学术推广模式示意	20 -
图 20、康哲药业代理商推广模式示意	20 -
图 21、2013-2017 年康哲药业直接推广模式和代理商模式收入占比	21 -
图 22、2017 年国内领先医药公司费用率情况	23 -
图 23、康哲药业职业发展通道全景	24 -
图 24、康哲药业信息管理系统综合功能	25 -
图 25、2013-2017 年公司现有前六大品种品种医院覆盖情况	26 -
图 26、2013-2017 年样本医院降压药销售额变化	29 -
图 27、2017 年样本医院降压药市场份额	29 -
图 28、2013-2017 年公司优思弗收入与增速变化	31 -
图 29、2013-2017 年样本医院优思弗收入与增速变化	31 -
图 30、2013-2017 年样本医院熊去氧胆酸市场份额	31 -
图 31、2012-2017 年公司黛力新收入情况	32 -
图 32、2017 年样本医院氟哌噻吨+美利曲辛市场格局	32 -
图 33、2013-2017 年公司黛力新覆盖医院情况	33 -
图 34、2013-2017 年公司新活素收入情况	34 -
图 35、新活素（rhBNP）物质结构	35 -
图 36、脑利钠肽（BNP）作用机制	35 -
图 37、新活素（rhBNP）与主流心衰用药平均用药时间对比	35 -
图 38、Traumakine 研发进展	39 -
图 39、酪丝亮肽（CMS024）化学结构式	40 -
图 40、2013-2017 年公司经营性现金流净额	43 -
图 41、2013-2017 年公司资产负债率	43 -
表 1、康哲药业历史沿革	4 -
表 2、三种产品销售企业对比	13 -
表 3、创新药与优质一致性评价仿制药加速进入市场相关政策梳理	14 -
表 4、2018 年即将专利到期的代表重磅药品	15 -
表 5、中国重要药品营销推广公司覆盖医院与营收比较	17 -
表 6、直接学术推广和代理商推广模式区别	21 -
表 7、中国重要医药销售公司销售品种领域情况	26 -
表 8、公司现有 19 个核心品种情况	27 -
表 9、前 4 大钙离子拮抗剂日均价格对比	30 -
表 10、国内前 4 大熊去氧胆酸药物对比	32 -
表 11、康哲药业潜力二线产品一览	36 -
表 12、康哲药业筛选品种要求	37 -
表 13、公司目前布局创新药品种情况	38 -
表 14、公司进口注册品种情况	41 -
表 15、公司财务分析结果	42 -
表 16、各项业务营业收入预测	44 -
表 17、公司盈利预测结果	45 -
附表	47 -

报告正文

1、多元发展的国内药品销售推广领先企业

1.1、中国药品销售推广王者回归港股

康哲药业控股有限公司（China Medical System）是立足中国面向医院全科室推广的专业医药企业。1995 年康哲药业控股有限公司全资子公司深圳市康哲药业有限公司在深圳成立，专注于处方药品的营销、推广及销售。2007 年 6 月，公司在英国伦敦交易所 AIM 板上市，后于 2010 年 9 月 28 日在香港主板上市，同时在伦敦证券交易所另类投资市场退市。

表 1、康哲药业历史沿革

年份	重要事件
1995	康哲创立。
1997	益侨国际（公司主席及 CEO 林刚先生持有 99% 股份）获黛力新在中国独家经销权，随后康哲于 2002 年获得独家经销权。
1998	益侨国际获优思弗在中国独家经销权，随后集团于 2002 年获得独家经销权。
2006	获得施图伦滴眼液和肝复乐在中国的独家推广及销售权。
2007	公司股份在伦敦证券交易所另类投资市场挂牌。
2008	获得新活素、西施泰和莎尔福在中国的独家推广及销售权。
2009	获“深圳百强企业”称号。
2010	在香港主板上市；获得亿活在中国的独家推广及销售权。
2011	收购天津普瑞森医药贸易有限公司（后更名为天津康哲医药科技发展有限公司）。
2014	收购西藏药业（600211）26.61% 的股份，成为其最大股东。
2015	通过多种方式获得诺迪康、丹参酮、慷彼申、喜辽妥产品
2016	获得阿斯利康产品波依定在中国商业化（20 年）的独家许可，并购买了其产品依姆多的全球资产（美国市场除外）。 经定增后持有西藏药业 36.83% 股份，仍为其单一最大股东；获得 Destiny Pharma plc. 的产品组合（XF-73、XF-70、DPD-207）在中国等亚洲国家（不含日本）的特定资产
2017	

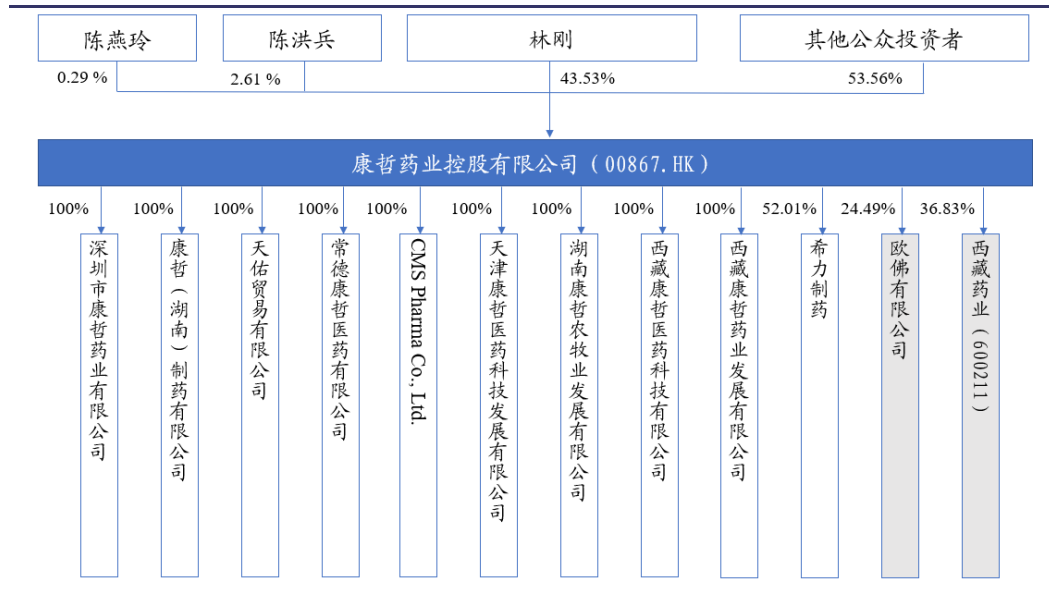
资料来源：公司公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

公司专注于中国药品营销推广市场近 23 年，拥有覆盖全中国的成熟销售推广网络和强大的全科室药品学术营销销售能力，凭借其自有的快速成长营销推广网络和专业的学术推广活动，公司以严格的药品筛选标准及专业的药品评估体系面向全球搜索并购买具有创新性、高品质、学术价值的药品品种，引入中国市场独家推广销售。随着公司对全球范围研发后期的创新药（如 Traumakine、XF-73、XF-70、DPD-207 等）的持续投入、对难仿药、独家药新品种（如波依定等）的权利控制引入，和对国内药品生产企业（如希力药业、西藏药业等）的股权投资，公司开启了多元化发展的新篇章。

公司管理团队多数拥有医药学教育背景，不仅了解药品与市场，还熟悉医生和病患的用药习惯，因此在产品选择、策划、定位时可以从医生和病人角度出发，把药品成功推广到市场。公司实际控制人林刚先生毕业于现广东医学院，在创办公司之前拥有临床经验，并在中国医药产品的营销、推广及销售以及其他增值服务

方面拥有多年经验，目前担任公司 CEO，全面负责公司宏观管理、战略规划和产品引进，公司 COO 陈洪兵先生作为眼科医生拥有多年临床经验，主管公司日常经营活动。

图 1、康哲药业股权结构（2018.05.20）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、两票制并未影响实际利润，历史业绩保持较快增长

两票制仅影响部分品种收入财务记录方式，基本不影响利润。公司目前直接学术推广网络下所有的产品都采用符合两票制要求的模式，在两票制要求下，仅三个品种的收入财务记录方式有所变化，而利润基本不受影响。两票制政策规定，海外进口药品的全国总代视为厂家，因此公司自营产品中的海外进口药、自产产品和大部分省份控股子公司产品均不受影响，而部分国内非自产的产品和非控股子公司生产的产品需要转化为由生产厂家直接高开，其中主要涉及到三个品种：

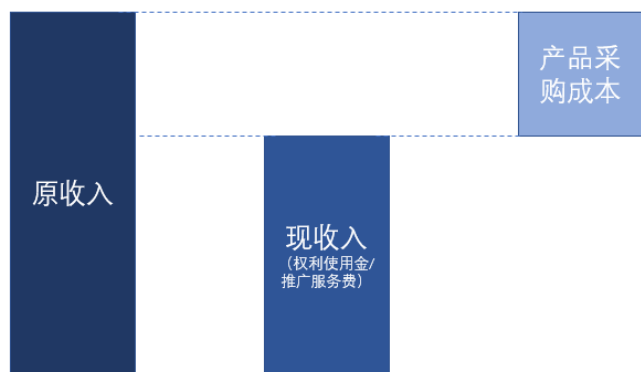
- **波依定**由阿斯利康无锡生产，公司购买了 20+5 年的商业权，在两票制要求下，公司由此前的自身直接高开发货，转为委托生产企业阿斯利康进行发货、开票、收款，阿斯利康再将公司应获得的利益以权利使用金的方式返还公司。在此情况下，公司的毛利金额基本不受影响，只是收入记录由药品真实销售金额变为权利使用金，转化后的收入不再包含波依定的采购成本，收入纳入范围相对缩小。
- **新活素、诺迪康**为西藏药业的品种，集团持股西藏药业 36.83%，为其第一大股东，但未实现控股，在两票制要求下需要转化为西藏药业发货、开票，西藏药业再将属于公司的毛利以推广服务费的方式返还给公司，同样在转化后公司毛利基本不受影响，仅在收入端体现相应缩小。

代理商网络下的产品喜达康、伊诺舒、茵莲清肝颗粒三种产品原先采取低开模式，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

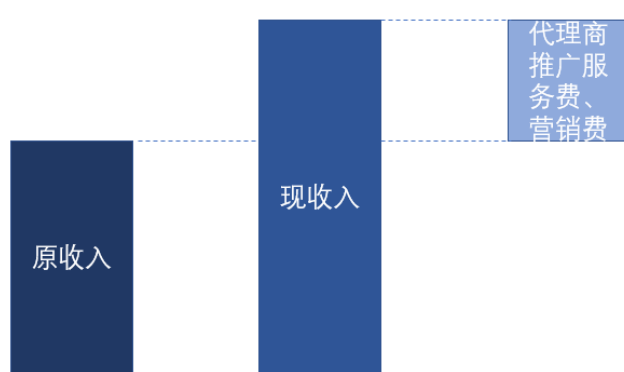
现款现货发货给代理商，现在转为高开，收入相应增加，而代理商的服务费和营销费用会反映在公司的费用中。总体来看，代理商产品在总收入中占比小于5%，对收入整体影响不大。

图 2、直接学术推广网络三品种收入记录范围减少



资料来源：公司公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、代理商网络三品种收入记录范围增加

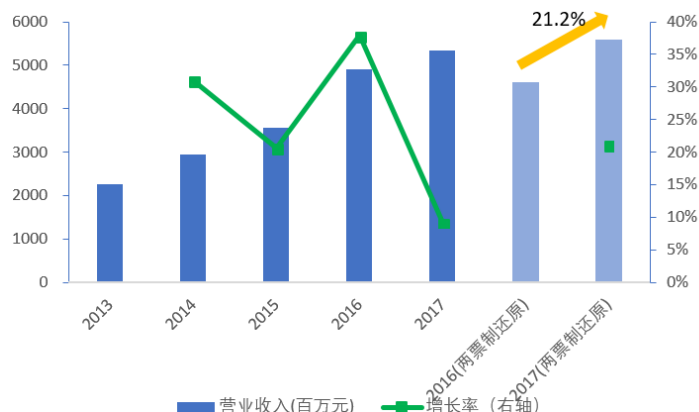


资料来源：公司公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，还原两票制收入的记录方式下，公司财务数据和经营数据的纵向可比性更强，更能反映出公司真实变化，因此我们将提供还原两票制口径数据以供参考。

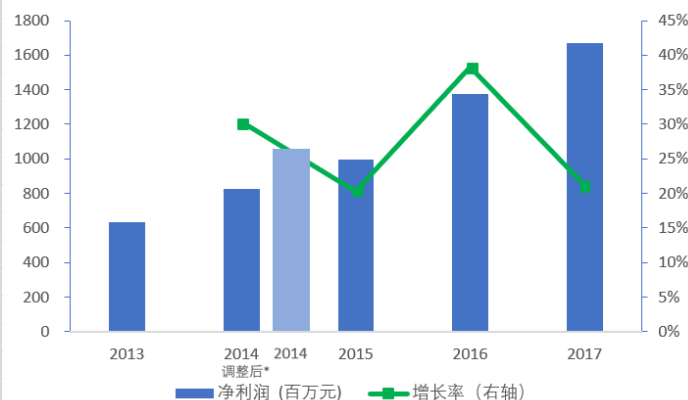
公司业绩长期保持较快稳定增长。在出色的学术推广能力和高效的药品营销网络基础上，公司新品种不断面世推出，原有药品品种内生亦稳步增长，2013-2017 年营业收入复合增长率为 24.2%（按照还原两票制口径计算为 28.3%），净利润复合增长率为 27.3%。

图 4、2013-2017 年公司营业收入（百万元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2013-2017 年公司归母净利润（百万元）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：2014 年调整后归母净利润是扣除投资西藏药业而获取的可供出售投资公允价值收益 215.1 百万元后所得值

公司盈利水平保持相对稳定。自 2013 年来，公司引入新产品的筛选标准保持稳定，产品价格控制较良好，毛利率与净利率基本保持稳定。在还原两票制口径下，2017 年公司毛利率为 58.7%，同口径同比下滑 1.0pp，估计由于主要产品的价格受招标

和新活素医保谈判降价影响稍有下降，净利率为 29.9%，同比基本保持平稳。公司在售产品整体价格总体基本稳定，业务运营稳健，鉴于新活素终端降价主要在 2018 年开始进行，我们预计公司 2018 年全年利润率水平总体将稍有下滑。

图 6、2013-2017 年公司毛利率与净利率

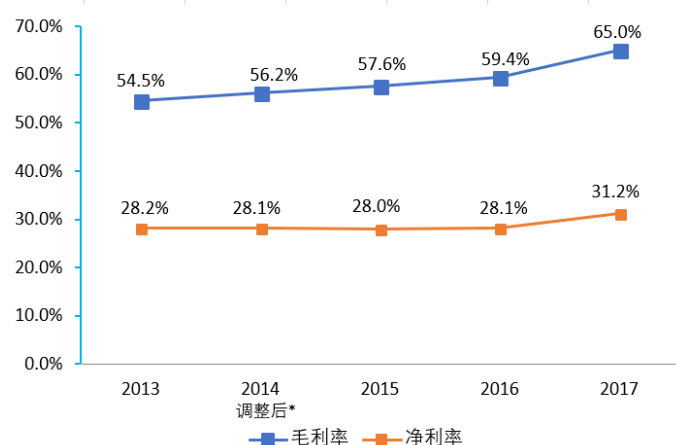
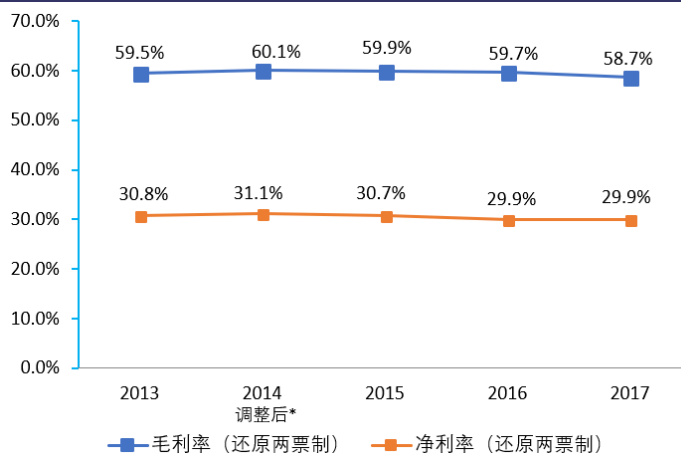


图 7、2013-2017 年公司毛利率与净利率（还原两票制口径）

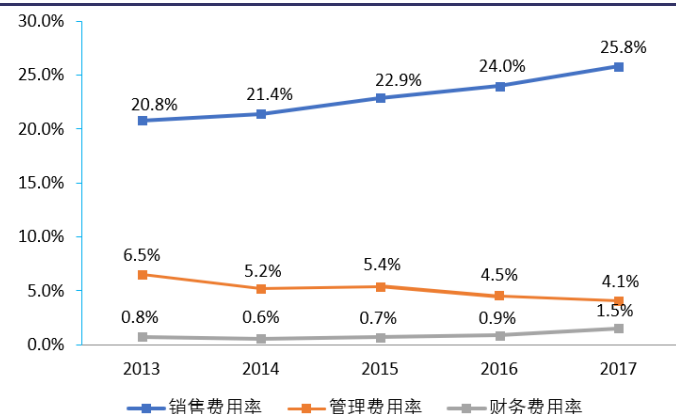


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

*备注：2014 年调整后净利率是归母净利润扣除投资西藏药业而获取的可供出售投资公允价值收益 215.1 百万元后所得值

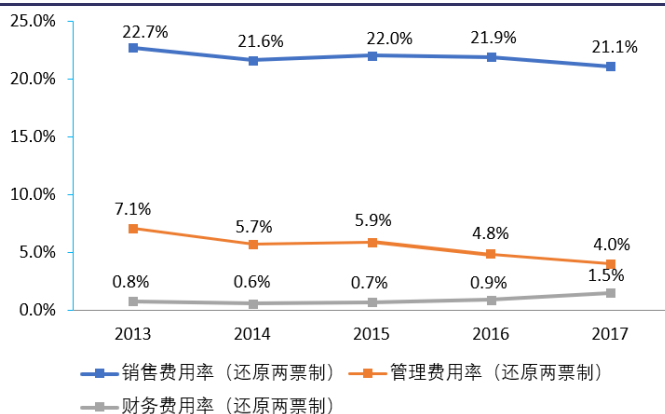
公司费用控制得当，经销效率较高。横向比较，公司管理高效，执行力强，并采取以应届生为主的招聘模式，在国内可比的领先医药企业中，公司的费用率处于较低水平。纵向来看，在还原两票制口径下，销售费用率随规模体量提升逐步下降，管理费用率也随管理效率提升逐步下降，财务费用率基本稳定，整体费用率健康稳健。

图 8、2013-2017 年公司主要费用率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2013-2017 年公司主要费用率（还原两票制口径）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、引进品种模式已由独家代理转换为权利控制

公司引进产品的方式丰富多样，最开始以独家代理销售起步，逐步发展出购买区域销售权、股权合作、自主生产、OEM 生产等多种新方式。2011 年是康哲药业

公司引进品种方式发生转变的分水岭，产品引进方式由独家代理转换为权利控制（买断产品或产品的中国市场权利）。相比于之前的独家代理模式，权利控制的方式加强了公司对销售产品的控制力度，帮助公司锁定品种收益，产品销售权利更加稳定。

图 10、康哲药业产品引进模式



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

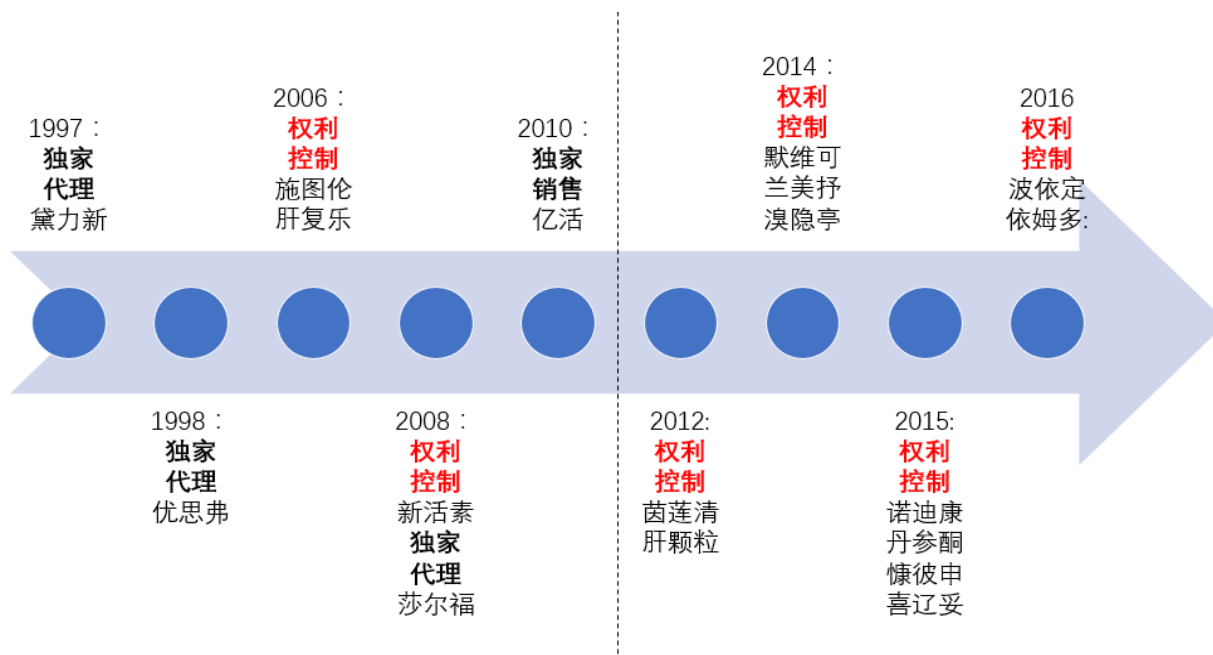
蓝色字体为直接推广网络中产品，橙色字体为代理商网络中该产品

*西藏药业拥有依姆多除美国外的全球资产，康哲药业负责中国区销售

**兰美抒完成批文转化后将由康哲湖南生产

- 在 2011 年前公司品种基本以**签署独家代理协议**的方式引进，一般为五年或十年的有效期，到期后再与供应商续约，现在主要包括 4 个品种，黛力新、优思弗、莎尔福、亿活。
- 2011 年之后公司首选**权利控制**的方式引进产品，购买长期商业化权益，其中核心品种包括 15 种，具体方式包括**购买区域商业化权利**（波依定、茵莲清肝颗粒）、**参股西藏药业股权合作**（新活素、诺迪康、依姆多）、**自主生产**（肝复乐、喜达康、丹参酮、兰美抒）、**OEM 生产**（伊诺舒、施图伦、溴隐亭、慷彼申、喜辽妥、默维可）。

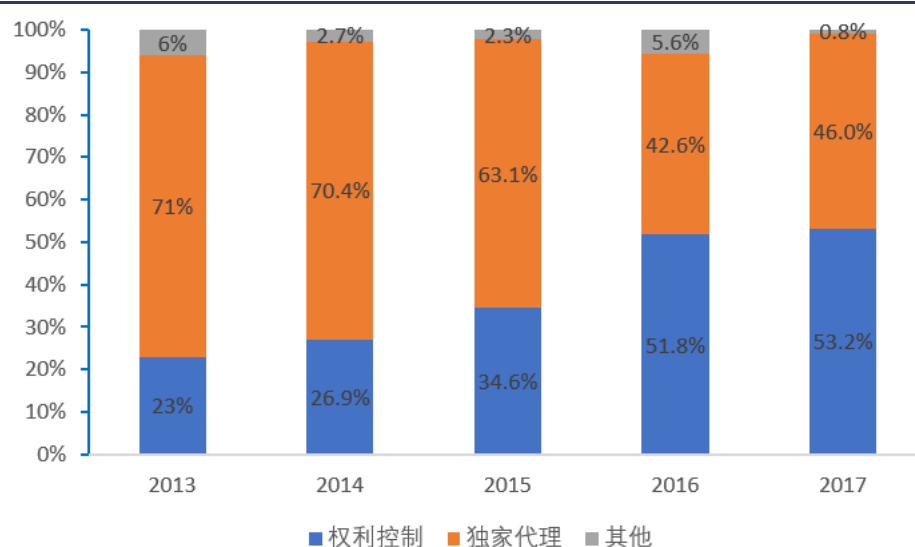
图 11、公司目前核心品种引进过程



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从发展趋势上看，公司引入品种方式已经趋向于权利控制方式为主，权利控制的产品收入占比逐年提高，目前 2017 年销售比重是 53.2% 左右，独家合约代理产品销售比重约占 46.1% 左右。随着新引入产品的较快增长，未来拥有较高利润水平的权利控制产品收入贡献占比将持续上升。

图 12、2013 -2017 年公司权利控制与独家代理产品的收入占比情况



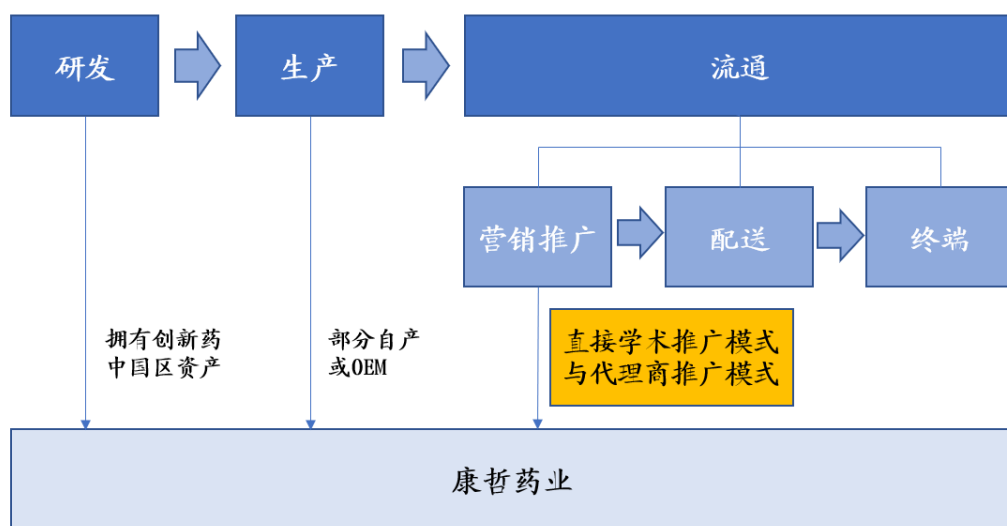
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、药品销售为业务主体，研发与生产各为两翼

目前外界对公司认知大多停留在传统医药销售代理型企业的印象，实际上康哲药业的业务已经覆盖医药产业链中研发、生产和营销推广三个重要环节。公司核心业务为处方药营销推广领域，而在流通领域，公司借助本地分销配送商的物流网络将产品发送和销售给医院，相较于药品分销配送业务，公司的营销推广业务享有更高的毛利率水平，且无需承担高昂的运输及存货存储设施资本开支，可以通过较少的资产基础产生正向现金流量。此外公司在研发和生产领域公司也早有布局：

- **在研发领域：**由公司实际控制人林刚主席投资的上市公司体系外的研发机构专注于 1 类创新药的研发培育，上市公司体系享有创新产品未来包括产品专利的中国区资产，上市公司不用负担研发费用，同时上市公司积极通过 License-in 方式引入全球研发后期的创新药品种的中国区资产。整体来看，公司研发领域自主研究与合作研究相结合，对创新品种的持续投入将为公司注入未来新的发展动力。
- **在生产领域：**公司自主生产负责部分销售品种，如全资子公司康哲湖南负责生产的喜达康等；另有部分品种通过参股生产企业实现生产控制，如联营公司西藏药业旗下的新活素、诺迪康。目前公司引进品种方式已经过渡为权利控制为主，部分品种获得海外授权后在国内展开 OEM 生产，如公司委托天津药研院生产的伊诺舒。品种实现自主生产增强了公司对品种的控制力。

图 13、公司对应处方药价值链中业务布局情况



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2、医药销售领域方兴未艾，行业变局下景气度提升

2.1、新时代的销售合作模式下，销售企业控制药品权利反客为主

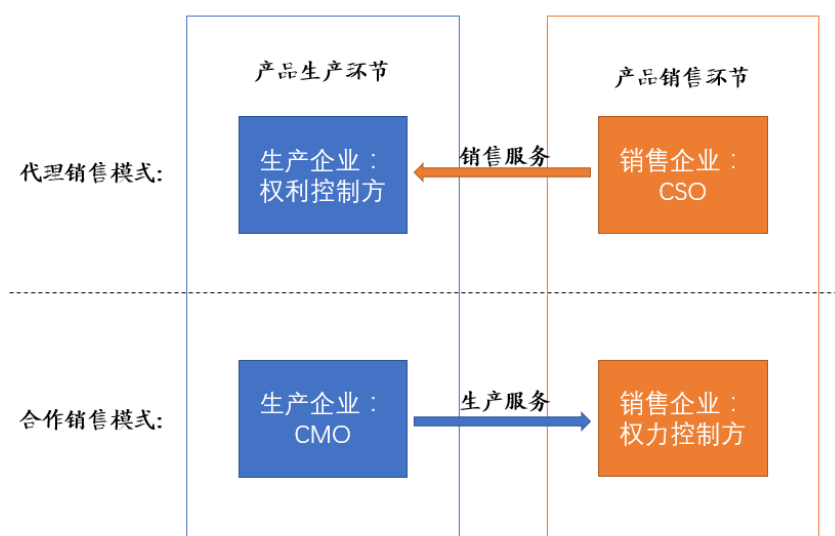
医药行业的复杂性促使医药销售领域独立发展。为了创造并保持核心业务的竞争优势，集中力量培育和发展具有竞争优势的战略环节，医药企业开始专注于自身有优势的或核心的价值增值环节，而在其他领域选择进行合作，以达到降低成本、提高效率、增强企业的应变能力。

随着市场范围扩大和社会分工不断深化，医药行业研发、生产、销售 3 大环节都已有了不同程度的分解拆分，我们熟知的研发外包模式（CRO）、生产外包模式（CMO）与销售外包模式（CSO）便是其中代表，掌握产品权利的企业可以选择与相应领域服务商进行合作，以期在专注的细分领域实现更充分发展。

新时代销售合作模式角色互换，销售商实现品种控制反客为主。新时代的销售合作模式脱胎于传统医药产品代理模式，医药产品销售方通过灵活的方式对所销售产品权利实现控制，实际上已经转化为自有品种，实现反客为主。

- 传统代理销售模式指专业销售组织作为第三方承接来自医药产品生产企业的外包销售模式，销售组织执行医药产品市场营销推广工作，相当于医药企业销售部门的外延部分，其服务内容包括区域市场快速覆盖、产品推广策划定位、医生学术培训等。代理销售模式可以帮助生产企业规避一定市场风险，节约销售团队建设及管理费用，以较低的成本在相关较短时期内获得较大的市场收益。
- 新时代的销售合作模式与大家熟知的代理产品模式不同的是，通过权益买断，销售企业对产品实现全面掌控，相当于自身拥有的产品，而非简单的服务提供商，甚至可根据实际需求对品种的生产、市场管理等环节做出改动，如自行选择本地化的 CMO 生产方，直接参与市场准入、价格维护等市场管理工作等。权利控制方式相当于销售商在一定条件下完全拥有品种，品种稳定性更高，充分调动了产品销售积极性。

图 14、此前代理销售与现在合作销售（权利控制）的区别



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、销售合作模式充分满足市场需求，对比而言具备综合优势

销售合作模式应运而生，充分满足医药产品销售外包的各项需求。销售合作企业在医药行业中聚焦于产品销售推广环节，通过营销组织架构的优化和执行力的提升，以及专业人才和技术的引进，进一步发掘产品的临床治疗潜力，并有效降低医药产品的销售成本，提升产出。其核心运作以及组织架构基本上完全为营销的需要而量身定做，不仅能为制药企业的新产品制定和执行早期的产品上市计划，同样也能促进成熟产品的销售延长其产品生命周期，还能凭借已有的业务网络、专家资源和对区域市场准入政策的充分理解，为产品在目标区域市场实现快速导入。

- **为研发导向企业提供产品推广营销能力。**新兴的中小型生物医药企业通常聚焦于高价值产品的研发环节，而在产品营销领域缺乏足够的资源和经验，自建销售团队难度较高，需要借助合作方力量进行专业体系化的产品营销。
- **为成熟企业延长经典药物生命周期。**经典药物普遍拥有较好的市场基础，虽然受到仿制药影响增长受限，但依然可能作为企业稳定现金牛，持续贡献业绩。大型制药企业普遍面临着产品降价压力，需要进一步降低产品费用率，提升销售效率，以延长产品周期，维持盈利能力。
- **帮助在部分细分市场或销售地域实现快速覆盖。**中小型医药生产企业自建的销售团队不足以覆盖目标销售区域，需要借助销售外包完成目标区域覆盖，尤其在全球化视角下，非跨国企业的优质产品也踊跃进入其他国家地区的新市场开展销售。在全球各地，不同的市场环境和客户行为特征需要营销人员

对于临床医生、病人、医保支付方或是政府机构采用截然不同的沟通策略和方式，因此对销售团队的管理侧重点也不尽相同，仅为少量产品自建目标市场当地销售团队性价比较低，而借助本土化的营销推广团队能在较短时间内实现广泛覆盖，大大节省成本。

销售合作模式相对其他模式具备综合优势。除专业销售合作模式外，具备丰富的经验和完善的营销体系的大型综合药企和具备渠道优势的分销配送企业也可承接医药产品市场营销工作。

- **大型综合药企**在行业内有丰富的经验和完善的营销体系，且往往在相关治疗领域具备品牌声誉，与大型制药企业合作可借助其优势发挥协同作用，为早期市场导入带来优势，为双方带来共赢，但长远来看大型制药企业有自身的企业战略和产品线管理策略，外包产品是否能在其产品线中获得足够的优先度，进而能否拥有充分的销售资源值得讨论。
- **分销配送企业**商业渠道资源丰富，理解当地商业环境，可实现区域快速覆盖，善于解决在市场准入方面的实际问题，但缺乏医药专业化服务交流的推广实力，临床知识教育传递能力有限，难以胜任专利药、创新药、原研药等专业程度高、需要市场教育的医药产品。
- **相比之下，销售合作模式汇集了两者优先，又规避了两者优先不足。**一方面，销售合作企业既具备专业学术交流和服务推广能力，又可在较短时间内于目标区域内实现医疗机构广泛覆盖，另一方面，销售合作企业面对不同产品的需求可灵活设计专属销售模式，针对产品的不同阶段设计推广计划，进行产品市场营销策略的修正和优化，以实现产品周期的利益最大化。

表 2、三种产品销售企业对比

项目	优势	不足
销售合作企业	具备专业学术交流和服务推广能力，同时在区域内广泛覆盖目标医疗机构； 面对不同产品和不同周期可灵活选择和调整销售模式和资源，最有利于实现产品全周期利益最大化。	--
大型综合药企	具备成熟营销推广团队，可进行学术交流和推广工作； 往往在相关治疗领域具备品牌声誉，有协同作用	受制于大型综合医药企业自身战略和产品线管理策略，适合与大型医药企业自身具备协同效果的医药产品
分销配送型企业	商业渠道丰富，理解当地商业环境，可实现区域快速覆盖	专业化推广能力、营销体系与临床交流能力弱，更适合专业化推广能力要求不高的医药产品

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、行业需求与行业壁垒双升，国内优质药品销售网络价值回归

国内药品销售领域的需求与进入壁垒都在提升过程。药品销售领域需求与壁垒的提升都使得专注于学术推广的销售合作企业具备更大的发展空间，我们预计国内专业药品销售行业的市场规模将保持高速增长势头。

行业需求提升：

- **创新药与优质仿制药增量加速入场：**近年来医药政策动作不断，加速审评审批、CFDA 加入 ICH、试行 MAH、一致性评价等为医药市场带来优质的医药“供给侧增量”机遇。一方面，创新药加快审评审批，优先审评不断推进，海内外研发型药企创新药产品上市提速，海外进口药取消关税、专利补充制度与新药数据保护期机制亦将加快海外创新药进入国内步伐，学术推广需求度高的创新药、独家药产品持续增加，截止 2018 年 5 月 15 日，CFDA 共公布 28 批纳入优先审评程序药品；另一方面，仿制药一致性评价与后续红利逐渐清晰，在招标、临床指南等多方面享受类原研药待遇，经过海外认证的仿制药品种转报国内上市将直接视为通过一致性评价，省去一致性评价试验的时间与费用，优先占据快车道，开启原研替代模式，截止 2018 年 5 月 15 日，目前还只有 17 个品种，29 个品规通过一致性评价，未来空间仍然充裕。

总的来看，国内医药市场中有高治疗性价值的新产品将持续扩容，为医药市场带来产品结构性调整，医药销售领域也需要匹配这样的产品结构变化，适合承接高临床价值产品的专业学术推广能力将越来越受到重视。

表 3、创新药与优质一致性评价仿制药加速进入市场相关政策梳理

政策方向	公告时间	部门	名称	主要内容
优先审评审批（截止 2018-05-15，共公布 28 批纳入优先审评程序药品）	2015 年 11 月 13 日	CFDA	《总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见（征求意见稿）》	对于新药/临床急需/质量疗效明显改进的药品实行优先审评审批
	2016 年 2 月 26 日	CFDA	《总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	优先审评审批范围较征求意见稿有所扩大，扩大类别包括：列入国家科技重大专项或国家重点研发计划的新药注册申请；防治肺结核、病毒性肝炎且具有明显临床优势的药品注册申请
	2016 年 10 月 26 日	CFDA	《总局关于发布医疗器械优先审评审批程序的公告》	自 2017 年 1 月 1 日起，为保障医疗器械临床使用需求，将对诊断或治疗罕见病、恶性肿瘤等且具有明显临床优势的医疗器械等进行优先审批。实施优先审批的医疗器械包括：诊断或治疗罕见病、恶性肿瘤且具有明显临床优势；诊断或治疗老年人特有和多发疾病，且目前尚无有效诊断或者治疗手段；专用于儿童且具有明显临床优势；临床急需，且在我国尚无同品种产品获准注册；列入国家科技重大专项或者国家重点研发计划的医疗器械等。
	2016 年 10 月 26 日	CFDA	关于《医疗器械优先审评审批程序》的说明	
加入 ICH	2017 年 6 月	CFDA	CFDA 加入 ICH	2017 年 6 月，CFDA 正式加入 ICH，标志着国际社会对中国政府药品审评审批改革和中国医药产业的认可，有利于中国医药行业在研发、监管等各方面与国际接轨。2017 年 11 月，CDE 发布关于公开征求 ICH 指导原则《E9(R1): 临床试验中的估计目标与敏感性分析》及《S5(R3): 人用药物生殖毒性检测》意见的通知，就按照 ICH 相关章程要求，ICH 的监管机构成员需收集本地区关于第 2b 阶段指导原则草案的意见并反馈给 ICH。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

试行 MAH	2016 年 6 月 6 日	国务院	《药品上市许可持有人制度试点方案》	国务院 44 号文提出开展药品上市许可持有人制度试点，本文提出在 10 省（市）开展试点工作。上市许可与生产许可实行分离管理的制度模式，使得药品上市许可与生产企业不再捆绑，促进创新。
	2016 年 7 月 6 日	CFDA	《总局关于做好药品上市许可持有人制度试点有关工作的通知》	为确保试点工作稳妥有序开展作出部署。
	2016-2017	CFDA	《药品上市许可持有人制度试点方案》政策解读（一）、（二）、（三）	三次对《药品上市许可持有人制度试点方案》作出解读，对持有人是否可以自行销售、流通环节建立质量管理体系与风险控制体系、是否允许上市许可申请人（持有人）为多个主体等多个问题作了回答。
	2017 年 8 月 21 日	CFDA	《总局关于推进药品上市许可持有人制度试点工作有关事项的通知》	为加快推进持有人制度试点工作，就落实持有人法律责任、促进专业化规模化生产、允许持有多点委托生产等进行强调。
一致性评价 （截止 2018-05-15，共 17 个品种，29 个品种通过一致性评价）	2013 年 2 月 16 日	CFDA	关于开展仿制药质量一致性评价工作的通知	确立分期分批进行质量一致性评价的工作方案和时间规划
	2015 年 8 月 18 日	国务院	关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见	推进仿制药质量一致性评价、开展药品上市许可持有人制度试点
	2016 年 3 月 5 日	国务院办公厅	关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见	明确评价对象和时限、确定参比制剂遴选原则以及评价方法、鼓励一致性评价的政策激励
	2017 年 8 月 25 日	CFDA	关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告	参比制剂备案、BE 试验登记、试验机构选择、境外上市转内销、复核检验及评审相关环节
	2017 年 12 月 29 日	CDFA	关于发布通过仿制药质量和疗效一致性评价药品的公告	发布首批通过一致性评价品种，有 12 个药品品种，17 个品种通过一致性评价

资料来源：中国政府网，CDFA，兴业证券经济与金融研究院整理

- **过期专利药延长产品周期需求增多：**随着仿制药一致性评价利好政策推进，通过一致性评价的仿制药在招标准入和临床使用中将被视作与原研药一致，过期原研药原先在国内享受的“超国民待遇”也将不复存在，受到仿制药的冲击加剧，预计未来跨国药企将逐渐把国内市场重心更多放在其在全球市场中更擅长的创新药领域，对于销售量级颇大的过期原研药产品将寻求合适的方式尽量延长其产品周期，而原先拥有良好销售表现的销售合作公司将有望承接这部分市场增量，以更贴近本土的产品营销推广策略和集约化的销售资源让产品激发出全新生命力。

表 4、2018 年即将专利到期的代表重磅药品

药品	适应症	公司	2016 年销售额	专利到期日
普瑞巴林	疼痛	辉瑞	49.66 亿美元	2018 年 12 月 30 日
噻托溴铵	COPD	勃林格殷格翰	29.95 亿美元	2018 年 7 月 30 日
布地奈德 / 福莫特罗	ED	阿斯利康	29.89 亿美元	2018 年 9 月 9 日
他达拉非	ED	礼来	24.72 亿美元	2018 年 9 月 27 日
西那卡塞	继发性甲亢	安进	15.82 亿美元	2018 年 3 月 8 日

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

行业壁垒提升：

- **自建销售团队成本提升：**当下医药行业环境监管政策趋严，在两票制、营改增以及药品销售合规化的政策影响下，药企自建或维持销售团队成本逐渐增大。尤其在当下新增产品结构性变化下，对于有较高学术推广需求的创新药品品种增加，专业化学术营销团队相对而言成本更高。
- **渠道下沉市场覆盖难度增加：**随着专利到期药与其仿制药之间的竞争加剧和分级诊疗政策持续推进，中小城市、乡村市场保持高增长，基层市场重要性逐步提升。医药市场销售终端将不断下沉，覆盖地域不断扩大，而我国广阔的地域分布及复杂的地域差别会使得药品生产企业在开拓新兴市场时对销售合作企业的需求量加大。

2.4、未来发展方向：学术专业性、规模聚集化、产业纵向整合

学术专业性：监管趋严叠加创新品种提速入场，学术专业性要求提升。一方面，行业监管趋严，2017年末我国旨在规范医药行业营销行为的第一份法规征求意见稿《医药代表登记备案管理办法(试行)(征求意见稿)》正式出台，医药营销市场将提升行业准入门槛，专业化学术型推广能力的要求准线大大提高，“带金销售”、“药品回扣”等灰色营销手段将受到更加严厉的监管，生存空间更加狭窄，而医药代表临床交流、召开临床学术交流会、资助相关的临床科研项目等专业学术型营销推广方式将被记录为可追溯的资料，临床和产业之间的正常交流互动实现阳光化。另一方面，随国家研发和审评环节政策利好，行业新增量中结构性偏向创新药、独家药等需要较高学术推广能力的产品。此前行业中学术推广能力弱，合规要求低的企业将可能成为本轮行业洗牌的清洗对象，提供优质专业学术推广能力的销售合作企业有望以高于行业的增速成长。

规模聚集化：规模以上的销售合作企业将实现强者恒强。目前国内药品销售行业中集中度低，行业中充斥大量中小型代理销售型企业，随着监管新规落地，难以满足合规要求的企业逐渐退出市场，低质服务商出清，行业集中度有望提高，而规模以上的销售合作模式企业将受益于竞争格局的改善，赢得新的发展机遇。另一方面，医药市场销售终端将不断下沉，覆盖地域不断扩大，而我国广阔的地域分布、复杂的地域差别、地方政策、独特的用药差异使得药品生产企业在开拓新兴市场时对合同营销服务的需求量加大，只有全国覆盖区域广、进入医疗机构多的大型医药销售型企业才能更好的满足生产企业需求，更好的承接市场增量。

产业纵向整合：多元化发展，销售合作企业向医药行业纵向整合趋势明显。国内的销售合作模式带有鲜明的中国特色，与国际通行的CSO模式显著不同。国际上销售外包组织通常只承接医药制造企业的营销职能，通过招募、培训营销人员并“租借”至医药制造企业，执行该企业的营销活动，并不涉及医药生产、物流方面

的服务，也不实际购销药品。而国内的销售合作企业，尤其是部分龙头企业，延续了我国医药领域惯有的“大包”模式，不仅作为市场营销主体代理药品的推广及市场准入工作，还负责管理产品在控制区域内的流通工作，有些企业甚至拥有自己的生产部门，实现产品自产。随着业务的不断拓展，部分企业已经不满足于局限性的业务类型，通过纵向拓展，为客户提供整体的解决方案策划和执行，一站式合同营销组织已经开始出现(如提供全面学术推广服务的公司)。中国特色的销售合作模式使得国内销售合作企业不仅局限于销售领域，也具备承接医药产品营销外的生产、配送等其他业务能力，更适合企业在医药产业链中实现产业链纵向整合。

3、国内医药营销推广龙头价值凸显

康哲药业以代理销售处方药业务起家，为国内外制药企业，尤其是意图将产品引入中国市场的国外制药企业提供专业的一站式服务。近年来，公司的产品引进方式已经过渡为产品权利控制方式为主，未来不再考虑引进新的代理品种，并逐步在创新药物研发领域加深布局，大步向销售能力出众的综合型药企迈进。在医药销售合规难度加大、行业优质增量加速入场和渠道下沉市场覆盖难度增加的背景下，我们认为康哲药业作为处方药销售龙头的行业价值将得到合理重估。

3.1、处方药销售业务强大而全面，铸造公司核心竞争力

我们认为，公司专业的学术推广实力是公司的核心优势，公司的可持续发展模式正是建立在强大、高效、稳定、合规的药品销售能力之上。全面而强大的药品营销推广业务是公司的核心竞争力。

营销推广网络覆盖与收入体量国内领先。根据 Frost & Sullivan 报告，公司 2009 年在专门从事处方药的营销、推广及销售市场的份额为 18%，是中国最大的医药服务公司，按医院覆盖数量、治疗领域、营收体量及销售人员规模计，公司是国内最大的第三方推广网络。公司销售网络已经覆盖国内所有省会城市和大部分的地级市，截至 2017 年年底，公司学术网络拥有专业推广人员约 2800 人，公司直接网络已覆盖全国超过 47000 家医院及医疗机构，代理商网络已覆盖全国约 9600 家医院及医疗机构，在国内同类可比公司中处于绝对领先地位。在营收体量方面，公司 2017 年全年还原两票制口径下营业收入达到约 55.79 亿元，同样在同类公司中具有绝对优势。

表 5、中国重要药品营销推广公司覆盖医院与营收比较

企业	覆盖医院数量	2017 年营收体量 (亿元)
康哲药业	2017 年年底,直接网络超过 47,000 家医院及医疗机构;代理商网络约 9,600 家医院及医疗机构	55.79 (还原两票制后)
中国先锋医药	约 30,000 家医院及医疗机构, 约 108,000 家药店	21.54

泰凌医药

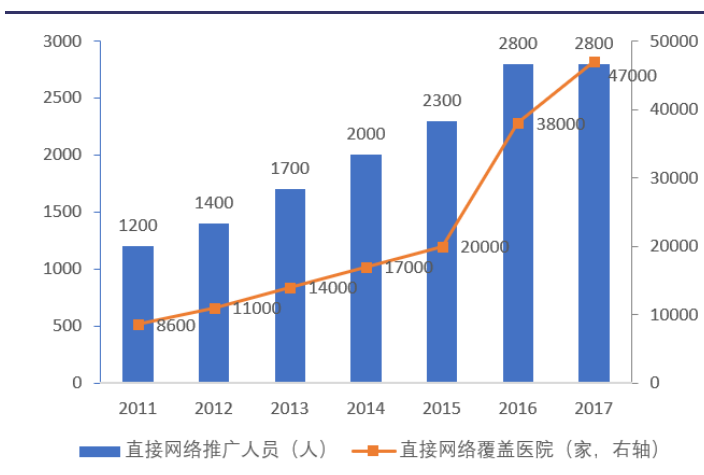
近 10,000 家医院

5.59

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

医院覆盖数和推广人员快速增长，人均产出不断提升。公司直接推广网络下的推广人员与覆盖医疗机构数持续稳定增长，2011-2017 年复合增长率分别为 15.2%、32.7%，代理商网络随产品结构调整逐年下降。其中 2016 直接推广网络覆盖医院数从 2015 年约 20000 家快速跃升至约 47000 家，预计得益于原先基层销售覆盖丰富的大品种波依定的注入和原先品种基层市场的快速扩展。剔除 2016 年之后的情况来看，公司 2011-2015 覆盖医院数复合增长率达到 23.49%，同样处于快速增长水平。另一方面，公司销售人员扩容并没有拖低公司销售效率，销售人均产出始终保持稳定增长。预计随着公司对基层市场和细分领域进一步拓展与产品分线后销售人员的补充，公司未来 3 年直接推广网络仍会维持医院覆盖数和推广人员双位数增长，人均产出亦将维持稳定增长。

图 15、2011-2017 年康哲药业直接推广网络发展情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、2013-2017 年康哲药业直接推广模式人均产出（百万元/人）



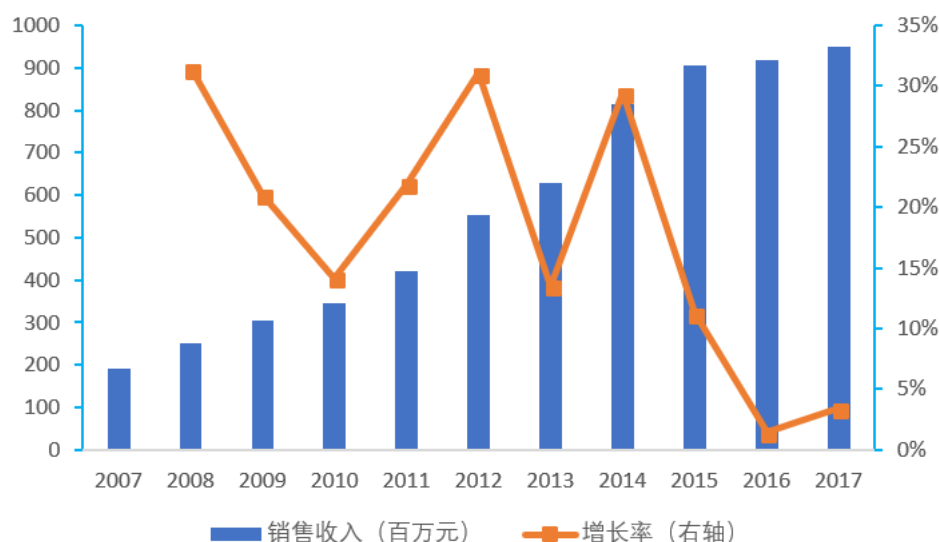
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司市场营销推广业务内容丰富全面。公司营销团队覆盖全国范围医院及医疗机构的所有主流科室，擅长于各类学术营销推广活动，包括一对一拜访医生、为医生提供与产品相关治疗领域的专业教育、指导医生临床使用及其他临床事宜、举办医学研讨会和赞助行业会议等。同时，公司还具备将处方药投放市场所需的其他综合能力，包括办理新进口中国药品的注册、为到期的进口药品注册证续期、在集中招标中投标、清关、协助送检进口药品及其他产品管理事宜。通过将产品准确定位于针对未满足的医疗需求，并提高产品在医生中的知名度，公司能够将产品价值准确地传递到医生与病患处，迅速让产品推出市场并产生需求。

公司针对不同种类产品具备多种有效的销售策略。公司凭借对中国医药市场、疾病治疗方法、中国患病人口的组成和药品的潜在竞争优势的理解，为每种药品制定合适的营销策略：

- **针对从零开始的独家药、创新药：学术推广个性化定位，市场教育能力出众。**
 黛力新为丹麦林北制药公司抗抑郁、抗焦虑产品，在康哲药业 1996 年接手之前，已在丹麦、意大利、瑞士等欧洲国家销售多年，但并没有进入中国市场展开销售，因此其市场策略制定、学术推广方法、临床专家资源建立等系列工作均需要公司从零开始策划搭建。黛力新作为精神类用药，对学术营销能力要求较高，在当时的中国市场精神类疾病不受重视的背景下推广营销难度大。作为治疗作用明确的轻、中度抑郁和焦虑药物，经公司策划，黛力新确立了全科室推广的销售策略，不仅在神经科推广营销，也在消化科、心血管科、妇产科等科室全面开花。在成功导入三甲医院的多个科室市场后，黛力新通过渠道下沉至基层医院市场，又焕发出新的增长动力。而今，黛力新产品已在中国销售近 22 年，已经累积了大量临床资源与经验，牢牢占据中国抗抑郁药物市场份额第一的宝座，2017 年营收为 9.49 亿元，覆盖医院达到 21000 家，在专利过期、仿制药出现的情况下仍能保持稳定增长。公司针对药品个性化的产品策划与学术营销能力为黛力新铺平走向巅峰之路。

图 17、2007-2017 年黛力新销售额与增速情况

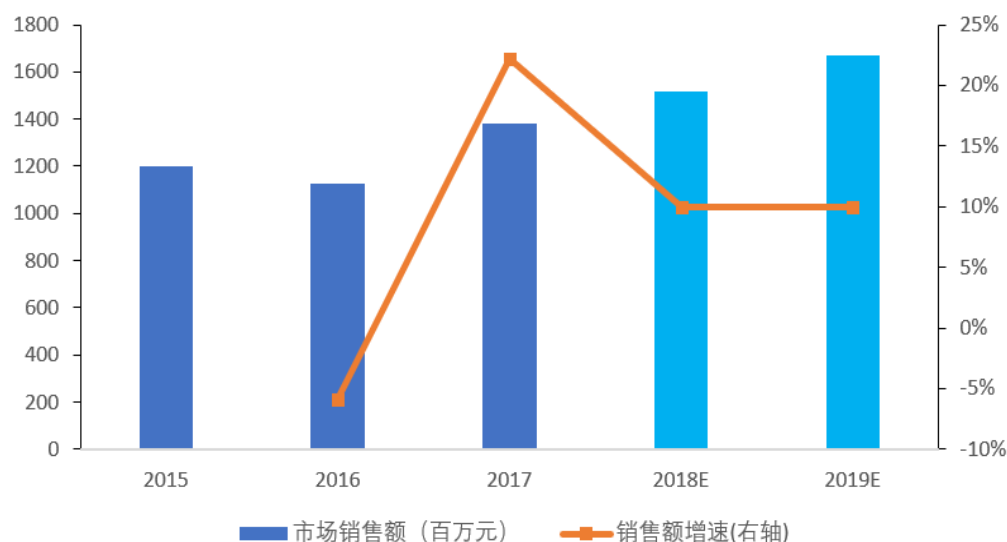


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **针对增长乏力药品：强大的策划与基层推广能力帮助重获增长动力。**目前公司核心品种中的不少药品在公司接手销售工作前均在中国有所销售，但由公司负责销售工作后普遍获得更好的增长。以波依定为例，根据阿斯利康公布的数据，其 2015 年中国地区销售额约为 12 亿元，在中国市场中在已处于逐年衰退阶段。波依定 2016 年 2 月正式由公司接手，公司通过与学术平台合作传递产品核心学术推广信息，强化波依定的经典品牌形象，在稳固核心市场的同时加强市场的覆盖和基层渗透，经过 2016 年的销售渠道库存调整，自 2017 年开始波依定国内市场销售情况翻转改善。根据我们测算，在单位销售时间内销售额近似的假设下，2016 年波依定收入约为 11.3 亿元，2017 年波依定量两票制还原口径下收入约为 13.8 亿，同比收入增长约 22%，预计

2018-2020 年在仍能保持约 10% 稳定增长。公司优质的营销策划和基层拓展能力帮助波依定摆脱市场衰退，重返增长车道，老树开新花。

图 18、2015-2020 年波依定中国地区销售额与预测



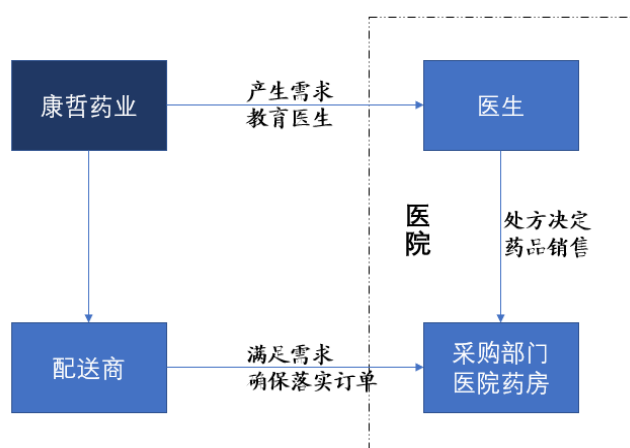
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：2015 年阿斯利康披露 12 亿元；2016 年康哲披露还原两票制收入 9.41 亿元，10 个月销售额等比放大至 12 个月为 11.29 亿元；2017 年康哲披露全年还原两票制收入 13.79 亿元

3.2、营销推广双重模式并行，管理制度不断改革完善

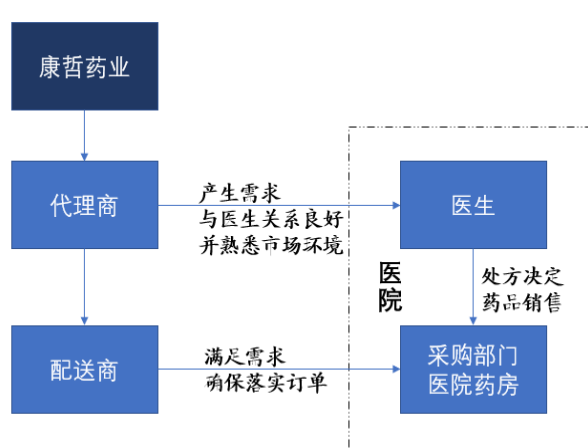
公司营销推广拥有直接学术推广和代理商推广双重模式，针对产品特性，两种模式这两种模式独立运作，持续发展，并相互补充，共同构建起公司强大的销售体系。

图 19、康哲药业直接学术推广模式示意



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、康哲药业代理商推广模式示意



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

两种模式适合不同类型药品。学术网络是由公司自建的营销推广团队直接面对医生进行学术交流和服务等推广工作，代理商模式是由客户代理商面对医生进行推

推广工作，直接学术推广模式的营销推广人员对学术能力的要求更高，可承担高技术含量的营销推广活动，而代理商模式进入新市场速度更快，可迅速让产品在新的区域展开销售，这也决定了直接学术推广模式相较于代理商模式专业化程度更高，而代理商覆盖速度更快。因此直接学术推广模式营销推广的药品主要为专业的、需要大量的教育来使得医生产生处方的品种，如专利药、新药、原研药等，而代理商模式适合医生已经熟悉的，学术推广价值不高的品种，如常见仿制药、中成药品种等。

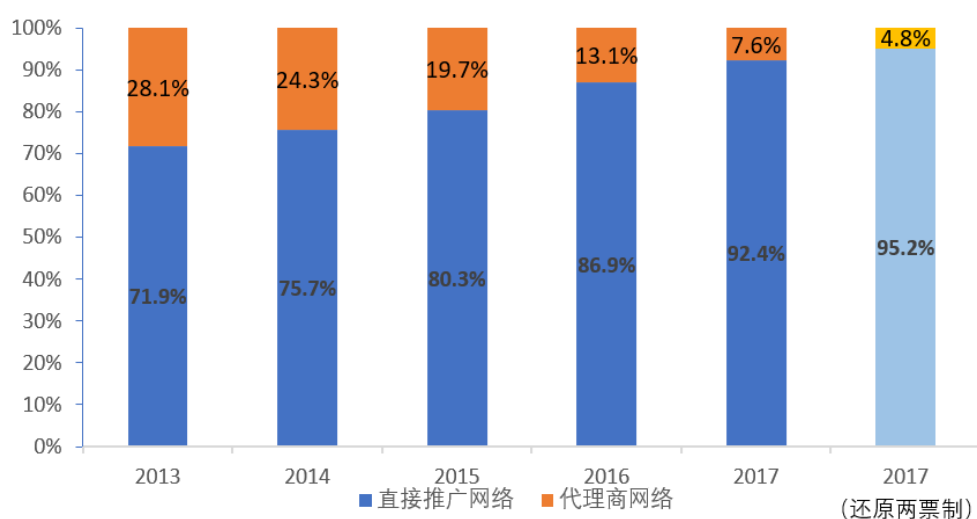
表 6、直接学术推广和代理商推广模式区别

差异项	直接学术推广模式	代理商推广模式
营销推广人员	自建的营销推广团队直接面对医生进行学术交流和服务等推广工作	公司通过第三方代理商面对医生进行推广工作
营销特点与优势	专业化程度高，推广人员学术能力要求高，可承担高技术含量的营销推广活动	区域渗透速度快，成本较低
适宜产品类型	专利药、新药、原研药等需要市场教育，专业程度高的处方药品种	常见的仿制药、中成药品种等医生已经熟悉的，学术推广价值不高的品种

资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

直接学术推广模式贡献主要收入，代理商模式为补充辅助。目前康哲药业直接推广网络负责 16 个核心品种，代理商网络负责 3 个核心品种。由近年销售分拆来看，直接推广网络销售的产品收入占比逐年增加，2017 年已达到 92.4%，还原两票制收入后，占比达到 95.2%，目前为公司贡献绝大部分收入和利润。目前代理商网络产品作为公司销售网络补充，仅有少数产品在售，按两票制还原口径，贡献收入占比逐渐减少至 5% 以内。

图 21、2013-2017 年康哲药业直接推广模式和代理商模式收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司销售网络管理制度随产品结构和市场需求不断完善。近年来，公司销售网络不断改造更新，直接学术推广网络逐渐完善扁平管理和分线销售机制，而代理商

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

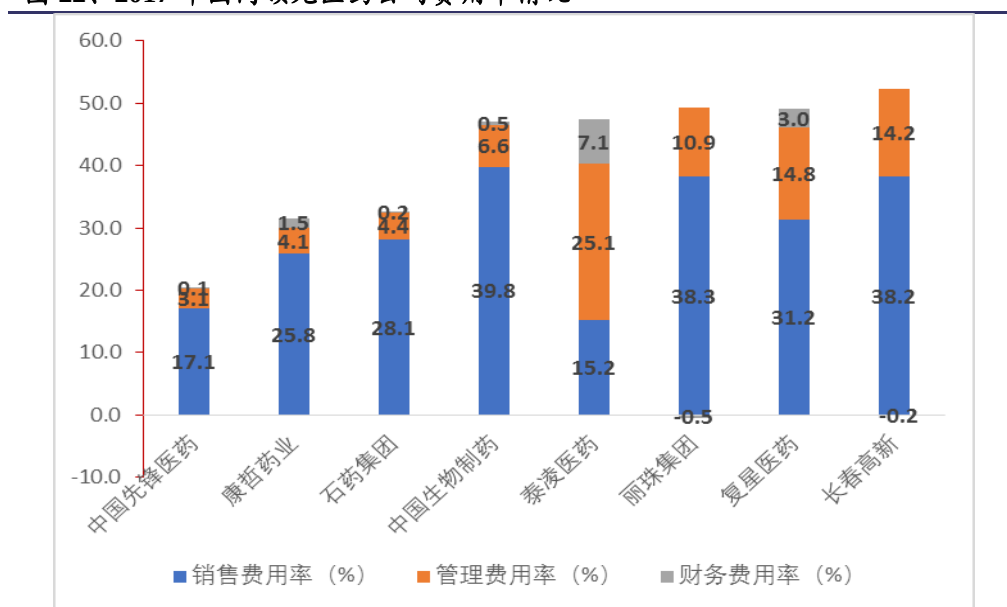
网络则提前布局重要品种低开转高开模式：

- **直接学术推广网络：扁平放权管理+产品分线销售。**直接推广网络的运作在各项管理机制的不断改进下更加完善，随着销售区域不断深入拓展和新产品不断注入，公司直接学术推广网络进行了**扁平化放权**和**产品分线**两大管理机制改革。在总部统一的发展策略下，直接学术推广网络以大区为单位对各自下辖省区、地区进行管理，各下辖省区、地区直接向大区及时反馈，使公司具备迅速应对市场变化的能力。直接网络在大区管理架构下，不断细化和延伸到基层，拓宽市场覆盖，并嫁接更多产品销售。另一方面，随着优质产品的不断注入，公司从省区、地区层面进行了产品分线推广销售，主要分为心脑血管线、消化皮肤线等，其中心血管线中聚集公司主要产品波依定、新活素、依姆多等，为公司最重要的产品线，分配近一半销售人员。分线推广使推广人员的精力和资源得到合理化利用，一线推广人员更加专注和专业，在增进产品协同效应和人员工作效率的同时促进了市场潜力的深度挖掘。
- **代理商网络：提前布局符合两票制要求的佣金制代理模式。**公司在代理商网络中不断加强管控力度，将自有的直接网络中的学术推广方法通过培训方式逐步引入代理商网络之中，同时针对两票制行业政策进行提前布局，从2014年开始探索以医院为单位的佣金制代理模式，并已经完成喜达康品种低开转化高开过程，代理商网络其他产品也陆续完成或正进行佣金制代理模式的调整和布局，两票制要求对公司代理商推广网络下的产品影响不大。

3.3、营销效率出众，人力成本、精细化管理占据优势

康哲药业药品销售能力强大，并且公司营销效率也在同等级公司中处于优势地位。因两票制调整，公司2017年收入同比纳入范围减少，相应推高了费用率，即便如此，公司的费用率在在国内市场可比公司中依然处于偏低水平，不仅在同类型的销售型医药公司的可比范围中处于优秀，与具备优秀销售能力的大型综合药企相比，公司依旧不遑多让，处于优势地位。

图 22、2017 年国内领先医药公司费用率情况



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，公司出众的营销推广效率除了来自于自身规模体量大和产品学术价值高之外，还得益于公司人力成本、资源平台化与精细化管理的综合优势。

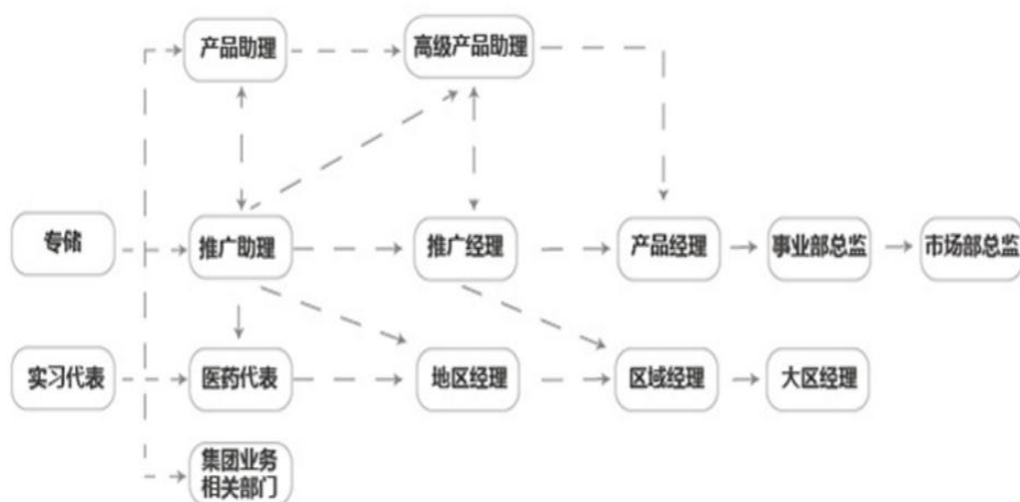
- **人力成本与资源平台化优势：**人才招聘以应届生为主，自主培养的销售队伍稳定可复制。康哲药业每年引进新员工趋向于选择校园招聘并运用自有体系培养训练，人力成本较低。从 1998 年起，公司每年从医学院和药学院招收大批应届毕业生，通过“实习生计划”为专业的营销推广队伍注入新的力量，通过“专业人才成长计划”招聘硕士或以上的医药院校毕业生，以不断满足直接学术推广网络的扩展和细分对销售人才的需求。相比社会招聘引进成熟销售人员，自身体系培养员工更有利于传承公司企业文化，培养核心骨干人才，并能有效地把管理层制定的策略执行到终端。

公司作为深耕药品营销领域二十余年的学术推广模式代表企业，具备全面而专业化的人才储备、培训和输出机制。针对一线的专业推广人员，公司的培训内容不仅包括专业推广能力和业务技能，还覆盖医学知识、药品学术知识以及合规等各个方面。同时公司不断完善自身培训体系，为人才培养提供足够的后备保障。此外，公司还积极探索以个人的综合能力为基础，以价值创造为导向的薪酬体系和晋升机制，让推广人员更加聚焦业绩增长，深度激发个人潜能，为康哲药业直接网络创造更高的效率。

药品推广营销环节往往注重药品推广人员的个人资源，而康哲药业销售网络高度平台化，汇集了优质的学术推广资源、完善的培训体系和合理的激励机制，减少了整个体系对个体的依赖，增强了团队稳定程度，也提高了公司销售网络跨区域的可复制性。目前康哲药业大部分的中层管理人员都是从自身

人才管道一路培养而来，足见公司培训体系的成功，也侧面反映出公司员工对公司的认可。

图 23、康哲药业职业发展通道全景



资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **精细化管理优势：销售策略执行效率高，信息管理系统优化管理效率。**公司在国内市场统一制定药品品种在各个区域的长期销售策略，自上而下的整体营销规划减少了地区级销售推广活动的重复投入，营销资源得以共享。在大规模营销网络的基础上，公司仍能以强大的执行能力保证销售策略执行到位，大大提升整体营销效率。

公司自行开发的信息管理系统为不断高速增长的业务保驾护航。公司自身信息技术部开发的 ERP 管理系统基于公司多年经验深度定制，可开展销售活动动态监控、员工行为管理、订单管理、费用管理、业务人员考核等众多内容，可用于指定业务计划和审核，也能实时反馈自身临床传递过程中的及时信息。通过追踪营销、推广及销售活动，及时审视营运情况，公司能确保有效及快捷地管理整体业务，同时提升业务运作高效性和成本的可控性，进一步改善公司的盈利能力。ERP 系统随公司发展及时更新迭代，公司内部管理始终保持高效、精细、实时、透明。

图 24、康哲药业信息管理系统综合功能

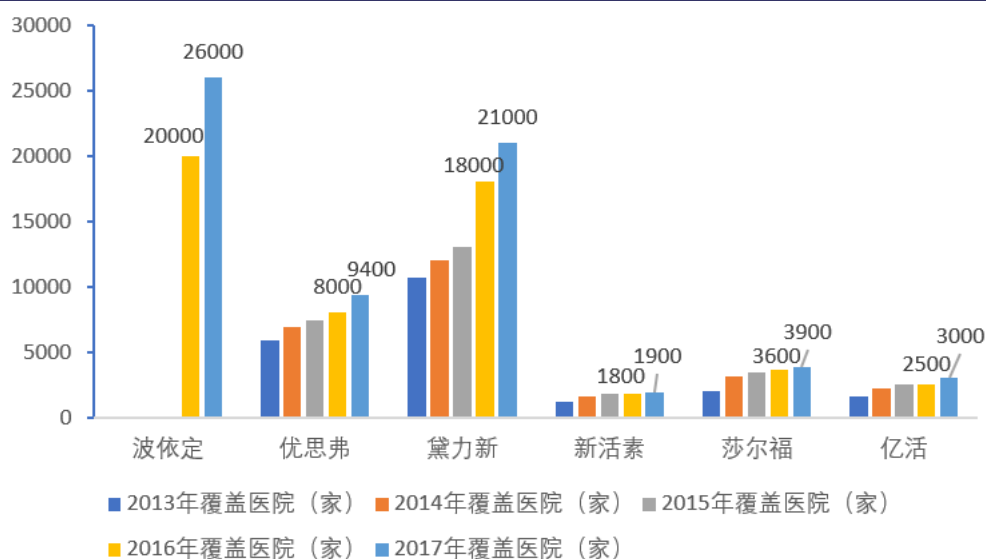
动态监测、协调	定制化KPI设计	业务计划制定、审核	实时反馈推广信息
公司可通过自建EPR系统对所有的销售活动进行动态监测和协调	基于公司自身由经验总结而来的KPI定制设计	EPR系统提供的实时数据以供分析和预测，便于制定及审核业务计划	及时获取推广活动和专业教育的最新数据以及医生反馈意见

资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、渠道潜力逐步释放贡献增长动力，全科室推广未来协同可期

现有品种渠道潜力释放：短期增长看单院销售提升，中长期增长看品种覆盖医院提升。未来公司品种仍然会逐步细化销售区域，增加覆盖医院及医疗机构，但新进入的医院还需要一定时间培育才能上量，已覆盖的医院潜力值得再度挖掘。值得注意的是，公司部分产品在单院的产出还有较大的提升空间，这些品种未来短期的增长绝大部分来自于已覆盖医院的销售增长。中长期来看，公司已覆盖的医院中并非所有品种都展开销售，由于引入时间、产品定位和科室需求不同，每个产品覆盖的医院也有差异，公司部分核心品种覆盖医院数仍处于较低水平，如新活素（1800 多家），亿活（2500 多家）等。向公司已覆盖的医院导入已有产品将为公司未来业绩中长期增长带来动力。

图 25、2013-2017 年公司现有前六大品种品种医院覆盖情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

未来新品种引入：全科室推广有利于新品快速推广，多个治疗领域均可协同。目前公司在售的核心产品涵盖多领域专科用药，其多元化的产品组合已基本覆盖中国三甲医院的重要科室。公司网络覆盖的科室非常广泛，作为全科室的推广的代表，公司目前已基本覆盖中国三甲医院的主要科室：心脑血管科、肝胆科、消化科、泌尿科、皮肤科、眼科、肿瘤科、儿科、妇产科等，未来不论是引进何种科室的产品都可以直接运用已有的销售渠道、专家资源，可以与已有品种组成产品组合，产生品种间协同效应。

表 7、中国重要医药销售公司销售品种领域情况

建立时间	企业	品种治疗领域
1995 年	康哲药业	中枢神经系统、心脑血管科、肝胆科、消化科、泌尿科、皮肤科、眼科、肿瘤科、儿科、妇产科等， 基本覆盖中国三甲医院的主要科室
1996 年	中国先锋医药	医疗器材（眼科、齿科、伤口护理）、眼科、镇痛、呼吸系统、免疫等
1995 年	泰凌医药	肿瘤科、骨科、中枢神经系统、肝病及呼吸科等
2001 年	亿腾医药	临床营养、肿瘤、抗感染、呼吸系统等
2008 年	捷斯瑞	妇科、产科、儿科等
2009 年	美安医药	抗感染、消化系统、医疗器械等

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4、现有多元产品组合贡献持续增长动力

公司现有产品组合由经公司严格筛选，均为疗效确定的优质处方药，其中大多数为独家品种，并已经进入全国医保目录或多数省级医保目录，与竞品相较具备差异化的特点，这也为公司学术推广为主的销售模式奠定了坚实基础。

- **公司多数品种进入全国医保，价格稳定。**公司作为以销售能力见长的企业，选择品种的眼光敏锐独到，产品符合中国市场需求，目前公司 19 个核心品种均为具有较高临床价值的治疗性用药，大多为独家或原研品种，在药品集中招标采购环节中基本都能划分到最高层次，具备良好的抗降价能力，同时，随着 2017 年新活素通过谈判进入医保目录，公司核心品种基本都已进入最新的国家医保目录，未来长期增长有保证。
- **公司产品组合覆盖全科室，品种来源广泛。**公司现有的 19 个核心产品用药领域覆盖心脑血管科、呼吸科、消化科、皮肤科、眼科等多个科室，同时产品来源也呈现多元化特色，自主生产、控制中国区产权、股权合作、代理授权等都是公司向销售网络引入品种的方式。
- **主力品种稳定较快增长，潜力二线品种高速放量增长。**2017 年公司收入占比来看，前 4 大品种波依定、优思弗、黛力新、新活素分别为 24.1%、17.9%、17.7%、7.7%，总和约占比 67%，还原两票制的可比收入增速分别为 46.6%（同等销售时间下约 22%）、24.3%、3.4%、18.9%，保持稳定较快增长。公司 2 线潜力品种看点较多，莎尔福、亿活、施图伦滴眼液三大品种收入占比分别为 5.9%、4.9%、4.1%，增速分别为 34.1%、49.5%、20.1%增长，处于高速放量增长中。

表 8、公司现有 19 个核心品种情况

引进方式	产品名称	适应症	生产厂商	医保准入情况	是否独家产品	备注	2017 年同比增速	2017 年收入占比
权利控制	波依定	主治高血压及稳定性心绞痛	阿斯利康无锡	乙类	是	市场控制	37.9%（还原两票制 46.6%）	24.1%
	新活素	主治急性心力衰竭	成都诺迪康生物制药有限公司	乙类	是	股权合作	-23.4%（还原两票制 18.9%）	7.7%
	施图伦滴眼液	主治眼底黄斑变性和各种类型的视疲劳	Pharma Stulln GmbH（德国）	--	是	拥有中国资产	20.1%	4.1%
	丹参酮	主要用于抗菌消炎	希力药业	乙类	是	自主生产	2.7%	2.8%
	喜达康	主治低蛋白血症以及各种疾病所致的营养不良、全身衰竭等	康哲湖南	--	是	自主生产	-10.6%（还原两票制 -10.4%）	3.6%
	伊诺舒	主治呼吸道疾病祛痰	康哲湖南以及天津药物研究院	乙类	否	市场控制	15.7%（还原两票制 -18.8%）	3.0%
	喜辽妥	主治钝器挫伤、浅表性静脉炎	Mobilat Produktions GmbH（德国）	--	是	拥有中国资产	25.6%	2.4%
	诺迪康	具有益气活血，通脉止痛功效	西藏药业	乙类	是	股权合作	-17.5%（还原两票制 7.4%）	1.9%
	慷彼申	主治消化酶减少引起的消化不良	Nordmark Arzneimittel GmbH & Co.KG（德国）	乙类	是	拥有中国资产	28.6%	1.3%
	肝复乐	主治原发性肝癌，肝硬化，肝纤维化	康哲冷水江	乙类	是	自主生产	-15.2%	0.8%
	依姆多	主治冠心病的长期	阿斯利康	乙类	否	拥有除	96%	0.7%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

治疗及预防心绞痛						美国外 全球资 产		
溴隐亭	主治高催乳素血症 (HPRL)	意大利诺华	乙类	否	拥有中 国资产	27.5%	0.5%	
兰美抒	主治各种皮肤、毛 发真菌感染以及甲 癣	北京诺华制药有限公 司	乙类	否	拥有中 国资产	-6.3%	0.2%	
茵莲清肝	主治多种急慢性肝 炎、酒精 肝、脂肪肝	北京亚东生物制药有 限公司	乙类	是	市场控 制	77.7% (还原两 票制-9.9%)	0.1%	
默维可	主治慢性便秘、粪 便嵌塞	Norgine B.V. (英国)	--	是	拥有中 国资产	-	0%	
小计							53.2%	
独家 合约 代理	优思弗	主治胆囊胆固醇结 石、胆汁淤积性肝 病及胆汁反流性胃 炎	Dr.Falk Pharma GmbH (德国)	甲类	否	/	24.3%	17.9%
	黛力新	主治轻度至中度抑 郁和焦虑	H.Lundbeck A/S 药厂 (丹麦)	乙类	否	/	3.4%	17.7%
	莎尔福	主治溃疡性结肠炎 和克罗恩病	Dr.Falk Pharma GmbH (德国)		否	/	34.1%	5.5%
	亿活	主治成人和儿童腹 泻及肠道菌群失调 所引起的腹泻症状	百科达制药厂 (法国)		是	/	49.5%	4.9%
小计							46.1%	

资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1、波依定：第一梯队钙离子拮抗剂进入稳定增长通道

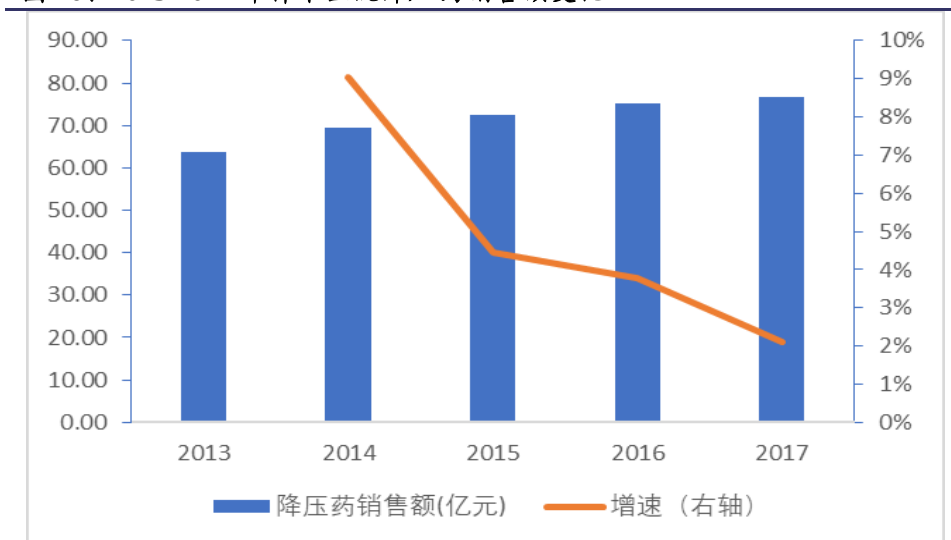
波依定（非洛地平缓释片）是阿斯利康原研的非洛地平缓释片剂产品，用于高血压及稳定性心绞痛，已经在中国上市销售多年，属于国家医保乙类产品。作为缓释片剂，波依定一天只需要一次给药即可平稳控制血压，使用方便，疗效确切，不良反应发生率低。公司自 2016 年 2 月正式获得波依定产品在中国（不含港、澳、台）20 年的商业化独家权利，且该权利到期后根据条款自动延期 5 年，仍然由阿斯利康负责生产，公司锁定波依定品种毛利率，即使产品降价也由双方共同承担。

2017 年波依定实现收入 12.89 亿元，同比增长 37.9%，在全年总收入占比达到 24.1%，两票制收入还原口径下，收入 13.79 亿元，同比增长 46.6%。由于波依定 2016 年 3 月开始销售，若还原至同等销售时间（2017 年销售 12 个月，2016 年销售 10 个月），则同比增长约 15%，“两票制”收入还原口径下约 22%，高基数下实际增长质量表现良好。我们预计，在完成渠道库存整治和加强市场渗透的基础上，波依定未来 2-3 年有望接近保持 10% 左右的增速。

中国降压药市场广阔且仍在扩容。根据中国慢病管理网（www.ncd.org.cn）数据显示，中国已有超过 3 亿的高血压患者，每年新增高血压病例达 1000 万，且降压药物需要长期或终身应用，市场空间广阔，我们估计目前中国降压药物市场规模超过 600 亿元。根据 PDB 样本医院数据（以三级医院为主），2017 年降压药在样

本医院销售额达到 75.18 亿元，2013 年至 2017 年复合增速为 4.80%，而降压药作为慢性病用药，渠道下沉趋势已经逐渐清晰，预计基层市场增速远远大于以三级医院为主的样本医院增速。随着高血压防治比率的提升，预计未来降压药市场将持续稳定增长态势。

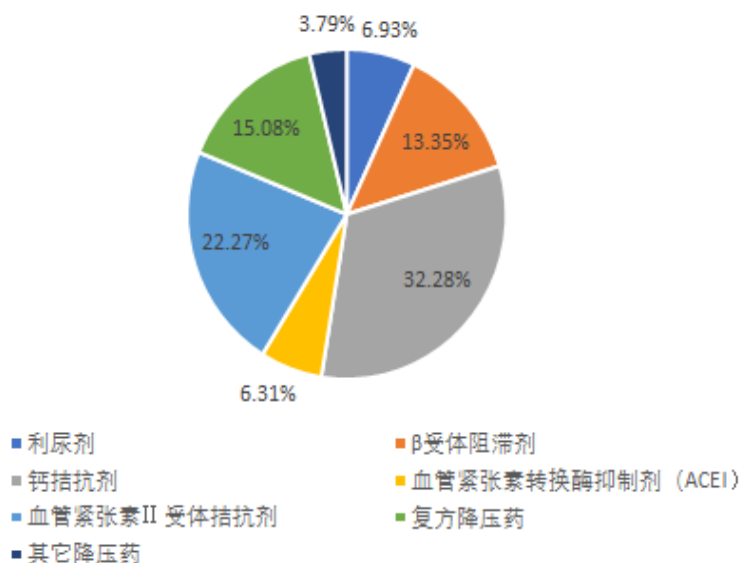
图 26、2013-2017 年样本医院降压药销售额变化



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

钙离子拮抗剂为降压药类第一。在 2017 年样本医院数据中，钙离子拮抗剂销售额占比 32.28%，是销售额最大的降压药细分类型。钙拮抗剂类降压药降压作用强，对糖脂代谢无不良影响，适用于绝大多数类型的高血压，且常见的高血压联合用药方案中钙拮抗剂占据主导地位，所以从性价比和基本治疗来看，钙拮抗剂是高血压的首选药物，得到中国高血压防治指南的推荐。

图 27、2017 年样本医院降压药市场份额



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

波依定为第4大钙离子拮抗剂，基层市场贡献增长新空间。非洛地平是抗高血压常用的钙离子拮抗剂，波依定是中国市场非洛地平的第一大品种，也是钙离子拮抗剂第四大品种，相比钙离子拮抗剂竞品络活喜（苯磺酸氨氯地平）、拜新同（硝苯地平控释片）和施慧达（苯磺酸左旋氨氯地平片），波依定日均价相对较低，抢占基层市场更具优势。基层渠道布局方面，截止2017年年底波依定已经覆盖全国约26000家医院及医疗机构，其中基层医疗机构布局已经形成规模。随着高血压防治在中国进一步普及，基层市场将贡献更多增长动力，波依定将在抗高血压药物市场扮演越来越重要的角色。

表9、前4大钙离子拮抗剂日均价格对比

CCB	通用名	生产厂商	规格	单日用量	单日价格（元）
络活喜	苯磺酸氨氯地平片	辉瑞	5mg	1片，一日1次	4.23
拜新同	硝苯地平控释片	拜耳	30mg	1片，一日1次	3.86
施慧达	苯磺酸左旋氨氯地平片	施慧达药业	2.5mg	2片，一日1次	3.89
波依定	非洛地平缓释片	阿斯利康	5mg	1片，一日1次	2.91

资料来源：产品说明书，连云港卫计委网站，兴业证券经济与金融研究院整理

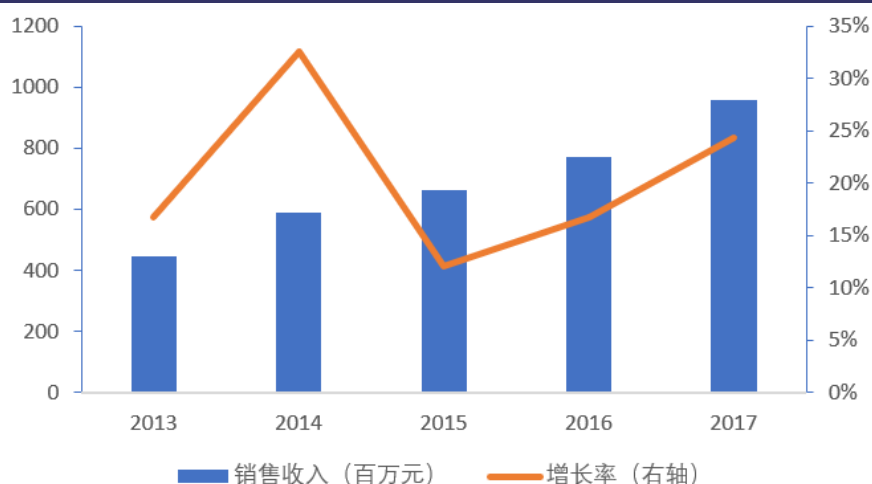
引入波依定为心脑血管产品线带来产品与渠道增量。目前康哲药业心脑血管线销售人员约占总量二分之一，也是收入占比最大的产品线。引进波依定后，康哲药业心脑血管产品线得到极大增强，经过公司渠道调整和加强市场的覆盖、渗透，波依定在较高销售基数下实现稳健增长，目前已成为公司第一大品种。同时，波依定作为阿斯利康旗下上市多年的10亿级别成熟品种，自带强大渠道资源，引入波依定也让康哲心脑血管产品线渠道迅速扩容，为原先其他心脑血管产品，如新活素、依姆多、诺迪康等带来新的潜力市场空间。

4.2、优思弗：中国利胆药物市场第一品种增长提速

优思弗由德国 Dr. Falk Pharma GmbH 生产，主要成分为熊去氧胆酸，用于治疗胆囊胆固醇结石、胆汁淤积性肝病及胆汁反流性胃炎。熊去氧胆酸可增加胆汁酸分泌，并显著降低人胆汁中胆固醇及胆固醇酯的摩尔浓度和胆固醇的饱和指数，从而有利于结石中胆固醇逐渐溶解。

根据2017年IMS数据，优思弗是中国最畅销的熊去氧胆酸药物，在中国利胆药物市场稳居第一位。2017年，公司优思弗实现收入9.59亿元，同比增速达到24%，2013-2017年复合增长率为21.12%，增长呈现加速状态。我们认为，得益于基层市场扩容与公司分线销售政策利好，优思弗预计2-3年内有望保持约15%-20%增速。

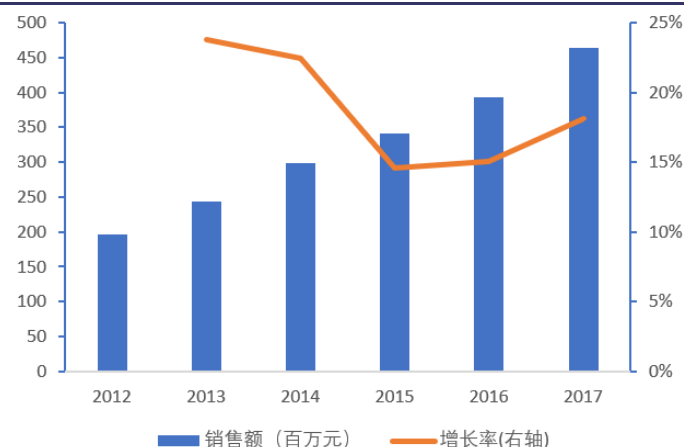
图 28、2013-2017 年公司优思弗收入与增速变化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

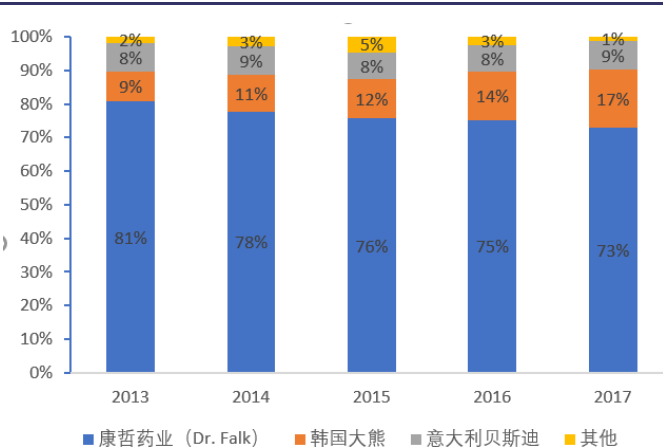
先发优势领先分享市场快速成长。随着发病人群数和基层渗透率快速提升，近年来国内熊去氧胆酸药物快速成长，根据 PDB 样本医院数据，国内熊去氧胆酸药物 2015-2017 年复合增长率达 16.6%，2017 年同比增速达到 18.1%，呈加速增长状态。优思弗 1998 年于中国上市，是国内市场上的第一款熊去氧胆酸药物，而意大利的贝斯迪 (Bruschettini) 和韩国的大熊制药 (Daewoong) 分别于 2007 年和 2008 年进入国内市场，根据 PDB 样本医院数据，目前三家进口药企业分享 98.7% 市场份额，而优思弗占据了 73.0% 的市场份额，近年来看三家进口厂家市场格局趋于稳定，在先发优势下优思弗率先受益于行业快速成长。

图 29、2013-2017 年样本医院优思弗收入与增速变化



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、2013-2017 年样本医院熊去氧胆酸市场份额



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

剂型壁垒和优秀品质有望保持领先地位。2017 年其余 1.3% 的市场份额被 17 家国内企业分享，产品质量上，国产熊去氧胆酸药物基本为片剂产品，与进口三家的胶囊相比，片剂产品纯度更低，生物利用度和疗效存在差距，药品质量分化明显。此外 17 家国内企业的片剂产品同质化严重，红海局势下片剂竞争格局较差，国内

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

企业提升产品质量和加强营销的动力不强，未来进口三家熊去氧胆酸药物的市场优势有望保持。

表 10、国内前 4 大熊去氧胆酸药物对比

排名	商品名	剂型	生产厂商	规格	2017 年样本医院份额
1	优思弗	胶囊	德国 Dr. Falk (康哲药业)	250mg	72.96%
2	梧露洒	软胶囊	韩国大熊	100mg	17.20%
3	滔罗特	胶囊	意大利贝斯迪	250mg	8.56%
4	万健	片剂	人福药业	250mg	0.81%

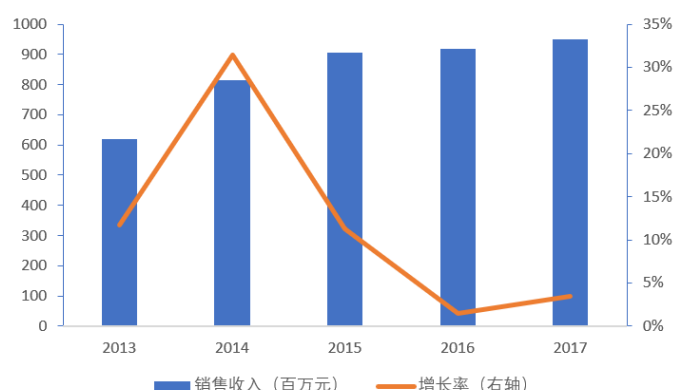
资料来源：PBD，兴业证券经济与金融研究院整理

分线推广与基层市场开拓助力增长加速。公司分线推广使推广人员的精力和资源得到合理化利用，一线推广人员更加专注优思弗推广工作。国内胆囊胆固醇结石患病率在 7%-10% 左右。目标患者群体规模较大，基层市场就诊比例开发空间较大，公司战略性重视基层市场，将学术推广网络下沉至基层医疗机构，刺激优思弗在基层市场加速放量。

4.3、黛力新：国内最常用的抗抑郁药物重返重点市场

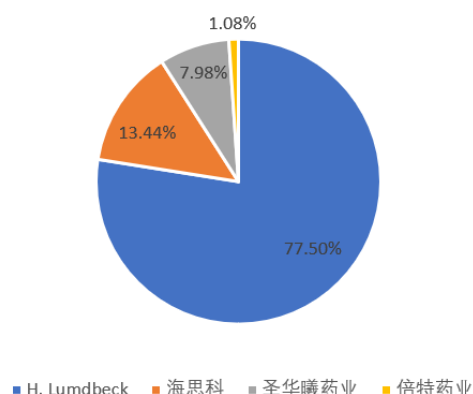
黛力新由丹麦 H. Lundbeck A/S 药厂生产，为氟哌噻吨（抗精神病药物）+美利曲辛（三环类抗抑郁药物）的复方合剂，用于治疗轻中度抑郁、焦虑及心身疾病，起效快，副作用少，不良反应发生率低，安全性高。黛力新也是康哲药业从零开始在中国市场中推广的品种，根据 2016 年 IMS 数据，黛力新是中国市场份额第一的抗抑郁药物。2017 年黛力新贡献收入 9.49 亿元，较去年同期增长 3.4%，是目前康哲药业的第三大品种。黛力新作为近 10 亿规模的大品种增速表现有所放缓，随着广州市场重新进入、覆盖医院的不断拓展，预计 18-20 年符合增速有望增速恢复至高单位数接近 10% 水平。

图 31、2012-2017 年公司黛力新收入情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、2017 年样本医院氟哌噻吨+美利曲辛市场格局



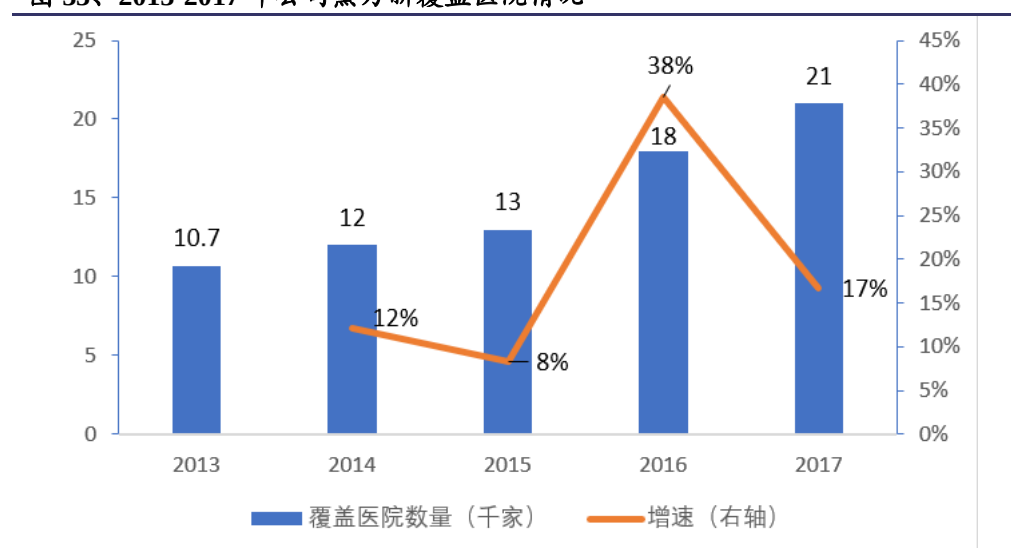
资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

重返广东市场，恢复增长动力。2012-2015 年，黛力新产品收入复合增速为 17.78%，而在 2016 年黛力新收入增速从 2015 年的 11.3% 下降为 1.47%，除降价因素外，

主要原因为 2016 年公司放弃广东省招标采购未进入广东省级招采目录。根据 PDB 数据，2015 年全国样本医院销售数据中，广东省占全国总销售额 22.26%，是黛力新销售额贡献第一大省，而 2016 年广东省占比仅为 8.66%，销售额从 2015 年的 3719 万元下降为 2016 年 1263 万元。自 2017 年第二季度起，黛力新重新通过招标进入广东市场，而从 2017 年销售情况来看广东市场销售回升并不明显，预计与重新进入医院需要的院内行政程序导致的延迟有关，重返广东区域带来的销售回升效应有望在 2018 年集中体现。

新进入医院贡献与科室拓展将贡献新增长点。2016 年在广东市场弃标的不利因素下，黛力新仍能保持低单位数增长，我们预计跟覆盖医院迅速拓展有关。2015 年黛力新覆盖约 13000 家医院，2016 年覆盖医院快速增长 38% 至 18000 家，2017 年继续增长至 21000 家，预计 18 年黛力新仍将取得 10% 的覆盖医院增速，新增医院经过导入期后销售将稳定释放，增厚黛力新总体收入贡献。同时，精神用药在科室间的拓展使用逐渐成为新趋势，而在妇产科、消化科等科室中，精神类用药的市场渗透率随患者接受度和市场推广教育逐渐提升，黛力新具有起效快、副作用小、不良反应发生率低的安全性优势，合适在多种科室中使用，事实上黛力新早已采取多科室推广的销售策略，具有良好的多科室市场基础，作为国内抗忧郁药物的领军者和夸科室推广的先驱，黛力新有望优先承接科室拓展中的市场扩容。

图 33、2013-2017 年公司黛力新覆盖医院情况



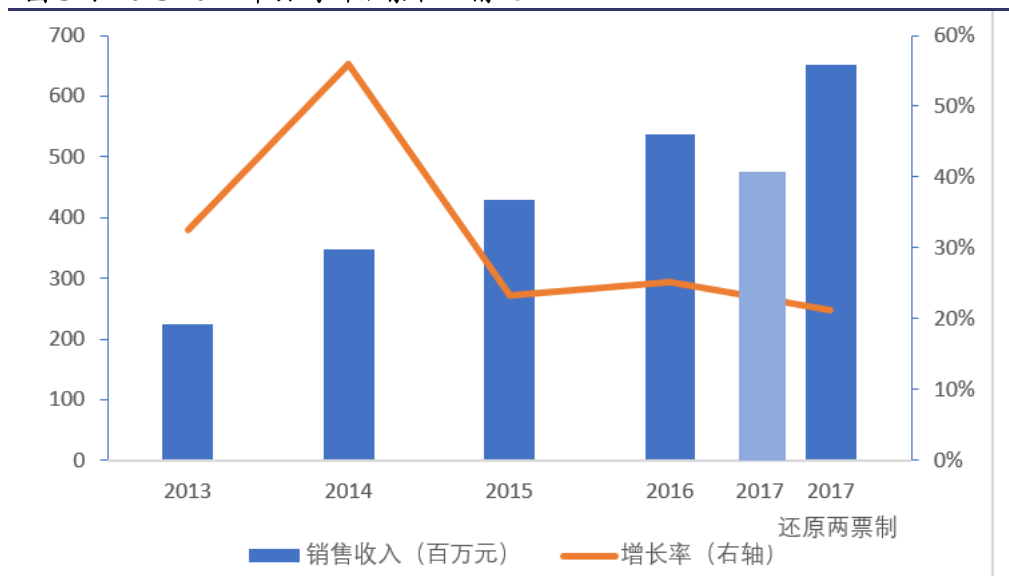
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、新活素：新进入全国医保带来长期利好

新活素，即冻干重组人脑利钠肽（rhBNP），是有西藏药业子公司成都诺迪康生产的国家 1 类生物制剂，主治慢性或急性心力衰竭，是目前中国市场上唯一的重组人脑利钠肽产品，也是 2010 中国首部《急性心力衰竭诊断和治疗指南》和 2014 年《中国心力衰竭诊断和治疗指南》推荐的药品。2017 年新活素贡献收入 4.12 亿元，同比下降 23.4%，还原两票制后收入为 6.51 亿，同比增长 18.9%，2013-2017

年复合增速为 30.2%。2017 年新活素通过降价约 42% 进入全国医保，2018 年短期收入增速受到影响，但长期来看进入医保将助力新活素增强产品渗透，扩大市场份额。我们预计，2018 年新活素有望在销售量迅速提升的基础上实现平稳过渡，2019 年、2020 年有望迎来 30%-40% 的加速增长。

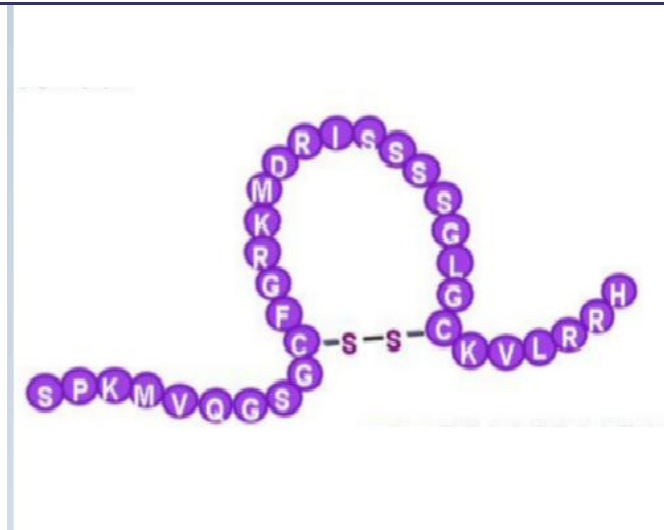
图 34、2013-2017 年公司新活素收入情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

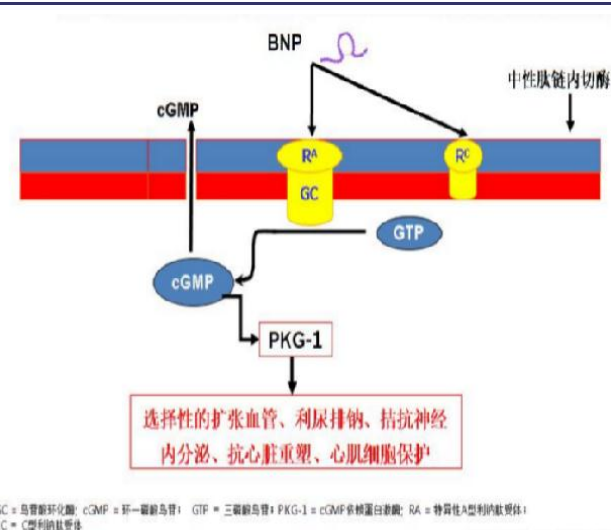
兼具多重作用的抗心衰内源性药品。新活素由 32 个氨基酸构成，和内源性脑利钠肽拥有相同氨基酸排列与空间结构，因而具有相同的作用机制：与特异性的利钠肽受体（该受体与鸟苷酸环化酶相耦联）相结合，引起了细胞内环单磷酸鸟苷（cGMP）的浓度升高和平滑肌细胞的舒张。作为第二信使，cGMP 能扩张动脉和静脉，迅速降低全身动脉压、右房压和肺毛细血管楔压，从而降低心脏的前后负荷，并迅速减轻心衰患者的呼吸困难程度和全身症状。除血管扩展外，新活素还兼具多重作用：1. 可促进钠排泄起到利尿作用，与利尿剂合用可显著增加尿量；2. 可抑制神经内分泌系统过度激活，显著抑制肾素、醛固酮、去甲肾上腺素、内皮素-1 的过度分泌；3. 天然的抗心脏重塑剂，有助于防护心脏纤维化增生；4. 相对主流抗心衰药物，具有不良反应发生率低，心脏肾脏保健功能等多方面优势。

图 35、新活素（rhBNP）物质结构



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

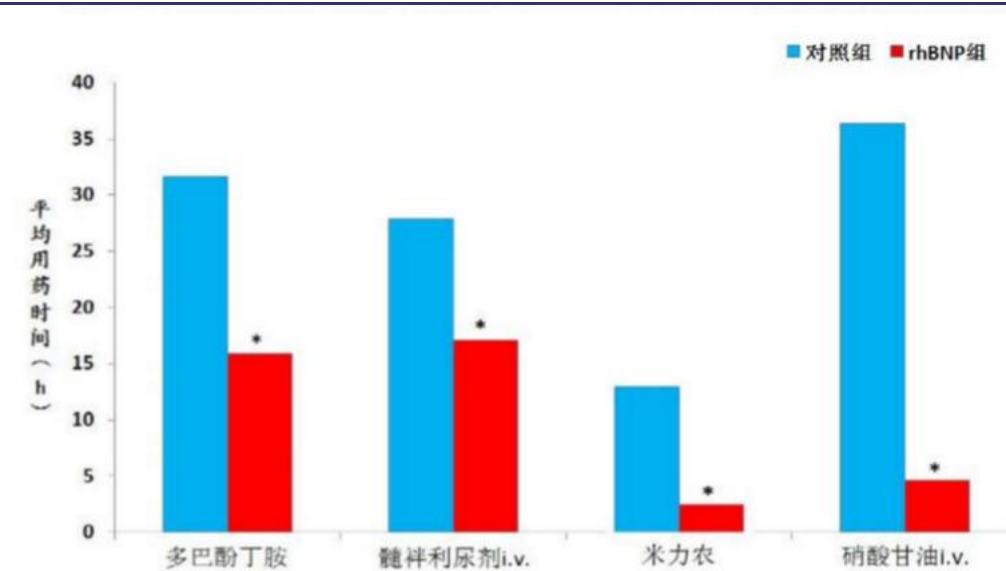
图 36、脑利钠肽（BNP）作用机制



资料来源：Burnett JC Jr. J Hypertens, 1999,17(suppl 1):S37-S43. 兴业证券经济与金融研究院整理

与竞品相比起效速度快，显著缩短用药时间。相比其他心衰药物，冻干重组人脑利钠肽起效速度更快，由临床四期试验数据显示，新活素用药 2min-15min 开始起效，30min 效果达到最大，显著缓解呼吸困难，改善全身症状，可减少合并治疗药物的使用，缩短用药时间。在美国国立医学院专项试验中，rhBNP 组相比对照组平均用药时间显著较短，有助于缩短病患心脏监护时间，降低不良反应发生率。

图 37、新活素（rhBNP）与主流心衰用药平均用药时间对比



资料来源：美国国立医院 INHECRUC 试验数据，兴业证券经济与金融研究院整理

进入医保利于提升医院覆盖，有望向高端治疗领域拓展。2017 年 7 月，新活素通过国家人力资源和社会保障部的谈判正式被纳入国家医保目录，在进入医保前 0.5mg (500U) /瓶规格最低中标价为 1013 元，对比同类抗心衰领域低价药硝酸盐类和硝普钠等普药品种治疗成本差距较高，主要用于心衰急救抢救领域。进入医

保后新活素降价至 585 元，降价幅度约 42%，同时享受 70%-80% 的报销比例，尽管报销限制为二级及以上医院，但原先由于治疗费用和急救抢救用药的高端用药定位，新活素覆盖医院主要为大型三甲医院，数量仅约 1800 家，医院覆盖率仍有较大的提升空间。同时降价后病患所承担的费用大幅下降，病患自身支付成本下降到 180 元/瓶以下，承受能力大大提高。进入医保有望促使新活素向心衰急救抢救之前的治疗阶段做高端用药领域拓展。

4.5、潜力二线品种：在销售分线改革下释放潜力

除前四大主力品种之外，公司其他 2 线核心品种依然具备较多看点，公司产品普遍处于竞争格局较好的细分领域，并与主要竞品可以开展差异化的市场竞争。

表 11、康哲药业潜力二线产品一览

引进时间	产品名称	通用名	独家品种	适应症	特点	17 年收入 (亿元)	17 年增速	销售峰值预计
2008 年-2010 年	莎尔福	美沙拉秦肠溶片、栓剂和灌肠液	否	溃疡性结肠炎、克罗恩病；	市场中剂型最全	2.96	34.1%	8-10 亿
	亿活	布拉氏酵母菌胶囊	是	腹泻	国内唯一布拉氏酵母菌，儿童药	2.63	49.5%	8-10 亿
	施图伦	七叶洋地黄双苷滴眼液	是	眼底黄斑变性、视疲劳	适应症唯一获批的滴眼液	2.17	20.1%	4-6 亿
2015 年-2016 年	丹参酮	丹参酮胶囊	是	广谱抗菌消炎	明确分子结构式的多重功效的植物抗生素	1.52	2.7%	3-5 亿
	喜辽妥	多磺酸粘多糖乳膏	是	钝器挫伤、浅表性静脉炎	多重功效的皮肤屏障修复剂	1.29	25.6%	5-8 亿
	诺迪康	诺迪康胶囊	是	益气活血，通脉止痛	具有多重作用机制的缺氧损伤保护剂	1.35*	7.4%	3-5 亿
	慷彼申	米曲菌胰酶片	是	消化酶减少引起的消化不良	胃肠双效，治疗各类消化不良	0.68	28.6%	6-10 亿
	依姆多	单硝酸异山梨酯缓释片	否	冠心病、心绞痛；	长效硝酸酯类第一品牌	0.40	96.0%	--
	溴隐亭	甲磺酸溴隐亭片	否	高催乳素血症	指南推荐用于 HPRL 的标准一线用药	0.27	27.5%	3-5 亿

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

*备注：考虑同比情况，诺迪康采用的两票制还原口径收入

其中，2008 年-2010 年引进的莎尔福、亿活、施图伦滴眼液三大品种已经在市场中布局较好，2017 年已进入医院及医疗机构分别为 3900 家、3000 家、7000 家，2017 年收入均在 2-3 亿元级别，占比分别为 5.9%、4.9%、4.1%，在公司销售分线和渠道下沉的积极推进下分别取得了 34.1%、49.5%、20.1% 的加速增长。我们认为，3 个品种整体销售有望在 2-3 年维持约 20% 的较快增长。

2015 年-2016 年引进的丹参酮、喜辽妥、诺迪康、慷彼申、依姆多、溴隐亭仍处于市场调整或培育阶段，引入康哲药业销售网络后仍有较好的放量潜力还未释放，2017 年已进入医院和医疗机构分别为 4000 家、6000 家、3700 家、1300 家、8000 家、1300 家，我们认为 6 个品种整体销售在 2-3 年有望维持 20%-25% 的复合增长。

5、加强创新药布局，精选未来引入市场品种

随着公司对全球范围研发后期的创新药的持续投入，对国内药品生产企业如希力药业、西藏药业等的股权投资，对难仿药、独家药以权利控制的方式引进，公司开启了从处方药销售到药品研发、生产、销售多元发展的新篇章。

作为国内医药销售推广龙头，公司拥有强大的销售网络和优质的学术推广能力，未来引入产品来源广阔、资源丰富，可面向全球范围广大意愿进入中国市场或提升产品在中国销售收入的已上市或在研阶段药品。在广阔的选择空间里，公司对引进的品种具有严格精准的筛选要求，这也为公司长期可持的发展奠定了坚实基础。

表 12、康哲药业筛选品种要求

序号	要求	备注
1	独家性	首选同一化学名下的独家产品，次选原研产品；且必须是该药品中国唯一的推广商
2	较高的毛利率	必须有充足的盈利空间，引进后的毛利率超过 50%-60% 水平才会考虑
3	品质好且疗效明确	高质的治疗用药是学术推广的基础
4	巨大的潜在市场和未被满足的市场需求	无论产品现在的基数有多大，也会视后续增长的空间而定
5	与竞品相比拥有明显的差异化特征	根据差异化特征，得以开展差异化的学术推广

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

5.1、创新储备产品：全球搜寻优质创新药 license in

公司的药品研发专注于专利创新产品方向，公司布局较早，且方式较为灵活。由于创新药投入周期长、研发风险大，自主研发方面，康哲医药研究（深圳）有限公司作为康哲体系的创新药研发机构，是公司实际控制人的私人公司，不在上市公司体内，研发费用不由上市公司承担，而其研究成果的生产、营销与销售权与上市公司绑定。另一方面，公司凭借丰富的 BD 经验和资源，积极以 license in 方式向全球范围引进研发后期的创新产品，通过掌握在研产品的专利和资产实现权利控制。

未来公司创新药的布局方向将逐步从上市体系外的研发与投资逐步转为上市公司直接投资购买在研的创新药资产权益，这也彰显了公司坚定迈入创新药领域的决心。得益于全科室覆盖的销售网络和独家药的丰富学术推广经验，公司创新品种的选择方向不局限于热门治疗领域，各个科室的药品均可进入选择范围。目前公司共拥有两个创新药正处于临床 III 期研究中，有一个处于临床 II 期的研究中。

表 13、公司目前布局创新药品种情况

产品名称	适应症	原研企业	引入方式	研发进度
Traumakine (重组人干扰素 $\beta 1a$)	急性呼吸窘迫综合症、腹主动脉瘤破裂等	芬兰 Faron	实际控制人通过股权投资, 获得中国区权益	欧洲区域 III 期实验数据未达到临, 日本区域 III 期实验预计 3 季度公布
酪丝亮肽 (CMS024)	无门分支癌栓肝癌	康哲研究	实际控制人体外公司研发成果	中国区域临床试验 III 期
Destiny Pharma 产品组合	多种感染性疾病	英国 Pharma	上市公司通过股权投资, 引入亚洲国家 (不含日本) 权益	XF-73 完成欧洲、美国 I/IIa 临床试验 XF-70、DFD-207 处于临床前研究

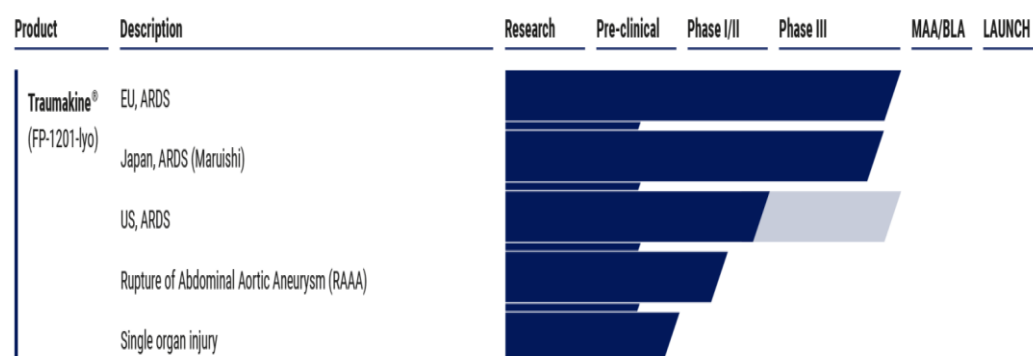
资料来源: 公司公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年 5 月, 公司布局的重要创新药品种 Traumakine 在欧洲的临床试验宣布没有达到主要疗效复合终点, 目前不能参照试验结果申请上市。我们认为其并不会影响康哲药业加大创新药布局战略的步伐, 公司依然会坚持创新药发展战略, 在全球范围中通过 license in 方式引进具有自主专利的研发后期创新产品, 未来公司销售网络有望逐步收获具有自主专利的创新药品种。

● Traumakine: 有望填补 ARDS 用药空白, 等待日本揭盲结果

Traumakine 即重组人干扰素 $\beta 1a$ 冻干生物制剂, 是芬兰 Faron 制药公司在研的重磅产品, 主要适应症为急性呼吸窘迫综合症 (ARDS)。ARDS 是多种原因引起的急性呼吸衰竭, 临床上以进行性呼吸窘迫、顽固性低氧血症和非心源性肺水肿为特征, 是临床常见的急危重症之一, 其常见病因包括全身性感染、创伤、休克、烧伤、急性重症胰腺炎等, 涉及临床较多科室, 而目前该领域主要采取机械通气治疗, 尚未有可靠疗效的针对性药物治疗。ARDS 在中国的发病率约每年 59/10 万, 且病死率较高 (中国约 50%, 欧美约 35%至 45%), 一旦获批 Traumakine 将成为全球首个用于 ARDS 患者的治疗药物, 相对现有的治疗手法, 具有较大优势。同时 Traumakine 还在探索腹主动脉瘤破裂 (I/II 期) 和器官损伤 (临床前研究) 等适应症, 未来市场空间广阔。

图 38、Traumakine 研发进展



资料来源：Faron 公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

控股股东承担研发费用，受益归上市公司。2015 年 5 月，公司控股股东林刚全资持有的上市体外公司 A&B 通过股权合作的方式（持股 10.98%）获得 Traumakine 的中国区资产，享有产品的特定知识产权，并将该资产转让于上市公司全资子公司 CMS Pharma Co., Ltd。上市公司只需在该产品成功商业化后，按照其在中国市场销售额的一定比例支付权利金。

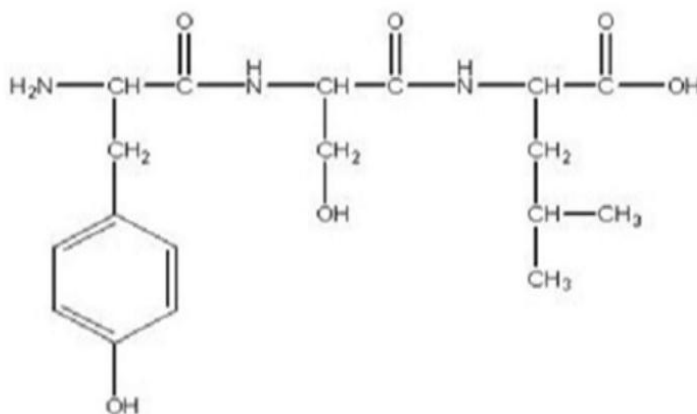
欧洲 III 期试验结果不佳，等待日本临床数据揭盲。Traumakine 在 2007 年已被欧盟授予孤儿药认证资格，2018 年 1 月正式获得了 FDA 授予快速通道资格。柳叶刀上发布的研究结果显示在英国的 I/II 期临床中 Traumakine 达到了主要评价指标，极大地改善了病死率，治疗组的病死率为 8%，而对照组的病死率为 32%，28 天内的全因死亡率降低了 81%， $P=0.01$ 。Traumakine 在欧洲的 III 期临床试验（INTEREST 研究）近日宣布没有达到第 28 天（D28）无呼吸机支持天数和生存率的主要疗效复合终点，通过对某些生物标志物指标的初步审查，Faron 公司发现治疗组并没有产生预期的 β -干扰素生物活性，目前可能的原因包括制剂设计，用药设计和产品失活。欧洲区的试验结果没有影响日本的 III 期临床试验，日本区试验预计将于 2018 年 Q4 完成。目前来看，欧洲区临床试验结果不佳，难以采用现有的研究成果完成上市申请，而日本的 III 期临床情况将决定 Traumakine 在 ARDS 领域的探索方向。

● 酪丝亮肽（CMS024）：体外研发公司自主研发的肝癌 1 类新药

酪丝亮肽（CMS024）是具有活性的超短肽类化合物，最初从猪脾脏水解液中分离纯化而得到，结构简单，活性高，毒副作用小，现可通过化学合成获得，其化学名称为 L-酪氨酸-L-丝氨酸-L-亮氨酸，是公司自主研发的拥有自主知识产权的 1 类肝癌新药。根据此前研究统计资料显示，酪丝亮肽对病情较轻的人群（无肉眼分支癌栓的受试者）具备延长患者的生存时间的趋势。目前，酪丝亮肽 III 期扩大化临床研究的研究中心已由全国十家扩展至十二家，仍处于病人入组阶段。临床试验的费用依旧由公司实际控制人的私人公司康哲医药研究（深圳）有限公司承

担，康哲研究并不在上市公司体内，待产品成功上市并取得销售收入后，公司将再向康哲研究支付该产品销售额的 13% 作为专利权费。

图 39、酪丝亮肽（CMS024）化学结构式



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● Destiny Pharma 产品组合：独具特色的抗感染组合

公司于 2017 年通过股权投资的方式获得研发、生产、销售及商业化 Destiny Pharma 现有产品组合在中国等亚洲国家（不含日本）的特定资产的权利。Destiny Pharma 现有产品组合主要包含三款产品，核心产品为抗菌药物 XF-73 鼻用凝胶。目前已经完成欧洲、美国 I/II a 临床试验，计划展开 II b 临床试验。需要进行鼻腔金葡萄菌去定植的人群主要有骨科手术患者、心胸外科和 ICU 患者等，目标适用人群广泛，且中国目前暂无鼻腔金葡萄菌去定植的产品获批，XF-73 在中国市场前景广阔。

除此之外，产品组合中还包括两款处于临床前研究的产品，XF-70 的潜在适应症领域为皮肤感染，其临床前数据支持可开发的适应症将包括脓疱病、痤疮、特应性皮炎、皮肤撕裂细菌感染、皮肤/阴道念珠菌感染以及治疗严重的细菌性烧伤伤口感染；DPD-207 为 XF-73 在其吡啶环内与铁（Fe）部分络合的衍生物，该化合物可能对眼部微生物感染的治疗有效。

5.2、中短期储备产品：持续丰富现有产品组合

短期引入品种：直接可以导入市场。通过较短时间的准备，部分品种即可实现直接导入，以公司已有的销售网络展开销售。这部分品种大致可分为两类，一类为已经有了生产批文的国产药品，公司接手后经过导入培育后可立即展开销售，另一类为已有中国进口注册证的进口产品，这类产品之前可能由别家进行过销售，但增长已经处于乏力阶段，经过系列评估认为其可以在公司销售体系中持续较好增长。

● 默维可（聚乙二醇钠钾散）

默维可有效成分包括聚乙二醇 3350、碳酸氢钠、氯化钠、氯化钾，作为治疗慢性便秘、粪便嵌塞领域的知名品牌，在欧洲销售多年，并在中国拥有广泛的目标适用人群，市场空间广阔。目前默维可已经具备中国市场的进口药品注册证，但之前从未在中国市场销售。康哲药业通过买断中国市场资产的方式引入默维可，并委托英国 Norgine Limited 生产。目前公司正在开展默维可在中国的招标和市场开发工作，如进展顺利，公司有望在短期内正式销售默维可，进一步丰富公司消化科用药组合。

中期储备产品：未进入中国市场的海外产品。公司与供应商签订协议之后协助办理中国进口注册证，目前有 4 个产品正在办理中国进口注册证。由于此前药品进口审评批件大量堆积，公司进口注册品种进度慢于预期，预计公司中期储备的品种 3-5 年内有望正式获得进口注册证。

表 14、公司进口注册品种情况

产品名称	适应症	生产厂商	CFDA 受理号	申报进度
Budenofalk (布地奈德)	主治溃疡性结肠炎及克罗恩病	Dr.Falk Pharma GmbH (德国)	JXHL1100207 (胶囊)	批准临床
Maltofer (麦芽糖铁)	主治无贫血铁缺乏和缺铁性贫血	Vifor (International) Inc. (瑞士)	JXHL1400152 (糖浆)	批准临床
			JXHL1400153 (咀嚼片)	批准临床
Ze 339	主治过敏性鼻炎	Zeller Medical AG (瑞士)	JXZL1500004	CDE 审评
琥珀酰明胶注射液	主要用于低血容量性休克的初始治疗	Beacon Pharmaceuticals Limited (英国)	资料准备	资料准备

资料来源：公司公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

5.3、通过股权投资与国内药品生产企业深度合作

继控股希力药业实现控制丹参酮产品之后，2014 年康哲药业又通过股权投资正式成为西藏药业的第一大股东，目前持股比例达到 36.83%。进一步稳定控制了西藏药业的实力品种新活素、诺迪康，更凭借西藏药业平台进行向阿斯利康购买依姆多品种除美国之外的全球资产，并将该产品的中国市场独家销售权交给康哲药业。

我们预计，未来公司仍存在对高性价比的药品生产企业抑或研发型企业投资并购的可能性，核心目的依旧为控制产品。随着产品专利到期逼近与仿制药一致性评价对原研药待遇的削弱，将非核心业务的原研药资产出售，是不少外资药企重新规划原研药在华的方向之一。西藏药业有望作为康哲药业未来重要的生产与海外推广平台，后续康哲药业有望向西藏药业持续引入相关资源。

6、盈利预测

6.1、财务预测

营业成本及毛利

总体来看，公司毛利率基本保持稳定，2015-2017 年毛利率分别为 57.6%、59.4%、65.0%，在还原两票制口径下，近五年毛利率分别为 59.9%、59.7%和 58.7%，自 2015 年开始略有下滑，预计主要由于招标影响产品价格降低，由于公司主要产品新活素 2017 年通过谈判降价 40%以上进入医保，其降价效应对毛利率影响将在 2018 年继续体现，其余产品招标降价亦有所影响，我们预计公司 2018 年毛利率将继续有所下滑，但整体依然保持稳定。

销售费用

总体来看，公司销售费用保持稳定增长，在还原两票制影响口径下，2015-2017 年复合增长率约为 30%，还原两票制口径下约为 26%；销售费用率方面，2015-2017 年分别为 22.9%、24.0%、25.8%，还原两票制口径下分别为 22.0%、21.9%、21.1%，由于销售费用增速慢于收入增速，导致销售费用率整体呈现下降趋势，估计主要源于现有品种逐渐成熟所带来的规模化效应。此后，我们预计公司销售费用率仍将保持稳步下降的良好趋势。

管理费用

2013 年以来，公司合理控制费用，管理费用率保持较快下降，2013-2017 年分别为 5.4%、4.5%、4.1%，还原两票制口径则为 5.9%、4.8%、4.0%。我们预计公司的经营管理水平未来仍将不断提升，促使管理费用继续保持稳定下降的趋势。

表 15、公司财务分析结果

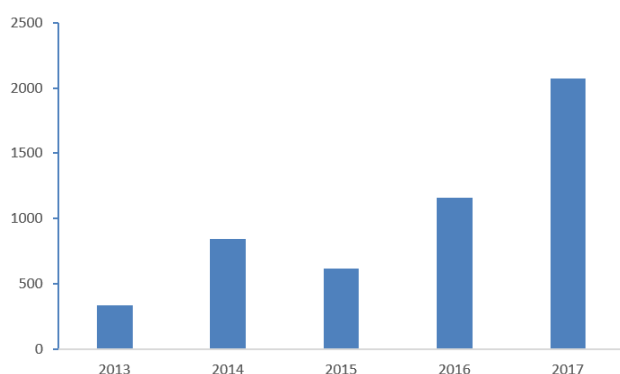
百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业成本	1,022.6	1,290.5	1,507.3	1,988.9	1,870.5	2,215.9	2,469.6	2,771.8
yoy		26.2%	16.8%	32.0%	-6.0%	18.5%	11.4%	12.2%
毛利率	54.5%	56.2%	57.6%	79.2%	59.4%	65.0%	63.0%	63.6%
销售费用	467.5	631.1	814.1	1173.8	1382.2	1509.2	1702.9	1914.2
yoy		35.0%	29.0%	44.2%	17.8%	9.2%	12.8%	12.4%
占收入比例	20.8%	21.4%	22.9%	24.0%	25.8%	25.2%	25.1%	25.0%
管理费用	145.5	151.9	192.7	221.7	222.0	227.6	244.2	260.3
yoy		4.4%	26.9%	15.0%	0.1%	2.5%	7.3%	6.6%
占收入比例	6.5%	5.2%	5.4%	4.5%	4.1%	3.8%	3.6%	3.4%
财务费用	16.81	16.73	24.11	42.52	82.25	86.36	90.68	95.21
yoy		-0.5%	44.1%	76.4%	93.4%	5.0%	5.0%	5.0%
占收入比例	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

现金流与资产负债

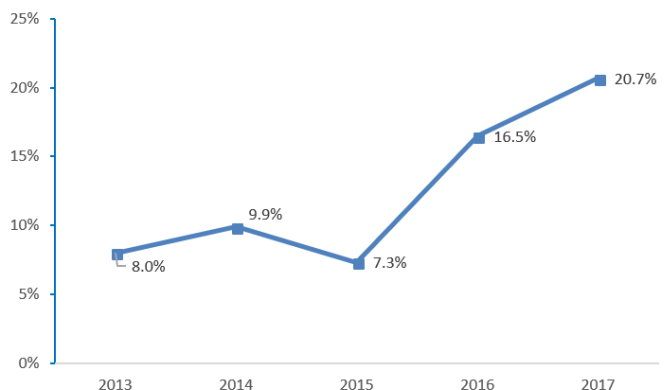
公司现金流保持较为良好的水平，2017 年经营性现金流净额约为 20.7 亿元，远高于公司的利润水平（16.7 亿元），且保持着持续上升的趋势。同时，公司 2017 年资产负债率为 20.7%，虽有所上升但仍处于良好水平，为公司后续经营发展提供有力的支撑。

图 40、2013-2017 年公司经营性现金流净额



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、2013-2017 年公司资产负债率



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

6.2、收入拆分

直接学术推广网络：学术推广网络下产品是公司绝大部分收入的来源，2017 年学术推广网络占比已经达到 92.4%，还原两票制口径下更是达到了 95.2%。我们预计：

- **波依定：**公司核心品种波依定在完成渠道库存整治和加强市场渗透的基础上有望保持 10%左右增长；
- **优思弗：**得益于基层市场扩容与公司分线销售政策利好，优思弗有望保持约 15%-20%较快增速；
- **黛力新：**随着广州市场重新进入、覆盖医院的不断拓展，增速有望逐步恢复至高单位数接近 10%水平；
- **新活素：**2017 年通过降价约 42%进入全国医保，影响短期收入增长，2018 年有望在销售量迅速提升的基础上实现平稳过渡，明后年有望迎来 30%-40%的加速增长。
- **潜力二线品种：**公司大量二线品种处于较小基数下的较好增长通道，受益于销售分线和基层市场持续推进，2008 年-2010 年引进的莎尔福、亿活、施图伦滴眼液有望维持约 20%较快增长；2015 年-2016 年引进的丹参酮、喜辽妥、诺迪康、慷彼申、依姆多、溴隐亭仍处于市场调整或培育阶段，引入康哲药业销售网络后仍有较好的放量潜力还未释放，有望维持 20%-25%的快速增长。

代理商网络与其他产品：代理商网络和其他类产品在两票制还原口径下仅占 2017

年收入的 4.8%，主要产品处于衰退阶段，未来随着学术推广网络产品整体加快增长，该部分业务收入占比将逐年下降。

表 16、各项业务营业收入预测

千元	2017A	2018E	2019E	2020E
学术推广网络				
波依定	1,288,968	1,404,975	1,531,423	1,669,251
增长率	38%	9%	9%	9%
黛力新	949,285	1,034,721	1,107,151	1,162,509
增长率	3%	9%	7%	5%
优思弗	959,383	1,132,072	1,301,883	1,497,165
增长率	24%	18%	15%	15%
新活素	411,842	432,434	605,408	817,300
增长率	-23%	5%	40%	35%
莎尔福	296,337	355,604	419,613	495,144
增长率	34%	20%	18%	18%
施图伦	217,478	256,624	300,250	345,288
增长率	20%	18%	17%	15%
亿活	263,337	342,338	427,923	513,507
增长率	49%	30%	25%	20%
丹参酮	151,804	154,840	157,937	161,096
增长率	3%	2%	2%	2%
诺迪康	100,612	111,284	116,848	122,690
增长率	-18%	11%	5%	5%
喜疗妥	128,980	161,225	193,470	222,491
增长率	26%	25%	20%	15%
慷彼申	67,882	84,853	101,823	117,096
增长率	29%	25%	20%	15%
肝复乐	40,558	40,558	40,558	40,558
增长率	-15%	0%	0%	0%
溴隐亭	27,256	34,070	40,884	47,017
增长率	27%	25%	20%	15%
依姆多	40,041	58,059	81,283	105,668
增长率	96%	45%	40%	30%
兰美抒	8,300	8,300	8,300	8,300
增长率	-6%	0%	0%	0%
合计	4,952,063	5,611,957	6,434,754	7,325,079
增长率	16%	13%	15%	14%
代理商网络				
伊诺舒	159,059	151,106	143,551	136,373
增长率	16%	-5%	-5%	-5%
喜达康	194,641	184,909	175,664	166,880
增长率	-11%	-5%	-5%	-5%
茵莲清肝颗粒	6,491	6,166	5,858	5,565
增长率	78%	-5%	-5%	-5%
合计	360,191	342,181	325,072	308,819
增长率	0%	-5%	-5%	-5%
其他				
西施泰、依克沙、沙多力卡、香芪益血口服液等	36,584	34,755	33,017	31,366

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	增长率	-5%	-5%	-5%
业务总计收入		5,348,838	5,988,893	6,792,843
	增长率	9%	12%	13%
				7,665,264
				13%

注：未按两票制还原口径

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表 17、公司盈利预测结果

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额（百万元）	5349	5989	6793	7665
同比增长（%）	9.1	12.0	13.4	12.8
净利润（百万元）	1675	1884	2197	2518
同比增长（%）	21.7	12.5	16.6	14.6
毛利率（%）	65.0	63.0	63.6	63.8
净利率（%）	31.3	31.5	32.3	32.9
净资产收益率（%）	24.6	23.9	24.1	23.9
每股收益（元）	0.67	0.76	0.88	1.01

资料来源：兴业证券经济与金融研究院

6.3、盈利预测与估值

公司作为国内医药销售龙头企业，拥有覆盖全中国的领先销售推广网络，在其强大、高效、稳定、合规的全科室药品学术营销能力支撑下，现有主力品种将有望保持稳健增长，二线品种将继续实现较快增长。近年来公司的产品引进方式已经过渡为产品权利控制方式，实现品种控制反客为主，并在创新药物研发领域加深布局，大步向销售能力出众的综合型药企迈进。我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 59.9/67.9/76.7 亿元，归母净利润为 18.8/22.0/25.2 亿元，EPS 分别为 0.76、0.88、1.01 元，2018 年 5 月 21 日股价对应 PE 为 19 倍、16 倍、14 倍。我们认为在医药销售领域需求和壁垒双升的行业环境中，公司领先的销售网络与优质的推广能力有望得到价值重估，未来创新产品的持续 license in 亦带来新的想象空间，我们给予其 22.50 港元的目标价，预期升幅为 27.3%，首次评级，给予“买入”评级。

表 18、可比公司估值指标对比（市值对应 2018 年 5 月 22 日）

股票代码	企业名称	EPS（元）			市盈率（倍）			市值
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
000963	华东医药	2.27	2.79	3.37	33	27	23	737 亿元
1093.HK	石药集团	0.56	0.71	0.89	35	27	22	1486 亿港元
2196.HK	复星医药	1.47	1.77	2.12	24	20	17	1291 亿港元
0867.HK	康哲药业	0.76	0.88	1.01	19	16	14	440 亿港元

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

7、风险提示

现有主力产品销售不及预期；创新药引进与研发进展低于预期；现有产品降价超预期

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2960	3962	5161	6615
现金及现金等价物	856	1739	2604	3650
交易用投资	0	0	0	0
应收款项	1487	1785	2142	2570
其他应收款	156	0	0	0
存货	460	437	416	395
非流动资产	7189	7273	7360	7390
可供出售投资	23	23	23	23
联营和共同控制实体投资	2412	2412	2412	2412
无形资产	2720	2892	3017	3093
固定资产	479	476	440	394
商誉	1385	1385	1385	1385
土地使用权	59	57	56	54
其他非流动资产	111	27	28	29
总资产	10149	11235	12522	14005
流动负债	658	615	584	558
短期借款	65	52	42	33
应付款项	507	481	457	435
应付税项	78	81	85	90
其他	9	0	0	0
非流动负债	2162	2166	2170	2174
长期借款	2040	2040	2040	2040
其他	122	126	130	134
负债合计	2821	2781	2754	2732
股本	85	85	85	85
储备	7189	8315	9629	11135
母公司股东应占权益	7275	8405	9724	11234
非控制性股东权益	54	49	44	39
总权益	7328	8454	9767	11273
总负债和总权益	10149	11235	12522	14005

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除所得税后溢利	1670	1879	2192	2513
折旧和摊销	196	375	425	473
营运资本的变动	133	-149	-359	-430
其他经营活动	72	15	11	11
经营活动产生现金流量	2072	2122	2269	2567
资本性支出	-77	28	-13	-4
其他投资活动	-277	-500	-500	-500
投资活动产生现金流量	-354	-472	-513	-504
借款变动	418	-13	-10	-8
发行股份	-611	-754	-879	-1007
其他融资活动	-1152	-11	-2	-1
融资活动产生现金流量	-1345	-777	-891	-1017
现金净变动	373	884	865	1046
现金的期初余额	482	856	1739	2604
现金的期末余额	856	1739	2604	3650

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额	5349	5989	6793	7665
销售成本	1871	2216	2473	2775
毛利	3478	3773	4320	4890
其他收入	-61	0	0	0
销售费用	1382	1509	1705	1916
管理费用	222	228	245	261
其他费用	0	0	0	0
经营溢利	1813	2036	2371	2714
财务费用	82	86	91	95
应占子公司溢利	78	85	94	103
除所得税前溢利	1808	2035	2374	2722
所得税开支	138	156	182	208
除所得税后溢利	1670	1879	2192	2513
少数股东权益	-5	-5	-5	-5
归属母公司净利润	1675	1884	2197	2518
EPS	0.67	0.76	0.88	1.01

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业额增长率	9.1%	12.0%	13.4%	12.8%
净利润增长率	21.7%	12.5%	16.6%	14.6%
盈利能力				
EBITDA/营业额	38.7%	41.7%	42.5%	42.9%
毛利率	65.0%	63.0%	63.6%	63.8%
净利率	31.2%	31.4%	32.3%	32.8%
ROE	24.6%	25.7%	26.0%	25.8%
偿债能力				
资产负债率	27.8%	24.8%	22.0%	19.5%
流动比率	4.50	6.44	8.83	11.86
速动比率	3.80	5.73	8.12	11.16
营运能力				
资产周转率	0.54	0.56	0.57	0.58
应收帐款周转率	3.37	3.66	3.46	3.25
应付账款周转率	9.85	12.12	14.47	17.19
存货周转率	3.86	4.94	5.80	6.85
每股资料				
每股收益	0.67	0.76	0.88	1.01
每股经营现金流	0.83	0.85	0.91	1.03
每股净资产	2.92	3.38	3.91	4.52
估值比率(倍)				
PE	21.36	18.99	16.28	14.21
PB	4.92	4.26	3.68	3.18

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、航蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited 有投资银行业务关系、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。