

## 产品梯队合理，重磅生物药前景值得期待

### 投资要点

- 公司是国内领先药物研发及药物生产企业。产品主要集中在中枢神经系统、消化系统、眼科及其他重点临床领域。产品线涉及化学药、生物药、中成药，共有12个在产品以及10个在研品种。其中包括治疗湿性年龄相关性黄斑变性的1类生物药康柏西普眼用注射液，以及在研的K901、K902、K903等。
- 中枢神经系统药物为公司的传统优势领域。具体产品有松龄血脉康胶囊、舒肝解郁胶囊、盐酸文拉法辛缓释片、阿立哌唑口腔崩解片、右佐匹克隆片，其余还有处于研发阶段的治疗老年痴呆症新药KH110等。松龄血脉康胶囊为2012年版国家基本药物目录产品，市场份额约为4.6%，增速保持相对稳定；盐酸文拉法辛、阿哌利唑为国内首仿，且市场份额均超过30%，我们预计在市场领先地位和进口替代因素双重作用下，市场销售额增速或超25%。
- 枸橼酸莫沙必利居细分药物领域市场第一。该产品主要用于胃肠促动力领域，2014年市场销售额约为25.6亿元，2009-2014年复合增长率约为12.5%。枸橼酸莫沙必利为第三代胃动力药，近期疗效和远期疗效均好，且安全性较高。目前市场份额约为47%，从枸橼酸莫沙必利市场份额变化来看，呈现逐渐增加趋势，预计年增速在15%左右。
- 生物药集中在AMD领域，在研新药数量较多。国内眼底新生血管疾病类(AMD、DME、PM、RVO)药物适用人群之和已达到1160万人，市场空间较大。公司自主研发的1类生物新药康柏西普眼用注射液已于2014年3月上市，由于具有优良的临床效果及施诊方案，上市当年就实现销售收入约7500万元。在研发产品中包括治疗癌症的1类生物新药KH903，前景看好。
- 募投项目将扩建产能，有利于提升公司的核心竞争力和市场份额。公司本次发行的股票数量为4560万股，募集资金用于“固体口服制剂异地改扩建项目”、“研发中心异地改扩建项目”、“营销服务网络建设项目”、“济生堂扩建中成药生产线二期技术改造项目”。扩建项目投产后，可以解决公司当前中成药产能不足，以及加快对研发、销售等领域布局。
- 盈利预测与估值分析。我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.90元、1.09元、1.31元；考虑新发股本4560万股摊薄，2015-2017年EPS分别为0.81元、0.98元、1.17元，综合考虑公司的行业地位、成长性、盈利能力、可比公司估值等，给予公司2015年45-50倍估值，对应合理股价区间36.5-40.5元。
- 风险提示：药品价格或下跌的风险；新药获批速度或低于预期的风险；募投项目建设进度或低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1674.52	1964.33	2302.25	2699.50
增长率	13.40%	17.31%	17.20%	17.25%
归属母公司净利润(百万元)	273.48	361.19	435.97	522.82
增长率	-13.38%	32.07%	20.70%	19.92%
每股收益EPS(元)	0.68	0.90	1.09	1.31
净资产收益率ROE	17.15%	18.92%	19.09%	19.13%

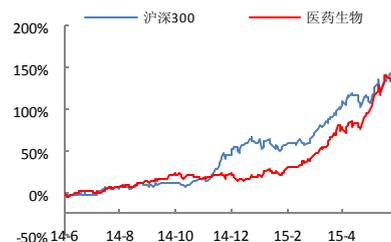
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-50755297  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzli@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

### 本次发行情况

发行前总股本(万股)	40000
本次发行(万股)	4560
发行后总股本(万股)	-
2014年每股收益(摊薄后)(元)	0.68
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.66

### 主要指标(2014年)

每股净资产(元)	3.98
毛利率(%)	88.45
流动比率(倍)	5.15
速动比率(倍)	4.7
应收账款周转率(次)	20.03
资产负债率(合并报表)(%)	16.96
净资产收益率(加权平均)(%)	18.51

### 相关研究

## 目 录

1. 公司为国内领先的药物研发及药物生产企业.....	1
2. 中枢神经系统药物为公司的传统优势领域.....	3
2.1 脑血管疾病药物领域-松龄血脉康胶囊.....	3
2.2 抗抑郁药物领域-盐酸文拉法辛.....	4
2.3 精神分裂疾病药物-阿立哌唑.....	5
3. 枸橼酸莫沙必利居细分药物领域市场第一.....	5
4. 生物药集中在 AMD 领域，在研新药数量较多.....	6
5. 公司的特有竞争优势.....	8
5.1 产品优势.....	8
5.2 生物药研发能力优势.....	8
5.3 人才储备优势.....	8
6. 募投项目分析.....	9
7. 盈利预测与投资建议.....	10
8. 风险提示.....	11

## 图 目 录

图 1: 公司发行前股权结构 .....	1
图 2: 公司历年收入及增速 .....	2
图 3: 公司历年扣非净利润及增速 .....	2
图 4: 产品收入占比情况 .....	3
图 5: 产品毛利率占比情况 .....	3
图 6: 2006-2014 年我国医院脑血管疾病口服中成药市场规模 .....	4
图 7: 松龄血脉康胶囊市场销售情况（百万元） .....	4
图 8: 2006-2014 年我国盐酸文拉法辛市场规模 .....	4
图 9: 盐酸文拉法辛市场销售情况（百万元） .....	4
图 10: 2006-2014 年我国阿立哌唑市场规模 .....	5
图 11: 阿立哌唑市场销售规模（百万元） .....	5
图 12: 2006-2014 年我国胃肠促动力药医院市场销售额 .....	6
图 13: 枸橼酸莫沙必利市场销售规模（百万元） .....	6
图 14: VEGF 的致病机理 .....	7
图 15: 我国眼底血管新生疾病患者规模 .....	7

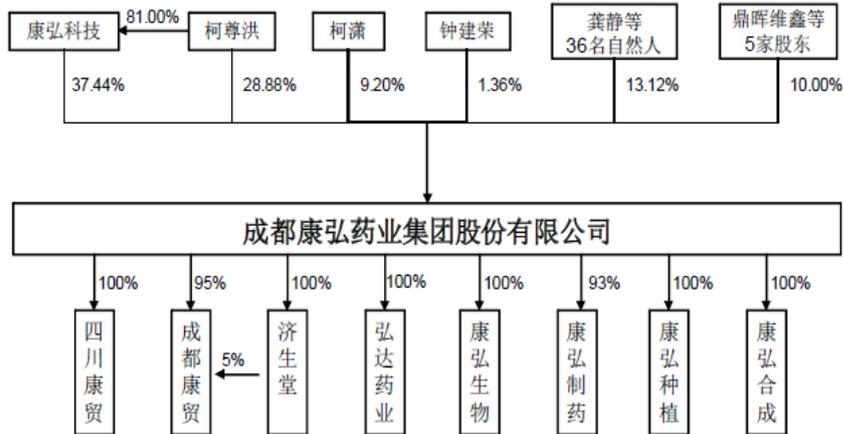
## 表 目 录

表 1: 公司在产产品情况 .....	1
表 2: 公司在产/在研生物药 .....	7
表 3: 募投项目一览 .....	9
表 4: 固体口服制剂扩建项目产能情况 .....	9
表 5: 核心产品收入增速及毛利率预测（百万元） .....	10
表 6: 可比公司估值情况 .....	11
附表: 财务预测与估值 .....	12

## 1. 公司为国内领先的药物研发及药物生产企业

公司控股股东为柯尊洪，其直接持有公司 1.15 亿股，占比 28.9%，通过公司第一大股东康弘科技控制公司 37.4% 股份，合计控制公司 66.3% 股份。公司实际控制人为柯尊洪、钟建荣夫妇及其子柯潇，除柯尊洪控制公司 66.3% 股份外，钟建荣和柯潇分别直接持有公司 1.4% 和 9.2% 股份，公司实际控制人共计控制公司 76.9% 股份。

图 1：公司发行前股权结构



数据来源：招股书，西南证券

公司主营业务为药物的生产与研发，主要集中在中枢神经系统、消化系统、眼科及其他重点临床领域。产品线涉及化学药、生物药、中成药，共有 12 个在产品以及 10 个在研品种。其中包括治疗湿性年龄相关性黄斑变性的 1 类生物药康柏西普眼用注射液，以及后续在研过程中的 K901、K902、K903 等 1 类生物药。公司在研发领域的优势明显，拥有 107 项专利，其中国际专利 40 余项。

表 1：公司在产产品情况

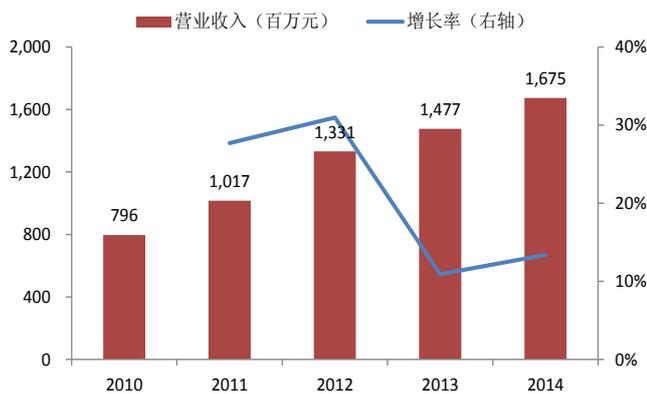
产品名称	产品类别	专利描述	基药及医保情况	适应症	市场份额	细分市场排名
松龄血脉康胶囊	中成药	独家配方	国家基本药物目录（2012 年版）、国家医保目录	用于肝阳上亢所致的头痛、眩晕、急躁易怒、心悸、失眠；高血压病及原发性高血脂血症见上述证候者	4.60%	5
舒肝解郁胶囊	中成药	独家配方	国家医保目录	适用于轻、中度单相抑郁症属肝郁脾虚证者等		
盐酸文拉法辛胶囊及缓释片	化学药	缓释片独家剂型	国家医保目录	适用于治疗各种类型抑郁症（包括伴有焦虑的抑郁症）及广泛性焦虑症	38.20%	2
阿立哌唑片及口崩片	化学药	口崩片独家剂型	国家基本药物目录（2012 年版）、国家医保目录	精神分裂症	54.60%	1
右佐匹克隆片	化学药	制剂处方专利	国家医保目录	失眠		
胆舒胶囊	中成药	制备方法专利	国家医保目录	主要用于慢性结石性胆囊炎，慢性胆囊炎及胆结石肝胆郁结，湿热胃滞证		

产品名称	产品类别	专利描述	基药及医保情况	适应症	市场份额	细分市场排名
枸橼酸莫沙必利片及分散片	化学药	分散片独家剂型	国家医保目录	主要用于功能性消化不良、慢性胃炎伴有烧心、嗝气、恶心、呕吐、早饱、上腹胀、上腹痛等消化道症状者	52.50%	1
康柏西普眼用注射液	生物制品	生物 1 类新药	-	湿性年龄相关性黄斑变性		
一清胶囊	中成药	制备方法专利	国家基本药物目录（2012 年版）、国家医保目录	用于火毒血热所致的身热烦躁、目赤口疮、咽喉牙龈肿痛、大便秘结等	4.10%	2
感咳双清胶囊	中成药	独家配方	国家医保目录	用于急性上呼吸道感染、急性支气管炎肺热炽盛者		
渴络欣胶囊	中成药	独家配方	14 个省级医保目录	用于糖尿病肾病属气阴两虚兼夹血瘀证		
玄麦甘桔胶囊	中成药	-	国家基本药物目录（2012 年版）、国家医保目录	用于阴虚火旺，虚火上浮，口鼻干燥，咽喉肿痛		

数据来源：招股书，西南证券

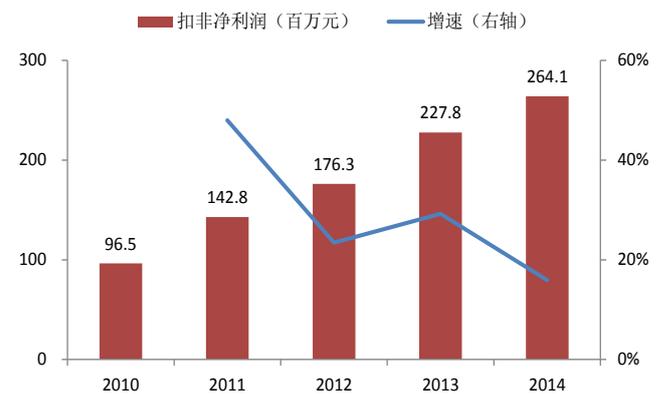
2014 年公司营业收入约为 16.8 亿元，同比增长及年复合增长率分别约为 13.4%、20%；公司扣非净利润约为 2.6 亿元，同比增长及年复合增长率分别约为 16%、29%。2014 年扣非净利润增速低下滑约 13 个百分点，主要原因是由于新产品康柏西普注射液上市，导致销售费用同比增长 22%。我们认为随着该产品销售投入逐渐趋于平稳，盈利也将逐渐体现。

图 2：公司历年收入及增速



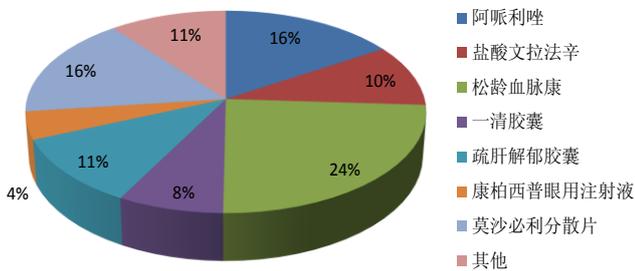
数据来源：Wind，西南证券

图 3：公司历年扣非净利润及增速

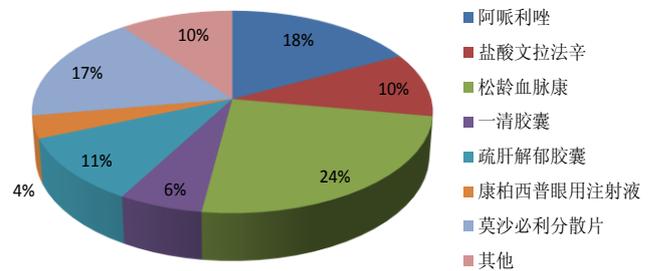


数据来源：Wind，西南证券

公司产品主要分为中成药、化学药及生物药三大类，2014 年营业收入占比分别约为 49.7%、45.9%、4.4%；毛利率分别为 85%、94%、72%。如从具体的产品来看，中成药松龄血脉康贡献的收入及毛利居首位，占比分别约为 24%、24%，其次为两大化学药莫沙必利及阿哌利唑。从具体产品历年的毛利率变化情况来看，整体保持较为稳定。具体产品来看，由于一清胶囊具有生产批件的厂家较多，价格压力大导致毛利率波动较为明显，但由于该品种在收入端只约占 8%，对整体毛利率水平影响较小。

**图 4：产品收入占比情况**


数据来源：招股书，西南证券

**图 5：产品毛利率占比情况**


数据来源：招股书，西南证券

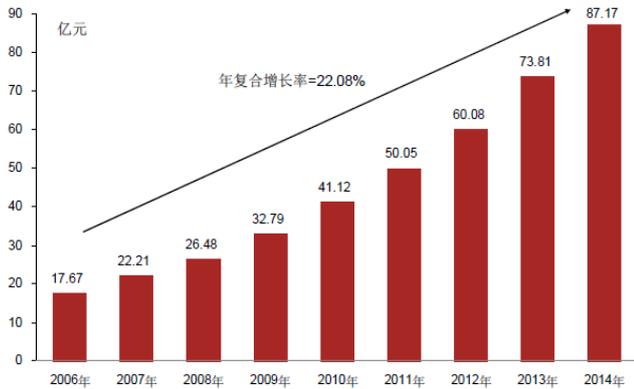
我们认为：公司当前产品线结构合理，既有深耕多年的基础牢靠品种，也有新上市的重磅品种。该产品结构有利于公司的业绩成长，即使短时间内可能存在着新药上市销售带来的费用压力。但从长期来看，新药上市将对企业整体毛利率的改善，且销售的规模效应也会使得费用率逐步下降。在研产品或将支撑公司未来几年的业绩成长。

## 2. 中枢神经系统药物为公司的传统优势领域

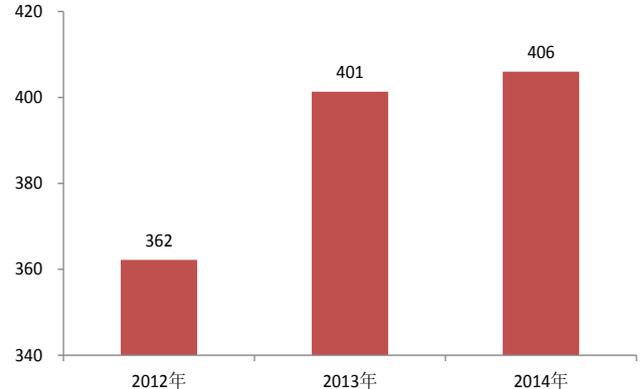
中枢神经系统的疾病主要包括脑血管疾病、精神障碍疾病和神经系统疾病三大类。以神经系统疾病为例，2008年两周患病率、就诊率、慢性病患者率、住院率分别为3.4‰、2.2‰、4.2‰、1.1‰。从数据变化趋势上看呈现出逐渐升高。公司目前在中枢神经系统疾病领域的产品主要涉及脑血管疾病用药市场、抗抑郁药市场和治疗精神分裂症用药。具体的产品有松龄血脉康胶囊、舒肝解郁胶囊、盐酸文拉法辛缓释片、阿立哌唑口腔崩解片、右佐匹克隆片，其余还有处于研发阶段的治疗老年痴呆症新药KH110等。其中松龄血脉康胶囊、阿立哌唑片及口腔崩解片为进入2012年版国家基本药物目录的产品。

### 2.1 脑血管疾病药物领域-松龄血脉康胶囊

脑血管疾病属于慢性病，中成药在使用过程中的优势十分明显。2014年我国脑血管疾病口服中成药在医院市场中的销售规模约为87亿元，同比增长18%，2009-2014年复合增长率约为21.7%。松龄血脉康胶囊2014年销售收入约为4亿元，为公司所有品种中销售额最大。松龄血脉康胶囊为2012年版国家基本药物目录产品，2014年在全国脑血管中成药市场中排名第五位，市场份额约为4.6%。

**图 6: 2006-2014 年我国医院脑血管疾病口服中成药市场规模**


数据来源: 招股书, 南方所, 西南证券

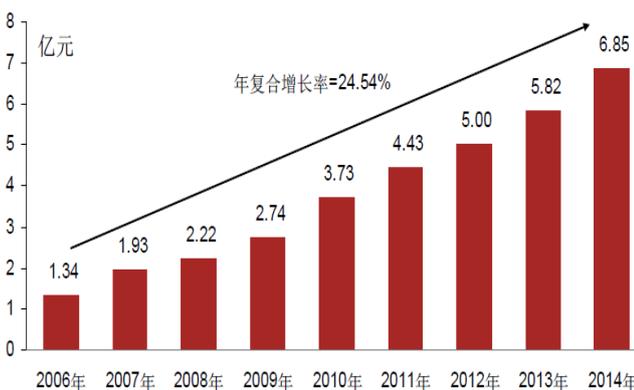
**图 7: 松龄血脉康胶囊市场销售情况 (百万元)**


数据来源: 招股书, 南方所, 西南证券

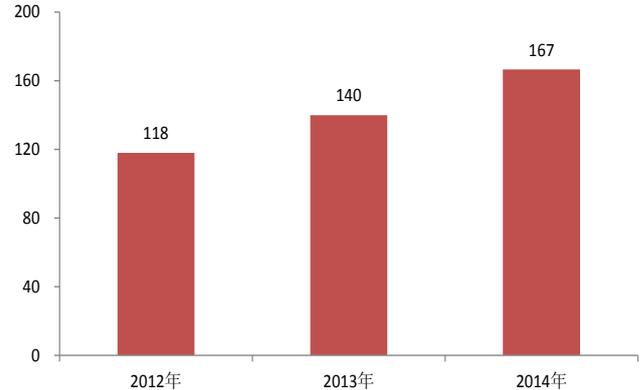
## 2.2 抗抑郁药物领域-盐酸文拉法辛

世界卫生组织预计到 2020 年抑郁症可能成为仅次于心脏病的第二大疾病, 可见抑郁症将成为社会的高发症。但国内对抑郁症的认知和治疗十分有限, 如约 62% 患者在出现抑郁症症状后从未治疗, 且医院对该疾病的识别率低于 20%, 采取药物治疗的患者比例也低于 10%。2014 年抗抑郁药物市场规模约为 54 亿元, 同比增长 15.6%, 2009-2014 年间复合增长率约为 19.3%。随着我国卫生部门将抑郁症列为今后的防治工作重点, 潜在的市场需求或将释放, 我们判断抗抑郁药物的市场规模增速或超过 20%。

临床常用的治疗中度及重度抑郁症药物可以分为 SSRI 和 SNRI, 其中 SNRI 类药品销售年复合增长率约为 26.9%, 高于 SSRI 类药品。全球首个 SNRI 类药物为盐酸文拉法辛, 公司生产的盐酸文拉法辛为国内首仿。其作用机理起效时间快, 对难治性抑郁疗效较好。2014 年市场销售额达 6.9 亿元, 同比增长 17.7%, 2009-2014 年间复合增长率约为 20%。

**图 8: 2006-2014 年我国盐酸文拉法辛市场规模**


数据来源: 招股书, 南方所, 西南证券

**图 9: 盐酸文拉法辛市场销售情况 (百万元)**


数据来源: 招股书, 西南证券

在国内市场上, 盐酸文拉法辛的市场主要为原研惠氏制药以及康弘占据, 在 2014 年的市场份额分别约为 59%、38.2%。与惠氏制药相比, 公司优势首先在于多了缓控释片的剂型, 其次是价格较原药产品价格更低。以四川省 2013 年中标价格为例, 原研怡诺思 (75mg\*14)

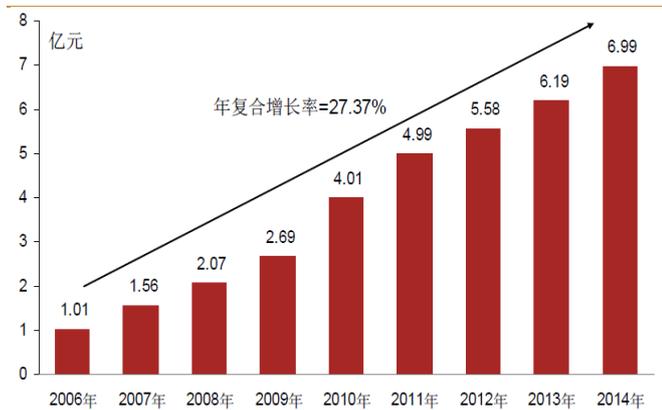
为 114.75 元，而公司产博乐欣 (25mg\*16) 为 38.17 元，换算成为同等规格的价格较原研约低 16%。随着进口替代逐渐进行，我们判断公司生产的盐酸文拉法辛市场增速或超 25%。

## 2.3 精神分裂疾病药物-阿立哌唑

据调查数据显示，在我国 15 岁以上人口中的精神分裂症城市、农村患病率分比为 8.2%、5.2%，预计我国精神分裂症终身患病人数超过 700 万人。在 2014 年我国医院抗精神分裂症药物市场规模约为 42.6 亿元，同比增长约为 11.7%，2009-2014 年间复合增长率约为 19.3%。

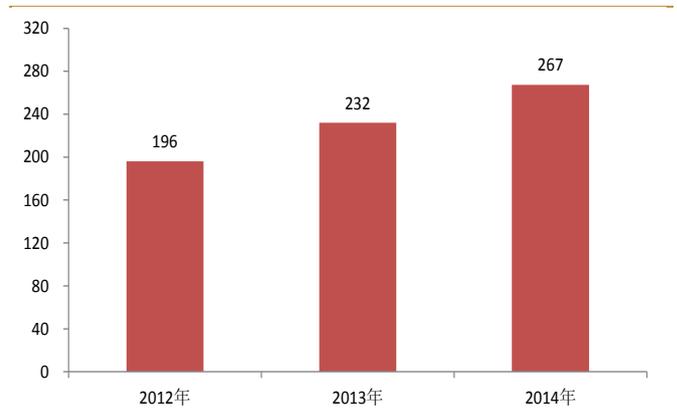
全球治疗精神分裂症的抗精神病药物主要为阿立哌唑、奥氮平、利培酮、喹硫平，四种药物约占全球抗精神病药物市场份额的 70% 以上。其中阿立哌唑属于新一代抗精神病药物，不仅疗效较好，且药物不良反应发生率明显低于第一代。该产品为全球市场增长最快的抗精神病药物，预计市场份额已经超过 40%。2014 年我国阿立哌唑的销售规模约为 7 亿元，同比增长 13%，2009-2014 年间复合增长率约为 21%。

图 10: 2006-2014 年我国阿立哌唑市场规模



数据来源: 招股书, 南方所, 西南证券

图 11: 阿立哌唑市场销售规模 (百万元)



数据来源: 招股书, 西南证券

阿立哌唑片是公司在 2004 年国内首仿上市，口腔崩解片剂型为公司独家所有（有效解决了精神分裂症患者普遍存在的藏药行为，改善患者的治疗效果）。目前基本形成了康弘、上海中西药业以及浙江大冢制药三家竞争格局。2014 年公司占有该市场 54.6% 的市场份额，处于绝对领先地位。我们判断随着行业规模扩大，产品销售增速或超过 25%。

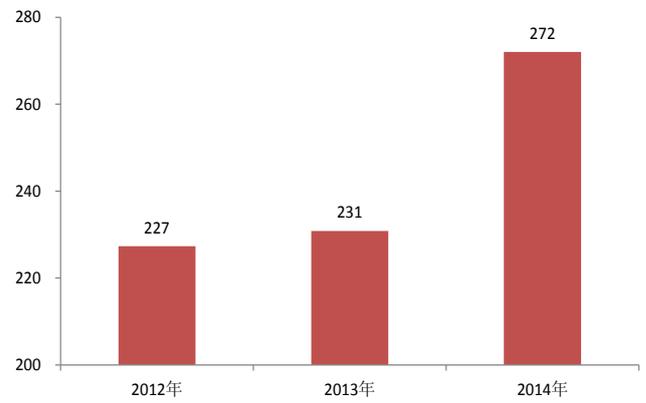
## 3. 枸橼酸莫沙必利居细分药物领域市场第一

消化系统疾病为常见慢性病，其患病率在卫生部 2008 年调查中居第三位，调查地区城乡合计患病率达 24.5%。2014 年整个消化系统药物市场规模约为 800 亿左右，年复合增长率超过 15%。公司在该领域的治疗药物目前主要涉及胃肠促动力药和胆道疾病用药市场。

胃肠促动力药是增加胃肠蠕动、协调胃肠运动的药物，大部分是在药店零售终端销售。2014 年市场销售额约为 25.6 亿元，同比增长 8.4%，2009-2014 年复合增长率约为 12.5%。目前市场上主流药物前两位分别为多潘立酮和枸橼酸莫沙必利，市场份额分别约为 51.5%、47%。枸橼酸莫沙必利是公司在该领域的重要品种，为第三代胃动力药，近期疗效和远期疗效均较好，且安全性高。如从枸橼酸莫沙必利市场份额变化来看，也呈现逐渐增加趋势。

**图 12: 2006-2014 年我国胃肠促动力药医院市场销售额**


数据来源: 招股书, 南方所, 西南证券

**图 13: 枸橼酸莫沙必利市场销售规模 (百万元)**


数据来源: 招股书, 西南证券

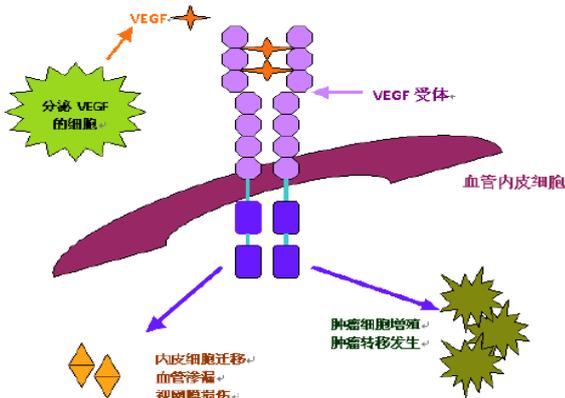
与此同时, 公司还开发了胆道疾病领域药物胆舒胶囊等。胆道疾病现已成为全世界的常见病, 如胆石症、胆囊炎等。且随着脂肪、蛋白质等食品摄入量增多, 胆道疾病的发病率呈逐年上升的走势, 至 2008 年两周发病率约为 2.8%。2014 年我国利胆口服中药制剂医院市场规模约为 7.4 亿元, 同比增长 4.6%, 2009-2014 年复合增长率约为 8.2%。公司生产的胆舒胶囊主要成分是从天然药用植物薄荷中提取的薄荷素油, 成分单一且作用机理明确、镇痛快速、毒副作用小, 已成为胆道疾病的知名品牌。2014 年在我国利胆中成药口服制剂医院市场中市场份额为 15.3%, 排名第一位。

## 4. 生物药集中在 AMD 领域, 在研新药数量较多

年龄相关性黄斑变性 (AMD) 主要是血管内皮生长因子 (VEGF) 通过 VEGF 受体发挥促血管生成作用所导致的一种病状。年龄相关性黄斑变性可分为干性 (非新生血管性) 和湿性 (新生血管性) 两种, 其中湿性黄斑变性病例数只占年龄相关性黄斑变性发病数 20% 以下, 却造成了 80%-90% 的不可逆中心视力丧失。

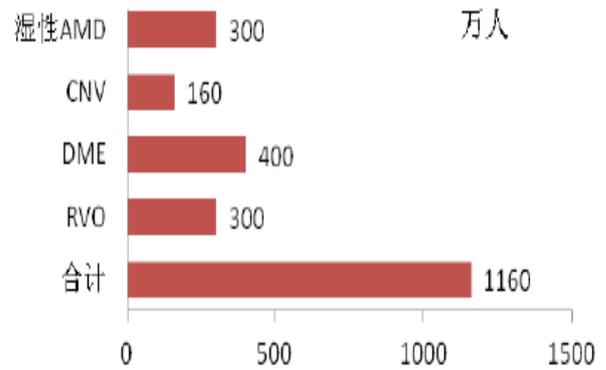
根据南方所数据显示, 我国年龄相关性黄斑变性患者约有 2140 万人, 其中湿性年龄相关性黄斑变性患者约为 300 万人; 我国病理性近视继发 CNV 的患者数约为 160 万人; DME 患者总数约为 400 万人; 全国 RVO 患者总数约为 300 万人。眼底新生血管疾病类药物的当前国内理论市场容量 (AMD、DME、PM、RVO 各适应症理论市场容量之和) 已达到 1160 万人, 市场潜力十分巨大。且随着老龄化趋势与人口的持续增长, 将使得眼底新生血管疾病用药市场在未来不断扩大。

图 14: VEGF 的致病机理



数据来源: 招股书, 西南证券

图 15: 我国眼底血管新生疾病患者规模



数据来源: 招股书, 南方所, 西南证券

针对 AMD 的形成原理, 公司开发了利用 VEGF 受体结合功能域与人抗体 Fc 段融合, 形成一种特异抑制血管新生的受体抗体融合蛋白 (KH902), 来抑制 VEGF 的生成。由于在肿瘤组织中, 过量分泌的 VEGF 将提供大量的新生血管在肿瘤病变处积聚。为肿瘤细胞提供大量营养, 促使肿瘤细胞快速增长, 导致肿瘤恶化及转移。该以 VEGF 为主靶标的原理在肿瘤药物研发过程中同样适用。

表 2: 公司在产在研生物药

	治疗领域	所处阶段	类别	计划上市时间	适应症
KH901	肿瘤疾病	II 期临床	生物 1 类	2019 年	实体肿瘤的治疗性肿瘤疫苗
KH902	眼底疾病	康柏西普眼用注射液已上市	生物 1 类	已上市	湿性年龄相关性黄斑变性 (湿性 AMD)
		PMIII 期临床试验		2017 年	病理性近视
		DMEIII 期临床试验		2017 年	糖尿病黄斑水肿
		RVOII 期临床试验		2018 年	视网膜静脉阻塞
KH903	肿瘤疾病	I 期临床	生物 1 类	2019 年	实体肿瘤的血管靶向抗体药物
KH906	眼表疾病	临床前	生物 1 类	2020 年	眼表新生血管病变

数据来源: 招股书, 西南证券

公司正在致力于完善基于 VEGF 机理的药物平台, 并在此平台上开发治疗眼表新生血管病变的国家 1 类生物新药 KH906 和治疗癌症的国家 1 类生物新药 KH903。目前上述在研产品正分别进行临床前研究和 I 期临床研究。

公司当前主要销售的是治疗湿性 AMD 的康柏西普眼用注射液, 已于 2014 年 3 月上市, 上市当年就实现销售收入约 7500 万元。该产品国际上的对标药物为 Lucentis。Lucentis 是采用基因工程人源化抗 VEGF 的单克隆抗体片段, 可与 VEGF-A 结合, 从而阻断 VEGF-A 与其受体结合。Lucentis 在 2006 年 6 月上市, 上市当年销售收入为 3.8 亿美元, 2012 年-2014 年该产品在全球的销售收入均超过 40 亿美元。但是 Lucentis 必须每月用药一次, 而康柏西普能在随访频繁的情况下做到 3 个月注射一次, 从而减少每个月玻璃体腔注射引起的一系列眼部风险以及减少患者医疗负担, 优势明显。

我们认为：由于康柏西普眼用注射液有优良的临床效果及施诊方案，前景十分看好。我们预计未来三年间复合增长率将超过 80%。若后续的产品陆续顺利获批，将进一步壮大公司在生物药领域的实力。

## 5. 公司的特有竞争优势

### 5.1 产品优势

公司以临床需求为导向，在中枢神经系统、消化系统、眼科等专业药品市场深入研究、专业创新，形成了独具特色的产品布局优势。通过技术创新，公司产品专利成果丰富，在多数细分市场都拥有较为明显的竞争优势地位。

12 个主要产品中有 6 个产品 2014 年销售收入过亿元。如公司在精神神经领域拥有的盐酸文拉法辛胶囊及缓释片、阿立哌唑片及口崩片等产品在各自细分市场处于行业领先地位，舒肝解郁胶囊则填补了中成药治疗轻中度抑郁症的国内空白，在细分市场处于独家生产地位。公司目前在产的松龄血脉康胶囊、一清胶囊、阿立哌唑口腔崩解片及阿立哌唑片和玄麦甘桔胶囊进入了 2012 年版《国家基本药物目录》。其中松龄血脉康胶囊、一清胶囊、阿立哌唑口腔崩解片为进入国家基本药物目录的专利品种。

### 5.2 生物药研发能力优势

公司以 KH901、KH902、KH903 等国际水平生物药的自主研发为契机，形成了哺乳细胞生产产业化平台。该平台由控制质量的蛋白质分析测试技术子平台、控制和降低成本的高产细胞克隆筛选技术子平台、无血清悬浮培养工艺开发子平台以及致力于提高产能的哺乳动物细胞培养生产工艺放大子平台构成。上述平台使公司形成了完整的生物新药研究、开发和工业化能力，使公司确立起在生物新药研发领域的独特优势。

### 5.3 人才储备优势

公司积极引进的海外高端技术人才，拥有在国际一流跨国医药企业的研发、生产、质量控制工作经历。目前公司有 3 名高层次创新人才入选了“四川省千人（百人）计划”，有 4 名入选了“成都人才计划”。为提高研发水平，公司还组建了学术委员会和科学顾问委员会，由国内外著名科学家组成，成员来自威斯康辛大学、迈阿密大学、麻省医学院、北京大学等知名研究机构，研究领域涵盖中医中药、生物科技、临床科学、药学等多学科和多研究方向。公司目前已构建起年龄结构、知识结构、学缘结构合理，学术水平较高的特色科研团队。

生产体系管理团队由拥有多年技术管理经验的国内及国际优秀管理人才组成。其中公司的国际化管理人才拥有在 Xoma、Codexis 等公司担任生产技术负责人、生产总负责人等关键职务的经历，并曾参与世界上最大的动物细胞技术产品生产基地的建设。此外，公司还有多位海外归国人才担任不同的骨干职务，为公司带来生物制药 GMP 生产技术支持、工艺质量控制方法、项目管理、市场拓展、知识产权等方面的借鉴经验。

## 6. 募投项目分析

本次拟公开发行新股为 4560 万股，占发行后公司总股本比例为 10.23%，发行完成后公司总股本为 44560 万股。公司本次计划募集资金的投资项目覆盖生产、研发和营销三个领域，具体如下：

**表 3：募投项目一览**

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金投入金额（万元）	募投项目目标
1	康弘药业固体口服制剂异地改扩建项目	29,659.17	29,659.17	将分别建成片剂和胶囊剂产能 58,000 万片及 2,000 万粒
2	济生堂扩建中成药生产线二期技术改造 项目	12,462.90	2,795.18	通过本项目生产被列入国家基本药物目录的丸剂类产品，采用先进技术及设备，提高产品质量
3	康弘药业研发中心异地改扩建项目	17,586.85	17,586.85	在三年内建立起更完善的覆盖全国的营销网络
4	康弘药业营销服务网络建设项目	7,584	7,584	提高公司分析测试能力、有利于公司产业化技术平台的建立
合计		67,292.92	57,625.20	

数据来源：招股书，西南证券

### 各募投项目的建设期及目标：

- 固体口服剂项目计划总投资 2.97 亿元，建设期为 3 年。项目达产后，每年可实现销售收入 8.5 亿元。财务内部收益率 37.7%，税前投资回收期 4.86 年（含建设期），以生产能力利用率表示达产年的盈亏平衡点为 69.8%。

**表 4：固体口服制剂扩建项目产能情况**

产品名称	产品规格	设计产能（万片粒）
盐酸文拉法辛胶囊	16 粒*120 盒/件	2,000
盐酸文拉法辛缓释片	75mg*14 片*120 盒/件	2,000
阿立哌唑片	20 片*120 盒/件	2,400
阿立哌唑口腔崩解片	20 片*120 盒/件	14,000
枸橼酸莫沙必利分散片	12 片*360 盒/件	13,000
	20 片*240 盒/件	24,000
右佐匹克隆片	7 片*120 盒/件	2,000
合计	—	60,000

数据来源：招股书，西南证券

- 济生堂扩建项目总投资 1.25 亿元，建设期为 3 年。建设完工并达产后，可实现年销售收入 4.0 亿元。财务内部收益率 29.4%，投资回收期 5.81 年（含建设期），以生产能力利用率表示达产年的盈亏平衡点为 65.2%；
- 研发中心异地扩建项目计划投资 1.76 亿元。将建成国内一流的企业研发中心，持续性地提升公司技术开发与创新能力、现代化和产业化能力。巩固和增强提高公司的技术优势，从根本上提高企业的持续发展能力和核心竞争力；

- 营销网络建设项目计划投资 7584 万元其中 6620 万元用于营销网络的建设，其余为建设单位管理费与预备费用。

## 7. 盈利预测与投资建议

经过对核心产品的市场分析，作如下预测：

表 5: 核心产品收入增速及毛利率预测 (百万元)

产品名称/年份		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
莫沙必利分散片	收入	227.3	230.8	272.0	312.8	359.7	413.7
	yoy		1.5%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	13.2	12.0	16.5	18.8	18.0	20.7
	毛利率	94.2%	94.8%	93.9%	94.0%	95.0%	95.0%
阿哌利唑	收入	196.0	231.9	267.4	362.5	416.9	479.4
	yoy		18.3%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	7.6	6.5	8.9	14.5	16.7	24.0
	毛利率	96.1%	97.2%	96.7%	96.0%	96.0%	95.0%
盐酸文拉法辛	收入	118.0	140.0	166.6	199.9	239.8	287.8
	yoy		18.6%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	11.0	8.8	14.7	16.0	19.2	23.0
	毛利率	90.7%	93.7%	91.2%	92.0%	92.0%	92.0%
松龄血脉康	收入	362.2	401.3	406.0	414.1	422.4	430.8
	yoy		10.8%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	41.9	45.4	43.9	41.4	42.2	43.1
	毛利率	88.4%	88.7%	89.2%	90.0%	90.0%	90.0%
一清胶囊	收入	134.3	130.8	127.2	128.5	129.8	131.1
	yoy		-2.6%	-2.7%	1.0%	1.0%	1.0%
	成本	35.1	37.1	37.7	38.6	38.9	40.6
	毛利率	73.9%	71.6%	70.3%	70.0%	70.0%	69.0%
疏肝解郁胶囊	收入	106.7	152.1	181.1	217.4	254.3	292.5
	yoy		42.6%	19.1%	20.0%	17.0%	15.0%
	成本	18.3	24.1	24.4	28.3	33.1	40.9
	毛利率	82.9%	84.1%	86.6%	87.0%	87.0%	86.0%
康柏西普眼用注射液	收入			74.2	148.3	296.6	474.6
	yoy				100.0%	100.0%	60.0%
	成本			20.8	40.0	71.2	99.7
	毛利率			72.0%	73.0%	76.0%	79.0%

数据来源: 招股书, 西南证券

我们预计公司 2015-2017 年 EPS (未摊薄) 分别为 0.90 元、1.09 元、1.31 元; 如考虑本次发行新增 4560 万股股本, 则预计公司 2015-2017 年 EPS (摊薄后) 分别为 0.81 元、0.98 元、1.17 元。

经过上文分析, 我们综合考虑公司的行业地位、成长性、盈利能力、可比公司估值等, 认为给予公司 2015 年 45-50 倍的估值较为合理, 对应合理股价区间 36.5-40.5 元。

**表 6: 可比公司估值情况**

代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS(元)			PE (倍)		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
600276	恒瑞医药	62.47	1.01	1.34	1.72	62	47	36
000661	长春高新	175.35	2.42	3.03	3.83	72	58	46
002262	恩华药业	40.53	0.48	0.61	0.79	85	66	51
300026	红日药业	26.24	0.49	0.65	0.85	54	40	31
600594	益佰制药	73.02	1.21	1.59	1.89	60	46	39
平均						67	51	41

数据来源: Wind, 西南证券, 最新股价为 6 月 12 日收盘价

## 8. 风险提示

**药品价格或下跌的风险。**公司产品多为处方药, 在销售过程中仍将受到招标价格限制等因素影响。如国家持续下调药品价格, 将对公司的经营产生压力。

**新药获批速度或低于预期的风险。**公司共有处于不同研发阶段的 10 个在研品种, 包括生物 1 类新药、新化学结构的化学 1 类新药等。由于在研品种在临床前、临床中、审批的各个阶段进展均不好把握, 甚至存在着研发失败的可能。

**募投项目建设进度或低于预期的风险。**可能存在因工程进度、工程质量、投资成本等导致募投项目建设进度慢于预期, 甚至发生变化的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1674.52	1964.33	2302.25	2699.50	净利润	276.47	365.13	440.72	528.52
营业成本	193.49	224.65	266.67	320.40	折旧与摊销	69.60	95.01	95.01	95.01
营业税金及附加	28.39	33.31	39.04	45.77	财务费用	-8.19	-7.51	-9.23	-11.11
销售费用	870.95	1001.81	1151.13	1322.76	资产减值损失	1.45	1.00	1.00	1.00
管理费用	270.06	294.65	345.34	404.93	经营营运资本变动	-55.17	16.03	-8.99	-0.83
财务费用	-8.19	-7.51	-9.23	-11.11	其他	7.21	-8.01	-8.57	-7.95
资产减值损失	1.45	1.00	1.00	1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	291.38	461.65	509.94	604.64
投资收益	11.20	10.00	10.00	10.00	资本支出	2.51	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-36.93	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-34.42	-190.00	-190.00	-190.00
<b>营业利润</b>	329.56	426.43	518.31	625.77	短期借款	0.00	-5.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.06	12.55	11.62	11.34	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	337.62	438.98	529.93	637.10	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	61.15	73.85	89.21	108.58	支付股利	-54.00	-46.78	-61.78	-74.57
净利润	276.47	365.13	440.72	528.52	其他	-3.40	7.51	9.23	11.11
少数股东损益	2.98	3.94	4.76	5.70	<b>筹资活动现金流净额</b>	-57.40	-44.26	-52.55	-63.45
归属母公司股东净利润	273.48	361.19	435.97	522.82	<b>现金流量净额</b>	199.49	227.38	267.39	351.18
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	945.58	1172.96	1440.35	1791.53	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	138.51	151.02	180.49	212.37	销售收入增长率	13.40%	17.31%	17.20%	17.25%
存货	104.58	121.42	144.13	173.16	营业利润增长率	-6.61%	29.39%	21.55%	20.73%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-13.37%	32.07%	20.70%	19.92%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-4.57%	31.45%	17.54%	17.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	485.36	615.32	745.29	875.25	毛利率	88.45%	88.56%	88.42%	88.13%
无形资产和开发支出	178.35	154.69	131.03	107.37	三费率	67.65%	65.62%	64.60%	63.59%
其他非流动资产	88.50	87.19	85.88	84.58	净利率	16.51%	18.59%	19.14%	19.58%
<b>资产总计</b>	1940.88	2302.61	2727.17	3244.26	ROE	17.15%	18.92%	19.09%	19.13%
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.83%	14.24%	15.86%	16.16%
应付和预收款项	121.69	153.29	176.29	210.52	ROIC	35.87%	42.42%	44.44%	46.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.35%	26.16%	26.24%	26.29%
其他负债	202.42	219.19	241.81	270.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	329.11	372.48	418.11	481.24	总资产周转率	0.92	0.93	0.92	0.90
股本	400.00	445.60	445.60	445.60	固定资产周转率	3.55	4.65	6.53	9.55
资本公积	142.93	97.33	97.33	97.33	应收账款周转率	18.18	18.20	18.28	18.28
留存收益	1048.78	1363.20	1737.38	2185.63	存货周转率	2.09	1.99	2.01	2.02
归属母公司股东权益	1591.71	1906.13	2280.32	2728.56	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	114.44%	—	—	—
少数股东权益	20.05	23.99	28.75	34.45	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1611.77	1930.12	2309.06	2763.02	资产负债率	16.96%	16.18%	15.33%	14.83%
负债和股东权益合计	1940.88	2302.61	2727.17	3244.26	带息债务/总负债	1.52%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.15	5.27	5.52	5.68
					速动比率	4.70	4.83	5.07	5.23
					股利支付率	19.75%	12.95%	14.17%	14.26%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	390.98	513.92	604.08	709.66	每股收益	0.68	0.90	1.09	1.31
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.03	4.83	5.77	6.91
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.73	1.15	1.27	1.51
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.14	0.12	0.15	0.19
EV/EBITDA	-2.60	-2.43	-2.51	-2.63					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn