

日期: 2017年03月13日

行业: 医药制造业



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

SAC 证书编号: S0870115070022

IPO 询价区间 RMB11.49-11.49 元
上市合理估值 RMB19.18-23.02 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	30.52
发行后总股本 (百万股)	122.11
发行方式	网上定价
保荐机构	海通证券

主要股东 (IPO 前)

范敏华	46.86%
朱小平	9.83%

收入结构 (Y2016)

抗过敏类药物	45.48%
非甾体抗炎类药物	20.57%
抗生素类药物	16.01%
消化类药物	6.75%
其他	11.18%

品种丰富的优秀制药企业

■ 投资要点

公司简介

公司成立于 1992 年, 是专业从事药物研发、生产和销售的高新技术企业, 主要产品包括抗过敏类药物、非甾体抗炎类药物、抗生素类药物以及消化类药物等四大类。公司生产线均已通过国内药品新版 GMP 认证、公司在缓控释制剂技术、包衣掩味制剂技术和难溶性药物增溶制剂技术等方面拥有丰富的技术储备, 已取得专利技术 47 项, 拥有 73 个生产批准文号, 有 27 个品种规格产品被列入《国家医保目录》。

盈利预测

我们预计 2017-2019 年归母公司净利润增速 23.09%、21.88% 和 20.13%, 相应的稀释后每股收益为 0.70 元、0.86 元和 1.02 元。

公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况, 我们认为给予公司 17 年每股收益 30 倍市盈率这一估值水平较为合理, 以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 19.18-23.02 元, 相对于 2016 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 33.57-40.28 倍。

定价结论

预计募集资金总额 35,078.29 万元, 计划发行股份不超过 3,052 万股, 对应每股发行价为 11.49 元, 对应 15、16 年 PE 为 27.67、20.11。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	202.82	248.01	298.82	361.87	434.71
年增长率	23.25%	22.28%	20.49%	21.10%	20.13%
归属于母公司的净利润	50.70	69.78	85.89	104.69	124.10
年增长率	38.28%	37.63%	23.09%	21.88%	18.54%
(发行后摊薄) 每股收益	0.42	0.57	0.70	0.86	1.02

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

报告编号: DZY17-NSP01

首次报告日期: 2017 年 03 月 13 日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司成立于 1992 年，是专业从事药物研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括抗过敏类药物、非甾体抗炎类药物、抗生素类药物以及消化类药物等四大类。公司生产线均已通过国内药品新版 GMP 认证，原料药、冻干粉针剂生产线已通过美国 FDA、欧盟 EMA 及 WHO 相关生产质量规范（cGMP、GMP）审计，小容量注射液生产线已通过欧盟 EMA 的 GMP 审计。公司在缓控释制剂技术、包衣掩味制剂技术和难溶性药物增溶制剂技术等方面拥有丰富的技术储备。目前，公司已取得专利技术 47 项，其中发明专利 44 项，拥有 73 个生产批准文号，有 27 个品种规格被列入《国家医保目录》。

表 1 公司主要产品

产品分类		产品用途
	地氯雷他定分散片	
抗过敏类药物	地氯雷他定干混悬剂	 <ol style="list-style-type: none"> 快速缓解过敏性鼻炎的相关症状，如打喷嚏，流涕和鼻痒，鼻粘膜充血/鼻塞； 眼痒、流泪和充血； 腭痒及咳嗽； 慢性特发性荨麻疹的相关症状如瘙痒，并可减少荨麻疹的数量及大小
	地氯雷他定片	
	非甾体抗炎类药物	双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊

<p>克拉霉素缓释片</p>		<p>克拉霉素敏感的微生物所引起的感染： 1、下呼吸道感染：如支气管炎、肺炎等； 2、上呼吸道感染：如咽炎、鼻窦炎等； 3、皮肤及软组织的轻中度感染：如毛囊炎、蜂窝组织炎、丹毒等</p>	
<p>盐酸左氧氟沙星胶囊</p>		<p>敏感细菌所引起的下列轻、中度感染： 1、呼吸系统感染； 2、泌尿系统感染； 3、生殖系统感染； 4、皮肤软组织感染； 5、肠道感染； 6、其他感染</p>	
<p>抗生素类药物</p>	<p>阿奇霉素干混悬剂</p>		<p>敏感细菌所引起的下列感染： 1、化脓性链球菌引起的急性咽炎、急性扁桃腺炎； 2、敏感细菌引起的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作； 3、肺炎链球菌、流感嗜血杆菌以及肺炎支原体所致的肺炎； 4、沙眼衣原体及非多种耐药淋病奈瑟菌所致的尿道炎和宫颈炎； 5、敏感细菌引起的皮肤软组织感染</p>
<p>消化类药物</p>	<p>马来酸曲美布汀片</p>		<p>1.胃肠道运动功能紊乱引起的食欲不振、恶心、呕吐、嗝气、腹胀、腹鸣、腹痛、腹泻、便秘等症状的改善； 2.肠道易激惹综合征</p>

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

除上述主要产品外，公司产品还包括益肝灵液体胶囊、别嘌醇缓释片、茶碱缓释胶囊、阿司匹林双嘧达莫缓释胶囊、二甲双胍缓释片、积雪苷霜软膏等产品，覆盖清肝解毒类、非甾体抗炎类、呼吸系统类、血液系统类等领域。

1.2 行业增长前景

医药行业状况

医药行业被誉为“永远的朝阳产业”，全球医药行业市场规模长期保持稳定增长的态势，2008年至2014年期间，全球医药市场规模由7,360亿美元增至10,270亿美元，年复合增长率为5.71%。

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，目前已形成了比较完备的工业体系，行业整体处于持续发展阶段。2006年至2015年期间，国内医药工业总产值由5,219亿元增长至28,713亿元，年均复合增长率达20.86%。医药工业总产值占GDP的比重由2006年的2.40%上升至2015年的4.24%，上升幅度较大。其中化学药品制剂工业2015年以7,341亿元的工业总产值位居行业第一位，占医药制造业工业总产值的25.57%。2006年至2015年期间，我国化学药品制剂行业工业总产值的增长略高于医药制药行业工业总产值的水平，年复合增长率为18.98%。

抗过敏类药物市场情况

过敏性疾病是指机体受抗原性物质刺激后，引起的组织损伤或生理功能紊乱，属于异常的或病理性的免疫反应。环境因素对过敏性疾病的影响逐渐增加，由于我国自然环境污染日趋严重，雾霾等恶劣天气时常发生，过敏性疾病的发生率已接近40%。抗过敏药物的需求一直呈上升趋势。2010年至2015年期间，我国抗过敏类药物的市场销售额从91.38亿元增加至173.09亿元。

非甾体抗炎类药物市场情况

非甾体抗炎药临床应用较为普遍，据不完全统计，全世界每天有3,000万至4,000万人次使用。根据《2014年中国卫生统计年鉴》显示，随着人口老龄化趋势加剧，我国调查地区居民慢性病类风湿性关节炎患病率整体呈现上升趋势，从2003年的8.6%上升到2013年的9.7%。2010年至2015年，我国非甾体抗炎药市场销售额从67.91亿元增长至112.75亿元，年复合增长率为10.67%。

抗生素类药物市场情况

抗生素的使用是治疗感染性疾病的主要途径，占我国药品市场尤其是医院用药市场比重较大。近年来，为了规范抗菌药物临床应用行为、提高临床应用水平，促进临床应用合理性，控制细菌耐药，保障医疗质量和医疗安全，卫生部相继制定并实施了《抗菌药物分级管理办法》、《抗菌药物临床应用管理办法》，在一定程度上给抗生素市场的销售造成了影响。尽管如此，我国抗生素类用药市场规模仍保持逐年上升的态势，2015年的市场规模达到1,316.51亿元，同比增长率为8.80%，2010至2015年期间年复合增长率为6.08%。

消化类药物市场情况

消化系统疾病是一种常见的多发病之一，总发病率占人口总数的 10%至 20%。据《2014 年卫生和计划生育统计年鉴》显示，消化系统患病率在我国各大疾病治疗领域中患病率居于前列，在两周患病率和慢性病患病率中分别居第五位、第四位。消化系统疾病主要包括胃肠道动力紊乱、功能性消化不良、急性胃炎、慢性胃炎、消化道溃疡等，其中胃肠道动力紊乱、溃疡等疾病大多是难愈性疾病，需要长期、反复用药，用药量大。用于治疗消化系统疾病的消化类药物可分为抗酸药物及抗溃疡病药物、助消化药物、胃肠解痉药物、胃动力药物、止吐药物等。2010 年至 2015 年，我国消化系统医院用药销售额由 440.81 亿元增加至 873.48 亿元，年复合增长率为 14.66%。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

公司产品主要覆盖抗过敏类药物、非甾体抗炎药物、抗生素类药物和消化类药物等领域，其中细分市场主要为抗过敏药物中的地氯雷他定制剂，非甾体抗炎药物中的双氯芬酸制剂，抗生素类药物中的克拉霉素制剂，以及消化类药物中的马来酸曲美布汀制剂。

表 2 公司主要产品市场份额及主要竞争对手

类别	全国销售额(亿元, 2015年)	公司销售额(万元, 2015年)	公司占全国市场份额百分比 (%)	国内主要竞争对手
地氯雷他定制剂	10.05	9438.45	9.4	广州海瑞药业有限公司、南京海辰药业股份有限公司、深圳信立泰药业股份有限公司、深圳市海滨制药有限公司
双氯芬酸制剂	17.02	4181.09	2.5	北京诺华制药有限公司、中国药科大学制药有限公司、广东深圳致君制药有限公司、德国勃林格殷格翰制药有限公司
克拉霉素制剂	16.18	2065.36	1.3	江苏恒瑞医药股份有限公司、扬子江药业集团有限公司、广州柏赛罗药业有限公司、上海雅培制药有限公司
马来酸曲美布汀制剂	4.98	1251.24	2.5	开开援生制药股份有限公司、天津田边制药有限公司、浙江昂利康制药股份有限公司、山西振东安特生物制药有限公司

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.2 公司收入和净利润保持较快增长

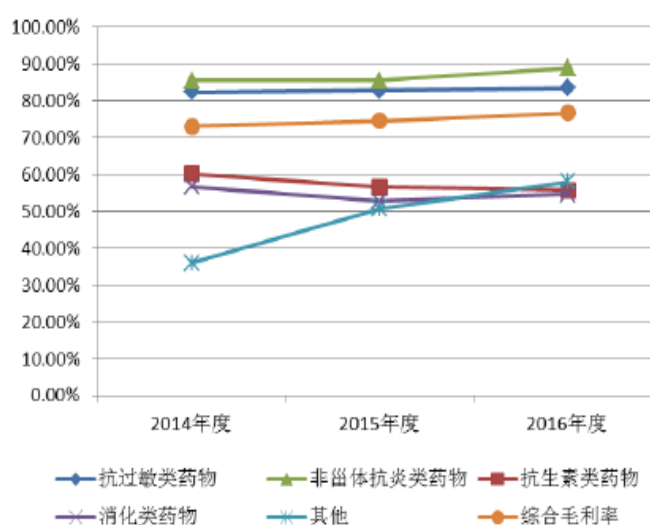
2014-2016 年度, 公司营业收入分别为 16,456.22 万元、20,282.28 万元及 24,800.92 万元; 归属于母公司股东的净利润分别为 3,666.52 万元、5,070.19 万元及 6,977.85 万元。2014-2016 年度, 营业收入年均复合增长率为 22.76%, 归属于母公司股东的净利润年均复合增长率为 37.95%, 增长明显, 体现了公司良好的成长性。

公司主营业务突出, 抗过敏类药物是公司最主要产品, 2014-2016 年度其收入占营业收入比例分别为 49.54%、46.54% 和 42.90%。

2.3 综合毛利率保持平稳

2014-2016 年, 公司综合毛利率分别为 73.06%、74.54% 及 76.75%, 综合毛利率较高并保持平稳, 与同行业公司接近, 各主要产品毛利率也保持平稳。

图 2 公司各产品毛利率及综合毛利率水平



数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

2.4 募集资金投向

公司本次拟公开发行人民币普通股不超过 3,052.9405 万股, 实际募集资金扣除发行费用后总额为 53,883.77 万元, 将分别投资于年产制剂产品 15 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目和欧美标准注射剂生产线建设项目。

表 3 本次募集资金投资项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金	项目经济效益指标
1	年产制剂产品 15 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目	36,958.94	33,677.65	本项目建设期为 2 年, 本项目达产后, 将形成年产制剂产品 15 亿片/粒/袋的生产能力, 其中片剂 6.89 亿片、胶囊剂 3.33 亿粒、干混悬剂 4.78 亿袋, 并进一步提升研发实力, 扩大研发规模, 公司的盈利能力和核心竞争力将得到进一步增强。本项目达产后, 预计所得税后内部收益率 21.53%, 财务效益良好。
2	欧美标准注射剂生产线建设项目	20,206.12	20,206.12	本项目建设期为 2 年, 达产后, 年新增产量注射用阿奇霉素 703 万支、注射用更昔洛韦钠 138 万支、注射用泮托拉唑钠 2000 万支、左乙拉西坦注射液 159 万支, 预计所得税后内部收益率 42.30%, 财务效益良好。
	合计	57,165.06	53,883.77	

数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率稳定

2014-2016 年度, 公司期间费用占营业收入比例分别为 49.94%、49.63% 及 46.80%, 基本稳定。

表 4 公司近年期间费用情况 (单位: 万元)

项目	2016年度		2015年度		2014年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	6,472.14	26.10%	5,483.94	27.04%	4,649.79	28.26%
管理费用	5,169.91	20.85%	4,573.57	22.55%	3,601.39	21.88%
财务费用	-36.26	-0.15%	8.64	0.04%	-33.54	-0.20%
合计	11,605.79	46.80%	10,066.14	49.63%	8,217.64	49.94%

数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

主要资产周转能力指标良好

2014-2016 年度, 公司应收账款周转率分别为 5.26 次、7.72 次及 8.99 次。公司为了防范应收账款收款风险, 对客户逐步采用款到

发货的结算方式，报告期各期末应收账款余额呈现下降趋势，同时营业收入持续增长，报告期内应收账款周转率逐年上升。

2014-2016年度，公司存货周转率分别为1.97次、2.46次及3.08次。报告期内，公司存货余额较为稳定，而同期营业成本随着营业收入同步增长，存货周转率呈现上升趋势。

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 公司主营业务稳步增长；
- 2) 公司的主导产品毛利率保持稳定；
- 3) 期间费用率稳定；
- 4) 募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计2017-2019年归属于母公司净利润增速23.09%、21.88%和20.13%，相应的稀释后每股收益为0.70元、0.86元和1.02元。

四、风险因素

4.1 药品价格下降的风险

根据国家发展改革委等部门联合发出的《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，我国从2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，不再实行最高零售限价管理，按照分类管理原则，通过不同的方式由市场形成价格。如果未来涉及公司产品或者同类药品招投标体制变化，或者产品的市场竞争加剧，存在公司产品价格下降的风险，可能对公司盈利能力带来不利影响。

4.2 一致性评价带来的品种注册风险

2016年3月5日，国务院办公厅颁布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》。公司已根据“意见”要求开展一致性评价工作，如果部分口服固体制剂不能够或者未能及时通过一致性评价，将影响该些品种的注册，也将影响公司药品的正常销售，会对公司的生产经营带来不利影响。

4.3 “两票制”带来的药品销售风险

国家推行药品采购“两票制”，目前，福建、安徽、陕西、青海、重庆等省市已正式发布相关实施文件，并明确实施日期。若公司不能根据“两票制”政策变化及时有效地调整营销策略，可能对公司药品销售造成不利影响，影响公司业绩。

4.4 “药物临床试验数据自查核查工作”带来的药品注册风险

CFDA《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》要求所有已申报并在总局待审的药品注册申请人，均须按照《药物临床试验质量管理规范》等相关要求，对照临床试验方案，对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物临床试验情况开展自查，确保临床试验数据真实、可靠，相关证据保存完整。如果公司不能持续符合公告要求，发行人未能制定完善的质量管理措施，或者质量管理措施未能有效实施，将给公司药品注册带来风险。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2015 年业绩和 2016、2017 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 16 年、17 年平均动态市盈率为 31.87 倍、26.98 倍，16 年、17 年可比上市公司市盈率行业中值分别为 38.99 倍、32.68 倍。

表 5 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
海思科	002653	15.66	0.35	0.41	0.47	44.74	38.35	33.14
信立泰	002294	27.74	1.21	1.40	1.60	22.93	19.87	17.37
恒瑞医药	600276	42.80	1.11	1.14	1.41	38.47	37.40	30.43
同业可比上市公司指标算术平均值	-	-	-	-	-	35.38	31.87	26.98
普利制药指标	-	-	-	-	-	27.67	20.11	16.34

数据来源：Wind 上海证券研究所（2017 年 3 月 9 日收盘价）

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预计募集资金净额 31,435.29 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用 3,643.00 万元，预计募集资金总额 35,078.29 万元，计划发行股份不超过 3,052 万股，对应每股发行价为 11.49 元，对应 15、16 年 PE 为 27.67、20.11。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 17 年每股收益 30 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 19.18-23.02 元，相对于 2016 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 33.57-40.28 倍。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	202.82	248.01	298.82	361.87	434.71
二、营业总成本	151.93	176.26	197.77	238.70	288.72
营业成本	51.65	57.67	73.16	91.43	111.79
营业税金及附加	2.22	2.65	2.99	3.62	4.35
销售费用	54.84	64.72	68.73	79.61	95.64
管理费用	45.74	51.70	56.78	68.75	80.42
财务费用	0.09	-0.36	-2.99	-3.62	-2.17
资产减值损失	-2.60	-0.11	-0.90	-1.09	-1.30
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.23	1.59	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	54.12	73.33	101.05	123.16	146.00
加: 营业外收入	3.54	8.36	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.70	0.58	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	56.96	81.11	101.05	123.16	146.00
减: 所得税	6.26	11.33	15.16	18.47	21.90
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	50.70	69.78	85.89	104.69	124.10
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	50.70	69.78	85.89	104.69	124.10
七、摊薄每股收益(元)	0.42	0.57	0.70	0.86	1.02

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。