



## 重组引入优质医药资产，未来私有化预期强烈

——未名医药（002581）深度报告

2017年03月30日

强烈推荐/首次

未名医药

深度报告

### 报告摘要：

**重组引入优质医药资产，原化工板块业绩稳定。**公司于2015年10月20日借壳万昌科技上市，在原万昌科技精细化工的基础上，置入优质生物医药资产，包括厦门未名（鼠神经因子）、天津未名（干扰素）以及参股公司北京科兴（疫苗），公司重组后盈利能力和产品竞争力大大提高。原化工业务近年业绩稳定，为上市公司贡献稳定现金流。

**EV71 疫苗上市后放量迅速，明显增厚公司业绩。**由于受山东疫苗事件影响，16年上半年北京科兴出现大幅亏损，EV71 疫苗在6月份上市销售后，放量迅速，7个月批签发量460万支。未来随着疫苗存量和增量市场的渗透率提高，我们预测北京科兴EV71 疫苗单品2017-2019年实现净利润3.75亿、5.33亿以及6.32亿，以公司参股26.91%计算，未来三年业绩贡献1.01亿、1.43亿和1.70亿元增厚明显。

**私有化预期强烈，科兴控股回归时间点临近。**16年2月，未名买方团和科兴高层买方团发出私有化邀约后，私有化进程稳步推进，形势逐渐明朗。我们认为未来私有化将在双方深度合作的基础上，由未名买方团完成私有化收购，进而完成上市公司资产注入，以目前EV71疫苗的销售情况来看，未来公司业绩将得到大大提高。

**未名集团旗下资产注入预期强烈。**未名集团承诺未名医药将作为集团唯一医药资产上市平台，一旦安徽未名（单抗、细胞免疫）、江苏未名（胰岛素）医药资产实现利润，将注入上市公司。同时集团旗下资产除安徽未名、江苏未名外，还有北戴河健康康城（产业园区）以及湘雅健康谷（医疗服务）等。未名医药未来有望承接更多的集团优质资产，自身增长的同时，通过资本运作协同发展。

**公司盈利预测及投资评级。**公司主营业绩稳健，参股公司EV71疫苗放量明显以及私有化和集团注入预期强烈，不考虑未来私有化资产注入，我们预计16-18年归属于上市公司股东的净利润分别为4.21亿元、5.49亿元和6.85亿元，增速分别为68%、31%和25%，每股收益分别为0.64元、0.83元和1.04元；按分部估值法17-18年合理市值分别为160亿和204亿，对应18年目标价30元，同时若考虑未来干扰素板块扭亏、科兴私有化预期以及未来集团资产注入，公司目前市值具有较大弹性空间。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**鼠神经因子低于预期；私有化进程受阻

### 财务指标预测

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	858.29	1271.32	1485.81	1758.26
增长率（%）	169%	48%	17%	18%
归母净利润（百万元）	250.25	420.54	549.10	684.91
增长率（%）	194%	68%	31%	25%
每股收益（元）	0.56	0.64	0.83	1.04
PE	45	40	30	24

### 分析师：张金洋

Tel: 010-6654035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

### 联系人：祁瑞

Tel: 010-6654121

qtui@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	23.88-25.44
总市值（亿元）	157.54
流通市值（亿元）	67.85
总股本/流通A股（万股）	65974/28414
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.33

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

带格式的：行距：固定值 0.7 磅

## 目 录

1. 重组上市，引入优质医药资产 .....	3
1.1 资产重组，引入优质医药资产 .....	2
1.2 原化工业务板块——业绩稳健，为公司提供稳定现金流 .....	2
1.3 未名生物——鼠神经药物临床优势明显，未来有望保持高速增长 .....	3
1.3.1 神经修复药物种类多，适用范围广 .....	3
1.3.2 鼠神经生长因子临床优势明显，市场格局四分天下 .....	4
1.4 天津未名——干扰素龙头迎来复苏，17年有望扭亏为盈 .....	7
1.5 北京科兴——研发实力强大，EV71疫苗放量明显 .....	10
1.5.1 北京科兴——研发实力强大，多个产品填补国内空白 .....	10
1.5.2 重磅产品——肠道病毒71型 (EV71) 疫苗上市 .....	12
1.5.3 EV71疫苗上市即放量，北京科兴三季度业绩反转 .....	13
1.5.4 EV71疫苗市场空间预测 .....	14
2. 科兴回归预期强烈，私有化时间点临近 .....	15
2.1 事件回顾 .....	15
2.2 私有化进程分析 .....	16
3. 未名集团资产注入预期强烈 .....	17
3.1 安徽未名——实力强劲的抗体药物研发和生产基地 .....	17
3.2 江苏未名——胰岛素原料药和制剂孵化中心 .....	18
3.3 北戴河国际健康城——打造健康产业示范园区 .....	19
3.4 湘雅健康谷——大型健康服务业综合体 .....	19
4. 估值讨论 .....	20
5. 盈利预测 .....	20
6. 风险提示 .....	20

## 插图目录

图 1：未名医药股权架构 .....	2
图 2：万昌科技产业链情况 .....	3
图 3：万昌科技近年业绩情况 .....	3
图 4：鼠神经生长因子样本医院销售情况 .....	4
图 5：鼠神经生长因子竞争格局 .....	5
图 6：恩经复销售情况 .....	6
图 7：重组干扰素 $\alpha 2b$ 样本医院销售情况 .....	8
图 8：重组人干扰素 $\alpha 2b$ 注射剂市场格局 .....	8
图 9：天津未名重组人干扰素 $\alpha 2b$ 注射剂样本医院销售额 .....	9

图 10: 干扰素 $\alpha$ 2b 喷雾剂捷抚样本医院销售情况.....	10
图 11: 北京科兴 EV71 疫苗单季度净利润情况.....	13
图 12: 北京科兴 Q3 产品收入占比.....	13
图 13: 北京科兴和昆明所 16 年 EV71 疫苗批签发情况.....	14
图 14: 科兴控股 (SVA) 股权架构.....	16
图 15: 北京科兴私有化进程简易程序.....	17
图 16: 北戴河国际健康城空间布局规划图.....	19

## 表格目录

表 1: 神经修复药物机理与功效.....	6
表 2: 鼠神经生长因子厂家情况.....	8
表 3: 恩经复办事处和医院覆盖情况.....	10
表 4: 天津未名产品情况.....	7
表 5: 天津未名产品历史中标情况.....	9
表 6: 北京科兴主要产品.....	7
表 7: 北京科兴发展历程.....	11
表 8: 科兴在研产品统计.....	12
表 9: HFMD 发布情况.....	13
表 10: EV71 疫苗获批情况.....	13
表 11: 北京科兴 EV71 疫苗市场预测.....	15
表 12: 安徽未名在研抗体情况.....	18

## 1. 重组上市，引入优质医药资产

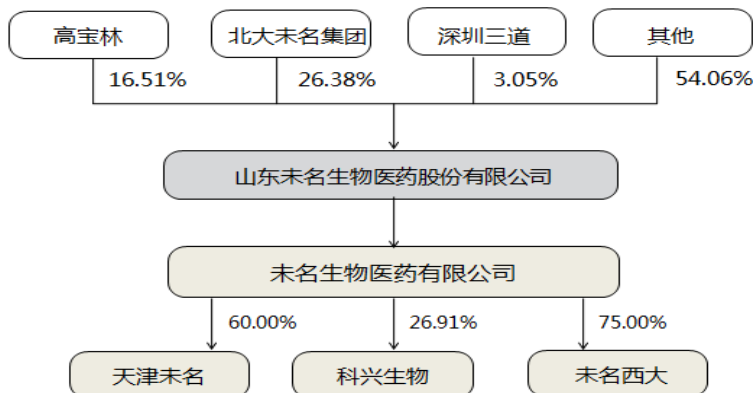
### 1.1 资产重组，引入优质医药资产

公司原名万昌科技，2015年10月20日反向收购未名生物（厦门北大之路）后，更名为未名医药。未名生物医药有限公司（原厦门北大之路生物工程有限公司）成立于1998年12月，是北京大学和厦门市在生物医药科技领域合作的结晶，是北大未名集团旗下生物制药领域的核心企业。

公司在原农药、医药中间体业务的基础上，实现了优质医药资产的注入，盈利能力和市场竞争力明显提升。同时，未名医药承诺2014年、2015年、2016年、2017年预计可实现的合并口径扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润，分别不低于1.63亿元、2.30亿元、3.05亿元、3.69亿元。

公司旗下拥有北京科兴生物制品有限公司、天津未名生物医药有限公司、北京未名西大医药有限公司等企业。其中，北京科兴于2001年在北京中关村国家自主创新示范区注册成立，其母公司科兴控股是唯一一家在北美上市的中国疫苗企业。天津未名创建于1992年，是我国率先进入基因工程制药产业化领域的企业之一，公司在天津经济技术开发区建有国内规模最大的干扰素冻干粉针剂和预灌装玻璃注射器装注射液生产线，年生产干扰素能力超过2000万支。

图 1:未名医药股权架构



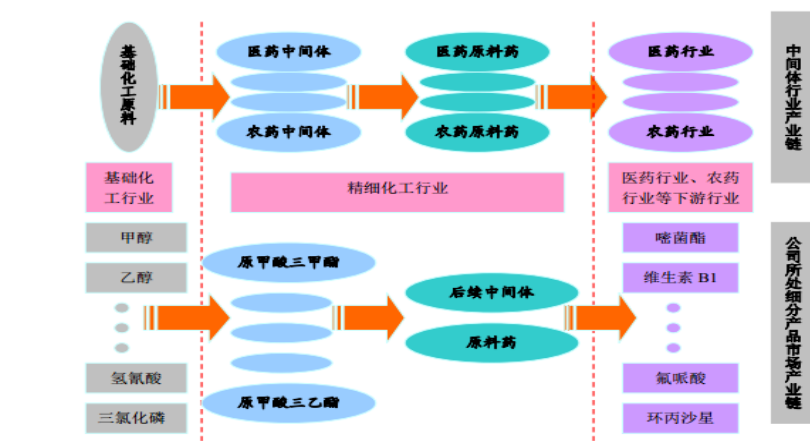
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

### 1.2 原化工业务板块——业绩稳健，为公司提供稳定现金流

原化工板块，即原万昌科技股份有限公司，主营产品为农药和医药中间体原甲酸三甲酯以及原甲酸三乙酯，并副产亚磷酸、氯化铵、甲酸乙酯，是全球最大的原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯生产企业。万昌科技自身依托中石化齐鲁腈纶厂和齐泰石化丙烯腈

装置副产的氢氟酸废气为生产原料，利用自身专利技术合成原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯，在众多生产企业当中成本优势明显，并且具有一定的环保和资源综合利用优势。

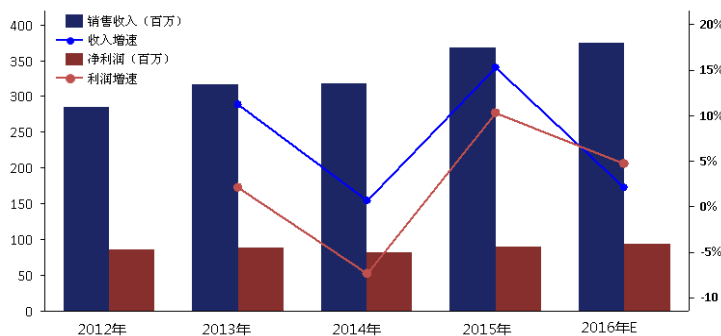
图 2: 万昌科技产业链情况



资料来源：万昌科技招股说明书，东兴证券研究所

万昌科技凭借先进的创新技术和成本优势，成为先正达、拜耳等世界 500 强企业的长期供应商，并与新和成、联化科技等国内知名企业建立了战略合作伙伴关系。公司近年业绩保持稳定，2015 年销售收入和净利润分别为 3.67 亿元和 0.89 亿元，预计 2016 年保持稳定，持续为上市公司提供稳定现金流。同时凭借北大未名的品牌优势和影响力，有利于扩大自身业务规模，寻求新的增长点。

图 3: 万昌科技近年业绩情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

### 1.3 未名生物——鼠神经药物临床优势明显，未来有望保持高速增长

未名生物医药有限公司(原厦门北大之路生物工程有限公司)成立于1998年12月，由北京大学和厦门市政府合作创立，是北大未名集团旗下生物制药领域的核心企业。公司主要产品为注射用鼠神经生长因子(恩经复)。恩经复是神经损伤治疗性药物，是世界上第一支获准正式用于临床的神经生长因子药品，也是第一个由中国人率先产业化的诺贝尔生理学或医学奖成果。

#### 1.3.1 神经修复药物种类多，适用范围广

神经损伤修复类药物(或称神经保护剂)对神经损伤的修复作用包括:1.在急性期内防治继发性损害修复(如脑水肿、钙内流、EAA 毒性、自由基损害、代谢障碍等);2.恢复期内促进神经再生修复、增强内源性神经营养活等。

神经损伤修复类药物在临床上适用范围较广，应用科室分布从神经内科、神经外科、五官科、骨科、儿科、康复科到内分泌科等。目前国内已上市的神经损伤修复类药品分为化学药和生物制品两大类：1.化学药主要包括奥拉西坦、依达拉奉、丁苯酞、甲钴胺、钙离子拮抗剂、B族维生素6类。钙离子拮抗剂(CCB)主要产品有氨氯地平、硝苯地平、桂哌齐特等，其中地平类药物更为广泛的用途是抗高血压，桂哌齐特主要作用则为修复神经损伤；而B族维生素的服用更多在于个人营养保健。2.生物制品主要包括小牛血清去蛋白、小牛血去蛋白提取物、脑蛋白水解物、单唾液酸四己糖神经节苷脂、脑苷肌肽、鼠神经生长因子等。

表 1：神经修复药物机理与功效

药品名称	作用机理	功效	医保情况
注射用鼠神经生长因子	抑制兴奋性氨基酸毒性;防止自由基对神经细胞的损伤; 增强内源性神经营养活性; 促进结构蛋白和功能蛋白的合成	提高受损神经细胞存活率, 促进髓鞘形成、促进受损神经纤维沿正确的方向生长, 驱使生长的神经纤维定位于靶细胞, 形成功能性连接	国家医保乙类
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	增加大脑局部供血量; 防止细胞内钙积聚, 降低细胞膜衰竭; 减少缺血缺氧后谷氨酸释放, 减少其神经毒性作用, 抑制缺血缺氧性脑损伤后神经元凋亡	加快神经修复, 恢复神经功能	16省医保
奥拉西坦注射液	促进磷酸胆碱和磷酸乙醇胺合成, 使大脑中蛋白质和核酸的合成增加	减轻或逆转学习记忆障碍; 对突触传递和神经元可塑性起着重要的调节作用	20省医保
脑苷肌肽注射液	脑苷肌肽具有神经修复与再生、神经保护、营养与供能等作用, 能促进受损中枢及周围神经组织的功能恢复。	用于治疗创伤性周围神经损伤、糖尿病周围神经病变、压迫性神经病变等周围神经损伤。	23省医保
依达拉奉注射液	清除自由基, 抑制脂质过氧化; 抑制梗塞周围局部脑血流量的减少; 抑制迟发性神经元死亡	抑制神经细胞氧化损伤, 促进神经功能恢复	国家医保乙类

资料来源：武汉海特招股说明书，东兴证券研究所

### 1.3.2 鼠神经生长因子临床优势明显，市场格局四分天下

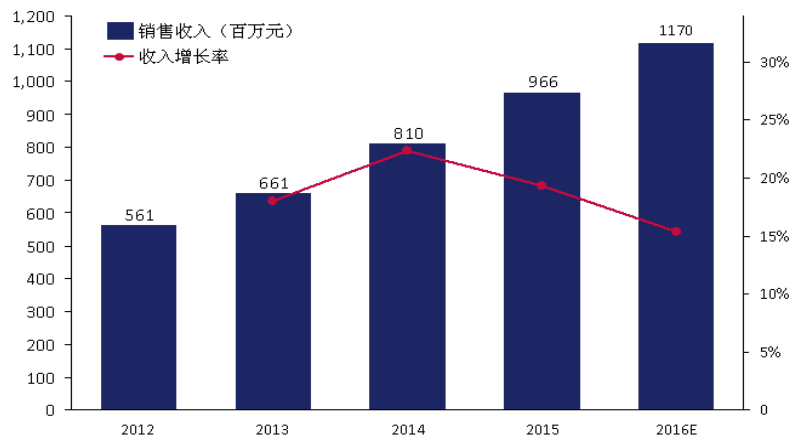
相比于其他神经修复药物，鼠神经生长因子临床优势明显：

- ◆ 从作用效果上看，鼠神经因子直接作用于神经生长和修复的药物，而其他均为神经营养药物和神经环境改善类药物；
- ◆ 从作用机理来看，其他药物都是通过清除抑制细胞生存的物质、改善细胞生存环境、等方式达到保护受损神经细胞、促进神经细胞修复的功效。而神经生长因子与特定受体结合，直接作用于神经细胞，达到促进神经细胞存活、修复受损神经细胞、促使轴突再生和髓鞘形成的功效；

因此，鼠神经生长因子对神经损伤的修复作用是直接的。除在神经损伤急性期阶段的治疗与继发性损害的防治中有显著效果外，神经生长因子在神经损伤的修复期治疗阶段也较为显著，临床作用优势明显。

鼠神经生长因子药物近年保持较高增速，12-16年复合增长率在20%左右。作为神经损伤修复治疗药物，未来前景广阔，同时随着学术推广扩大和治疗适应症的进一步扩展，鼠神经生长因子药物市场有望维持20%左右的增速。

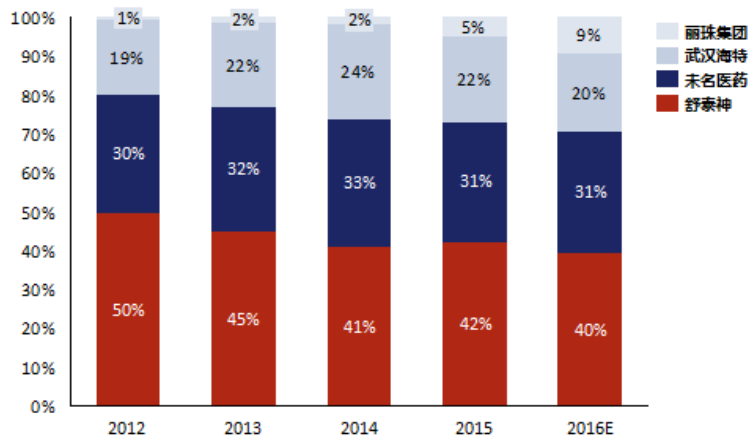
图 4：鼠神经生长因子样本医院销售情况



资料来源：PDB，东兴证券研究所

目前国内拥有鼠神经生长因子批文的企业有 4 家，分别是未名医药、舒泰神、丽珠集团和武汉海特。从近年的市场格局来看，未名医药保持稳定，与第一位的舒泰神差距逐渐缩小，同时丽珠集团由于本身基数较低保持较高增长。未来随着未名医药神经修复的适应症拓展、营销渠道完善以及学术推广的力度加大，将进一步提高市场份额。

图 5：鼠神经生长因子竞争格局



资料来源：PDB, 东兴证券研究所

另外还有 4 家企业拥有临床批件，分别是贵州泛特尔、军事医学院基础医学研究所、军事医学院微生物流行病学研究所以及安徽贝克。其中贵州泛特尔为人神经生长因子，目前临床三期完成，具体审评情况不明，未来即使上市，产量低价格高，还涉及伦理问题（人胎盘提取），对目前竞争格局难以构成威胁；根据南方所数据，军事医学院基础医学研究所 2014 年临床三期申请不予批准，微生物流行病学研究所于 2016 年撤回；安徽贝克申报情况不明，CFDA 网址上已查询不到相关信息。按照目前的审批情况来看，未来至少 5 年以上无其他厂家产品上市，四家寡头格局至少短时间内将继续保持。

表 2：鼠神经生长因子厂家情况

序号	企业名称	未名生物	舒泰神	丽珠集团	武汉海特
1	商品名	恩经复	苏肽生	丽康乐	金路捷
2	上市时间	2003 年	2006 年	2010 年	2003 年
3	适应症	正己烷中毒性周围神经病。通过促进神经损伤恢复发挥作用	本品具有促进神经损伤复的作用。用于治疗视神经损伤	用于治疗视神经损伤。本品通过促进神经损伤恢复发挥作用	正己烷中毒性周围神经病。本品通过促进神经损伤恢复发挥作用
4	规格	18μg (生物活性≥9000AU)	30μg (生物活性≥15000AU)	30μg (生物活性≥15000AU)	20μg (9000U)
5	纯度	98%	98%	98%	98%
6	有效期	30 个月	24 个月	24 个月	30 个月
7	中标价格 (广东)	180.38	239.95	249.56	182.88

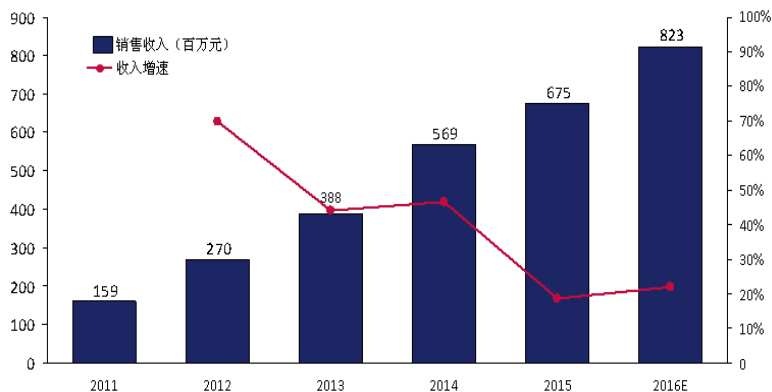
资料来源：武汉海特招股说明书，东兴证券研究所



其中，作为最早上市的鼠神经生长因子药物，**恩经复临床效果好、安全性高，形成了庞大而稳定的销售渠道，深受广大医生和患者信赖。**恩经复已在行业内树立起高技术、高品质、优质服务的市场形象。“恩经复”先后获得高新技术成果交易会优秀产品奖（2006）、福建省优秀新产品一等奖（2007）、福建省著名商标（2010）、厦门优质品牌（2012）等一系列荣誉。

恩经复的销售情况来看，可以分为两个阶段：**第一阶段**，2012-2014 年的 40% 以上速度增长，这一时期受益于国家医保政策和销售渠道扩容，销售收入迅速达到 5 个亿以上；**第二阶段**，2015-2016 年这一阶段受限于国家医保控费以及大型医院覆盖数量增长变缓（一定饱和度，已覆盖 1000 多家），增速降低到 20% 左右。公司根据目前情况迅速调整销售策略，从渠道和终端进行调整，渠道端通过新增办事处和增加办事处人员投入强化学术推广和终端掌控能力；销售终端，面对目前大型医院的广覆盖度，逐渐做精做细，同时向二级以及基层医院布局销售力量（舒泰神至少 1800 家，公司目前 1000 家左右），从医院数量上带来销售端增长。

图 6：恩经复销售情况



资料来源：公司年报，发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书，东兴证券研究所

**产能扩充，彰显公司未来发展信心，同时为未来产品更新换代加大研发力度。**公司 2016 年 10 月 28 日公告，目前现有的 1000 万支生产线已不能满足销售和库存需求，为满足经营发展需要，未名生物以自有资金投资 9744 万元在现有厂房 A 区改造 1500-3000 万支（9000AU）原液生产线、500 万支的恩经复（15000AU/支）冻干粉针的生产线和 1500 万支预充式制剂生产线各一条，建设工期约为 27 个月；投资 2740 万元升级改造现有研发中心，建设中试车间进行重组人神经生长因子开发、投资 850 万元建设新药综合开发平台。公司目前年销售量约为 700 万支，生产线的投入建设也彰显了公司对未来的发展信心，预计 2018-2019 年恩经复每年销售额有望突破 1000 万支。

表 3：恩经复办事处和医院覆盖情况

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
中标省份情况 (个)	29	29	29	29	29
销售办事处 (个)	18	19	19	23	24
医院覆盖数量	669	889	875	1070	-

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

### 1.4 天津未名——干扰素龙头迎来复苏，17 年有望扭亏为盈

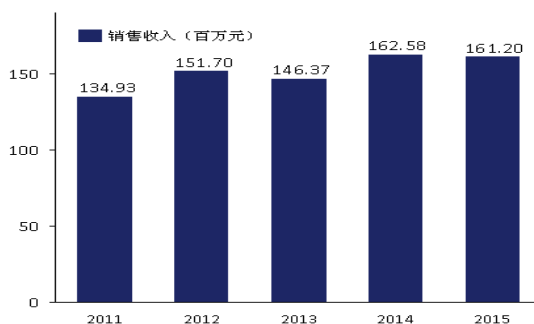
天津未名生物医药有限公司（原天津华立达生物工程有限公司）创建于 1992 年，是我国率先进入基因工程制药产业化领域的企业之一。公司主打产品安福隆（重组人干扰素  $\alpha 2b$ ）在 07 年曾是我国干扰素市场占有率第一的产品，由于原控股股东于 2009 年起将经营重点转向化药领域，市场营销投入锐减，导致安福隆销售收入连续下降，期间费用居高不下，从而净利润持续大幅下滑，出现严重亏损。2014 年 4 月未名医药收购天津华立达后，引进原生物干扰素领军企业深圳科兴的销售团队、增大市场投入、改革调整优化市场和销售策略，将借助未名医药的各种资源大力扩展渠道和终端医院。

表 4：天津未名产品情况

中文通用名	商品名称	剂型	规格	批准文号
重组人干扰素 $\alpha 2b$ 喷雾剂 (假单胞菌)	捷抚	吸入剂	10ml:100 万 IU(120 喷)/瓶;20ml:200 万 IU(240 喷)/瓶	国药准字 S20030028
重组人干扰素 $\alpha 2b$ 注射液 (假单胞菌)	安福隆	注射剂	1ml:100 万国际单位	国药准字 S20000018
重组人干扰素 $\alpha 2b$ 注射液 (假单胞菌)	安福隆	注射剂	1ml:300 万国际单位	国药准字 S20000019
重组人干扰素 $\alpha 2b$ 注射液 (假单胞菌)	安福隆	注射剂	1ml:500 万国际单位	国药准字 S20000020
注射用重组人干扰素 $\alpha 2b$ (假单胞菌)	安福隆	注射剂	100 万国际单位	国药准字 S10970075
注射用重组人干扰素 $\alpha 2b$ (假单胞菌)	安福隆	注射剂	300 万国际单位	国药准字 S10970076
注射用重组人干扰素 $\alpha 2b$ (假单胞菌)	安福隆	注射剂	500 万国际单位	国药准字 S10970077

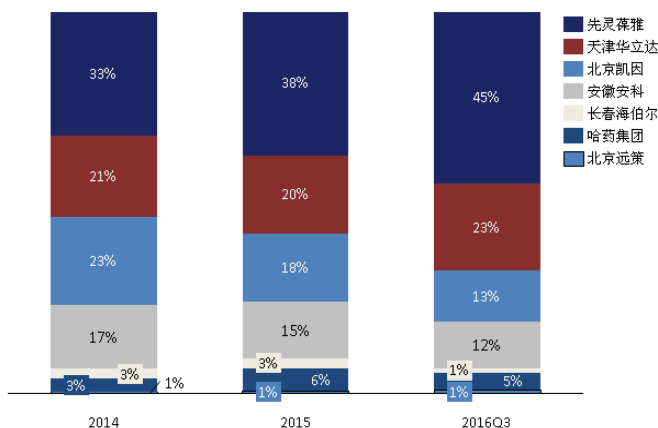
资料来源：CFDA 网站，东兴证券研究所

公司主要产品安福隆（重组人干扰素  $\alpha 2b$ ），包括注射液和冻干粉针，现有 6 个规格。安福隆注射液为天津未名自主研发开发，攻克了蛋白质在水溶液中不稳定的技术难题，填补了国内该领域的空白。并且在国际上率先采用先进的预灌装注射器包装形式，可以直接注射，方便患者在家庭和旅途中使用。

图 7: 重组干扰素  $\alpha$  2b 样本医院销售情况

资料来源：南方所，东兴证券研究所

重组干扰素药物分为  $\alpha$  和  $\beta$  系列， $\alpha$  系列主要用于乙型和丙型肝炎的治疗。乙型肝炎在中国约有 1 亿人，丙型肝炎约有 4000 万。 $\beta$  系列主要用于多发性硬化症的治疗，多发性硬化症在欧美发病率较高，亚洲人群比较低。因此国内市场主要使用  $\alpha$  系列干扰素药物。而  $\alpha$  系列主要包括  $\alpha$  2a 和  $\alpha$  2b 两种重组干扰素，就短效干扰素而言  $\alpha$  2b 中和抗体产生率相比  $\alpha$  2a 更低，因此使用更为广泛。

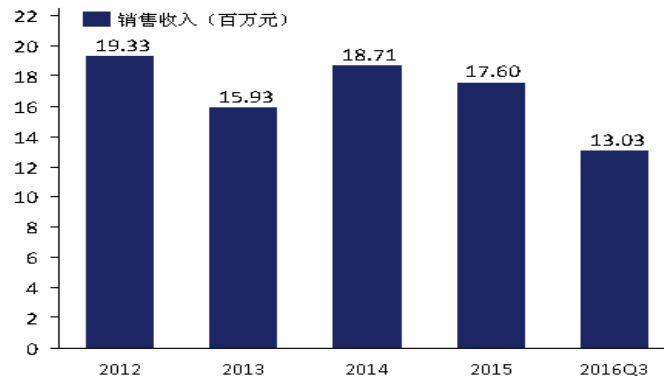
图 8: 重组人干扰素  $\alpha$  2b 注射剂市场格局

资料来源：PDB，东兴证券研究所

从重组人干扰素  $\alpha$  2b 市场格局来看，目前主要有先灵葆雅（默沙东）、天津未名、北京凯因、安科生物、长春海伯尔、哈药集团以及北京远策 7 家生产，其中前三位占据 70% 以上市场份额。天津华立达从 2014 年 4 月被未名医药收购之后，在整体国产产品市场表现不佳的情况下，市场份额保持稳定的同时由 15 年的 20% 增加到 16

年 Q3 的 23%，未来随着市场开拓和销售渠道建立市场份额有望进一步扩大，同时 16 年天津未名也有望扭转重组人干扰素  $\alpha 2b$  注射剂连续两年下滑的趋势。

图 9：天津未名重组人干扰素  $\alpha 2b$  注射剂样本医院销售额



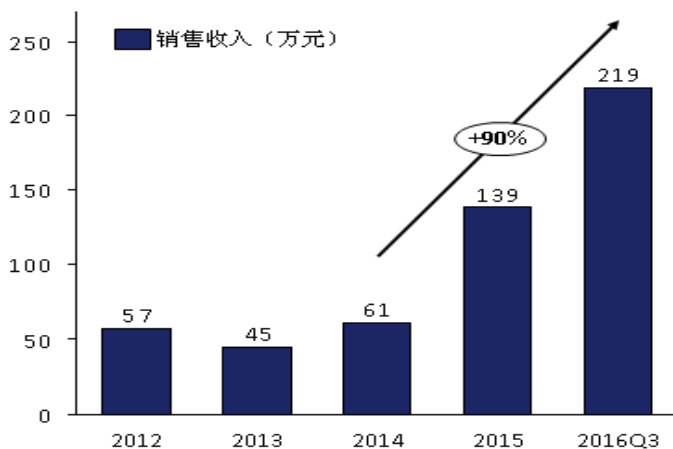
资料来源：PDB，东兴证券研究所

天津未名由于之前的控制人经营重心转移，市场拓展和招投标工作投入减少，导致公司销售渠道大量流失，而未名生物自 2014 年 4 月收购天津未名以来大力加强渠道建设和招投标工作，安福隆中标省份增加到 13 个，捷抚中标省份增加到 9 个。另外，公司的独家剂型产品“捷抚”，其适应症为用于由病毒引起的初发或复发性皮肤单纯疱疹(口唇疱疹、生殖器疱疹)；也可用于尖锐湿疣的辅助治疗，公司接手后加大产品销售力度，市场反应良好，根据 PDB 数据，16 年 Q3 同比 14 年收入端增长 90%，增长迅猛，未来有望和注射剂“安福隆”并驾齐驱，成为天津未名复苏的另一亮点。随着公司的大力投入，17 年天津未名有望扭亏为盈。

表 5：天津未名产品历史中标情况

	2012-2014 年 4 月	2014 年 4 月-2016 年
干扰素 $\alpha 2b$ 注射剂 (安福隆)	海南、湖北、四川 安徽、新疆、贵州	山西、河北、广西、广东 天津、湖北、四川、上海 湖南、浙江、海南、重庆、内蒙
干扰素 $\alpha 2b$ 喷雾剂 (捷抚)	湖北、福建、北京	广西、湖北、天津 福建、四川、广东 湖南、浙江、吉林

资料来源：南方所，东兴证券研究所

图 10: 干扰素  $\alpha$  2b 喷雾剂捷抚样本医院销售情况

资料来源: PDB, 东兴证券研究所

## 1.5 北京科兴—研发实力强大，EV71 疫苗放量明显

### 1.5.1 北京科兴—研发实力强大，多个产品填补国内空白

北京科兴生物制品有限公司 (SINO VAC BIOTECH CO., LTD.) 是由科兴控股 (香港) 有限公司、未名生物医药有限公司 (参股 26.91%) 合资组建的生物高新技术企业。北京科兴自 2001 年成立以来，不断研发出技术水平先进、品质优良、满足国内以及全球疾病防控需求的新疫苗，主要产品包括：

表 6: 北京科兴主要产品

序号	公司产品	商品名	备注
1	中国第 1 支甲型肝炎灭活疫苗	“孩尔来福”	填补国内空白
2	中国第 1 支、全球第 2 支甲型乙型肝炎联合疫苗	“倍尔来福”	填补国内空白
3	中国第 1 支大流行流感疫苗 (人用禽流感疫苗) 全球第 1 支获准生产的甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗	“盼尔来福”	填补国内空白
4	唯一不含防腐剂 (硫柳汞) 的国产流感疫苗	“安尔来福”	填补国内空白
5	全球首创预防用生物制品 1 类新药 EV71 疫苗	“益尔来福”	填补国内空白

资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

作为一家专业从事人用疫苗的研究、开发、生产和销售的企业，北京科兴以国家和人民的需求为创新动力，以企业为创新主体，凭借先进的生产工艺、国际化的质量管理、安全有效的产品品质、完善的售前、售后服务以及应对新发传染病的强有力的研发体系，不断开发出技术水平先进、品质优良、满足国内以及全球疾病防控需求的新疫苗。

表 7: 北京科兴发展历程

年份	事件
2001 年	北京科兴成立，注册资本 1.336 亿元
2002 年	甲肝灭活疫苗厂房建设完成，取得 GMP 证书，产品孩尔来福(Healive)投放市场
2003 年	-2003 与中国医学科学院实验动物研究所、中国疾病预防控制中心病毒病预防控制所共同承担国家“十五”863 计划“SARS 灭活疫苗的研制”项目。 -公司以反向收购方式在美国 OTCBB 挂牌上市，北京科兴成为上市公司 Sinovac 的控股子公司
2004 年	-SARS 灭活疫苗获批临床研究，其接盲结果初步证明该疫苗安全有效； -甲肝灭活疫苗年销售量突破 100 万支； -北京科兴的母公司 Sinovac 转板 AMEX 挂牌交易，受到全球著名金融银行瑞士信贷顾问有限公司关注，并签约成为公司独家财务顾问
2005 年	-甲乙肝联合疫苗倍尔来福(Bilive)上市； -流感裂解疫苗安尔来福(Anflu)获得新药证书、生产文号和 GMP 证书； -与中国疾病预防控制中心共同承担“十五”国家科技攻关项目“人用禽流感疫苗研制”课题
2006 年	-大流行流感疫苗盼尔来福(Panflu)I 期临床试验揭盲，相关研究论文发表在《世界医学权威期刊“柳叶刀”》杂志； -国家发改委出资支持北京科兴扩大生产能力，形成年产 2000 万支大流行流感疫苗的生产能力； -季节性流感疫苗安尔来福(Anflu)于 2006 年秋季正式上市销售
2007 年	-大流行流感疫苗盼尔来福(Panflu)II 期临床试验揭盲，完成应对流感大流行的技术储备向 SFDA 申请注册乙肝第二代疫苗产品 Euvax-B2； -加入国际制药企业协会联合会(IFPMA)流感疫苗供应国际行动组(IVS ITF)，成为 IFPMA 中唯一的中国成员；
2008 年	大流行流感疫苗盼尔来福(Panflu)获批生产
2009 年	-甲型 H1N1 流感疫苗盼尔来福.1 在全球率先完成临床试验并获准生产 -科兴控股公司转板纳斯达克全球市场挂牌交易 -北京科兴通过高新技术企业认证并成为首批中关村国家自主创新示范区创新型企业；
2010 年	-北京科兴收购并开始建设昌平新疫苗产业基地
2011 年	-北京科兴研制的肠道病毒 71 型灭活疫苗进入临床
2012 年	-季节性流感疫苗获得墨西哥药监局注册证书
2013 年	上市产品一次性通过国家新版 GMP 认证
2014 年	-肠道病毒 71 型 (EV71) 疫苗 III 期临床试验结果在国际权威新英格兰医学杂志发表
2015 年	-全球首批自主研发预防用生物制品 1 类新药肠道病毒 71 型灭活疫苗 (益尔来福) 获得新药证书和药品注册批件 -Sabin 脊髓灰质炎灭活疫苗 (SIPV)、13 价肺炎结合疫苗 (PCV)、风疹疫苗获得临床批件
2016 年	全球首创的预防用生物制品 1 类新药——肠道病毒 71 型灭活疫苗益尔来福 (Inlive) 上市

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

北京科兴生物制品有限公司、科兴（大连）疫苗技术有限公司和北京科兴中维生物技术有限公司都是隶属于科兴控股（SVA）的子公司。从产品结构上来看，科兴中维暂无产品上市，科兴（大连）目前上市产品只有腮腺炎减毒活疫苗，另外水痘减毒活疫苗和 23 价肺炎球菌多糖疫苗目前处于临床 III 期阶段，两个产品生产厂家少、市场空间大，未来将成为公司新的重磅品种。

表 8: 科兴控股在研产品统计

	药品名称	适应症	临床阶段	状态开始时间	生产厂家数量	市场空间
科兴(大连)	水痘减毒活疫苗	水痘	III 期	2016/9/9	4	20 亿以上
	23 价肺炎球菌多糖疫苗	预防肺炎球菌性肺炎	III 期	2015/4/10	2	10 亿以上
科兴中维	吸附 Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗 (Vero 细胞)	脊髓灰质炎病毒感染	临床申请	2017/3/13	1	10 亿以上
北京科兴	四价流感病毒裂解疫苗	流感病毒感染	临床批件	2016/11/17	无产品上市	10 亿以上

资料来源：药智网,东兴证券研究所

### 1.5.2 重磅产品——肠道病毒 71 型 (EV71) 疫苗上市

肠道病毒 71 型 (Enterovirus type 71, EV71) 是人类肠道病毒的一种。EV71 感染可引起多种疾病,其中以手足口病 (Hand, Foot and Mouth disease, HFMD) 最为常见。该病急性起病,一般症状较轻,以发热及手、足、口等部位斑丘疹或疱疹为主要特征。可伴有咳嗽、流涕、食欲不振等症状。多在一周内痊愈,预后良好。

3 岁以下婴幼儿 HFMD 发病率最高,症状典型的 HFMD 一般发生在较大婴幼儿,2 岁及以下儿童广泛的非典型皮疹较常见。少数病例(尤其是小于 3 岁者)病情进展迅速,在发病 1-5 天左右出现脑膜炎、脑炎、脑脊髓炎、肺水肿、循环障碍等,极少数病例病情危重,可致死亡,存活病例可留有后遗症。

2008-2015 年,我国共报告 HFMD 约 1380 万例,平均年发病率为 147/10 万,报告重症病例约 13 万例,死亡 3300 多人,给我国儿童生命健康带来严重威胁。

HFMD 主要发生在 5 岁以下儿童,占总病例数的 90%。其中 1 岁组发病水平最高,年发病率可达 3000/10 万以上,2 岁组次之,其发病率约 2500/10 万,发病率随年龄增长而下降,5 岁组发病率约为 500/10 万。6 月龄以下婴儿因母传抗体保护和暴露机会较少,其发病水平相对较低。

表 9: HFMD 发病情况

发病人群	发病率
5 岁组	500/10 万
2 岁组	2500/10 万
1 岁组	3000/10 万

资料来源:EV71 病毒疫苗使用指南,东兴证券研究所

目前全球已有 5 家企业或机构研发的 EV71 疫苗处于临床试验或者上市阶段，新加坡 1 家疫苗完成 I 期临床试验，台湾地区研发的疫苗进入 II 期临床试验。另外中国医学科学院医学生物学研究所（昆明所）、北京科兴以及武汉所(北京所技术转让)研发的 EV71 疫苗于 2013 年完成 III 期临床试验。昆明所和北京科兴的 EV71 疫苗已于 2015 年 12 月获得疫苗批文，并分别与 16 年 3 月和 7 月上市销售。武汉所的 EV71 疫苗也于 16 年年底获批，预计将于 17 年中下旬上市销售。

表 10: EV71 疫苗获批情况

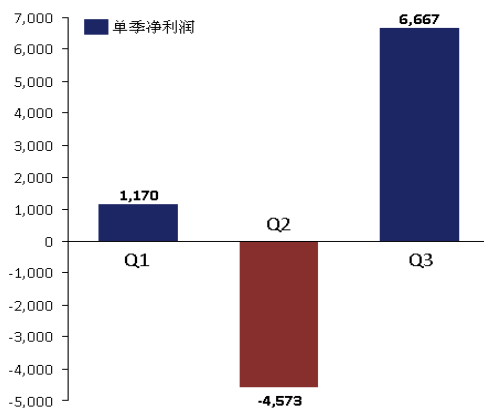
备注	生产厂家	疫苗价格（广东集中采购）	适用人群及针数
肠道病毒 71 型灭活疫苗(Vero 细胞)	北京科兴	预充 188 元/支，普通 168 元/支	6 月龄至 3 岁，2 次
肠道病毒 71 型灭活疫苗(人二倍体细胞)	昆明所	预充 188 元/支，普通 168 元/支	6 月龄至 5 岁，2 次
肠道病毒 71 型灭活疫苗(Vero 细胞)	武汉所	—	6 月龄至 3 岁，2 次

资料来源：网上信息，东兴证券研究所

### 1.5.3 EV71 疫苗上市即放量，北京科兴三季度业绩反转

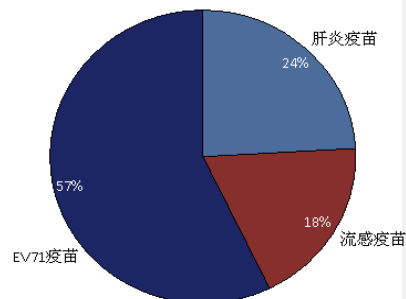
公司 2016 年 4 月爆发山东疫苗事件，北京科兴在第二季度业绩受到较大影响，但随着新获批的 EV71 疫苗相关生产准备工作就绪，EV71 疫苗在 7 月上市销售，以及疫苗事件影响逐渐平息和各省二类苗招标采购平台逐渐建立完善，公司在二季度大幅亏损的情况下，三季度业绩出现反转，单季度盈利 6667 万，同时根据公司历史毛利率来看，EV71 疫苗上市后产品毛利率也得到显著提升。未来随着 EV71 疫苗持续放量，将为公司收入端和利润端带来持续增长。

图 11: 北京科兴 EV71 疫苗单季度净利润情况



资料来源：公司半年报、季报，东兴证券研究所

图 12: 北京科兴 Q3 产品收入占比



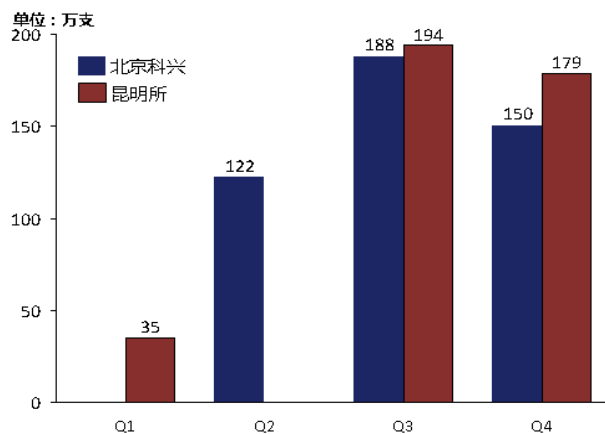
资料来源：PDB，东兴证券研究所

目前 EV71 疫苗呈现三家获批，两家销售的格局，初步预计武汉所生产的疫苗将于 17 年中下旬上市销售。北京科兴上市销售时间稍晚，但凭借其生产体系的标准化和易操作性，上市后迅速占领市场。从批签发数据来看，北京科兴 16 年批签发 460 万



支优于昆明所的 407 万支，未来将凭借广泛的营销渠道和市场开拓能力进一步扩大市场占有率。

图 13: 北京科兴和昆明所 16 年 EV71 疫苗批签发情况



资料来源：中检所，东兴证券研究所

#### 1.5.4 EV71 疫苗市场空间预测

未来随着疫苗接种率的提高，我们预测北京科兴 EV71 疫苗单品 2017-2019 年实现净利润 3.89 亿、6.05 亿以及 7.27 亿元，以公司参股 26.91% 计算，未来三年业绩贡献 1.05 亿、1.63 亿和 1.96 亿元，业绩增厚明显。所做销售收入和利润相关预测主要基于以下假设：

- 1. 适龄人群的确定。**根据国家统计局数据，初步估计，6 月龄-3 岁龄人群在 4500 万左右（国家统计局样本数据放大），由于新生儿（6 月龄后）发病率较高，同时随着疫苗接种意识的普及，接种率相较其他适龄人群一般会更高。因此计算人群将适龄人群分为新生儿人群和其他适龄人群。
- 2. 接种率预测。**17 年来看仍然将主要是科兴和昆明所两家，之后随着武汉所的介入短期内会瓜分一部分份额，未来三年存量人群总接种率预计在 35% 左右，武汉所 5%，昆明所 13%，科兴 17%。
- 3. 疫苗价格。**根据目前部分省份的中标价格，预充式（188 元/支）和普通（168 元/支），假设平均价格为 178 元/支。

表 11: 北京科兴 EV71 疫苗市场预测

	2017 年	2018 年	2019 年
6 月龄-3 岁龄	4500	4500	4500
接种率	4%	6%	7%
疫苗销量	360	540	630
新生儿数量	1800	1800	1850
接种率	7%	12%	15%
疫苗销量	126	216	277
出厂价格	178	178	178
销售收入 (万元)	86508	134568	161535
净利润率	45%	45%	45%
北京科兴净利润 (万元)	38928	60555	72690
未名医药净利润 (万元)	10476	16296	19561

资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

## 2. 科兴回归预期强烈，私有化时间点临近

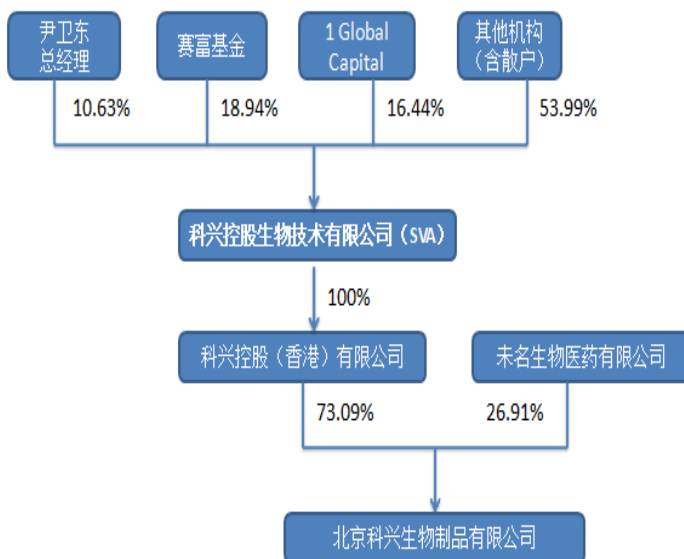
### 2.1 事件回顾

- ◆ 2016年2月1日科兴生物(SVA)公告披露收到来自公司总经理和赛富基金(SAIF Partners)的私有化要约，要约价格为每股6.18美元。
- ◆ 2016年2月3日未名医药发布公告，宣布同北京北大未名生物工程集团有限公司和北大未名(上海)投资控股有限公司以及另外三家投资机构组成买方团向科兴生物(SVA)董事会及特别委员会提出私有化要约，要约价格为每股7美元，较之前尹卫东买方团的价格溢价13.3%。
- ◆ 未名医药分别于2月17日、2月24日、3月3日、3月10日、3月17日、3月24日、3月31日、4月6日发布私有化交易要约的进展公告，根据公告披露内容，私有化相关事项尚未收到科兴特委会回复，同时表示科兴控股下属核心企业北京科兴生物制品有限公司董事长潘爱华先生和总经理尹卫东先生已进行了沟通，达成共识，双方均表示了对科兴控股私有化的认同和企业未来良好发展的愿望。
- ◆ 2016年4月17日，未名医药发布公告公司拟使用自有资金出资参与由未名集团及其旗下专业资本运营机构上海未名在中国(上海)自由贸易试验区和深圳前海分别设立专项并购基金和产业并购基金。专项并购基金投向于收购科兴控股(SVA)。
- ◆ 未名医药分别于2016年4月20日、4月27日发布私有化进展，科兴控股董事会之特别委员会聘请的财务顾问及法律顾问已与买方团聘请的中介机构进行了初步沟通，私有化在进一步推进当中。

- ◆ 2017年3月13日，未名医药发布公告称私有化事项在进一步正常推进中。

自2016年2月提出私有化要约到17年3月表示私有化仍在进一步推进，虽然经过1年多的时间，私有化事项仍未确定，但是随着公司相关工作持续进行，私有化的进程已逐渐明朗，并且根据目前两买方团的渊源关系（潘爱华兼任未名医药、北京科兴董事长，与尹卫东共事多年），双方深度合作共同推进仍是私有化进展主旋律。未名医药凭借较高的要约收购溢价和未来资本注入平台优势，很有可能主导接下来的私有化进程。

图 14: 科兴控股 (SVA) 股权架构



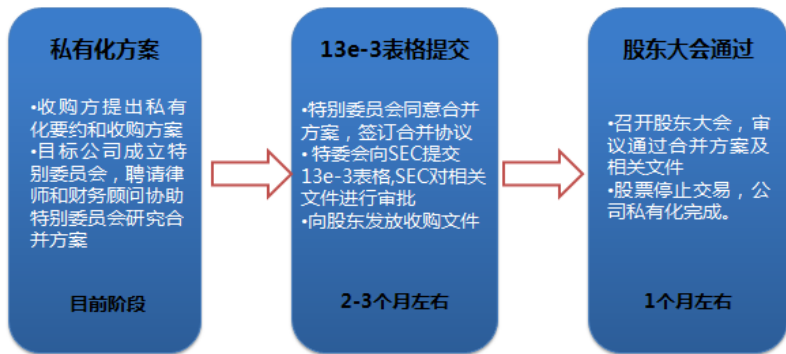
资料来源：SVA 网站信息，东兴证券研究所

## 2.2 私有化进程分析

根据未名医药，公告披露情况目前公司所在的买方团已同特委会组织的财务和法务初步沟通，表示公司的收购方案（至少初步方案）已经提交到特别委员会，未来经过特委会的内部审核，同意签署合并协议后，即可报送 SEC(美国证监会)。

整个时间流程来看，特委会同意合并协议签订之前的时间（科兴目前所处阶段）最不确定，此阶段的内部沟通和审核时间，完全由公司内部流程以及同买方团的协商进展决定。我们认为随着私有化进程的推进，态势将进一步明朗，合并协议签署时间点将逐渐临近，未来科兴私有化进程将进入加速阶段。签订合并协议后，由特委会向 SEC 提交 13e-3 表格（包含交易相关条款）等待证监会反馈和召开股东大会表决，预计后续时间在 3-4 个月左右。我们认为 17 年科兴私有化圆满完成是大概率事件。

图 15: 北京科兴私有化进程简易程序



资料来源：南方所，东兴证券研究所

### 3. 未名集团资产注入预期强烈

未名集团在《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书中》明确承诺“一旦安徽未名、江苏未名就其医药生产项目取得了必要的立项、环评、用地、规划、建设施工批文，并取得了药品生产许可证、GMP认证、药品生产批文，且实际生产出产品和能够对外进行销售，在经上市公司聘请的具有证券从业资格的会计师事务所审计确认其已经开始实现盈利后，未名集团应立即提请上市公司启动对未名集团所持安徽未名股权、江苏未名股权的收购”。未名集团承诺安徽未名和江苏未名在实现利润后，将马上注入上市公司。同时承诺未名医药作为未名集团医药资产的唯一资本运作平台，未来将承接更多的集团优质资产。未名医药自身增长的同时，通过资本运作协同发展。

#### 3.1 安徽未名——实力强劲的抗体药物研发和生产基地

安徽未名位于合肥半汤生物经济实验区内，主要投资建设全世界最大的抗体药研发和生产基地。项目占地 386.85 亩，主要建设抗体药研发中心、中试生产线、GMP 生产线及配套检验、仓储、动力、环保、生活办公设施，总规划建筑面积 38.68 万平方米；项目计划分期投入 100 亿元。

安徽未名践行抗体药物“1361 工程”，即 1 个新药证书，3 个临床阶段，6 个临床批文，100 个在研项目，力争打造全球最大抗体药物研发和生产基地。目前安徽未名已购买 4 个抗体药品种，分别为重组抗 CD25 人鼠嵌合单克隆抗体注射液（获得新药证书）、重组抗 CD52 人源化单克隆抗体注射液（完成临床 2 期）、重组抗 CD3 人源化单克隆抗体注射液（完成临床 1 期），此外阿达木单抗已完成临床审评。

公司后续还有 6 个临床批文产品。公司已与世界最领先的抗体药研发机构之一美国 BioAtla 公司签署战略合作协议，成为该公司大中华区第四代抗体药唯一合作伙伴，重点开发该公司第四代抗体药技术平台——条件活性生物制剂（CAB）平台，已启动 CAB 平台下的抗 AXL 抗体（治疗肺癌和乳腺癌）、抗 LAG-3 抗体（免疫检查点抑制）

2个第四代抗体药项目。同时公司还与包括中科大、南京医科大学在内的多家研究单位合作，在已合作的 LUNX 单抗、EpCAM 单抗、Trop-2 抗体和 C-Met-阿霉素抗体偶联药物的基础上，继续开展靶点，不断开发出新的单抗药物。

表 12: 安徽未名在研抗体情况

抗体名称	靶点	适应症	阶段	对标抗体	2015 全球 销售额
重组抗 CD25 人鼠嵌合单克隆 抗体注射液	CD25	预防肾移植的排斥反应	新药证书	达利珠单抗	-
重组抗 CD52 人源化单克隆抗 体注射液	CD52	慢性淋巴细胞白血病 (CLL) 和多发性硬 化症 (MS)	临床 II 期	阿伦单抗	2.73 亿美 元
重组抗 CD3 人源化单克隆抗 体注射液	CD3	器官移植术后急性排斥	临床 I 期	-	-
阿达木单抗	TNF $\alpha$	类风湿关节炎 (RA)、强直性脊柱炎 (AS)、 溃疡性结肠炎 (UC) 等 6 个临床批文	临床批件	阿达木单抗	140.12 亿 美元
抗 C-Met-阿霉素抗体偶联药 物	C-Met	结直肠癌、胃癌、肺癌、头颈癌等实体瘤	临床前	-	-
抗 AXL 抗体偶联药物	AXL	肺癌、乳腺癌等实体瘤	临床前	-	-
抗 LAG-3 抗体	LAG-3	肿瘤	临床前	-	-
抗 CTLA-4 抗体	CTLA- 4	黑色素瘤、肺癌	临床前	伊匹单抗	11.26 亿美 元
BioAtla 合作平台其他药物					

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

另外公司成立细胞免疫治疗公司，致力于细胞治疗技术的研发和应用。公司引进美国贝勒医学院，中国科技大学等研发团队和技术，以肿瘤靶向性 T 细胞作为主要研究方向。目前已经建成 2000 m<sup>2</sup>符合 GMP 规范的细胞治疗研究中心和细胞制备中心。公司研究以在多个项目上进入临床研究阶段，尤其同美国贝勒医学院合作以来，已在安徽医科大学第二附属医院、安徽省立医院等三十多家三甲医院进行临床研究，对近百名肿瘤患者实施了临床治疗。

### 3.2 江苏未名——胰岛素原料药和制剂孵化中心

江苏未名于 2012 年 8 月在江苏常州成立的，以研发生物类新药为基础，生产、销售重组人胰岛素及其类似物为主营业务，公司主要发展方向是国内最大的胰岛素原料药和制剂生产研发基地。目前设计生产线能年产重组人胰岛素原料药 500 公斤，人胰岛素注射剂 1000 万支，未来将成为国内胰岛素研发和生产的中心。

### 3.3 北戴河国际健康城——打造健康产业示范园区

2015年8月，北戴河新区与北大未名生物工程集团签署协议，双方将以PPP模式合作开发北戴河生命健康产业创新示范区国际健康城。双方将共同出资3亿元成立北戴河新区未名生物经济有限公司，以此为投资开发平台开展资本运营，通过众筹等多种方式募集建设资金和吸引知名投资机构向健康城投资，并负责健康城的开发、建设、运营及管理。

北戴河国际健康城示范园区的建立是北大未名集团在健康产业的另一重要布局。未名集团计划在园区内引入优质资源，吸纳全球尖端医疗技术和一流人才，同时瞄准国际顶尖的基因工程药、生物医疗技术、高端医疗设备等，集中展开研发攻关，孵化100个高端生物医疗项目，实现千亿生命健康产业产值。

自16年6月份以来，未名集团已将旗下包括CAR-T细胞治疗技术、EBV-T细胞治疗技术、iPD1-T细胞治疗技术在内的10个世界前沿的细胞治疗技术研发和产业化推广项目入驻园区。

图 16: 北戴河国际健康城空间布局规划图



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

### 3.4 湘雅健康谷——大型健康服务业综合体

16年1月，未名集团同中南大学湘雅医院合作建设的国内首个以健康管理为核心的大健康服务业综合体“湘雅健康谷”项目在长沙正式启动。项目计划建筑面积约50

万平米，总投资约 50 亿元，致力于建成集“健康管理、健康养老、健康保险、健康科技、健康生态”等于一体的现代化专业健康管理服务、培训与研究机构。

“湘雅健康谷”是未名集团在医疗服务领域的重点布局。基于湘雅医院的优质医疗服务资源，将由其负责承担医疗与健康管理服务。一期项目建设主要包括：湘雅未名健康管理中心培训基地、三福谷养老社区、湘雅未名健康管理中心：

- **湘雅未名健康管理中心培训基地。**定位于健康管理内部训练为主，适度对社会开放。基地设置小型体检中心、运动医学中心、养生疗养馆、细胞医学中心等。
- **“三福谷”养老社区。**定位于研究与教学型的健康养老服务机构，突出医养结合模式。
- **湘雅未名健康管理中心。**以保险金融中心、信息管理中心等作为软件支撑，以体检中心、康复中心、养老社区为服务平台，融合健康管理、健康养老和疗养康复。

#### 4. 估值讨论

采用分部估值法：化工板块业绩稳定，给予 15 倍估值，板块市值约为 15 亿左右；生物药板块，17 年鼠神经生长因子有望继续维持在 20% 左右增长，按照生物药板块目前大致情况给予 30 倍估值，2017 年净利润预计在 3.5 亿左右，板块估值  $3.5 \times 30 = 105$  亿；疫苗板块部分，公司参股北京科兴 26.91%，受益于 EV71 疫苗放量，我们预计 2017 年归属未名医药净利润约为 1.14 亿，给予板块 35 倍估值，板块估值  $1.14 \times 35 = 40$  亿。干扰素板块，目前小幅亏损，我们暂不计入。整体计算估值为 160 亿。公司目前市值 160 亿左右，估值合理。18 年在 17 年基础上，保守估计鼠神经生长因子增速 20%，贡献市值增长  $20\% \times 3.5 \times 30 = 21$  亿，科兴净利润预估在 1.8 亿元左右，贡献市值增长  $35 \times (1.8 - 1.14) = 23$  亿，18 年整体市值约为 204 亿，对应股价 30 元；同时若考虑未来干扰素板块扭亏、科兴私有化预期以及未来集团资产注入，公司目前市值具有较大弹性空间。

#### 5. 盈利预测

公司主营业务稳健，参股公司 EV71 疫苗放量明显以及私有化和集团注入预期强烈，不考虑未来私有化资产注入，我们预计 16-18 年归属于上市公司股东净利润分别为 4.21 亿元、5.49 亿元和 6.85 亿元，增速分别为 68%、31% 和 25%，每股收益分别为 0.64 元、0.83 元和 1.04 元；按分部估值法 17 年-18 年合理市值分别为 162 亿和 208 亿，目前估值合理，对应 18 年目标价 31.5 元，同时若考虑未来干扰素板块扭亏、科兴私有化预期以及未来集团资产注入，公司目前市值具有较大弹性空间。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

#### 6. 风险提示

鼠神经因子低于预期；私有化进程受阻



资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1420	1715	2002	2456	<b>营业收入</b>	858	1271	1486	1758
货币资金	874	1074	1256	1576	<b>营业成本</b>	142	300	335	381
应收账款	304	305	356	422	营业税金及附加	4	71	84	99
其他应收款	1	1	1	1	营业费用	347	388	477	575
预付款项	8	11	14	18	管理费用	85	91	105	123
存货	62	72	80	91	财务费用	8	-14	-14	-14
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	7.90	7.89	9.00	9.00
<b>非流动资产合计</b>	996	1543	1863	1967	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	213	213	213	213	投资净收益	13.27	26.37	113.87	180.21
固定资产	444.86	680.01	999.50	894.00	<b>营业利润</b>	276	454	605	767
无形资产	99	212	214	215	营业外收入	6.80	15.79	10.79	10.79
其他非流动资产	4	0	0	0	营业外支出	0.93	0.53	0.50	0.50
<b>资产总计</b>	2416	3258	3865	4423	<b>利润总额</b>	282	469	615	777
<b>流动负债合计</b>	235	285	391	315	所得税	42	63	78	98
短期借款	109	108	151	0	<b>净利润</b>	240	406	537	679
应付账款	28	28	32	36	少数股东损益	-10	-15	-12	-6
预收款项	3	54	113	183	归属母公司净利润	250	421	549	685
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	423	517	717	879
<b>非流动负债合计</b>	37	21	22	23	<b>EPS (元)</b>	0.56	0.64	0.83	1.04
长期借款	1	2	3	4	<b>主要财务比率</b>				
应付债券	0	0	0	0		2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	272	306	413	338	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	59	44	33	27	营业收入增长	168.94%	48.12%	16.87%	18.34%
实收资本(或股本)	229	660	660	660	营业利润增长	192.82%	64.44%	33.24%	26.72%
资本公积	1355	1355	1355	1355	归属于母公司净利润增长	30.57%	68.04%	30.57%	24.73%
未分配利润	443	730	1105	1572	<b>获利能力</b>				
归属母公司股东权益合计	2085	2908	3420	4058	毛利率(%)	83.41%	76.43%	77.46%	78.36%
<b>负债和所有者权益</b>	2416	3258	3865	4423	净利率(%)	28.00%	31.92%	36.17%	38.63%
<b>现金流量表</b>				<b>单位:百万元</b>				<b>总资产净利润(%)</b>	
	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>ROE(%)</b>				
<b>经营活动现金流</b>	138	390	526	585	<b>偿债能力</b>				
净利润	240	406	537	679	资产负债率(%)	11%	9%	11%	
折旧摊销	138.62	0.00	105.50	105.50	流动比率	6.04	6.02	5.12	7.80
财务费用	8	-14	-14	-14	速动比率	5.77	5.76	4.92	7.51
应收账款减少	0	-1	-51	-65	<b>营运能力</b>				
预收账款增加	0	51	59	70	总资产周转率	0.54	0.45	0.42	0.42
<b>投资活动现金流</b>	498	-606	-366	-83	应收账款周转率	5	4	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	45.85	45.15	49.42	51.87
长期股权投资减少	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
投资收益	13	26	114	180	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.64	0.83	1.04
<b>筹资活动现金流</b>	-132	416	21	-182	每股净现金流(最新摊薄)	2.20	0.30	0.27	0.49
应付债券增加	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.10	4.41	5.18	6.15
长期借款增加	0	1	1	1	<b>估值比率</b>				
普通股增加	88	431	0	0	P/E	44.93	39.47	30.23	24.24
资本公积增加	920	0	0	0	P/B	2.77	5.71	4.85	4.09
<b>现金净增加额</b>	503	201	181	321	EV/EBITDA	11.83	30.25	21.61	17.10



## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第一名团队首席研究员，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 祁瑞

厦门大学生物化学与分子生物学硕士，曾就职于天士力制药集团股份有限公司。2016年12月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于生物药、医疗器械、中药领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。