

千红制药 (002550) \ 医药生物

——业绩有望出现拐点 大健康布局拓展空间

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	5.88元
目标价格:	7元

投资要点:

➢ 肝素钠原料药贡献公司业绩弹性。

公司是国内前五大原料药出口企业之一，主要出口市场为欧洲、亚洲和拉美国，不过2011年随着山德士注射用肝素钠在美国获批上市，公司作为其原料药供应商进入美国市场。公司目前肝素钠原料药产能扩大至55000亿单位，我们认为公司目前产能充足，原料药有望凭借优势地位和质量品质受益于整体肝素需求增加而进入量价齐升阶段。

➢ 低分子肝素有望成为新增长点。

由于低分子肝素具有Xa因子的活性抗血栓活性强，而不良反应低的特点，低分子肝素在肝素类药物中占据优势地位。经过多年来研发，目前依诺肝素和达肝素钠已经在2015年和2016年先后上市，我们认为随着招标的持续进行，凭借公司的价格和品牌优势，2018年将进入放量阶段，后续有望成为新的利润增长点。

➢ 核心制剂产品稳定增长贡献内生性动力。

胰激肽原酶凭借公司多年来的优势地位，加上实际招标降价压力较小，我们认为该产品有望持续稳定增长态势。考虑到糖尿病的患者人数和并发症的比例，胰激肽原酶整体市场规模有望持续扩容，结合该产品的临床优势，目前销售规模远远未到天花板。随着胃肠疾病人数的增加细分市场有望持续扩容，公司的复方消化酶凭借过硬的产品质量和销售实力市场份额有望持续提高，再考虑到OTC市场的开拓，我们认为该产品有望保持快速增长，2017年销售规模在1亿左右。

➢ 维持“推荐”评级。

预计公司2017-2019年EPS分别为0.20元、0.24元和0.28元，鉴于肝素钠原料药持续涨价预期和核心制剂产品稳定增长态势，再加上公司的大健康产业布局，我们长期看好公司的发展，维持“推荐”评级。

➢ 风险提示：市场行情变化；原料药涨价不达预期；期间费用快速上涨

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,280/853
流通A股市值 (百万元)	5,061
每股净资产 (元)	1.90
资产负债率 (%)	18.38
一年内最高/最低 (元)	8.86/5.77

一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-84578383

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

周静 联系人

电话: 025-84578383

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《千红制药 (002550) \ 医药生物行业》
《毛利率拉低业绩 原料药贡献较大弹性》

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	757.05	776.39	1,038.32	1,245.22	1,398.27
增长率 (%)	-7.07%	2.55%	33.74%	19.93%	12.29%
EBITDA (百万元)	228.17	192.23	366.57	426.32	475.75
净利润 (百万元)	267.15	224.46	250.63	305.17	354.95
增长率 (%)	9.02%	-15.98%	11.66%	21.76%	16.31%
EPS (元/股)	0.21	0.18	0.20	0.24	0.28
市盈率 (P/E)	28.17	33.53	30.03	24.66	21.20
市净率 (P/B)	3.31	3.14	2.94	2.73	2.51
EV/EBITDA	17.76	41.22	21.80	18.35	16.09

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1.	千红制药：多糖类和蛋白类龙头企业	4
1.1.	公司简介	4
1.2.	公司业绩有望提速	5
2.	肝素原料药提供业绩弹性	5
2.1.	肝素全产业链分析	5
2.2.	全球肝素市场持续增长	6
2.3.	国内肝素药物稳定增长	7
2.4.	公司肝素产品分析	8
3.	制剂产品：核心产品稳定增长	11
3.1.	胰原激酶：10 亿的大品种	11
3.2.	复方消化酶：持续快速增长	14
3.3.	门冬酰胺酶：规模较小特色产品	15
4.	公司长期发展的潜力	16
4.1.	不断充实的研发实力	16
4.2.	致力于构建大健康产业链	17
5.	盈利预测	18
5.1.	营收预测	18
5.2.	估值与投资建议	18
6.	风险提示	19
6.1.	市场行情变化	19
6.2.	原料药涨价不达预期	19
6.3.	期间费用快速上涨	19

图表目录

图表 1:	2016 年公司各系列产品收入占比	4
图表 2:	2016 年公司各系列产品毛利占比	4
图表 3:	千红制药主要股权结构和子公司情况	4
图表 4:	公司营业收入（百万元）和同比增速情况	5
图表 5:	公司净利润（百万元）和同比增速情况	5
图表 6:	肝素全产业链图表	6
图表 7:	全球肝素类药物市场规模情况	7
图表 8:	国内抗血栓药物市场规模情况	7
图表 9:	2015 年抗血栓药物各类别占比情况	8
图表 10:	抗血栓药物各小类增速情况对比	8
图表 11:	国内肝素年出口数量（吨）情况	8
图表 12:	国内肝素出口平均单价走势图（按月）	9
图表 13:	国内肝素出口平均单价走势图（按年）	9
图表 14:	公司肝素钠原料药销量情况（亿单位）	9
图表 15:	样本医院肝素钠注射液销售额情况	10
图表 16:	样本医院肝素钠销售数量变化情况	10
图表 17:	样本医院肝素钠注射液竞争格局	10
图表 18:	样本医院依诺肝素销售额情况	11
图表 19:	样本医院达肝素销售额情况	11
图表 20:	2016 年样本医院依诺肝素竞争格局	11
图表 21:	2016 年样本医院达肝素竞争格局	11

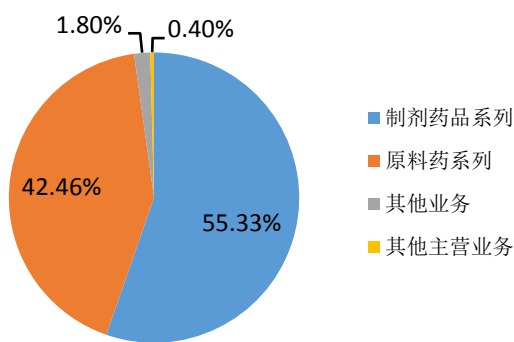
图表 22: 糖尿病并发症类别.....	12
图表 23: 样本医院胰激肽原酶销售额变化情况.....	13
图表 24: 千红制药胰激肽原酶销售额变化情况.....	13
图表 25: 样本医院胰激肽原酶竞争格局.....	13
图表 26: 千红制药胰激肽原酶市场份额变化.....	13
图表 27: 样本医院消化系统用药销售额情况.....	14
图表 28: 样本医院助消化药销售额情况.....	14
图表 29: 样本医院复方消化酶销售情况.....	15
图表 30: 样本医院中复方消化酶占比情况.....	15
图表 31: 样本医院中复方消化酶市场竞争格局.....	15
图表 32: 样本医院中公司复方消化酶销售情况.....	15
图表 33: 样本医院中门冬酰胺酶销售情况.....	16
图表 34: 公司在样本医院门冬酰胺酶销售情况.....	16
图表 35: 公司研发体系构成图.....	17
图表 36: 公司营业收入分类别预测情况.....	18
图表 37: 可比公司估值情况 (6.28 日收盘价).....	19
图表 38: 财务预测摘要.....	20

1. 千红制药：多糖类和蛋白类龙头企业

1.1. 公司简介

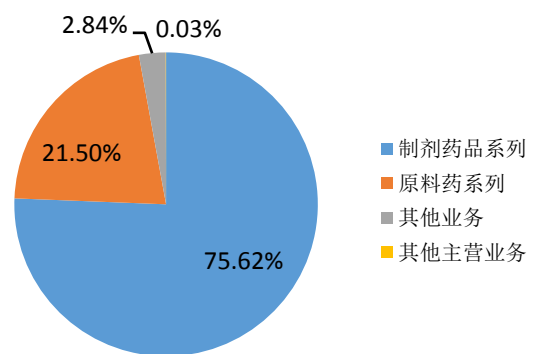
公司前身是成立于1979年的常州生物化学厂，经过多年发展目前是国内生化制药行业多糖类和蛋白酶类药品的龙头生产经营企业，主要产品有胰激肽原酶系列、肝素钠及低分子肝素系列和复方消化酶制剂以及门冬酰胺酶系列等。2016年公司营业收入7.76亿元，其中原料药收入2.86亿元，制剂收入4.89亿元，公司已经由上市之处原料药占主导逐步升级为制剂产品贡献绝大部分利润，表明公司业绩稳定增长可期。

图表 1：2016 年公司各系列产品收入占比



来源：公司公告 国联证券研究所

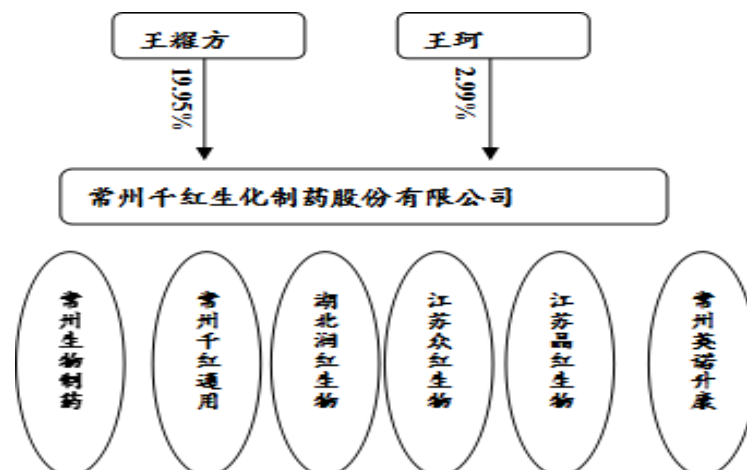
图表 2：2016 年公司各系列产品毛利占比



来源：公司公告 国联证券研究所

公司股权清晰，公司实际控制人为王耀方，截止到2017年一季度直接持股公司19.95%的股权，期间减持2.85%股份给副总经理王珂，王珂和王耀方系父子。截止到2017年一季度公司下属6家子公司和1家孙公司，包括常州生物制药工程技术中心有限公司、常州千红通用细胞工程研究所有限公司、湖北润红生物科技有限公司、江苏众红生物工程创药研究院有限公司、江苏晶红生物医药科技股份有限公司和常州英诺升康生物医药科技有限公司及由江苏众红生物工程创药研究院有限公司独资的常州京森生物医药研究所有限公司一家孙公司。

图表 3：千红制药主要股权结构 和子公司情况

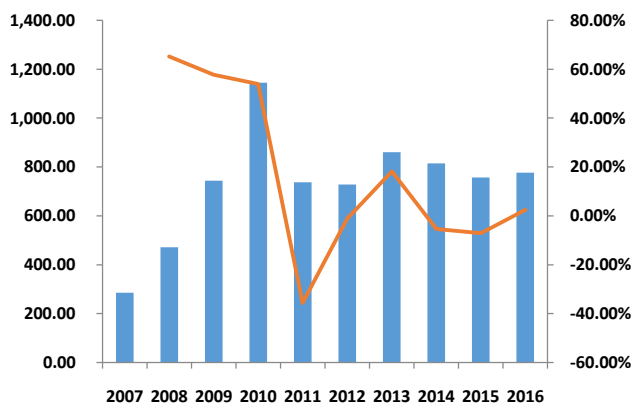


来源：公司公告 国联证券研究所

1.2. 公司业绩有望提速

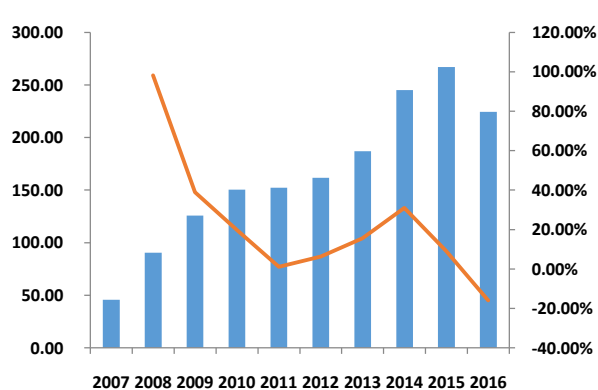
公司2016年营业收入为7.76亿元，同比增长2.55%，从收入增速来看变动较大，主要与公司原料药价格市场波动起伏相关，也体现了公司的业绩弹性较大。2016年归母净利润为2.24亿元，同比下降15.98%，这是公司上市以来第一次业绩出现下滑，主要因为公司新厂搬迁费用增加和原材料价格上涨有关。我们认为肝素原料药价格上涨趋势有望持续，由于原料粗品上涨导致的毛利率下降有望在下半年改变，再加上主要制剂产品持续稳定增长，公司业绩有望提速，未来三年均保持2位数增长。

图表 4：公司营业收入（百万元）和同比增速情况



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 5：公司净利润（百万元）和同比增速情况



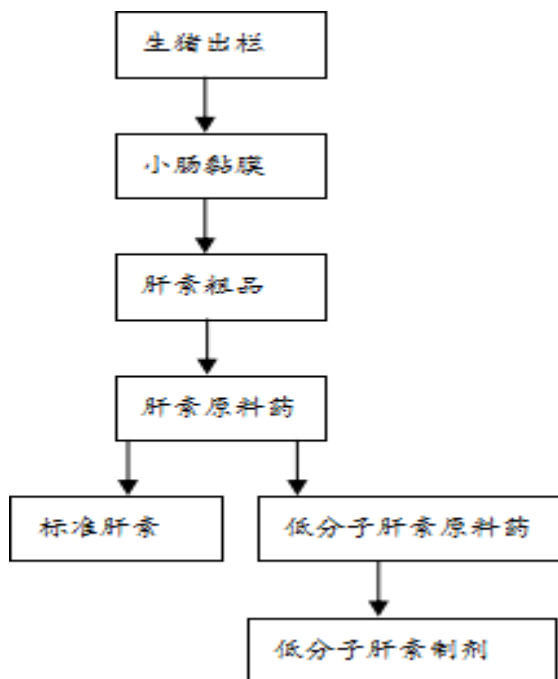
来源：公司公告 国联证券研究所

2. 肝素原料药提供业绩弹性

2.1. 肝素全产业链分析

经过几十年的发展，肝素已经形成了一条非常成熟的产业链。上游是生猪养殖业和屠宰业，中间则是粗品加工业和肝素原料药企业，下游是低分子肝素制剂和普通制剂生产商，详见下面图表。目前，全球肝素原料资源主要集中在美国、欧盟地区，而欧美地区的生猪小肠资源利用率和肝素原料药产量已接近极限，而我国的生猪屠宰量占全球 50%以上，多年来一直位居世界第一，因此我国拥有全球最丰富的肝素原料资源，是全球肝素粗品和肝素原料药的主要生产国和出口国。而从价值分布来看，肝素产业价值链的高端为低分子肝素原料药及制剂，长期以来，受技术水平、专利法规等方面的限制，该领域一直被国际制药集团所垄断，我国肝素企业主要集中在产品附加值相对较低的粗品出口、原料药出口以及标准肝素制剂生产环节，不过随着研发和技术的提高，国内已经有越来越多企业开始涉足高毛利的低分子制剂领域。

图表 6：肝素全产业链图表



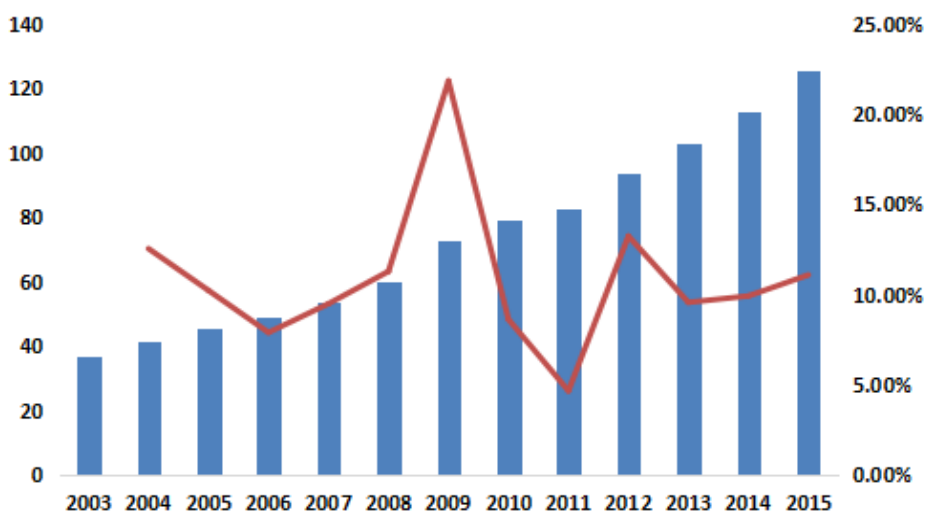
来源：公司公告 国联证券研究所

2.2. 全球肝素市场持续增长

肝素（Heparin）是由D-葡糖胺、L-艾杜糖醛酸、N-乙酰葡糖胺及葡糖醛酸交替组成的粘多糖硫酸酯，分子量从5至30kDa，其中硫酸根约占40%。由于最早发现于肝脏，故名肝素。肝素于1935年正式应用于临床治疗，传统应用价值为抗凝血和抗血栓，至今已有70余年历史。临床上最初应用的肝素称为标准肝素，普通肝素或未分级肝素，主要用于抗凝血和抗血栓，同时临床应用及研究显示，标准肝素还具有其他多种生物活性和临床用途，包括抗炎、抗过敏、降血脂、抗动脉粥样硬化、抗中膜平滑肌细胞（SMC）增生、抗病毒、抗癌等作用。而为了减少肝素的易导致出血、血小板减少和骨质疏松等副作用，二十世纪八十年代末欧洲首先研发出了低分子量肝素。经大量临床研究证实，低分子量肝素具有抗血栓作用强而副作用小等优点，成为治疗急性静脉血栓和急性冠脉综合症（心绞痛、心肌梗塞）等疾病的首选药物。

抗血栓药主要分为三类：抗凝血药、抗血小板聚集药和溶栓药。肝素类药物作为最早开发和临床用量最大的抗凝药物，经过持续稳定的增长，目前已经占据整个抗血栓药物的绝大部分份额。根据米内网数据，2015年全球肝素市场已达到125.8亿美元，同比上一年增长了11.10%。我们认为随着心脑血管病发病率的提高和患病人群的逐渐增多以及PCI介入手术的开展，肝素类药物有望保持10%左右的增长态势。

图表 7：全球肝素类药物市场规模情况

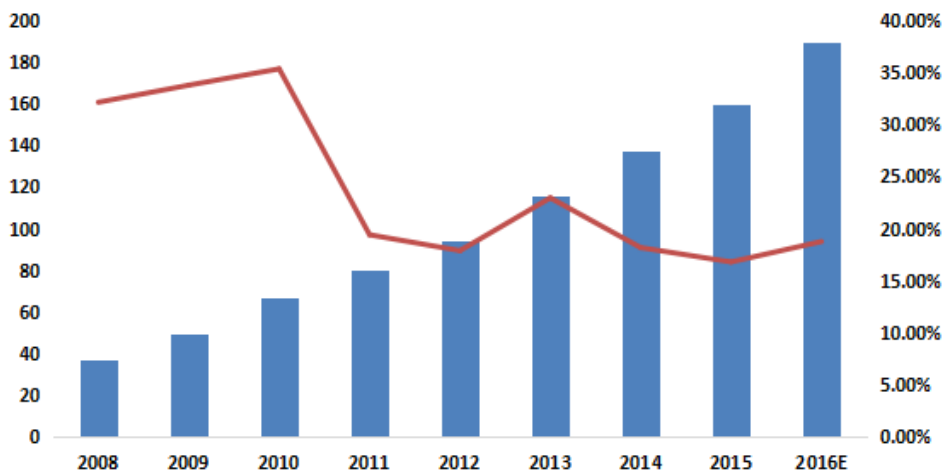


来源：IMS 国联证券研究所

2.3. 国内肝素类药物稳定增长

据米内网“国内城市公立医院、县级公立医院、社区卫生中心、乡镇卫生院、实体药店和网店”三大终端6大市场数据，测算抗血栓药物2016年市场规模近200亿元，近年来在新药的持续获批带动下，整体市场增速保持两位数以上态势。

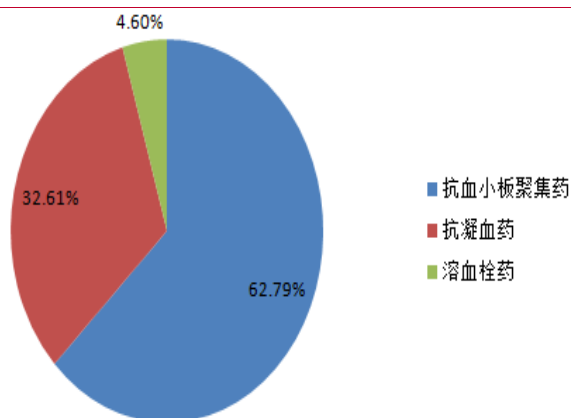
图表 8：国内抗血栓药物市场规模情况



来源：米内网 国联证券研究所

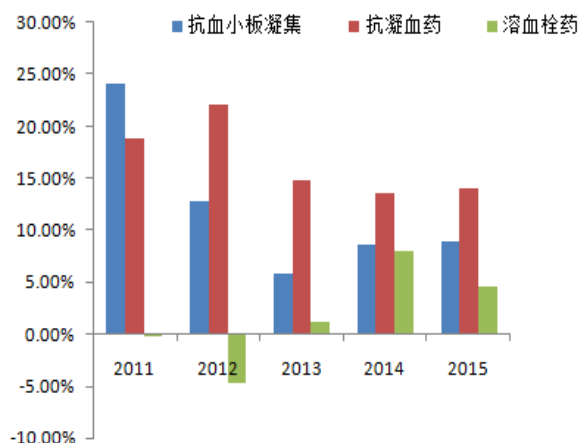
根据南方所数据，国内抗血栓药物中抗凝药2015年占比为32.61%，低于抗血小板聚集药的市场份额，不过从增速来看，处于小类中第一位置。根据《2015年全国抗血栓药物市场分析》中数据，样本医院中肝素类药物占比整体抗凝药物市场份额的72%，低分子肝素钙是优势品种，老牌品种肝素钠市场份额下滑。根据产业信息网数据2015年国内肝素制剂市场规模已经达到80亿元，我们认为随着心脑血管病患病人数的增多和老龄化进程的加快，整体抗凝药市场维持两位数增速，肝素类药物作为主流用药有望持续扩容稳定增长。

图表 9：2015 年抗血栓药物各类别占比情况



来源：南方所 国联证券研究所

图表 10：抗血栓药物各小类增速情况对比



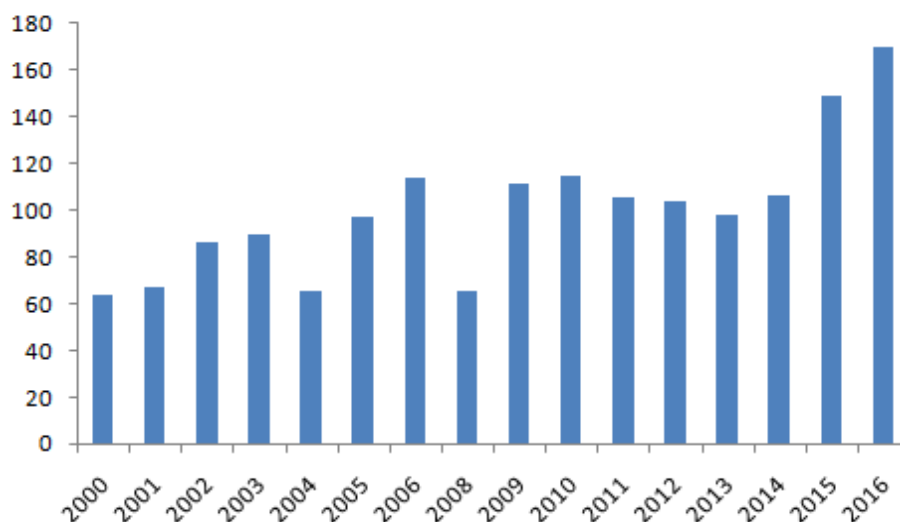
来源：南方所 国联证券研究所

2.4. 公司肝素产品分析

公司2011年上市之初肝素系列产品主要为肝素钠原料药和制剂，经过多年来的研发，公司目前肝素系列产品包括肝素钠系列、依诺肝素钠系列和达肝素钠系列三大系列，不过由于低分子肝素上市较晚，因此目前利润主要来源肝素钠系列，因此下文我们主要介绍肝素钠系列。首先我们来看肝素钠原料药业务。

肝素原料药出口进入新一轮补库存期。由于我国肝素出口绝大部分是肝素钠原料药出口，因此我们直接采用肝素出口数据来代替肝素钠原料药出口情况。根据wind肝素出口数据，肝素出口总量2016年为170.15吨，同比增长13.96%。从下图中可以看出，2008年由于百特事件后，当年由于质量标准使得一些企业产品退出市场因此出口总量有明显减少，到09年出口数量激增，一方面是正常需求，而另一方面则与原料药价格上涨国外厂家备库存有关。而2015年整体出口149.31吨，同比增长39.93%，增速明显加快；一方面库存消化基本完毕整体需求不断增长，另一方面肝素粗品成本倒挂使得提价预期较强，因此我们认为新一轮补库存启动，整体出口销量有望维持高位。

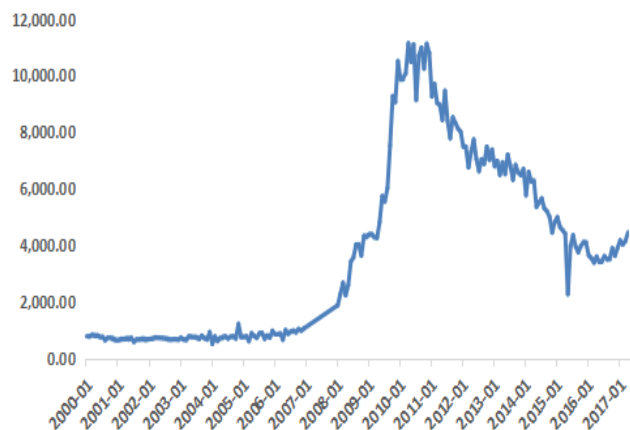
图表 11：国内肝素年出口数量（吨）情况



来源：wind 国联证券研究所

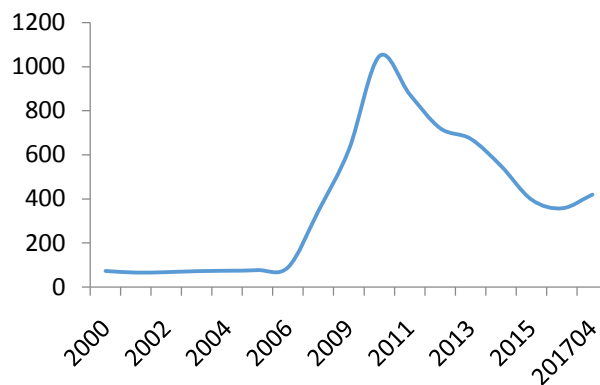
肝素出口单价有望进入上涨拐点。根据wind肝素出口平均单价数据，2017年4月平均单价为4452.02美元/千克，同比提高了23.80%，这一轮2015年以来的价格上涨主要与上游肝素粗品成本倒挂有关。不过以年度为单位，出口平均单价在2016年仍是下降趋势，到2017年1-4月份平均单价同比才出现上涨，价格走势进入拐点。考虑到生猪出栏率不会盲目扩大，再加上成本的上行压力，我们认为原料药价格有望维持逐步上涨态势。

图表 12: 国内肝素出口平均单价走势图 (按月)



来源: wind 国联证券研究所

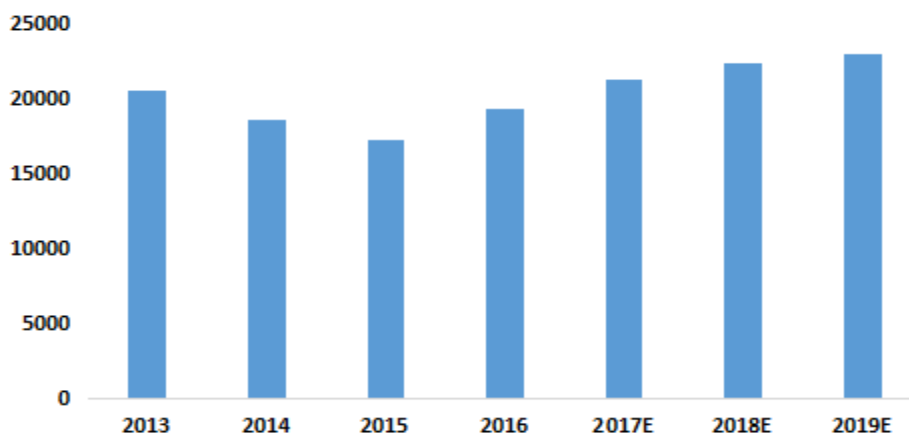
图表 13: 国内肝素出口平均单价走势图 (按年)



来源: wind 国联证券研究所

肝素钠原料药进入量价齐升阶段。公司是国内前五大原料药出口企业之一，主要出口市场为欧洲、亚洲和拉美国家，不过2011年随着山德士注射用肝素钠在美国获批上市，公司作为其原料药供应商进入美国市场。公司目前肝素钠原料药产能扩大至55000亿单位，我们认为公司目前产能充足，原料药有望凭借优势地位和质量品质受益于整体肝素需求增加而进入量价齐升阶段。假设平均单价2017-2019年上涨幅度为30%、10%和3%；我们根据年报里面多糖类原料药数据预测（由于绝大部分都为肝素钠原料药），公司2016年销量19346亿单位，同比增长11.95%。考虑到整体出口数据和下游肝素制剂需求增加，我们预计公司2017年肝素钠原料药销量同比增长20%、10%和5%。

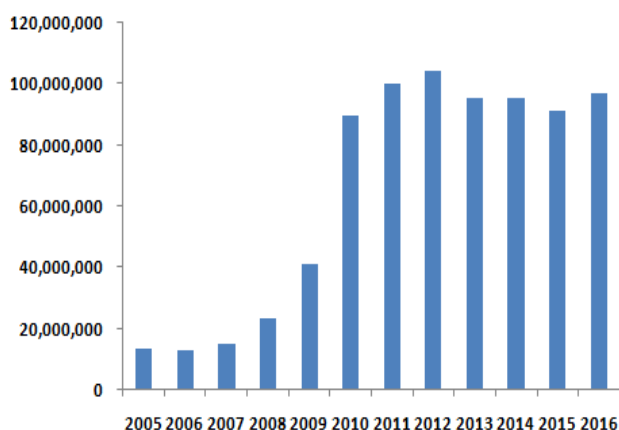
图表 14: 公司肝素钠原料药销量情况 (亿单位)



来源: 公司公告 国联证券研究所

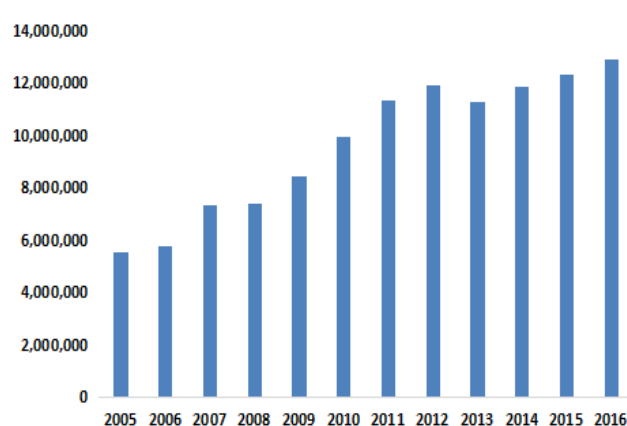
肝素钠注射液销售维持稳定。公司另一肝素系列产品是肝素钠注射液，目前销售额在9000万左右。根据样本医院数据，2016年整体销售额为9705.23万元，同比增长6.09%，从销售额来看，2010年高点后数额相较稳定；不过从销售数量来看，总体趋势还是增长态势，一方面说明近年来降价影响；另一方面也表明尽管在低分子肝素的冲击下肝素钠注射液仍随着整体抗血栓药物扩容而增长。

图表 15: 样本医院肝素钠注射液销售额情况



来源: PDB 国联证券研究所

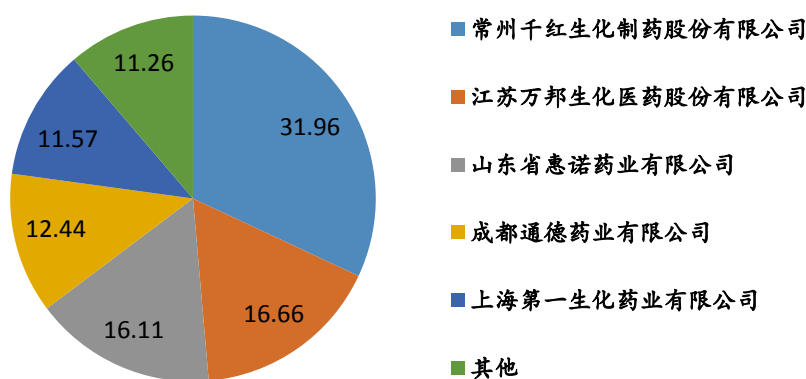
图表 16: 样本医院肝素钠销售数量变化情况



来源: PDB 国联证券研究所

肝素钠注射液市场竞争格局方面，根据PDB数据2016年共有14家企业，其中千红制药销售额为3105.47万元，占比31.96%，居于第一位。基于肝素稳定的需求和龙头的竞争优势，我们认为公司肝素钠注射液整体销售额有望维持稳定。

图表 17: 样本医院肝素钠注射液竞争格局

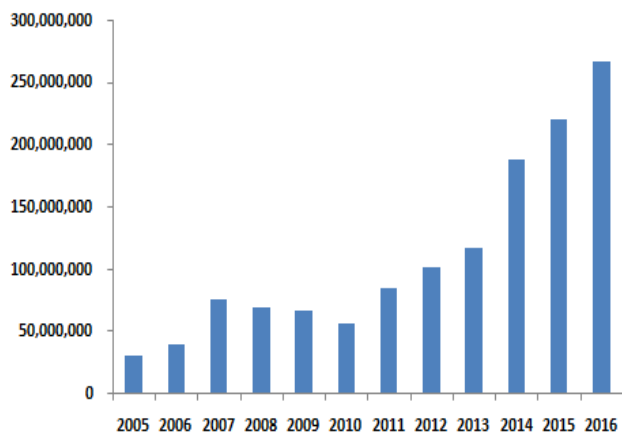


来源: 公司公告 国联证券研究所

低分子肝素有望成为新增长点。由于低分子肝素具有Xa因子的活性抗血栓活性强，而不良反应低的特点，低分子肝素在肝素类药物中占据优势地位。根据《2015年全国抗血栓药物市场分析》显示，2015年低分子肝素钙+低分子肝素钠市场份额占比39%，肝素钠则从2010年占比18%下降到8%，依诺肝素钠则从2010年的15%提高至19%。公司作为优势肝素企业，经过多年来研发，目前依诺肝素和达肝素钠已经在2015年和2016年先后上市，为肝素系列产品再添生力军。

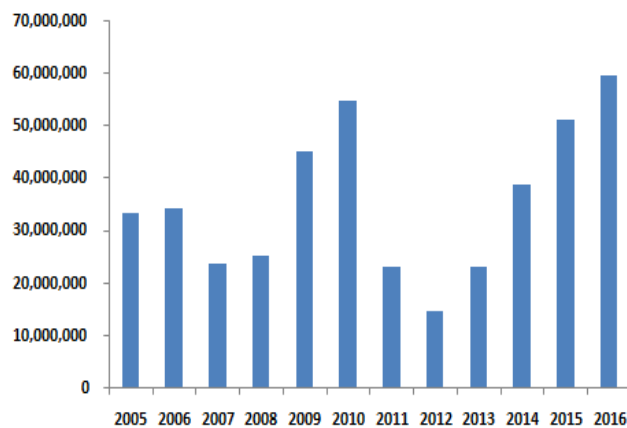
根据PDB数据，2016年依诺肝素和达肝素销售额分别为2.67亿和0.60亿元，同比增长为20.97%和16.61%。从增长趋势来看，依诺肝素增速较快，2005-2016年符合增长率为21.84%。

图表 18: 样本医院依诺肝素销售额情况



来源: PDB 国联证券研究所

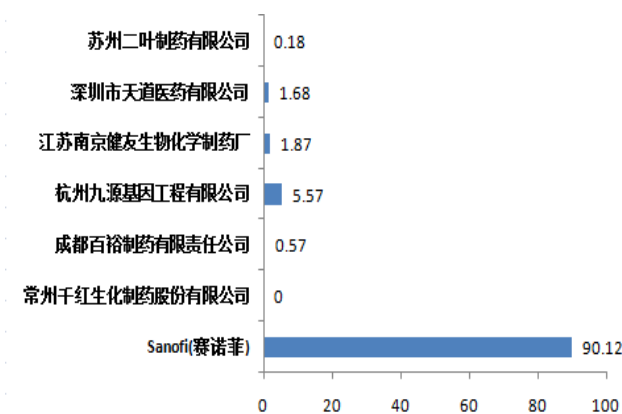
图表 19: 样本医院达肝素销售额情况



来源: PDB 国联证券研究所

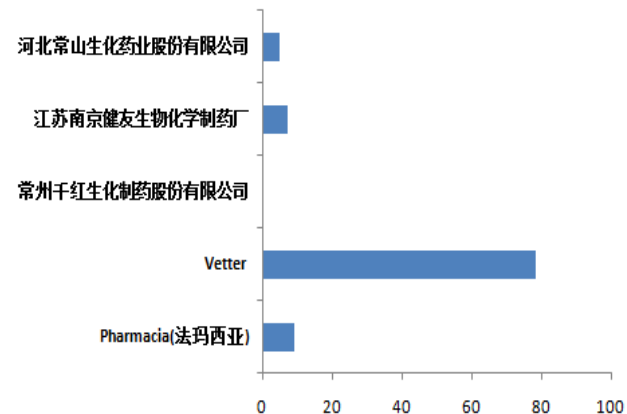
市场竞争格局方面，两个品种均为外企占据优势地位，这与我国低分子肝素研发较为落后有关。其中依诺肝素是赛诺菲占据绝对优势地位，根据PDB数据，2016年市场份额为90.12%，杭州九源基因工程有限公司占比5.57%，位列第二。达肝素方面，外企Vetter 占据优势，占比为78.32%。根据PDB数据，千红制药这两个品种均已经成功销售，依诺肝素已经在重庆、四川和天津等10个省份中标，达肝素也已经在广西、福建和四川以及宁夏中标，我们认为随着招标的持续进行，凭借公司的价格和品牌优势，2018年将进入放量阶段，后续有望成为新的利润增长点。

图表 20: 2016 年样本医院依诺肝素竞争格局



来源: PDB 国联证券研究所

图表 21: 2016 年样本医院达肝素竞争格局



来源: PDB 国联证券研究所

3. 制剂产品：核心产品稳定增长

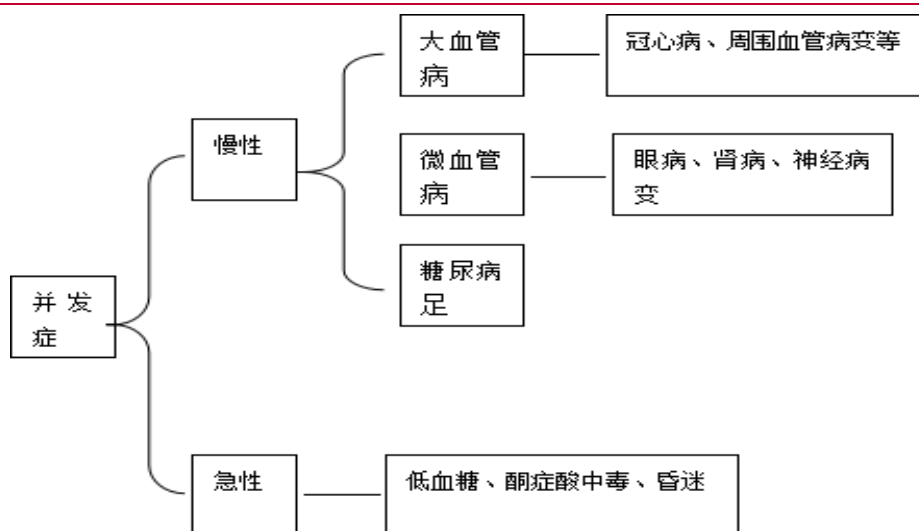
3.1. 胰原激酶：10 亿的大品种

胰激肽原酶是从动物胰腺中提取的一种蛋白水解酶，主要通过作用人体内的激肽原，释放激肽，激活激肽系统和纤溶系统，起到扩张血管、改善微循环、降低血液粘稠度、防止微血栓、抑制基底膜增厚、纠正组织缺血和缺氧的作用。临床上作为血管扩张类用药，用于糖尿病并发症，也用于高血压病的辅助治疗。在《中国2型糖尿病防治指南（2013年版）》胰激肽原酶新入选糖尿病神经病变、下肢血管病变的改善微循环药物，正式确立了在糖尿病领域的治疗地位。而在2017年国家医保目录中胰激肽原酶注明限有糖尿病诊断且有微循环障碍临床证据的患者使用，强调了该品在并发症中改善微循环的作用，进一步稳固在并发症的地位。

糖尿病患者人数持续增多。糖尿病是因体内胰岛素分泌不足，以及靶组织细胞对胰岛素敏感性降低而引起的代谢紊乱。根据体内胰岛素的缺失、及受损情况将糖尿病分为：I型糖尿病、II型糖尿病、妊娠期糖尿病及其他类型糖尿病。其中，I型糖尿病占比5%，II型糖尿病占比90%，妊娠糖尿病占比4%，其他糖尿病占比1%。而2016年在中国疾控中心、中华医学会等联合发布的糖尿病防控专家共识中指出：我国糖尿病患病率为9.7%，患者人数近1个亿，呈快速增长趋势。2016年世界卫生组织（WHO）也发出警告，若中国再不尽快采取行动，减少不健康饮食和缺乏运动等生活方式中的危险因素，预计该数字将在2040年增至1.5亿人。因此可以看出在未来一段时期内，糖尿病患者人数将会继续增多。

而在我国糖尿病患者中，无并发症的仅占46%，患一种并发症的约占28%，同时患多种并发症的为26%。并发症主要原因是糖尿病患者因为血中胰岛素缺乏引起脂肪代谢紊乱，再引起血脂增高和血小板粘附性凝聚性增加所导致，主要包括急性和慢性，其中慢性并发症主要为大血管病变(心脏病、高血压、脑血管意外及下肢血管病变)、微血管病变(糖尿病视网膜病变、糖尿病肾病)等，详见下图。

图表 22：糖尿病并发症类别

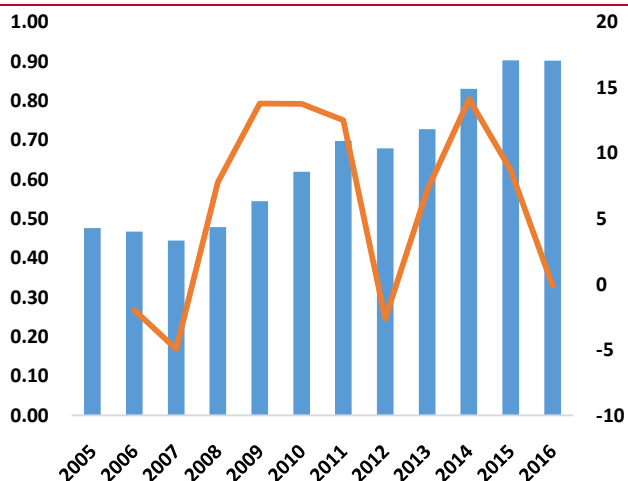


来源：公开资料 国联证券研究所

市场竞争方面公司占据绝对优势。根据PDB数据，2016年样本医院胰激肽原酶销售额为0.90亿元，同比增长-0.11%，2005-2016年复合增长率为5.97%，根据千红制药

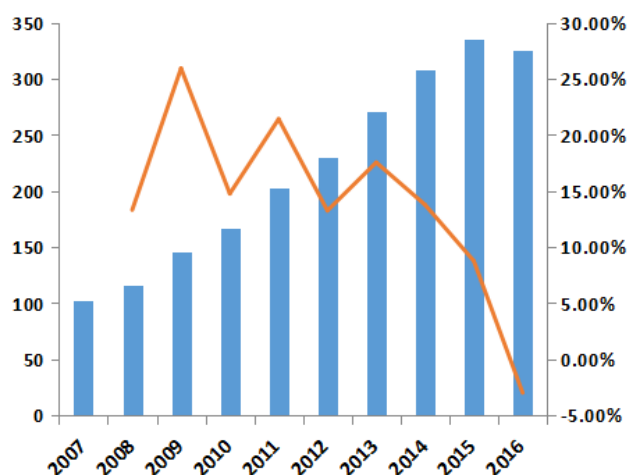
市场占有率(80%)我们估计整体胰激肽原酶市场规模在4亿元左右。而千红制药年报中2013年以前有胰激肽原酶数据,2014年之后采用制剂类药品分类,因此2014年后我们按照样本医院数据和整体规模比例和参考制剂增速估计整体胰激肽原酶数据。预计2016年公司胰激肽原酶销售额为3.2亿元,同比出现略微下滑,主要与公司在天津招标转换品规影响一部分销售,再加上招标价格的影响有关。

图表 23: 样本医院胰激肽原酶销售额变化情况



来源: PDB 国联证券研究所

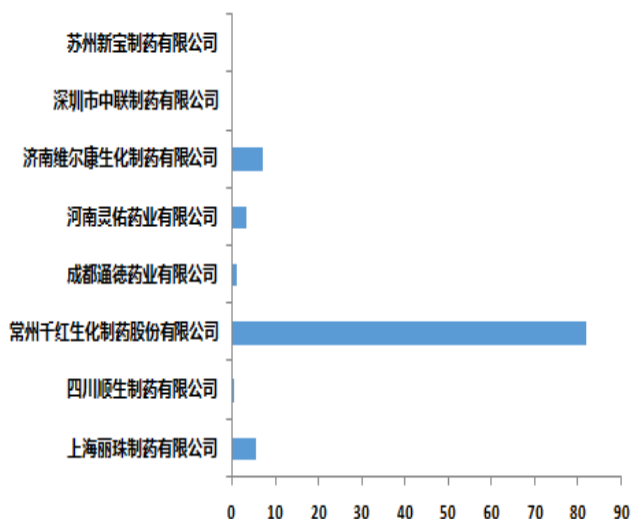
图表 24: 千红制药胰激肽原酶销售额变化情况



来源: PDB 国联证券研究所

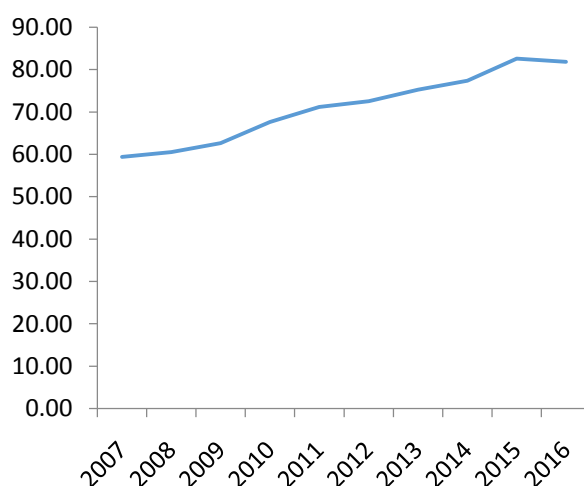
市场格局方面,2016年样本医院中销售的企业有8家,其中千红制药占有81.79%,位于绝对优势地位,充分体现了公司在该品种上的竞争优势。胰激肽原酶作为公司的核心产品,在质量上,千红制药的胰激肽原酶质量标准在2006年被提升为国家药典标准,其为标准制定者。另外从产品线角度,公司拥有的剂型和规格最为齐全,涵盖了原料药、肠溶片和注射剂。最后从定价方面,胰激肽酶肠溶片早在2006年就获得了单独定价权,尽管目前已经取消但我们认为价格优势仍将存在,结合目前产品覆盖的主要销售区域较少,我们认为胰激肽原酶随着新市场的开拓有望持续稳定增长势头。

图表 25: 样本医院胰激肽原酶竞争格局



来源: PDB 国联证券研究所

图表 26: 千红制药胰激肽原酶市场份额变化



来源: PDB 国联证券研究所

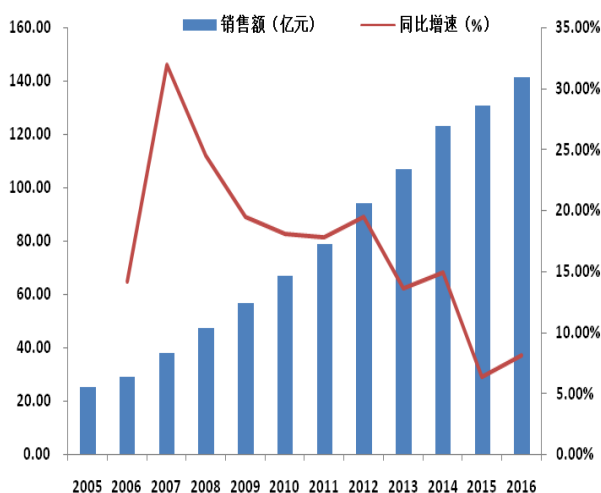
综述：胰激肽原酶凭借公司多年来的优势地位，加上实际招标降价压力较小，我们认为该产品有望持续稳定增长态势。考虑到糖尿病的患者人数和并发症的比例，胰激肽原酶整体市场规模有望持续扩容，结合该产品的临床优势，目前销售规模远未到天花板。

3.2. 复方消化酶：持续快速增长

复方消化酶为微丸定点释放制剂，由胃蛋白酶、胰蛋白酶、胰淀粉酶和胰脂肪酶组成。胃蛋白酶能将蛋白质消解为水蛋白胨，胰蛋白酶则可进一步将蛋白胨水解为短肽类等，而胰淀粉酶和胰脂肪酶则具有消化淀粉和脂肪的作用。该产品主要用于治疗各种原因引起的消化不良疾病，具有促进食物消化的作用。公司的复方消化酶主要在医院销售，OTC队伍目前处在渠道铺设过程中，短期内尚未有很大成效，因此下文主要分析医院市场情况，不过根据产业信息网《2016年胃肠用药零售市场规模分析》中2015年零售占总体市场42.2%，可以看出公司的复方消化酶如果能够成功在OTC销售打开局面，那将快速提升目前产品销售规模，因此该品是公司的一大潜力产品。

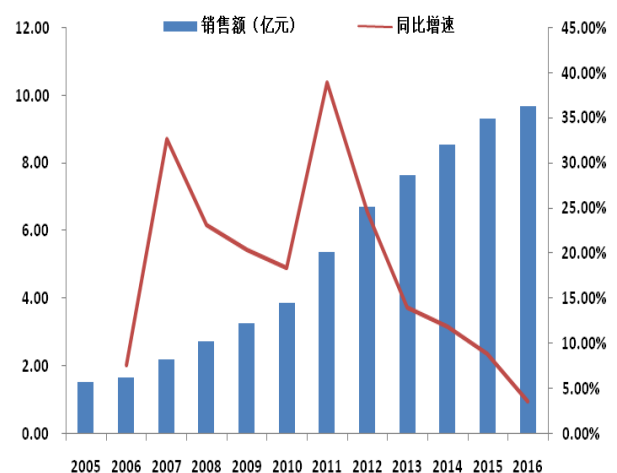
根据PDB数据，2016年样本医院消化系统用药销售额为141.42亿元，同比增长8.15%，从增速来看，近几年有所下滑，不过考虑到人们生活节奏的加快以及饮食结构的改变导致胃肠道疾病发病率有所上升，我们认为整体消化系统行业增速有望维持10%左右增速。其中助消化药2016年样本医院销售额为9.68亿元，同比增长3.66%，占总体消化系统用药的6.84%，2011年以后占比有所提升。助消化药细分市场主要产品包括左卡尼汀、复方消化酶和胰酶以及乳酸杆菌等。

图表 27：样本医院消化系统用药销售额情况



来源：PDB 国联证券研究所

图表 28：样本医院助消化药销售额情况

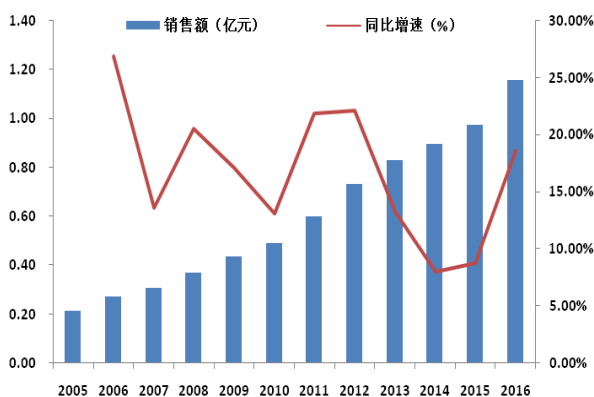


来源：PDB 国联证券研究所

根据PDB数据，复方消化酶2016年样本医院销售额为1.16亿元，同比增长18.59%，占助消化药比例为11.96%。从增速来看，2016年增速明显提高，我们认为这可能与2015年发布的《中国功能性消化不良专家共识意见》中，再一次明确复方消化酶可以作为

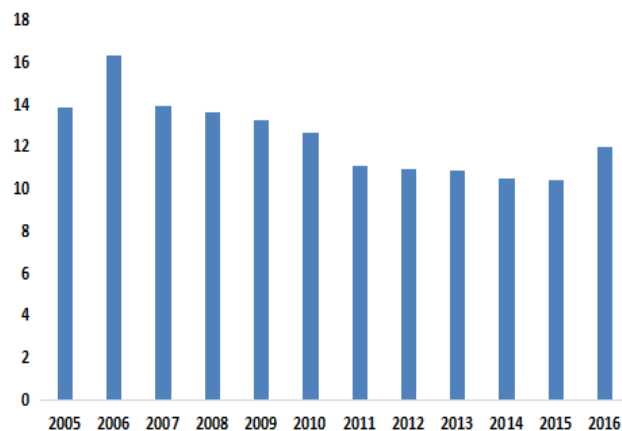
功能性消化不良的辅助药物,而且研究认为复合消化酶制剂联合促胃肠动力药物的疗效优于单用促动力药物有关。

图表 29: 样本医院复方消化酶销售情况



来源: PDB 国联证券研究所

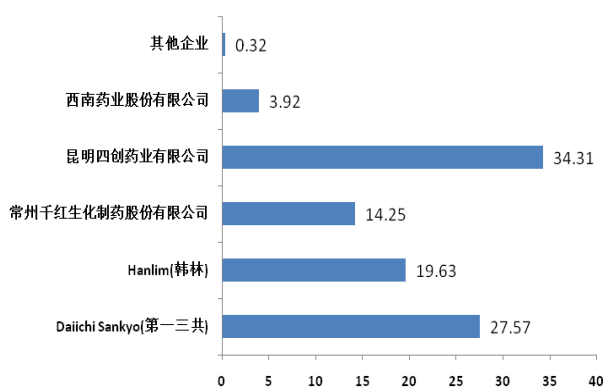
图表 30: 样本医院中复方消化酶占比情况



来源: PDB 国联证券研究所

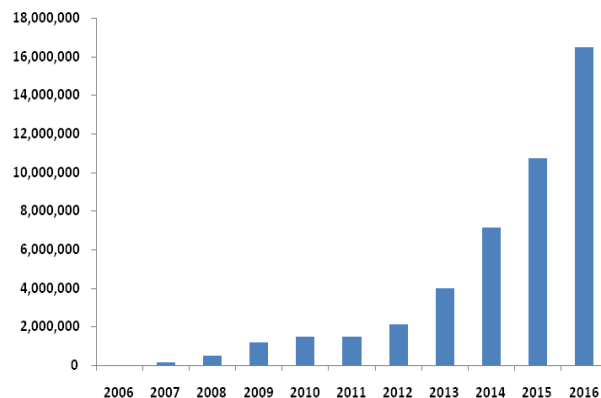
市场竞争格局方面,2016年样本医院复方消化酶销售企业有16家,其中昆明四创药业有限公司占据第一位,市场份额为34.31%,下面是两家外企, Daiichi Sankyo 和Hanlim, 千红制药位居第四位, 市场份额为14.25%。根据PDB数据,2016年公司复方消化酶销售额为0.16亿元,同比增长54%,2006-2016年复合增长率为133.44%,我们预计公司实际销售规模在7000万左右。如此高的增速很好体现了公司产品的市场竞争力,我们认为公司市场份额有望持续提高。

图表 31: 样本医院中复方消化酶市场竞争格局



来源: PDB 国联证券研究所

图表 32: 样本医院中公司复方消化酶销售情况



来源: PDB 国联证券研究所

综述: 随着胃肠疾病人数的增加细分市场规模有望持续扩容,公司的复方消化酶凭借过硬的产品质量和销售实力市场份额有望持续提高,再考虑到OTC市场的开拓,我们认为该产品有望保持快速增长,2017年销售规模在1亿左右。

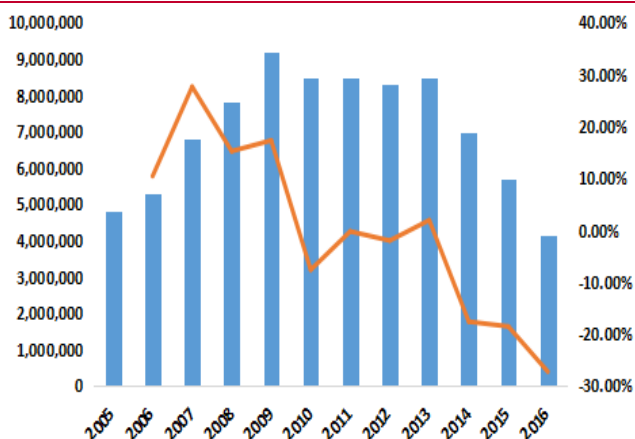
3.3. 门冬酰胺酶: 规模较小特色产品

门冬酰胺通常并非必需氨基酸,但某些肿瘤细胞(如淋巴白血病细胞等)缺乏门冬

酰胺酶而不能合成门冬酰胺，须依赖宿主供给。给予门冬酰胺酶后，细胞外液中的门冬酰胺水解成门冬氨酸，遂使肿瘤细胞缺乏左旋门冬酰胺，蛋白合成受影响，肿瘤细胞生长抑制，最后导致死亡。正常细胞由于自己有能力合成而可幸免。临床上主要用于白血病的治疗，其中对儿童急淋的诱导缓解期疗效较好。

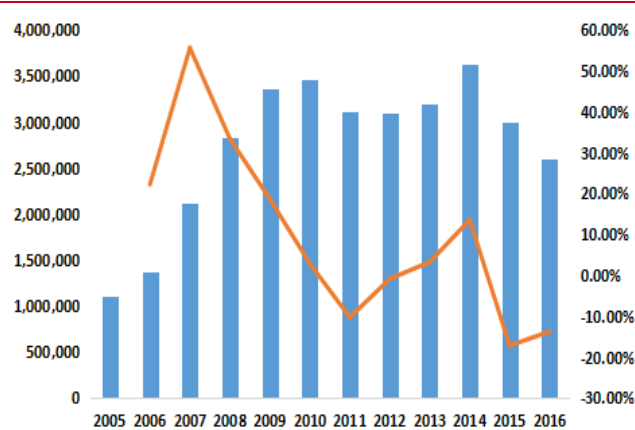
根据PDB数据，2016年样本医院中门冬酰胺酶销售额为414.87万元，同比下降27.18%，千红制药2016年销售额为259.81万元，同比下滑13.68%，市场份额为62.63%，位居第一位。我们认为销售下滑原因主要与门冬酰胺为一代药物，在抗肿瘤和白血病方面二、三代药物都已经替代有关。我们预计公司整体销售规模仅在1000万元左右，对公司整体业绩影响甚小，对于该品定位为特色产品，主要凭借公司在原料药和制剂方面的龙头优势，销售方面侧重于出口原料药，不过受制于市场规模太小，因此整体销售也仅为千万。

图表 33：样本医院中门冬酰胺酶销售情况



来源：PDB 国联证券研究所

图表 34：公司在样本医院门冬酰胺酶销售情况



来源：PDB 国联证券研究所

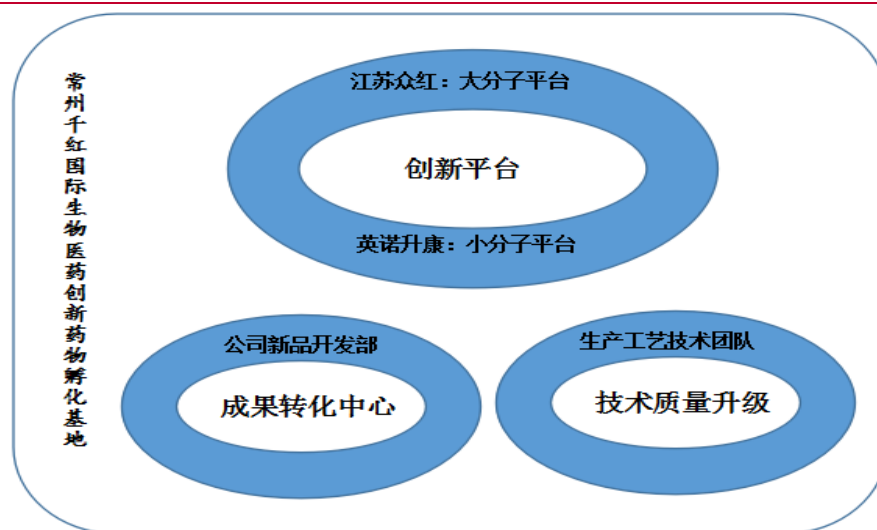
综述：门冬酰胺酶由于急淋发病率整体较少使得规模较小，凭借公司原料药和制剂的领先地位，主要作为公司的特色产品销售，对业绩贡献不大。

4. 公司长期发展的潜力

4.1. 不断充实的研发实力

公司实行药品研发国际合作与自出研发相结合的方式，成功搭建了较为完善的产品研发和成果转化创新体系，构建了以常州千红国际生物医药创新药物孵化基地为核心的三大创新平台，如下图所示，江苏众红和英诺升康负责原创新药的研发；公司新品开发部负责产业化成果转化和仿制药研发；而公司生产工艺技术研究团队负责现有产品的生产技术创新和产品质量升级。

图表 35：公司研发体系构成图



来源：公司公告 国联证券研究所

其中众红生物主要从事长效蛋白修饰药物、基因工程重组蛋白药物、治疗用人源抗体药物、分子诊断试剂盒、干细胞与再生医疗、纳米生物新材料的自主研发和产业化转化，构建了公司的生物医药大分子研发平台。而常州英诺升康升康生物医药科技有限公司的收购搭建了小分子药物平台，再加上2016年12月公司和英诺升康与澳大利亚南澳大学共建“中澳新药研发联合实验室”具体到靶向小分子创新抗癌新药的研究，我们认为公司的整个研发体系涵盖化药、生物制药和分子靶向药物多类别多层次体系，将有效解决公司产品较单一的局面，目前已有2个一类新药计划申报临床，为后续公司的持续发展提供活力。

4.2. 致力于构建大健康产业链

诊断试剂下半年有望上市销售。 2015年公司为了使控股子公司江苏众红生物工程创药研究院有限公司的专有技术产品尽快产业化，快速形成市场规模，获得经济效益，以常州千红生化制药股份有限公司、江苏众红生物工程创药研究院有限公司、公司高管团队三方共同出资设立合资公司：江苏晶红生物医药科技股份有限公司。经过近几年的发展，目前公司的瘦肉精检测试剂已经上市销售，另外还有7个诊断试剂正在注册，预计2018年将产生收益。我们认为诊断检测试剂细分领域增长稳定，受益于整体扩容公司有望增加新的利润增长点，对公司发展提供新的成长空间。

医疗服务产业延伸有望提速。 2012年1月公司公告拟在公司老厂区以自有(筹)或超募资金出资设立常州千红医院，发展战略提出将生物医药产业与大健康产业并重，不过在筹建过程中恰遇公立医院改制时机，因此公司决定参与常州市公立医院改制，这样直接收购成熟医院运营更有利于公司战略发展。由于公立医院改制是政策难点，进展一直缓慢，不过随着2015年取消药占比、医生多点执业和分级诊疗等政策使得公立医院改革有望破冰，我们认为公司参与的常州公立医院改制有望提速。而根据2017年公司发展战略公司将利用上市资本优势，加快健康产业重组步伐，整合组建健康大

产业链，将为公司提供另一广阔空间。

5. 盈利预测

5.1. 营收预测

在现有产品条线下，我们预计2017-2019年总营收分别为：10.38亿元、12.45亿元及13.98亿元，增速分别为33.74%、19.93%和12.29%，持续稳定增长。

原料药系列：受益于肝素原料药量价齐升，我们预计2017-2019年的营收分别为4.46亿元、5.40亿元、5.84亿元，增速分别为56.00%、21.00%和8.15%。

制剂系列：受益于核心产品稳定增长，预计2017-2019年的营收为5.92亿、7.06亿、8.15亿，增速分别为21.21%、19.12%和15.46%。

图表 36：公司营业收入分类别预测情况

单位：百万	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	757.05	776.39	1,038.32	1,245.22	1,398.27
增速 (%)	7.07%	2.55%	33.74%	19.93%	12.29%
原料药					
收入	258.64	285.84	445.91	539.55	583.53
增速 (%)	-25.23%	10.52%	56.00%	21.00%	8.15%
制剂					
收入	497.16	488.74	592.41	705.66	814.75
增速 (%)	10.31%	-1.69%	21.21%	19.12%	15.46%

来源：公司公告 国联证券研究所

5.2. 估值与投资建议

由于2017年一季报原料药收入增速大幅超过预期，我们调整了之前的盈利预测，预计公司2017-2019年EPS分别为0.20元、0.24元和0.28元，对应6月28日收盘价5.88元，市盈率分别是30、25和21倍。鉴于肝素钠原料药持续涨价预期和核心制剂产品稳定增长态势，再加上公司的大健康产业布局，我们长期看好公司的发展，维持“推荐”评级。

公司作为生化制药多糖类和蛋白质类优质制剂企业，品牌优势明显，考虑到公司业绩有望持续增长，未来有望外延扩张产业链，参照可比公司估值，我们认为2017年合理PE应该在35倍左右，给予6个月目标价7元。

图表 37：可比公司估值情况（6.28 日收盘价）

可比公司				EPS			PE		
证券代码	证券简称	当前股价	总市值	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
300255	常山药业	8.98	84.05	0.20	0.27	0.34	44.90	33.26	26.41
002675	东城药业	14.26	101.00	0.20	0.38	0.52	71.30	37.53	27.42
平均							58.10	35.39	26.92
002550	千红制药	5.88	75.39	0.18	0.2	0.24	33.53	30.03	24.66

来源：wind 国联证券研究所

6. 风险提示

6.1. 市场行情变化

市场风格正向龙头白马股转变，如果大盘出现较大跌幅，公司作为中小板个股可能再次向下调整使得估值中枢进一步下移。

6.2. 原料药涨价不达预期

由于上游粗品涨价预期，公司的肝素钠原料药有所提价，如果涨价不达预期，将较大程度影响公司原料药业务收入，进一步影响业绩。

6.3. 期间费用快速上涨

由于新产品的陆续上市和核心产品空白区域的开拓，可能导致销售费用过快增长，而研发费用和人员成本上升可能导致管理费用提高，因此导致公司业绩不达预期。

图表 38：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	136.45	123.07	207.66	249.04	279.65	营业收入	757.05	776.39	1,038.32	1,245.22	1,398.27
应收账款+票据	273.98	229.10	425.05	471.39	536.38	营业成本	248.37	274.04	411.32	506.37	563.27
预付账款	2.47	6.72	6.99	9.89	8.88	营业税金及附加	9.57	9.84	13.19	15.81	17.76
存货	113.00	171.30	261.66	271.35	321.56	营业费用	198.19	215.77	249.20	273.95	293.64
其他	1,567.49	1,269.40	1,269.40	1,269.40	1,269.40	管理费用	102.66	118.55	145.37	149.43	153.81
流动资产合计	2,103.64	1,799.60	2,170.77	2,271.08	2,415.88	财务费用	-100.67	-104.91	-75.89	-59.72	-48.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.60	2.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	101.29	647.31	621.91	585.48	539.05	公允价值变动收益	-0.15	-0.25	0.00	0.00	0.00
在建工程	448.79	10.48	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	84.73	88.39	85.74	83.08	80.43	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7.89	398.13	389.34	381.77	374.90	营业利润	298.17	260.70	295.15	359.38	418.00
非流动资产合计	642.69	1,144.31	1,096.99	1,050.33	994.38	营业外净收益	4.82	3.84	0.00	0.00	0.00
资产总计	2,746.33	2,943.91	3,267.76	3,321.41	3,410.26	利润总额	302.99	264.54	295.15	359.38	418.00
短期借款	280.00	373.00	439.27	273.53	102.56	所得税	40.70	39.86	44.27	53.91	62.70
应付账款+票据	96.61	106.61	209.79	230.53	259.27	净利润	262.29	224.68	250.87	305.47	355.30
其他	75.26	39.76	31.00	31.00	31.00	少数股东损益	-4.86	0.22	0.25	0.30	0.35
流动负债合计	451.87	519.37	680.06	535.06	392.84	归属于母公司净利润	267.15	224.46	250.63	305.17	354.95
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	-7.07%	2.55%	33.74%	19.93%	12.29%
负债合计	451.87	519.37	680.06	535.06	392.84	EBIT	2.39%	-20.83%	88.58%	19.53%	13.56%
少数股东权益	20.28	23.92	24.16	24.47	24.82	EBITDA	1.88%	-15.75%	90.70%	16.30%	11.59%
股本	640.00	1,280.00	1,280.00	1,280.00	1,280.00	归属于母公司净利润	31.02%	-15.98%	11.66%	21.76%	16.31%
资本公积	706.61	64.59	64.59	64.59	64.59	获利能力					
留存收益	927.57	1,056.03	1,218.94	1,417.30	1,648.02	毛利率	67.19%	64.70%	60.39%	59.34%	59.72%
股东权益合计	2,294.47	2,424.54	2,587.70	2,786.36	3,017.42	净利率	34.65%	28.94%	24.16%	24.53%	25.41%
负债和股东权益总计	2,746.33	2,943.91	3,267.76	3,321.41	3,410.26	ROE	11.75%	9.35%	9.78%	11.05%	11.86%
现金流量表						ROIC	8.24%	5.32%	9.40%	10.38%	11.66%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	262.05	225.40	250.87	305.47	355.30	资产负债	16.45%	17.64%	20.81%	16.11%	11.52%
折旧摊销	21.03	28.24	57.32	56.66	55.95	流动比率	4.66	3.46	3.19	4.24	6.15
财务费用	3.32	9.86	14.11	10.28	1.80	速动比率	0.94	0.69	0.94	1.36	2.10
存货减少	24.18	-58.63	-90.36	-9.69	-50.21	营运能力					
营运资金变动	-15.47	14.67	-101.79	-28.51	-35.23	应收账款周转率	2.79	3.42	2.46	2.66	2.63
其它	-13.43	-2.88	0.00	0.00	0.00	存货周转率	2.20	1.60	1.57	1.87	1.75
经营活动现金流	281.69	216.65	130.15	334.21	327.61	总资产周转率	0.28	0.26	0.32	0.37	0.41
资本支出	215.78	138.94	10.00	10.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	3,236.65	2,497.09	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.21	0.18	0.20	0.24	0.28
其他	3,002.95	2,434.62	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.22	0.17	0.10	0.26	0.26
投资活动现金流	-449.47	-201.41	-10.00	-10.00	0.00	每股净资产	1.78	1.88	2.00	2.16	2.34
债权融资	279.00	66.00	66.27	-165.74	-170.97	估值比率					
股权融资	4.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	28.17	33.53	30.03	24.66	21.20
其他	-104.05	-110.83	-101.83	-117.09	-126.03	市净率	3.31	3.14	2.94	2.73	2.51
筹资活动现金流	178.95	-44.83	-35.56	-282.83	-297.00	EV/EBITDA	17.76	41.22	21.80	18.35	16.09
现金净增加额	16.23	-24.48	84.59	41.38	30.61	EV/EBIT	19.57	48.32	25.84	21.17	18.23

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

