

# 振东制药 (300158)

## 中药雄狮一朝觉醒，补钙龙头继往开来

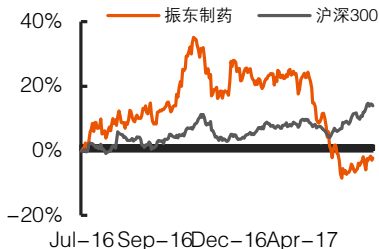
### 强烈推荐 (首次)

现价: 16.54 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.zdjt.com
大股东/持股	振东集团/43.79%
实际控制人/持股	李安平/%
总股本(百万股)	520
流通 A 股(百万股)	286
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	85.93
流通 A 股市值(亿元)	47.33
每股净资产(元)	10.20
资产负债率(%)	23.70

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

**魏巍** 投资咨询资格编号  
S1060514110001  
021-20632019  
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**张熙** 一般从业资格编号  
S1060117020002  
021-20632019  
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

- **收购康远进军补钙市场，充分受益二胎政策和老龄化。**我国钙制剂市场规模超 100 亿元，复方碳酸钙是其中的明星品种。公司 2016 年收购康远制药 100% 股权，康远是国内四家拥有复方碳酸钙批准文号（国药准字）的企业之一，市场份额约 34%，仅次于惠氏。比较同类企业，康远有以下优势：1，独家颗粒剂型，方便儿童服用；2，独家甘露醇配方，防止孕期妇女便秘；3，同等钙含量对应价格最底，性价比突出；4，医保取消颗粒剂佝偻病适应症限制。综合来看，康远的朗迪系列具有配方、剂型、适应人群、医保支付等方面的优势，随着二胎放开和老龄化加剧，有望加速增长，成为公司重要增长点。
- **实现竞品替代，岩舒注射液发挥第二春：**岩舒注射液主要用于肿瘤治疗，是公司的重要品种，2016 年岩舒注射液销售收入约 7 亿元，占公司总收入的 21%。从 PDB 数据来看，2016 年增速有明显回升。岩舒的恢复增长，主要有五大逻辑：**1，岩舒注射液未进入主要市场的辅助用药目录，有望在终端进行竞品替代；2，重视全国价格体系维护；3，增加部分代理区域，销售更灵活；4，岩舒不限使用医院级别，成为少数可以在基层使用的中药注射剂；5，岩舒增加用量试验预计 2017 完成。**
- **二线品种储备丰富，快速增长可期：**公司二三线产品储备丰富，具有 600 个品规和 13 个独家产品或剂型。其中比卡鲁胺、瑞建、果胶铋、舒血宁均是亿元品种，竞争格局良好，具有良好的市场基础，未来有望成为公司新的增长引擎。
- **首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**康远并表将带来公司业绩大幅提高，朗迪增长空间巨大，有望继续维持高速增长；岩舒在五大动

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2262.1	3283.0	4187.0	5150.0	6180.0
YoY(%)	17.8	45.1	27.5	23.0	20.0
净利润(百万元)	64.6	203.1	396.1	501.2	577.1
YoY(%)	54.1	214.1	95.0	26.6	15.1
毛利率(%)	45.7	44.4	46.0	45.2	45.2
净利率(%)	2.9	6.2	9.5	9.7	9.3
ROE(%)	2.7	3.7	6.6	7.7	8.2
EPS(摊薄/元)	0.12	0.39	0.76	0.96	1.11
P/E(倍)	132.9	42.3	21.7	17.2	14.9
P/B(倍)	4.3	1.6	1.5	1.4	1.3

因推动下,焕发第二春。我们对公司不同业务单元按照中药和妇儿类 OTC 进行分部估值,合理市值 115 亿,当前 86 亿,有 34%空间。预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.76 元、0.96 元、1.11 元,对应 PE 分别为 22/17/15 倍,首次覆盖,给予“强烈推荐”评级,目标价 22 元。

- **风险提示:** 市场风险, 研发风险。

# 正文目录

一、	中成药底蕴深厚，钙制剂前景光明.....	6
二、	收购康远进军补钙市场，受益二胎政策及老龄化.....	7
	2.1 收购康远，进入补钙市场.....	7
	2.2 钙制剂市场容量大，复方碳酸钙是明星品种.....	8
	2.3 康远是国内复方钙制剂龙头企业，未来将成为振东重点增长点.....	9
三、	厚积薄发，岩舒注射液焕发第二春.....	12
	3.1 五大动因助力岩舒重回高增长.....	12
四、	二线品种储备丰富，点燃高速增长引擎.....	17
	4.1 比卡鲁胺进口替代空间巨大.....	19
	4.2 瑞健（曲美布汀）有望实现跨越式增长.....	20
	4.3 胶体果胶铋竞争优势明显.....	21
五、	股权激励充分，内生增长动力充足.....	23
六、	盈利预测与估值.....	24
	6.1 产品分类预测.....	24
	6.2 蕴含并购基因，有望开启新一轮外延扩张.....	25
	6.3 公司进入加速增长通道，有望推动估值提升.....	25
	6.4 合理市值过百亿，尚有 28%增长空间.....	25
七、	风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1	公司股权结构 .....	6
图表 2	公司历年营业收入情况（单位：亿元） .....	6
图表 3	公司历年归母净利润情况（单位：百万元） .....	6
图表 4	康远制药主要产品情况 .....	7
图表 5	药品和保健品的主要区别 .....	8
图表 6	常见补钙类非处方药 .....	8
图表 7	2015 年 OTC 市场化学药畅销产品前 10 名及市场份额 .....	9
图表 8	复方碳酸钙样本医院市场规模 .....	9
图表 9	2016 年样本医院市场复方碳酸钙市场格局 .....	10
图表 10	公司复方碳酸钙样本医院销量（百万元） .....	10
图表 11	葡萄糖酸钙样本医院销量（百万元） .....	10
图表 12	复方碳酸钙产品上海地区招标价比较 .....	11
图表 13	康远制药是国内四家拥有碳酸钙 D <sub>3</sub> 片剂批准文号（国药准字）的企业之一 .....	11
图表 14	朗迪是唯一含甘露醇配方的复方钙制剂 .....	11
图表 15	碳酸钙 D3 颗粒剂医保适应症放宽 .....	12
图表 16	康远制药钙制剂药品销售额（万元） .....	12
图表 17	康远制药近几年收入及利润 .....	12
图表 18	岩舒注射液市场规模及增速 .....	13
图表 19	抗肿瘤类中药注射剂 2016 年销售额(亿元) .....	13
图表 20	主要的抗肿瘤中药注射剂比较 .....	13
图表 21	09 版全国医保目录对抗肿瘤中药注射剂的分类 .....	14
图表 22	各地出台辅助用药目录及抗肿瘤中药注射剂入选情况 .....	14
图表 23	主要抗肿瘤中药注射剂入选辅助用药目录情况的比较分析 .....	15
图表 24	岩舒注射液部分地区新一轮中标价 .....	16
图表 25	岩舒注射液历年样本医院医院采购均价（5ml 规格） .....	16
图表 26	岩舒注射液临床研究项目 .....	17
图表 27	公司主要产品新一轮招标情况 .....	18
图表 28	公司主要产品新一轮招标情况 .....	18
图表 29	比卡鲁胺样本医院市场规模及增速 .....	19
图表 30	振东比卡鲁胺市场样本医院规模及增速 .....	19
图表 31	比卡鲁胺竞争格局及市场份额 .....	19
图表 32	比卡鲁胺市场份额历年变化 .....	20
图表 33	我国胃肠道用药市场规模（亿元）及增速 .....	20
图表 34	曲美布汀样本医院市场规模及增速 .....	21
图表 35	振东曲美布汀市场样本医院规模及增速 .....	21
图表 36	曲美布汀市场竞争格局 .....	21

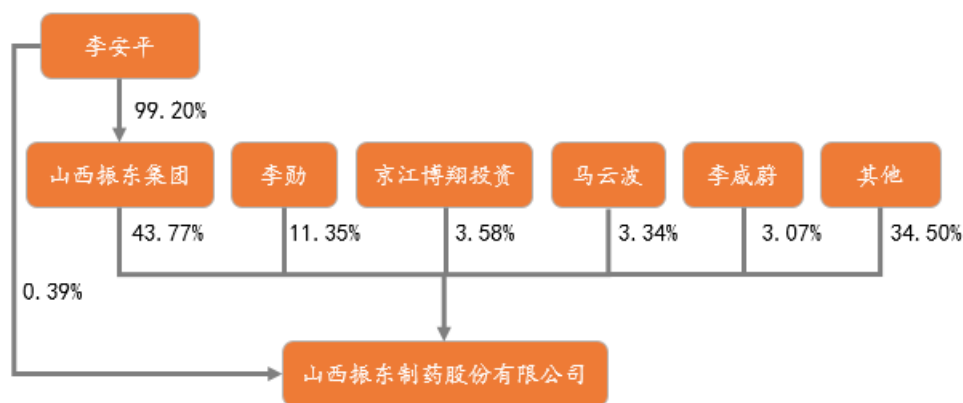
图表 37	胃黏膜保护剂竞争格局 .....	22
图表 38	振东胶体果胶铋市场规模（百万元）及增速 .....	22
图表 39	胶体果胶铋市场竞争格局 .....	23
图表 40	净利润考核指标确定规则 .....	23
图表 41	本次限制性股票激励计划授予情况 .....	24
图表 42	公司主要产品及康远制药收入预测 .....	24
图表 43	公司收购历程 .....	25
图表 44	公司估值低于中药和 OTC 化药可比公司 .....	25

## 一、 中成药底蕴深厚，钙制剂前景光明

振东制药是国内大型综合性医药企业，主要业务贯穿中药材种植、中西药研发、生产到销售的各个环节。公司现在拥有抗肿瘤、心脑血管、抗感染、消化系统、维生素营养、呼吸系统、解热镇痛、补益中成药等八大系列将近 600 个药品批文，其中 14 个为独家产品或剂型。公司主要品种有复方苦参注射液（岩舒）、比卡鲁胺、曲美布汀、胶体果胶铋、培美曲塞、芪蛭通络、脑震宁等。

公司在 2000 年左右进入中药行业，并于 2011 年在创业板上市，是山西省第一家登陆创业板的上市公司。目前第一大股东是山西振东健康产业集团有限公司，李安平先生是公司的实际控制人，直接和间接持有公司 43.81% 的股份，并担任公司的董事长和总经理。

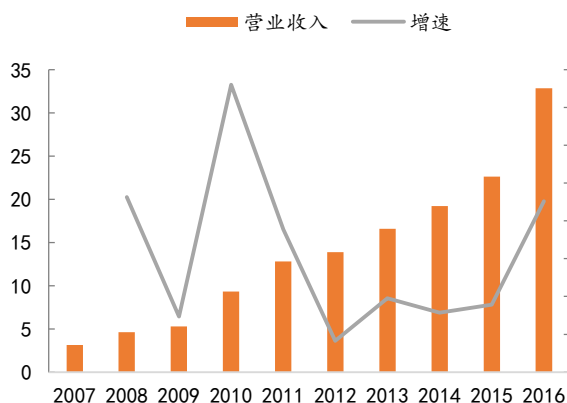
图表1 公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

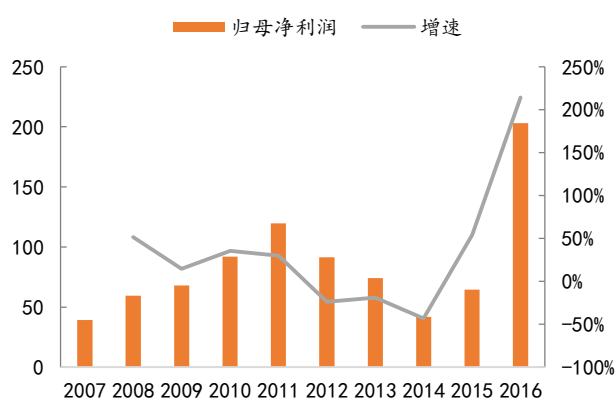
公司主要通过旗下的营销公司进行产品的销售，营销公司下设多个事业部。营销模式总体上以处方药终端学术推广为主体，以普药渠道流通、OTC 品牌运营为补充。近几年公司营业收入稳步提升，2016 年营业收入达到 32.83 亿元，同比增长 45.13%。实现归属母公司所有者的净利润 2.03 亿元，同比增长 214.12%。

图表2 公司历年营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 公司历年归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：WIND，平安证券研究所

为进一步调动中高层管理人员和核心技术（业务）人员的积极性，公司于 2016 年上半年制定了股权激励计划。该激励计划共涉及激励对象 78 人。涉及的股票数量为 1064 万股，其中预留限制性股票为 106 万。未来三年限制性股票解锁比例分别为 30%、30%和 40%。

2016 年 8 月，公司完成了对康远制药 100%的股权的收购。康远制药成立于 2003 年，是一家集研发、生产和销售于一体的现代化综合制药公司。主要产品有朗迪牌碳酸钙 D3 片（II）和碳酸钙 D3 颗粒，是市场上主流的补钙产品。康远制药承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 1.5、2.0、2.5 亿元。

## 二、收购康远进军补钙市场，受益二胎政策及老龄化

2016 年 8 月公司收购康远制药 100%股权。康远制药是国内领先的复方钙制剂生产企业。康远制药承诺 2015-2017 扣非净利润不低于 1.5 亿、2 亿和 2.5 亿元。2016 年，康远仅并表四个月，2017 年全年并表将大幅增加公司净利润。

我国钙制剂市场规模超 100 亿元，随着二胎放开和老龄化加剧，将呈现加速增长，2016 年，复方碳酸钙市场增速为 17%。康远制药是国内仅有的四家拥有碳酸钙 D3 片剂批准文号（国药准字）的企业之一，在复方碳酸钙市场份额为 34%，仅次于惠氏，具有良好的市场基础。康远作为唯一一家拥有碳酸钙 D3 颗粒剂批准文号的企业，将受益于 2017 年新版医保目录中对碳酸钙 D3 颗粒剂适应症的放宽，碳酸钙 D3 颗粒剂将有望加速增长。

### 2.1 收购康远，进入补钙市场

2016 年 8 月公司完成定增，通过发行股票并支付现金的方式收购康远制药 100%股权。康远制药承诺 2015-2017 扣非净利润不低于 1.5 亿、2 亿和 2.5 亿元，3 年累计不低于 6 亿元。

康远制药是一家以 OTC 为主的药品生产厂家，其主要产品包括碳酸钙 D3 片（II）、碳酸钙 D3 颗粒、益肝灵软胶囊和吉非罗齐胶囊等。2014 年、2015 年，康远制药碳酸钙 D3 片（II）和碳酸钙 D3 颗粒合计销售收入占营业收入的比例分别为 85.44%、78.95%。通过收购康远制药，公司获得了 OTC 领域重磅品种，将与公司原有的一百多个 OTC 品种形成协同效应。

经过多年的重点发展，康远制药在补钙药物市场已经形成了较强的竞争优势，成为我国最大的钙制剂药品生产企业之一。主打产品朗迪牌碳酸钙 D<sub>3</sub> 片（II）和碳酸钙 D<sub>3</sub> 颗粒，主要用于儿童、妊娠和哺乳期妇女、更年期妇女、老人等的钙补充剂，并可防治骨质疏松症。

图表4 康远制药主要产品情况

药品名称	新药类别	是否进入国家医保或省医保	是否纳入基药目录	是否进入新农合
碳酸钙 D <sub>3</sub> 片（II）	化药 6	国家乙类，黑龙江、江西等 18 个省	江西等 9 省	江西等 6 省
碳酸钙 D3 颗粒	化药 5	国家乙类，黑龙江、吉林等 29 省	江西等 9 省	江西等 7 省
益肝灵软胶囊	中成药	否	-	-
吉非罗齐胶囊	化学药	国家乙类	-	-

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 2.2 钙制剂市场容量大，复方碳酸钙是明星品种

目前我国的补钙市场容量已经达到 100 亿元的规模，预计未来仍将保持两位数的快速增长。补钙药品的补充适应面很广，涵盖不同层次的消费人群：①儿童成长发育需要适当补钙，②妇女孕前后期需要补充流失的钙，③老年人预防和治疗骨质疏松需要补钙。因此随着人口老龄化和二胎放开，补钙市场规模将快速增长。

补钙产品主要包括补钙类药品和保健品。其中，药品的生产需要经国家药监局批准，并且上市销售前必须经过药理、毒理学和临床试验才能投放市场，其安全性较补钙保健品高。药品有其特定的适应症，能够用于治疗 and 预防疾病。而保健品只能带来部分保健功能，不能用于治疗 and 预防。而且从销售管理等角度看，补钙类药品相对于保健品来说溯源性更强。

图表5 药品和保健品的主要区别

类别	药品	保健品
批准文号	国药准字	国食健字或卫食健字
功效	有严格的适应症，用于治疗 and 预防疾病	保健功能，不能用于预防 and 治疗
审批原则	经严格实验研究，才能获得国家食品药品监督管理局审批	只要验证动物试验无毒副作用即可获批
生产管理	制药企业的 GMP 为国家强制标准，制药企业必须执行	自行制定的生产质量管理规范，非强制性
销售管理	药品严格按 GSP 要求销售，一旦有问题可追溯到每盒药品的销售终端	保健食品像食品一样销售管理比较混乱，不易追溯，易出现假冒现象

资料来源：公司公告、平安证券研究所

现在市场上常见的非处方药补钙产品主要有葡萄糖酸钙制剂、乳酸钙制剂、碳酸钙制剂等。前两者属于有机钙，其含钙量较低。而碳酸钙属于无机钙，其含钙量高，并且价格便宜，缺点是无机钙的吸收率比较低。由于维生素 D<sub>3</sub> 能够增强人体对钙质的吸收，所以维生素 D<sub>3</sub> 和碳酸钙混合制成复方制剂吸收率更高，受到市场的欢迎。

图表6 常见补钙类非处方药

钙源	不良反应	适用/禁忌人群
碳酸钙	消耗一定的胃酸，少见有胃胀、嗝气、便秘等	可用于各种人群
柠檬酸钙	增加肠道铝的吸收和脑组织铝的蓄积	正在服用铝剂者禁用，肾功能不全者禁用
乳酸钙	乳酸根的蓄积会导致乏力	不适用于易疲劳者
葡萄糖酸钙	分解会产生葡萄糖，升高血糖	不适用于糖尿病患者
活性钙（氧化钙、氢氧化钙）	重金属含量较高，长期服用易造成重金属中毒；溶解后碱性强，有引起碱中毒危险	不适用于老人和婴儿
醋酸钙	易引起高血压、软组织硬化和肾结石等	不适用于心功能不全者

资料来源：公司公告、平安证券研究所



复方碳酸钙(碳酸钙+D<sub>3</sub>)凭借着同等情况下更高的含钙量和更强的吸收性,近年来市场容量不断扩大。根据中康 CMH 数据,2015 年我国零售药品市场化学药销售达 1124 亿元,其中复方碳酸钙占据 3.1%的市场份额独占鳌头,预计 2016 年份额提升至 3.2%并继续占据榜首地位,是当之无愧的明星品种。

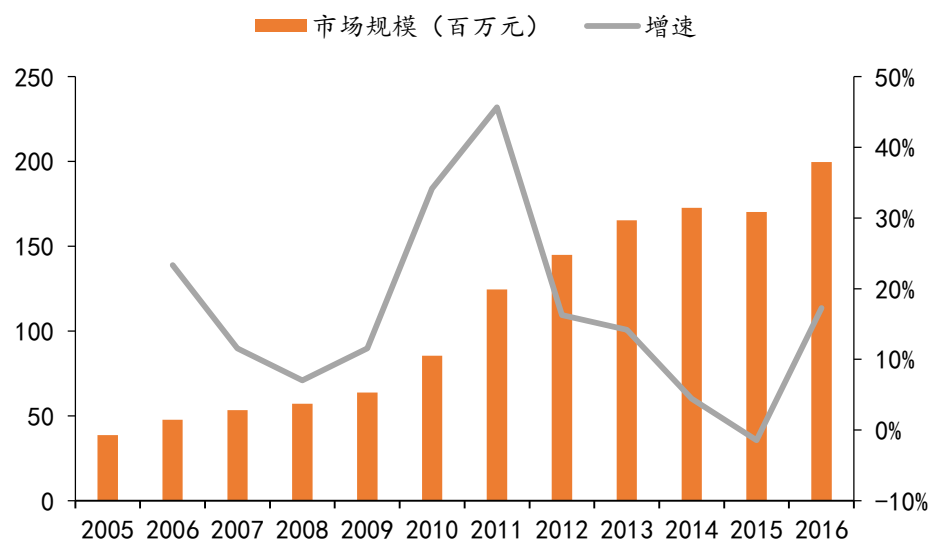
图表7 2015 年 OTC 市场化学药畅销产品前 10 名及市场份额

排名	产品名称	2015 年份额 (%)	2016 年预测份额 (%)
1	复方碳酸钙(碳酸钙+D <sub>3</sub> )	3.1	3.2
2	复方氨酚烷胺	2.9	2.8
3	硝苯地平	2.1	2.2
4	氨氯地平	2.0	2.1
5	阿托伐他汀	1.9	2.0
6	西地那非	1.7	2.0
7	恩替卡韦	1.7	1.8
8	头孢克肟	1.9	1.8
9	阿莫西林	1.8	1.6
10	奥美拉唑	1.3	1.6

资料来源:中康 CMH、平安证券研究所

复方碳酸钙作为 OTC 和临床处方的双跨品种,既可以在医院以处方药的形式销售,也能以 OTC 的形式在药店推广,具有非常大的市场潜力,近几年均保持较快增长速度。根据 PDB 的数据(仅包含样本医院的处方药渠道,不包含 OTC 渠道),2016 年样本医院市场规模约 2 亿元,同比增长 18%。

图表8 复方碳酸钙样本医院市场规模



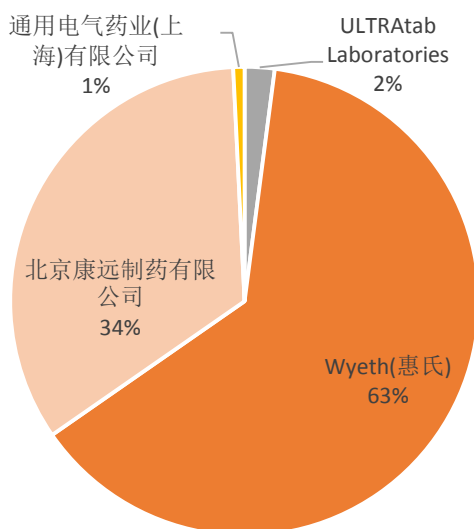
资料来源: PDB、平安证券研究所

### 2.3 康远是国内复方钙制剂龙头企业, 未来将成为振东重点增长点

在复方碳酸钙制剂中，康远制药的朗迪牌碳酸钙 D<sub>3</sub> 片（II）和碳酸钙 D<sub>3</sub> 颗粒凭借着先进的生产工艺，吸收率比同类产品高 60%-75%；并且每片朗迪钙含有 500mg 钙元素和 200 个国际单位的维生素 D<sub>3</sub>，这也是 FDA 推荐的最佳配比。这些优势使得朗迪钙国内市场占比处于领先地位。

从样本医院 2016 年的复方碳酸钙的市场份额来看，康远制药的销售占比达到了 34%。而从中康 CMH 的 2015 年零售终端数据看钙尔奇、朗迪、迪巧三大品牌占零售药店复方碳酸钙销售额的 97.4%，而康远制药是三强中唯一的纯正中国企业。

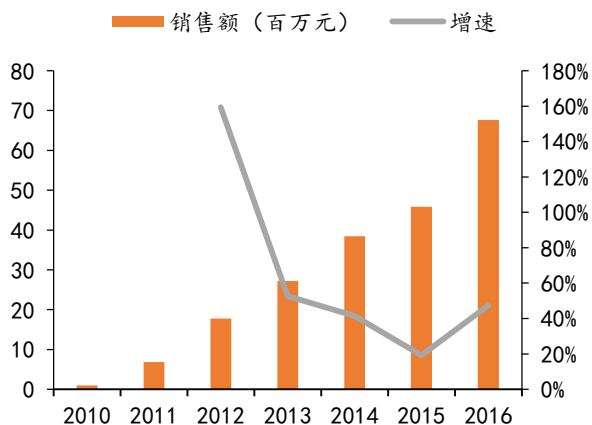
图表9 2016 年样本医院市场复方碳酸钙市场格局



资料来源：PDB、平安证券研究所

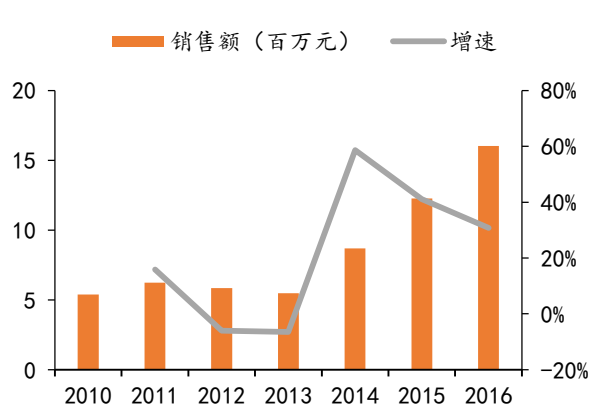
作为双跨品种，朗迪在医院和药店的销售占比约为 6:4，未来药店 OTC 渠道拓展空间巨大。从 PDB 样本医院销售数据来看，康远制药的复方碳酸钙销售增速领先，除 2015 年之外基本保持在 40% 以上的水平，其中 2016 年增速达到 47.5%，样本医院销售额达到 6763 万元。与竞品葡萄糖酸钙相比，复方碳酸钙无论是在样本医院销售规模上，还是增速上都处于领先地位。

图表10 公司复方碳酸钙样本医院销量（百万元）



资料来源：PDB，平安证券研究所

图表11 葡萄糖酸钙样本医院销量（百万元）



资料来源：PDB，平安证券研究所

从上海地区的招标价格来看，朗迪牌复方碳酸钙的招标价格最高，但折算下来的平均的单价低于钙尔奇和迪巧同类产品，具有最高的性价比。

图表12 复方碳酸钙产品上海地区招标价比较

品牌	规格	价格(元)	中标时间	单价 (元/0.5g)
朗迪	3g*12袋/盒,复合膜,颗粒	46.54	2016.07.29	--
朗迪	每片含钙500mg/维生素D3 5μg(200国际单位)×100片/瓶,片剂	127.00	2016.07.29	1.27
钙尔奇	(0.6g/125IU)*60片/瓶,白色高密度聚乙烯瓶装,片剂	103.48	2015.11.09	1.43
钙尔奇	(0.6g/125IU)*30片/瓶,白色高密度聚乙烯瓶装	31.23	2015.11.09	--
迪巧	30片。每片含维生素D3 100IU(2.5ug)碳酸钙750mg(相当于钙300mg)/瓶,塑料瓶,片剂	34.30	2015.12.02	1.91
迪巧	60片。每片含维生素D3 100IU(2.5ug)碳酸钙750mg(相当于钙300mg)/瓶,塑料瓶,片剂	49.00	2015.12.02	1.36

资料来源:药智网、平安证券研究所

独家颗粒剂型,享受儿童药市场高速增长。康远拥有国内唯一的碳酸钙D<sub>3</sub>颗粒剂批准文号,颗粒剂与片剂的功效类似,但由于颗粒剂型更易服用和吸收,因此更适合儿童补钙,随着二胎放开新生儿补钙需求的不断提升,这一优势将逐步得到体现。

图表13 康远制药是国内四家拥有碳酸钙D<sub>3</sub>片剂批准文号(国药准字)的企业之一

制药企业	药品名	批准文号
北京康远制药有限公司	碳酸钙D3片(II)	国药准字H20093675
	碳酸钙D3颗粒	国药准字H20090334
	碳酸钙D3颗粒	国药准字H20170003
	碳酸钙D3颗粒	国药准字H20163149
惠氏制药有限公司	碳酸钙D3片	国药准字H10950029
	碳酸钙D3咀嚼片(II)	国药准字H10950030
	碳酸钙D3元素片(4)	国药准字H20110006
通用电气药业(上海)有限公司	碳酸钙D3咀嚼片	国药准字H20000670
山东威高药业股份有限公司	碳酸钙D3咀嚼片	国药准字H20133267

资料来源:药智网、平安证券研究所

独特配方适合孕产妇,享受二胎扩容机遇。便秘是孕妇的常见症状之一,康远的朗迪内含甘露醇配方,可缓解便秘,广受孕产妇青睐。在二胎放开的背景下,朗迪有望充分享受孕产妇补钙市场扩容的机遇。

图表14 朗迪是唯一含甘露醇配方的复方钙制剂

品牌	辅料
朗迪	甘露醇、聚维酮K30、香精、阿司帕坦、硬脂酸镁
钙尔奇	微晶纤维素、交联羧甲基纤维素钠、硬脂酸镁、交联吡咯烷酮、吡咯烷酮、月桂醇硫酸钠、轻质矿物油(包衣材料)、灰色色素(包衣材料)
迪巧	山梨糖醇、硬脂酸镁、阿司帕坦、柠檬酸、天然水果香料和着色剂

资料来源:药品说明书、平安证券研究所

**医保目录适应症放宽，康远独家受益。**据 2017 版全国医保目录，碳酸钙 D3 颗粒剂取消了 09 版医保目录仅限佝偻病的适应症限制。放宽适应症限制后，医保范围从原先的限佝偻病患者适用拓宽至骨质疏松领域，受益群体从儿童（佝偻病主要患病群体）为主延伸至儿童、妊娠和哺乳期妇女、更年期妇女及老年人等重点补钙人群。估计 2016 年全国骨质疏松症药物市场规模近 260 亿元，颗粒剂碳酸钙 D3 作为康远药业独家剂型，朗迪有望受益于医保适应症限制放宽。

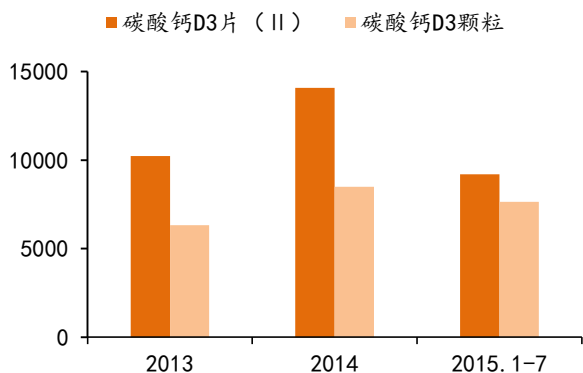
图表15 碳酸钙 D3 颗粒剂医保适应症放宽

2009 版全国医保目录			2017 版全国医保目录			变更内容
药品名称	剂型	备注	药品名称	剂型	备注	
碳酸钙 D3(维生素 D3 碳酸钙)	颗粒剂	限佝偻病	碳酸钙 D3	颗粒剂		康远独家颗粒剂型，取消适应症限制
碳酸钙 D3(维生素 D3 碳酸钙)	口服常释剂型		碳酸钙 D3	口服常释剂型		无变化
碳酸钙	口服常释剂型		碳酸钙	口服常释剂型		无变化
			碳酸钙	颗粒剂		新增
			小儿碳酸钙 D3	颗粒剂	限小儿佝偻病	新增

资料来源：人社部、平安证券研究所

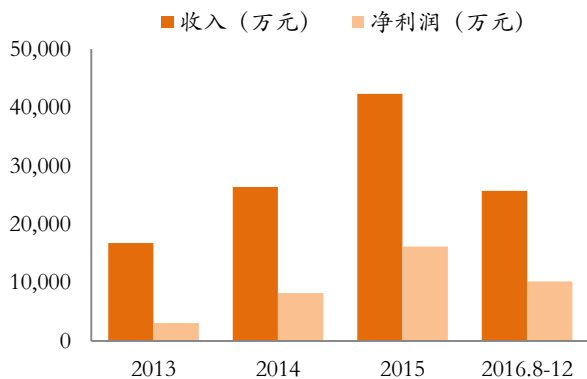
公司的复方碳酸钙片剂和颗粒剂近几年都呈现快速增长态势。综合朗迪牌复方碳酸钙在吸收率、成分配比、剂型以及医保支付的优势，未来公司补钙类产品将不断提高市场占有率，有望成为振东制药最突出的增长点之一。

图表16 康远制药钙制剂药品销售额（万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 康远制药近几年收入及利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 三、厚积薄发，岩舒注射液焕发第二春

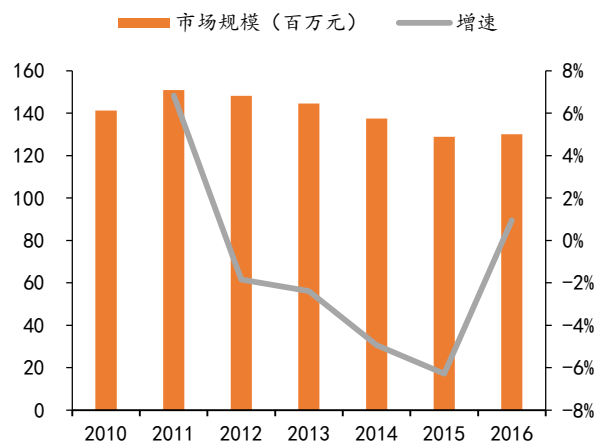
#### 3.1 五大动因助力岩舒重回高增长

岩舒注射液，又名复方苦参注射液，是公司独家品种，由苦参、白土苓等组成，功效为清热利湿、凉血解毒、散结止痛，临床用于癌肿疼痛、出血。

2016年岩舒注射液销售收入约7亿元，占公司总收入的21%。从PDB数据来看，2016年增速有明显回升。从今年起，岩舒注射液重新恢复高增长，主要有五大原因：**1，岩舒注射液未进入主流市场的辅助用药目录，有望在临床实现竞品替代；2，价格体系维护良好；3，增加部分代理区域，销售更灵活；4，岩舒不限使用医院级别，成为少数可以在基层使用的中药注射剂；5，增加剂量方便临床用药。**

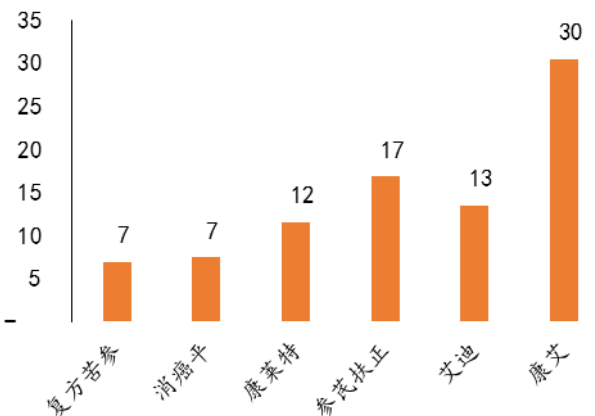
在以上五大因素的推动下，我们判断岩舒注射液将焕发第二春，有望保持20%以上的增速。公司正在积极推进增加使用剂量的注册工作，已经进入临床三期，预计2017年获批，届时岩舒的销量有望出现突破式增长。

图表18 岩舒注射液样本医院市场规模及增速



资料来源：PDB，平安证券研究所

图表19 抗肿瘤类中药注射剂 2016年销售额(亿元)



资料来源：公司公告、米内、平安证券研究所

图表20 主要的抗肿瘤中药注射剂比较

通用名	主要成分	生产厂家	最新中标价(元)	疗程治疗费用(万)
复方苦参注射液	苦参、白土苓	振东制药	34.56 / 5ml / 支	0.14
康艾注射液	黄芪、人参、苦参素	长白山制药	54.87 / 10ml / 支	0.66-0.99
艾迪注射液	斑蝥、人参、黄芪、刺五加	益佰制药	30.66 / 10ml / 支	0.46-0.92
华蟾素注射液	干蟾皮提取物	金蟾药业	41.81 / 10ml / 支	0.13-0.25
参芪扶正注射液	党参、黄芪	丽珠集团	143.82 / 250ml / 瓶	0.3
消癌平注射液	通关藤	圣和制药 通化金马	262.25 / 20ml / 支	0.16-0.31
康莱特注射液	薏苡仁	康莱特药业	274.32 / 100ml / 瓶	1.15
鸦胆子油乳注射液	鸦胆子油	九旭药业 等三家	58.14 / 10ml / 支	0.17-0.52

资料来源：CFDA、药智网、平安证券研究所

首先，岩舒注射液受益于医保控费和各地辅助用药目录出台，开启竞品替代之旅。市场认为，医保控费的政策导向，将对中药注射剂包括岩舒注射液产生较大的负面影响。而我们经过细致的梳理，有别于市场的普遍看法，认为岩舒注射液反而受益于医保控费和各地辅助用药目录出台。我们认为，

由于岩舒整体规模较小，且与竞品相比价格便宜，在多数竞品（其他抗肿瘤中药注射剂，如康艾、艾迪等）相继中枪进入各省市辅助用药目录的背景下，岩舒注射液被列入辅助用药清单的区域最少，有望实现院内用药替换，逐步蚕食竞品的市场份额。2016年以来岩舒注射液提速明显，竞品替代已经拉开帷幕。

图表21 09版全国医保目录对抗肿瘤中药注射剂的分类

分类	药品	主要生产企业	应用领域	医保情况
治疗性 用药	华蟾素注射液	华润金蟾药业	癌症疼痛	甲类
	艾迪注射液	益佰制药	中晚期癌症	乙类
	得力生注射液	山东正邦制药	肝癌	乙类
	<b>复方苦参注射液</b>	<b>振东制药</b>	<b>中晚期癌症</b>	<b>乙类</b>
	康莱特注射液	康莱特药业	中晚期肿瘤	乙类
	消癌平注射液	通化金马，圣和药业	中晚期肿瘤	乙类
	鸦胆子油乳注射液	九旭药业，沈阳药大药业，白云山明兴制药	中晚期肿瘤	乙类
辅助用 药	参芪扶正注射液	丽珠利民制药	-	乙类
	黄芪注射液	珍宝岛，圣泰生物，济民可信 山禾，九旭药业等	恶性肿瘤化疗行血象指标低 下及免疫功能低下	乙类
	康艾注射液	长白山制药	中晚期肿瘤	乙类
	猪苓多糖注射液	正大天晴	恶性肿瘤免疫功能低下	乙类

资料来源：《全国医保目录》，平安证券研究所

岩舒注射液凭借良好的安全性、丰富的临床价值以及充分的机理研究，成功避开大多数省份的辅助用药目录（或限制使用药品目录）。自2015年9月云南推出地方版的辅助用药目录以来，已有十余省市出台相关政策文件，在主要的抗肿瘤中药注射剂中，岩舒注射液入选该目录次数最少。公司非常重视岩舒注射液的临床再评价工作，已经完成30000例不良反应集中监测，确保产品的安全性。同时，公司2014年同时开展了复方苦参的6大方向的适应症定位，并且在四大指南获得推荐。2012年在澳大利亚的阿德莱德大学建立分子中药学的研究中心，近期在Oncotarget杂志并发表论文阐明岩舒注射液明确的抗肿瘤分子机理，引起全球药学界广泛关注。

附：岩舒注射液的抗肿瘤机理——其中苦参的主要成分为苦参碱、氧化苦参碱等多种生物碱。实验表明苦参碱可抑制端粒酶活性，对肿瘤有直接杀伤作用，并可以诱导细胞分化，促进肿瘤细胞凋亡。

图表22 各地出台辅助用药目录及抗肿瘤中药注射剂入选情况

时间	地区	文件名称	入选抗肿瘤中药注射剂
2015.09	云南	《关于进一步加强医疗机构注射用辅助治疗药品使用管理的通知》	艾迪注射液、参麦注射液、参芪扶正注射液、榄香素注射液、华蟾素注射液、康艾注射液、康莱特注射液、消癌平注射液、鸦胆子油乳注射液
2015.10	苏州	《苏州市医疗机构重点药品监控目录》	康艾注射液、康莱特注射液
2015.11	福建	《福建省2015年特定限价药品及血液制品谈判采购实施方案》	艾迪注射液、复方苦参注射液、参芪扶正注射液、康艾注射液、消癌平注射液、榄香素注射液
2015.11	河北	《关于进一步加强临床合理用药工作的	暂无目录

通知》			
2015.11	安徽	《关于公布全省 2015 年 4-10 月份重点药品监控目录的通报》	艾迪注射液、参附注射液、
2016.02	江西	《关于进一步加强药械管理,促进合理用药用械工作的通知》	暂无目录
2016.03	四川	《关于建立医疗机构重点监控药品管理制度的通知》	参麦注射液、艾迪注射液
2016.05	湖北	《关于进一步加强医疗机构合理用药管理的指导意见》	暂无目录
2016.05	山西	《关于进一步加强医疗机构辅助类用药管理的通知》	暂无目录
2016.06	辽宁	《关于加强公立医院辅助用药预警和监控工作的指导意见》	暂无目录
2016.07	内蒙古	《关于进一步规范医疗机构辅助用药管理的通知》	复方苦参注射液、消癌平注射液、 鸦胆子油乳注射液、华蟾素注射液、 康莱特注射液
2016.07	青海	《关于开展医院临床用药重点监控工作的通知》	青海省人民医院目录:康艾注射液。 青海省中医院目录:参芪扶正注射液。 青海红十字医院目录:参芪扶正注射液
2016.08	安徽	《关于公布 2016 年上半年重点药品监控目录的通知》	无入选品种

资料来源:各省市卫计委、平安证券研究所

图表23 主要抗肿瘤中药注射剂入选辅助用药目录情况的比较分析

通用名	北京	云南	苏州	无锡	福建	安徽	四川	内蒙	青海	总计
康艾注射液		√	√	√	√				√	5
艾迪注射液		√		√	√	√	√			5
参麦注射液		√		√		√	√			4
康莱特注射液		√	√					√		3
消癌平注射液		√			√			√		3
鸦胆子油乳注射液	√	√						√		3
参芪扶正注射液					√				√	2
华蟾素注射液		√						√		2
<b>复方苦参注射液</b>					√*			√		<b>2</b>

\*注:福建招标政策降价极端,公司为了全国价格体系弃标该市场,故无实际影响

资料来源:各省市卫计委、平安证券研究所

其次，公司在本轮招标中，成功的维持了全国价格体系。我们比较了岩舒注射液在各地历次中标价格，不仅横向各地中标价格非常接近，纵向看最近 6 年的中标价也基本稳定。以 5ml 规格为例，最高中标价为内蒙古（39.96 元），最低中标价湖北、上海等地区（32 元），平均中标价 34.55 元，相较上一轮招标，降价幅度 5% 左右。

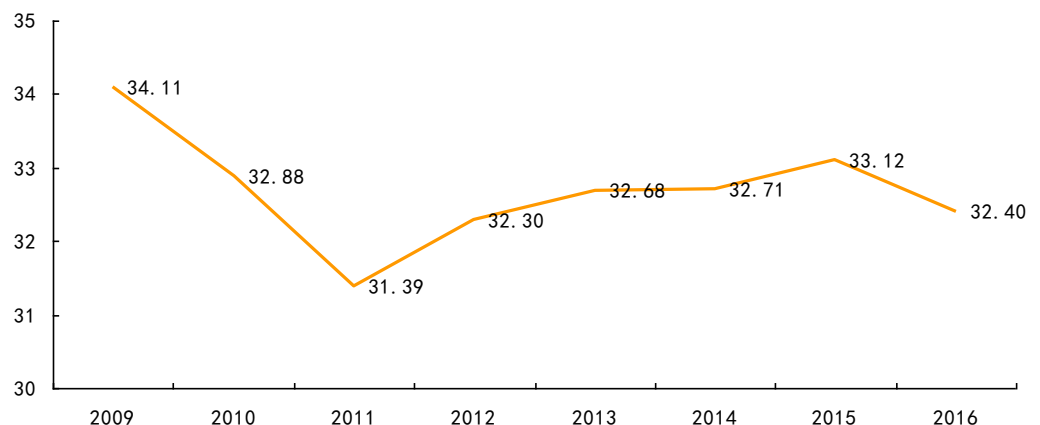
众所周知，在以省为单位的招标中，药品价格是相互参照的，尤其本轮招标，很多地方都要求参照全国最低的省区的中标价。公司战略性放弃福建等 3 个降价严厉的省份，避免了全国价格体系塌陷的风险，维持了产品价格的平稳，也为进一步的市场推广打下了价格基础。

图表24 岩舒注射液部分地区新一轮中标价

时间	地区	规格	招标价(元)/支
2016.11.01	重庆	5ml*5支	34.56
2016.11.01	重庆	4ml*5支	34.56
2016.10.27	四川	2ml/支	15.16
2016.10.27	四川	5ml/支	32.32
2016.09.20	山东	2ml/支	15.19
2016.09.01	湖北	5ml/支	32.00
2016.09.01	湖北	2ml/支	15.82
2016.06.02	四川	5ml/支	32.32
2016.03.21	天津	5ml/支	32.00

资料来源：药智网、平安证券研究所

图表25 岩舒注射液历年样本医院采购均价（5ml 规格）



资料来源：药智网、平安证券研究所



第三，增加了部分代理区域，销售更灵活。公司有 2000 人规模的强大销售团队，对于岩舒，过去全部实行自营销售模式。今年公司进行营销改革，销售模式更灵活，在优势区域继续保持自营模式的基础上，新增部分市场基础薄弱地区实行代理销售模式，有望加快放量速度。

第四，岩舒不限使用医院级别，成为少数可以在基层使用的中药注射剂。2017 年新版医保目录调整，49 个中药注射剂入选，其中 26 个限制在二级以上医院使用，包括黄连注射液、清开灵注射液、莲必治注射液、热毒宁注射液、喜炎平注射液、鱼腥草注射液、痰热清注射液等。岩舒没有限定使用医院，成为仅有的少数可以在基层医院使用的中药注射剂。

#### 第五，增加临床用量预计 2017 获批

增加用量临床试验进展顺利，预计 2017 年完成，助力岩舒实现腾飞。公司 2015 年启动岩舒注射液增加用量的临床试验和注册，目前已经进入 3 期临床，将会从目前 5ml 标准的使用剂量提升到 20-40ml，预计 2017 年完成实验获得注册，将极大促进岩舒注射液的销量提升。同时，公司也在积极推动岩舒注射液的 FDA 申报工作。

2014 年，公司启动了 30000 例的复方苦参注射液不良反应集中监测，也开展了包括头颈癌、肺癌在内的 6 大适应症的临床再评价。这些工作的开展，很好的巩固了岩舒的学术推广及市场地位。

图表26 岩舒注射液临床研究项目

试验分类	开始时间	项目名称	适应症	受试人群
增量	2015	岩舒注射液治疗癌症疼痛三期临床研究	癌症肿痛	480 例(进行中)
不良反应集中监测	2014	复方苦参注射液不良反应集中监测与危险因素巢式病理对照研究	安全性监测	30000 例(已完成,正在统计)
	2014	复方苦参注射液预防头颈癌放射治疗相关不良反应随机对照多中心临床试验	头颈癌	240 例
6 个临床方向	2014	复方苦参注射液预防宫颈癌治疗相关不良反应的随机对照多中心临床试验	宫颈癌	240 例
	2014	复方苦参注射液减轻肺癌患者胸部放射治疗相关不良反应的随机对照多中心临床试验	肺癌	300 例
	2014	复方苦参注射液联合 5-Fu 类口服化疗药治疗晚期消化道恶性肿瘤的随机对照多中心临床研究	晚期消化道恶性肿瘤	300 例
	2014	复方苦参注射液配合肝动脉介入治疗原发性肝癌的随机多中心临床试验	原发性肝癌	240 例
	2014	复方苦参注射液联合单药化疗治疗老年晚期非小细胞肺癌(NSCLC)患者的随机对照多中心临床试验	老年晚期非小细胞肺癌	180 例(已完成120 例)

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 四、 二线品种储备丰富，点燃高速增长引擎

除了主打品种岩舒注射液，公司二线品种方面也是亮点颇多。公司围绕抗肿瘤和心脑血管打造产品线，如比卡鲁胺、舒血宁、芪蛭通络、果胶铋等均具有良好竞争格局和市场潜力，有望成为拉动公司增长的新的引擎。

图表27 公司主要产品新一轮招标情况

品种	规格	最高价	最低价	平均价	医保情况	基药情况
岩舒注射液	2ml	17.65 (琼)	14.65 (辽)	15.62	国乙	晋、青
	5ml	39.96 (蒙)	32 (沪)	34.55		
比卡鲁胺	50mg	1087 (晋)	867.32 (闽)	1018.8	国乙	
胶体果胶铋	50mg*30	13.39 (鲁)	12 (皖)	12.98	国甲	国基
	100mg*24	18.35 (鲁)	12.25 (浙)	15.72	国乙	
舒血宁	5ml	15.2 (青)	3.36 (晋)	12	国乙	7省区
阿莫西林钠	0.5g	53.4 (青)	20.0 (闽)	28.53	15省区	
氟氯西林钠	1.0g	88.3 (青)	34.0 (闽)	48.26		
氟氯西林钠	0.5g	66 (云)	32.86 (豫)	48.26	13省区	
	1.0g	112 (云)	62 (湘)	52.96		
香菇多糖	1mg	168 (新)	105.6 (闽)	146.1	16省区	

资料来源：药智网、公司公告、平安证券研究所

图表28 公司主要产品新一轮招标情况

通用名	适应症	预估 2016 年收入 (亿元)	医保情况	样本医院市场份额前三
比卡鲁胺	前列腺癌	1.3	乙类 (口服常释剂型)	阿斯利康 (79.46%)、振东药业 (11.81%)、朝晖药业 (7.62%)
马来酸曲美布汀胶囊	主要用于治疗胃肠运动功能紊乱引起的食欲不振、恶心、呕吐、嗝气、腹胀等，也可用于肠道易激惹综合症	1	乙类 (口服常释剂型)	田边制药 (47.39%)、浙江昂利康制药 (23.01%)、振东药业 (19.25%)
胶体果胶铋	主要用来治疗消化性溃疡，特别是幽门螺旋杆菌相关性溃疡	1	乙类 (口服常释剂型)	振东药业 (41.41%)、湖南华纳大药厂 (40.34%)、华北制药 (6.38%)
银杏叶注射液	用于治疗缺血性心脑血管疾病、冠心病、心绞痛、脑栓塞、脑血管痉挛等	0.8	乙类 (限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者)	珍宝岛药业 (29.05%)、神威药业 (26.31%)、威玛舒培博士药厂 (21.19%)
米诺地儿	用于顽固性、原发性或肾性高血压。用于预防油脂性脱发及畜牧业	0.6	乙类 (口服常释剂型)	振东药业 (55.42%)、美大康华康药业 (44.28%)、美商医药 (0.3%)
氟氯西林钠	主要用于葡萄球菌所致的各种周围感染	0.4		振东药业 (57.06%)、桂林南药 (42.83%)、石药集团 (0.11%)
维生素 B2	用于由核黄素缺乏引起的口角炎、唇炎、舌炎、眼结膜炎及阴囊炎等疾病的治疗	0.3	甲类 (口服常释剂型)	江西制药 (66.03%)、振东药业 (16.4%)、珠海生化制药 (7.05%)
香菇多糖	不能手术或复发性胃癌、肝癌、膀胱癌	0.2		金陵药业 (52.59%)、绿叶思科药业 (24.9%)、康缘药业 (11.85%)
头孢硫脒	用于敏感菌所引起呼吸系统、肝胆系统，五官、尿路感染及心内膜炎，败	0.1	乙类 (注射剂，限有药敏试验证)	白云山制药 (88.17%)、天心药业 (7.49%)、罗欣药业 (1.98%)

血症

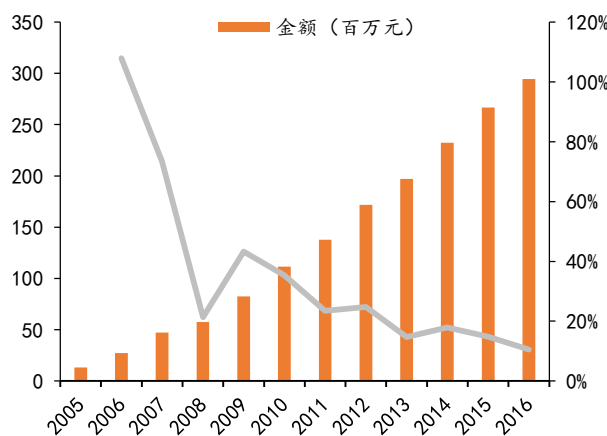
据)

资料来源：药智网、公司公告、平安证券研究所

#### 4.1 比卡鲁胺进口替代空间巨大

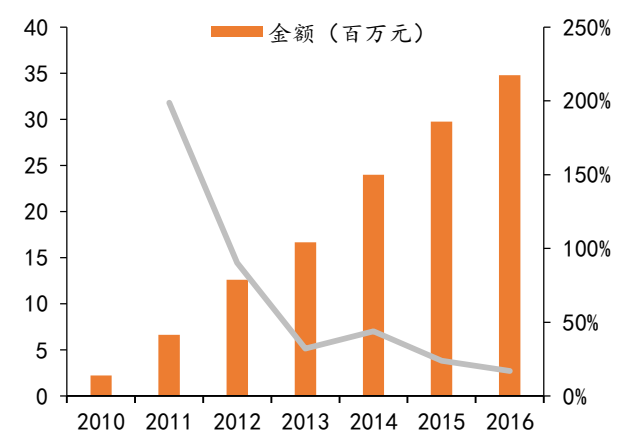
比卡鲁胺是由阿斯利康开发的一款抗肿瘤药物，主要用于前列腺癌的治疗，1995年上市销售，并于1999年引入我国。近几年比卡鲁胺整体市场规模维持较快增长速度，2016年样本医院市场规模达到2.94亿元，同比增长10.49%，振东比卡鲁胺增速高于行业达到16.96%。2016年因为原料受限，公司比卡鲁胺停产6个半月的时间，但公司收入仍然维持较高增长，预计2017年销售收入会达到2015年的三倍左右。

图表29 比卡鲁胺样本医院市场规模及增速



资料来源：PDB，平安证券研究所

图表30 振东比卡鲁胺市场样本医院规模及增速



资料来源：PDB，平安证券研究所

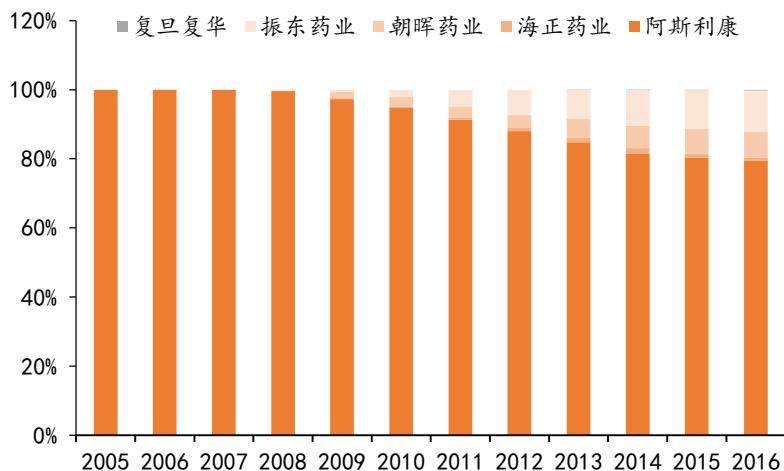
目前比卡鲁胺竞争格局良好，同时拥有制剂和原料批文的企业只有3家，公司的胶囊为独家剂型。2016年振东制药的比卡鲁胺占据11.49%的市场份额，仅次于原研企业阿斯利康，未来进口药替代速度将会加快。

图表31 比卡鲁胺竞争格局及市场份额

企业	原料药	片剂 (50mg)	片剂 (150mg)	胶囊 (50mg)	市场份额
阿斯利康		√	√		79.86%
振东制药	√			√	11.49%
上海朝晖		√			7.59%
海正药业	√	√			0.79%
复旦复华	√	√			0.27%

资料来源：药智网、平安证券研究所

图表32 比卡鲁胺市场份额历年变化

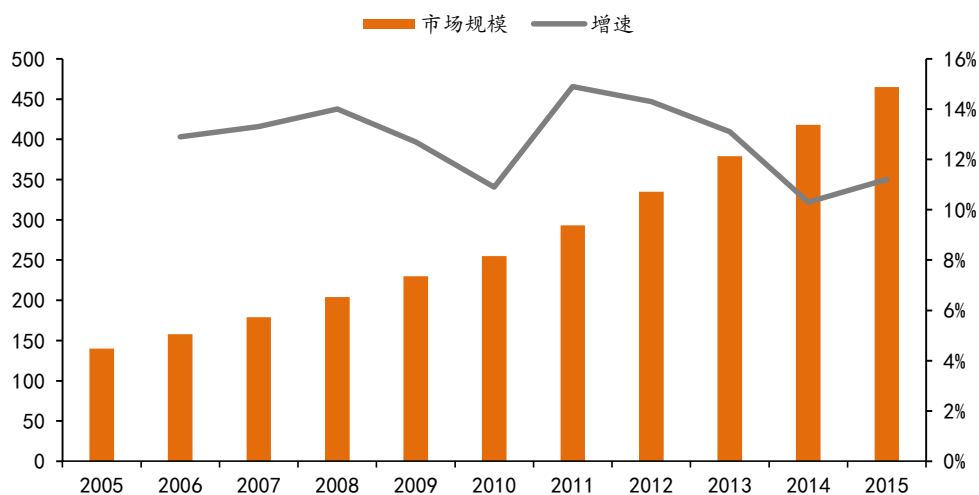


资料来源：公司公告、平安证券研究所

#### 4.2 瑞健（曲美布汀）有望实现跨越式增长

瑞健，通用名为马来酸曲美布汀胶囊，是一种消化系统用药，主要用于治疗胃肠运动功能紊乱引起的食欲不振、恶心、呕吐、暖气、腹胀等，也可用于肠道易激惹综合症。胃肠病是一种常见的疾病，我国胃肠病发病率占总人口的 10%-12%，其中约 40%长期受到胃肠病的困扰。《2012 年中国卫生统计年鉴》中我国居民前十位慢性疾病患病率中，胃肠道疾病仅次于高血压，高居第二位。因此自 2005 年以来我国胃肠药市场维持 10%以上的快速增长状态。

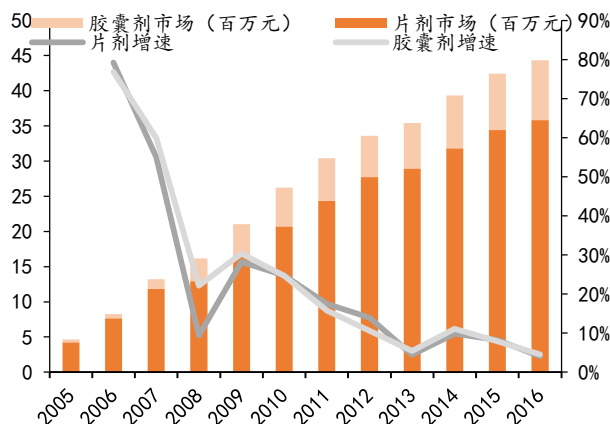
图表33 我国胃肠道用药市场规模（亿元）及增速



资料来源：中商产业研究院、平安证券研究所

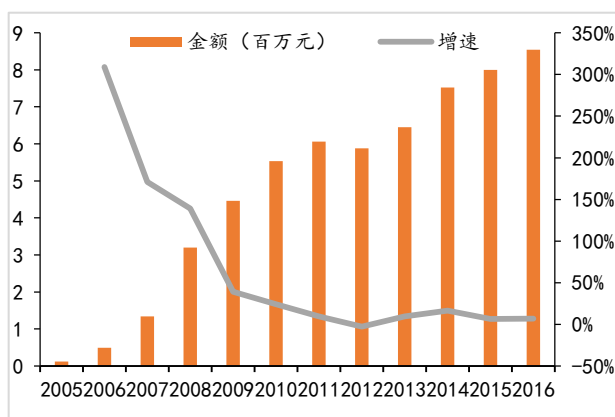
曲美布汀 2016 年样本医院市场规模 4434 万元，其中振东制药占据大约 20%市场份额。我们估算 2016 年瑞健销售收入过亿，公司在 2016 年加大了推广力度，未来预计该品种将成为高增长的二线品种。

图表34 曲美布汀样本医院市场规模及增速



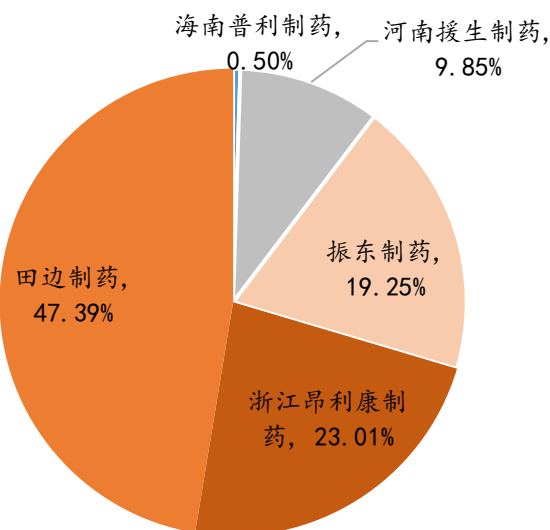
资料来源: PDB, 平安证券研究所

图表35 振东曲美布汀市场样本医院规模及增速



资料来源: PDB, 平安证券研究所

图表36 曲美布汀市场竞争格局



资料来源: PDB、平安证券研究所

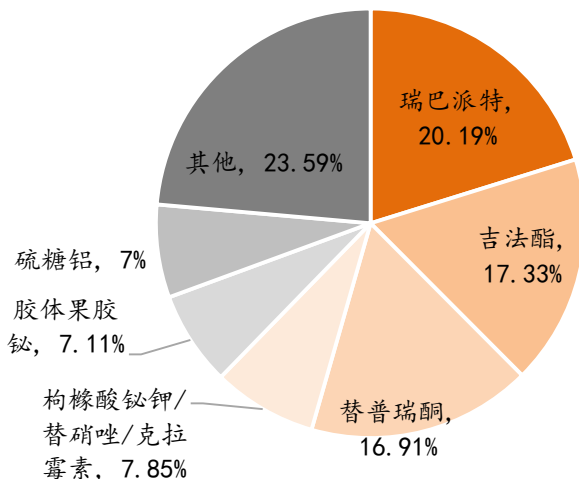
### 4.3 胶体果胶铋竞争优势明显

果胶铋，又称胶体果胶铋，是一种由果胶和铋生成的组分不定的复合物。果胶铋是一种胃肠黏膜保护药，主要通过口服后在胃壁形成一层保护膜来隔离胃酸，从而保护受损的黏膜，并能刺激胃肠黏膜上皮细胞分泌粘液，促进上皮细胞自身的修复，同时对杀灭幽门螺旋杆菌也有一定的效果。果胶铋主要用来治疗消化性溃疡，特别是幽门螺旋杆菌相关性溃疡。

我国胃肠病发病人数中，胃溃疡占比超过 10%。消化性胃溃疡是比较顽固的疾病之一，复发率高达 70%，治疗难度大。目前治疗消化性胃溃疡的主要品种有质子泵抑制剂、H2 受体阻断剂和胃粘膜保

护剂三大类。胃黏膜保护剂在其他两类药品的冲击下曾一度衰落，但近年来，随着新品种的上市和胃镜检查的普及，胃黏膜保护剂又重回上升轨道。胃黏膜保护剂的主要品种有瑞巴派特、吉法酯、替普瑞酮、果胶铋等，2015年样本医院整体销售规模达2.34亿元，其中果胶铋销售规模为1665万元，占比7.11%。

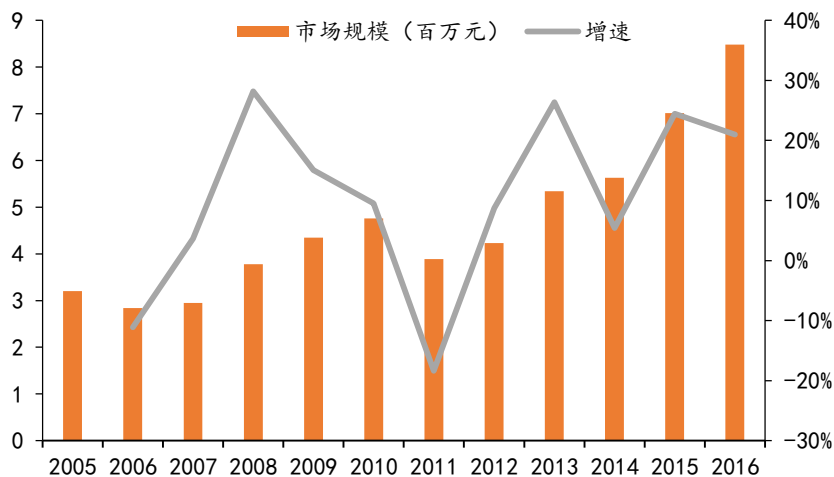
图表37 胃黏膜保护剂竞争格局



资料来源：PDB、平安证券研究所

公司的胶体果胶铋凭借着良好的治疗效果，近年来市场份额不断提高，销售收入保持较快增长速度。根据PDB样本医院数据，近两年增长率维持在20%以上，2016年样本医院销售额847万元。预计该产品未来将维持20-30%的增长。

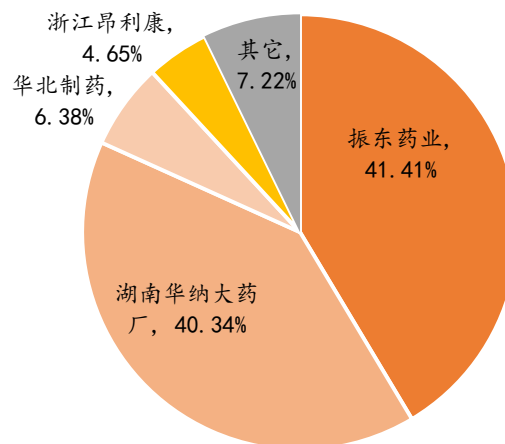
图表38 振东胶体果胶铋市场规模（百万元）及增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

统计数据显示，公司胶体果胶铋市场份额为41%，名列第一，具有良好的市场基础。

图表39 胶体果胶铋市场竞争格局



资料来源：PDB、平安证券研究所

## 五、 股权激励充分，内生增长动力充足

公司于 2016 年 2 月 6 日发布了限制性股票激励计划，拟向中高层管理人员和核心技术、业务人员共 78 人授予限制性股票 1064 万股，占当前公司总股本的 3.69%，其中预留限制性股票 106 万股。限制性股票的授予价格为 7.40 元。3 月 25 日公司对激励方案进行调整，激励对象由 78 人调整为 70 人，授予数量由 1064 万调整为 1000 万股，其中预留 106 万限制性股票不变，并且确定限制性股票授予日为 3 月 23 日。2016 年到 2018 年可解锁限制性股票数量分别为 30%、30%和 40%，而预留部分 2016 年和 2017 年各解锁 50%。

限制性股票的解锁条件考察净利润和净资产收益率两个指标。其中净利润以 2014 年扣非后净利润指标为考核基数，各个考核年度预设最大净利润和及格净利润，根据考核年度的实际净利润确定当期可解锁的限制性股票数量，具体规则如图所示。预留部分 2016 和 2017 年的解锁条件分别按 2017 和 2018 年的标准。净资产收益率 2016-2018 年分别不低于 4%、5%和 6%。

图表40 净利润考核指标确定规则

考核期	2016 年	2017 年	2018 年
预设最大值 (百万元) A	99.93	129.93	169.86
预设及格值 (百万元) B	79.86	103.98	135.81
各期可解锁数量	各期最大可解锁数量*考核指标完成率		
考核指标完成率	当 $X > A$	100%	
	当 $A > X \geq B$	$80\% + 20\% * (X - B) / (A - B)$	
	当 $X < B$	0%	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

本次股权激励计划涉及范围广，包括副董事长、董事、副总经理、财务总监等高级管理人员 6 名，和中层管理、核心技术（业务）人员 64 名。另外，此次股权激励计划激励力度大。本次激励计划的授予价格为每股 7.40 元，是按计划首次公告前 20 个交易日的股票均价 14.79 元的 50% 确定。根据授予日限制性股票的公允价值计算激励成本达 4622.87 万元。本次股权激励有利于充分调动中高层管理人员和核心技术（业务）人员的积极性，并有效吸引和留住人才。通过将股东利益、公司利益和个人利益联系在一起，使各方共同关注公司的长远发展并为之提供动力。

**图表41 本次限制性股票激励计划授予情况**

序号	姓名	职务	授予额度（万股）
1	董迷柱	副董事长、常务副总经理	50
2	李明花	董事、副总经理	50
3	刘近荣	董事	20
4	李志旭	副总经理	20
5	赵燕红	财务总监	20
6	宁潞宏	副总经理、董秘	20
中层管理、核心技术（业务）人员（64人）			714
预留			106
合计（70人）			1000

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 六、盈利预测与估值

### 6.1 产品分类预测

合理假设：

- 1、岩舒持续稳定增长；
- 2、二线核心品种高速增长，进一步扩大市场份额；
- 3、康远制药顺利交接，预测中仍然按照低开金额计算；

**图表42 公司主要产品及康远制药收入预测**

单位：亿元	2016E	2017E	2018E	2019E
岩舒	7	8.4	9.7	11.1
比卡鲁胺	1.3	1.6	1.8	2.1
瑞健	1	1.2	1.4	1.6
果胶铋	1	1.2	1.4	1.6
康远	2.6	7.1	8.6	10.3
其他	20.0	22.4	27.5	33.7
合计	32.8	41.9	50.2	60.3

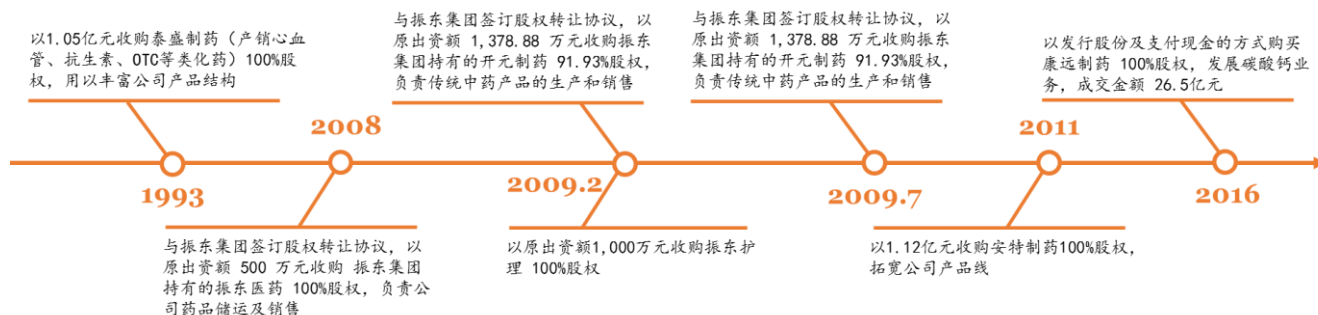
资料来源：公司公告、平安证券研究所



## 6.2 蕴含并购基因，有望开启新一轮外延扩张

在 2011 年之前公司成功收购了泰盛、开元、安特等公司，极大丰富了公司产品线，升级为一家综合型的医药企业。上市以后，公司鲜有外延，2016 年收购康远制药，有望打开公司新一轮的收购道路，后续具有外延预期。

图表43 公司收购历程



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 6.3 公司进入加速增长通道，有望推动估值提升

康远 2016 年 8 月份并表，2016 年公司净利润为 1.93 亿元，其中康远贡献 1.02 亿元，占比 53%。2017 年康远承诺净利润为 2 亿，且全年并表，将显著提高公司利润。

岩舒注射液增长提速，收购康远获得增速 20%-30%的朗迪，公司两大重点品种在未来几年内有望继续保持较高增速。而公司目前的相对估值处于历史低位，且明显低于可比公司，预计未来估值有望适当提升。

## 6.4 合理市值过百亿，尚有 28%增长空间

2017 年，康远承诺净利润为 2.5 亿元，主打产品朗迪复方碳酸钙属于受益二胎的妇儿类 OTC（含双跨）品种，给予可比公司平均估值 31 倍，计算得出市值为 77.5 亿元；预计振东制药原业务 2017 年可产生归属母公司净利润为 1.5 亿元，给与可比中药公司平均估值 25 倍，计算得出市值为 37.5 亿。两部分业务合计市值为 115 亿元，当前市值为 86 亿元，尚有 34%的增长空间。公司价值被低估，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 22 元。

图表44 公司估值低于中药和 OTC 化药可比公司

代码	公司	股价	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600976	健民集团	27.47	42.14	0.42	0.68	0.95	70.77	40.14	29.07
600479	千金药业	14.79	51.58	0.43	0.51	0.62	51.46	28.85	23.78
000915	山大华特	37.44	87.73	1.10	1.24	1.61	33.18	30.21	23.29
600566	济川药业	37.02	300.00	1.17	1.49	1.86	29.30	24.91	19.94
	<b>平均值</b>	<b>29.18</b>	<b>120.36</b>	<b>0.78</b>	<b>0.98</b>	<b>1.26</b>	<b>46.18</b>	<b>31.03</b>	<b>24.02</b>
000513	丽珠集团	66.50	257.00	1.97	2.25	2.72	34.14	29.51	24.43
300039	上海凯宝	7.34	78.65	0.34	0.29	0.31	29.55	25.55	23.82
600557	康缘药业	16.37	101.00	0.61	0.71	0.84	28.43	23.04	19.54
600062	华润双鹤	26.39	191.00	0.99	1.20	1.38	19.34	22.00	19.13

	平均值	29.15	156.91	0.98	1.11	1.31	27.87	25.03	21.73
300158	振东制药	16.22	84.27	0.56	0.72	0.88	86.86	22.41	18.52

资料来源: wind、平安证券研究所

## 七、风险提示

市场风险，研发风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2752	3571	3898	5487
现金	587	1230	713	2141
应收账款	1293	1382	1965	1983
其他应收款	69	71	100	106
预付账款	220	190	320	292
存货	407	599	662	847
其他流动资产	583	697	800	965
<b>非流动资产</b>	4123	4325	4112	4140
长期投资	1	1	1	1
固定资产	1073	998	933	883
无形资产	372	354	335	315
其他非流动资产	2677	2972	2844	2941
<b>资产总计</b>	6875	7895	8010	9627
<b>流动负债</b>	1273	1986	1576	2663
短期借款	237	0	0	0
应付账款	233	395	388	552
其他流动负债	803	1590	1187	2111
<b>非流动负债</b>	330	200	246	223
长期借款	39	0	0	0
其他非流动负债	291	200	246	223
<b>负债合计</b>	1603	2186	1821	2886
少数股东权益	26	9	-13	-38
股本	520	520	520	520
资本公积	4325	4325	4325	4325
留存收益	459	856	1357	1934
<b>归属母公司股东权益</b>	5246	5700	6201	6778
<b>负债和股东权益</b>	6875	7895	8010	9627

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	-45	802	-427	1461
净利润	193	396	501	577
折旧摊销	128	115	118	122
财务费用	31	-11	-14	-19
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	386	356	-1026	817
其他经营现金流	-781	-54	-6	-36
<b>投资活动现金流</b>	-92	47	-107	-54
资本支出	-36	-23	-72	-72
长期投资	-2315	0	0	0
其他投资现金流	2259	71	-35	18
<b>筹资活动现金流</b>	465	-206	17	22
短期借款	-308	-237	0	0
长期借款	-21	-39	0	0
普通股增加	232	0	0	0
资本公积增加	2989	58	0	0
其他筹资现金流	-2427	12	17	22
<b>现金净增加额</b>	328	644	-517	1428

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3283	4187	5150	6180
营业成本	1825	2263	2822	3386
营业税金及附加	34	42	52	62
营业费用	863	1047	1288	1545
管理费用	289	360	448	538
财务费用	31	-11	-14	-19
资产减值损失	35	20	20	20
公允价值变动收益	0	-35	17	-9
投资净收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	207	432	553	640
营业外收入	28	25	25	25
营业外支出	2	3	3	3
<b>利润总额</b>	233	454	575	662
所得税	40	77	98	113
<b>净利润</b>	193	377	477	550
少数股东损益	-10	-19	-24	-27
<b>归属母公司净利润</b>	203	396	501	577
EBITDA	352	536	656	743
EPS(元)	0.39	0.76	0.96	1.11

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	45.1	27.5	23.0	20.0
营业利润(%)	384.1	108.4	27.9	15.7
归属于母公司净利润(%)	214.1	95.0	26.6	15.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	44.4	46.0	45.2	45.2
净利率(%)	6.2	9.5	9.7	9.3
ROE(%)	3.7	6.6	7.7	8.2
ROIC(%)	11.7	7.2	10.9	9.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	23.3	27.7	22.7	30.0
净负债比率(%)	20.5	12.2	14.7	15.8
流动比率	2.2	1.8	2.5	2.1
速动比率	1.8	1.5	2.1	1.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	13.7	13.3	13.1	13.1
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.76	0.96	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	1.54	-0.82	2.81
每股净资产(最新摊薄)	10.1	11.0	11.9	13.0
<b>估值比率</b>				
P/E	42.3	21.7	17.2	14.9
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	27.7	13.0	11.6	8.2

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033