



微芯生物(688321.SH)

【联讯医药科创板公司深度报告系列二】微芯生物：小分子创新药研发公司样本

2019年08月02日

投资要点

无评级(不评级)

当前价：元
 目标价：元

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002
 电话：010-66235703
 邮箱：lizhixin@lxsec.com

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	147.7	190.9	357.9	579.4
(+/-)	33.67%	29.24%	87.50%	61.87%
归母净利润	31.2	43.5	75.9	106.9
(+/-)	29.61%	39.51%	74.29%	40.88%
EPS(元)	0.08	0.11	0.19	0.26
P/E	268.5	192.5	110.4	78.4

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

研发管线丰富，未来几年逐渐进入收获期

公司研发管线丰富，目前核心产品西达本胺 PTCL 适应症已经获批上市，其他三种适应症已在临床后期，晚期乳腺癌适应症已经完成全部临床，申报上市，非小细胞肺癌适应症已经进入 III 期，弥漫大 B 细胞淋巴瘤也准备 III 期临床；另外临床进度靠前的还有针对 2 型糖尿病的西格列他钠和多通路靶向激酶抑制剂西奥罗尼；西格列他钠已经完成 III 期临床试验，预计将于今年提交新药注册申请；西奥罗尼属于多通路靶向激酶抑制剂，对多种肿瘤具有治疗价值，目前正在对卵巢癌、小细胞肺癌、肝癌和非霍奇金淋巴瘤等多种疾病进行临床试验，目前正在 II 期临床阶段。此外，公司尚有一系列独家发现的新分子实体的候选药物 CS12192、CS17919、CS24123、CS17938、CS27186 等，正在进行临床前与早期探索性研究，治疗领域分别为抗肿瘤、非酒精性脂肪肝和自身免疫性疾病。未来几年，公司在研管线适应症将陆续获批上市，逐渐进入收获期。

核心产品西达本胺四大适应症销售峰值可达 20 亿元左右

PTCL 是西达本胺获批的第一个适应症，2017 年进入国家医保目录，当前正处于销售快速放量期；根据临床进度，我们推测西达本胺乳腺癌适应症、非小细胞肺癌适应症和弥漫性大 B 细胞淋巴瘤适应症可能分别在 2020 年、2021 年和 2023 年获批上市。西达本胺四大适应症远期销售峰值预计分别可达 6 亿元、5.1 亿元、6.7 亿元和 2.5 亿元左右，总计可达 20 亿元左右。

2 型糖尿病创新药西格列他钠即将上市，有望成为 10 亿级别大品种

西格列他钠是公司第二个原创新药，主要治疗 2 型糖尿病，机制新颖，是全球最早完成 III 期临床试验的 PPAR 全激动剂，能同时激动 PPAR γ 、PPAR α 和 PPAR δ 在内的 PPAR 核激素受体家族成员；按糖尿病治疗原理分类，西格列他钠属于胰岛素增敏剂类，但相对于传统酮类增敏剂，又具有调血脂和调能量代谢多种治疗效果，解决酮类增敏剂治疗痛点，实现糖尿病及其并发症综合治疗，具有替代优势，目前已经完成 III 期临床，准备申报上市。基于对 TZD 类药物（酮类胰岛素增敏剂）替代角度考量，我们预测西格列他钠有望成为 10 亿元销售额级别的大品种。

其他管线：西奥罗尼多种适应症正在 II 期临床

西奥罗尼是一个多靶点多通路选择性激酶抑制剂，属于小分子抗肿瘤原创新药，它针对主要几种肿瘤相关靶标蛋白激酶 VEGFR1,2,3、PDGFR α/β 、CSF-1R 和 Aurora B 均有显著的体外抑制活性（IC50 小于 10nM），具有广谱抗肿瘤作用，目前正在针对卵巢癌、小细胞肺癌、非霍奇金淋巴瘤、肝癌等不同适应症的 II 期临床试验。



◇ 盈利预测

我们预测 2019-2021 年，公司年营业收入分别为 1.91 亿元、3.58 亿元和 5.79 亿元，分别同比增 39.6%、87.5%和 61.9%；归母净利润分别为 4350 万元、7590 万元和 1.07 亿元，分别同比增 39.5%、74.3%和 40.9%。以发行后 4.1 亿股为参考股本，2019-2021 年全面摊薄 EPS 为 0.11 元、0.19 元和 0.26 元。新股上市，我们暂不做评级。

◇ 风险提示

药品临床或注册上市申请审批进度晚于预期；新药销售不及预期；新药研发失败风险；药价下降过快风险。



目 录

投资案件	5
盈利预测	5
关键假设点	5
股价表现催化剂	5
核心风险提示	5
一、重磅品种西达本胺销售逐年放量，远期销售峰值可达 20 亿元	6
（一）西达本胺：近年来少有获批的国内 1.1 类创新药	6
（二）进入国家乙类医保，销售正处于放量爬坡期	7
（三）PTCL 适应症竞争环境宽松，西达本胺治疗优势明显	8
（四）在研新适应症扩大潜在患者群	9
（五）西达本胺：四种适应症远期销售峰值可达 20 亿元规模	10
二、研发管线丰富，西格列他钠和西奥罗尼临床进度靠前	12
（一）西格列他钠：新一代胰岛素增敏剂，市场空间 10 亿级别	13
（二）西奥罗尼：多通路靶向激酶抑制剂	16
三、盈利预测与关键数据假设	16
四、风险提示	17

图表目录

图表 1：西达本胺获批适应症和在研适应症一览	6
图表 2：2009-至今历年 1 类新药获批数量	6
图表 3：获批 1 类新药治疗领域分布	6
图表 4：2016-2018 年西达本胺不同渠道销售额及占比	7
图表 5：国内外 PTCL 治疗药物上市及在研情况一览	8
图表 6：外周 T 细胞淋巴瘤各种治疗方案对比	8
图表 7：西达本胺 PTCL 适应症销售峰值测算	10
图表 8：西达本胺 ER+晚期乳腺癌适应症销售峰值测算	11
图表 9：西达本胺非小细胞肺癌适应症销售峰值测算	11
图表 10：西达本胺弥漫性大 B 细胞淋巴瘤适应症销售峰值测算	12
图表 11：西达本胺四大适应症销售额测算	12
图表 12：公司研发管线一览	13
图表 13：糖尿病治疗药物及治疗原理一览	14
图表 14：PPAR 各亚型功能及 PPAR 激动剂	14
图表 15：2017 年上海市样本医院各类糖尿病治疗药物处方数占比	15
图表 16：西格列他钠销售峰值测算	15
图表 17：西奥罗尼抗肿瘤三通路机理示意图	16
图表 18：按产品管线营收预测	17



附录：公司财务预测表（百万元） 18



投资案件

盈利预测

我们预测 2019-2021 年,公司年营业收入分别为 1.91 亿元、3.58 亿元和 5.79 亿元,分别同比增 39.6%、87.5%和 61.9%;归母净利润分别为 4350 万元、7590 万元和 1.07 亿元,分别同比增 39.5%、74.3%和 40.9%。以发行后 4.1 亿股为参考股本,2019-2021 年全面摊薄 EPS 为 0.11 元、0.19 元和 0.26 元。新股上市,我们暂不做评级。

关键假设点

1、上市时间假设:假设西达本胺乳腺癌适应症、非小细胞肺癌适应症和弥漫性大 B 细胞淋巴瘤适应症分别在 2020 年、2021 年和 2023 年获批上市;西格列他钠最终 2020 年获批上市。暂不考虑西奥罗尼和其他在研管线产品上市影响。

2、各适应症患者数、渗透率、平均用药时长等假设详见对应表格。

3、价格假设:核心品种西达本胺平均出厂价 2019-2021 年保持不变,后续年度每 4 年平均下降 10%左右;西格列他钠年用药金额保守假设为 2000 元(参考盐酸吡格列酮片年用药金约 1200 元)。

股价表现催化剂

新药适应症临床结果超预期,进度超预期,提前上市。

核心风险提示

药品临床或注册上市申请审批进度晚于预期;新药销售不及预期;新药研发失败风险;药价下降过快风险。



一、重磅品种西达本胺销售逐年放量，远期销售峰值可达 20 亿元

(一) 西达本胺：近年来少有获批的国内 1.1 类创新药

西达本胺是公司首个获批上市销售的原创新药，首个获批适应症为外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL)，适用于既往至少接受过一次全身化疗的复发或难治的外周 T 细胞淋巴瘤患者，为口服药片，规格为 5mg/片，24 片/盒。成人推荐每次服药 30mg (6 片)，每周服药两次，两次服药间隔不应少于 3 天；2014 年底获得新药证书，2015 年 3 月正式上市销售，是目前国内唯一治疗 PTCL 的药物，也是全球首个 PTCL 口服药物，2016 年，西达本胺进入《治疗外周 T 细胞淋巴瘤中国专家共识(2016 版)》。

另外新适应症乳腺癌已经完成 III 期临床，处于申请上市阶段，晚期非小细胞肺癌适应症已经进入 III 期，弥漫大 B 细胞瘤的临床试验也正在进行中，已经 II 期临床阶段。流行病学显示，外周 T 细胞淋巴瘤约占非霍奇金淋巴瘤 20%-35%，弥漫大 B 细胞瘤约占 58-60%，西达本胺已获批适应症和在研适应症基本覆盖非霍奇金淋巴瘤 78%-95% 患者群。

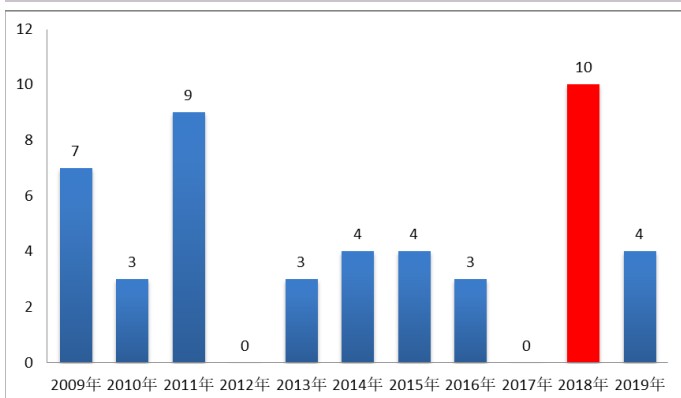
图表1：西达本胺获批适应症和在研适应症一览

通用名	适应症	研发进展					上市	来源	商业化权利区域	
		临床前	I期	II期	III期	上市申请				
西达本胺 (爱普莎)	复发或难治的外周T细胞淋巴瘤						2013.2	2014.12	自主研发发现	中国(除台湾地区)
	激素受体阳性晚期乳腺癌(联合用药)						2018.11			
	晚期非小细胞肺癌(联合用药)									
	弥漫大B细胞瘤(联合用药)									

资料来源：公司资料，联讯证券研究院

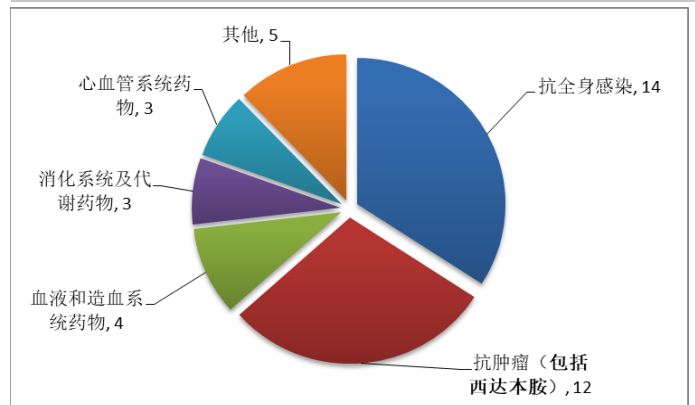
据米内网统计，2009 年至今（截止 6 月 24 日），我国批准的 1 类新药（包括 1 类、1.1 类、1.3 类、1.5 类及 1.6 类）品种仅有 41 个，2018 年 1 类新药迎来爆发，共有 10 个新药获批上市；治疗领域主要集中在全身抗感染、抗肿瘤两大类，分别为 14 个及 12 个，公司 1.1 类新药西达本胺首个适应症 PTCL 于 2015 年获批，属于抗肿瘤和免疫调节类药物，2017 年，西达本胺被美国化学会选为药物化学年度综述的学习案例，是近年来国内少有获批的 1.1 类创新药。

图表2：2009-至今历年 1 类新药获批数量



资料来源：米内网，联讯证券研究院 备注：总数为 47 个，其中阿德福韦酯片最终有 7 家药企获批 1.1 类上市

图表3：获批 1 类新药治疗领域分布



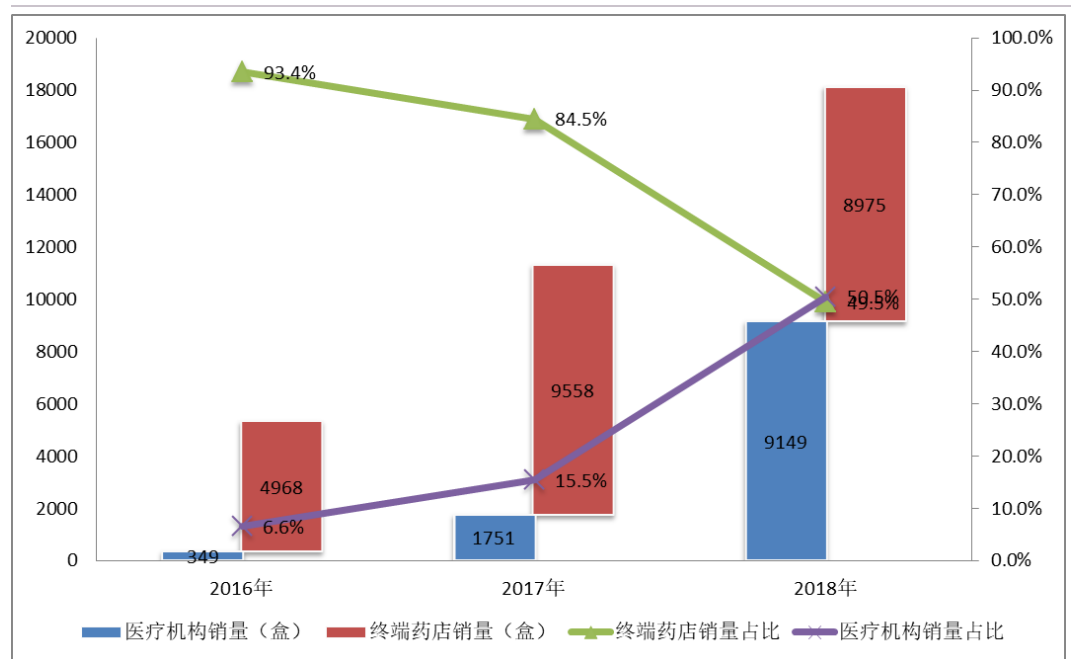
资料来源：米内网，联讯证券研究院



（二）进入国家乙类医保，销售正处于放量爬坡期

2015年3月，西达本胺正式上市销售，上市第二年（2016年）西达本胺销售额达到5576.8万元，销售渠道主要以零售药店为主，公立医院就诊后自费院外购药；2017年7月13日，人力资源和社会保障部发布《人力资源社会保障部关于将36种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》（人社部发〔2017〕54号），将公司产品西达本胺片纳入医保支付范围，规定支付标准为385元/片（5mg/片）。2017年销售额9268.3万元，同比增66.2%，零售药店渠道销售继续高增长，公立医院渠道销量快速增长；2018年，终端药店渠道销量平稳，医疗机构渠道受纳入医保报销影响，销售量大幅提升，总销售占比也从进入医保前仅6.6%，大幅提升到50.5%。我们预计医疗机构渠道销售量占比将进一步提升，成为主力销售渠道，同时终端药店满足于非医保患者和处方外流院外购药，也将继续占有一定比例。

图表4：2016-2018年西达本胺不同渠道销售额及占比



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

当前，西达本胺仍处于销售爬坡期，PTCL 治疗用药渗透率不足 10%。根据国家癌症中心发布的统计数据、临床统计数据并根据我国人口总数估算，我国外周 T 细胞淋巴瘤每年新增患者人数在 1.31 万人-1.57 万人；2018 年度公司西达本胺片的使用量（包含销售、后续免费用药和慈善捐助）为 2.57 万盒，西达本胺片的用药频率为 2 盒/月，按最大用药量 24 盒/年计算，2018 年度使用西达本胺片的患者人数约 1,071 人。因此，根据外周 T 细胞淋巴瘤患者人数和西达本胺片用药人数，估算出西达本胺片目前的临床使用率约为 7.44%，如果考虑患者治疗总生存期中位数，西达本胺渗透率将更低。

进入医保目录后，外周 T 细胞淋巴瘤患者西达本胺可及性大幅提升。在医保目录（2017 年版）中，西达本胺零售价格统一调整为 385 元/片（5mg/片），治疗费用降至 1.85 万元/月，考虑各地区医保报销比例 45%-90%，月用药金大约为 1850-10175 元/月之间，显著提升了药品的可及性，将使更多的外周 T 细胞淋巴瘤（PTCL）患者在疗效和支付能力方面受益于西达本胺这一原创新药。



(三) PTCL 适应症竞争环境宽松，西达本胺治疗优势明显

目前针对外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL) 适应症，国外包括公司产品西达本胺在内共上市 4 款药，其余三种为普拉曲沙、罗米地辛和贝利司他，国内除传统化疗方案，西达本胺是国内唯一的 PTCL 治疗药物，也是全球首个 PTCL 口服药物，其余三种尚未在国内上市。国内针对外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL) 或其亚型适应症在研药物除普拉曲沙注射液已提交新药注册，等待最终上市审批外，还有嘉和生物、百济神州等多家公司的 PD-1 单抗或 CD38 单抗类注射液，但均处于 II 期临床，且适用 PTCL 人群范围小于公司产品西达本胺，公司西达本胺至少在 3-5 年内竞争环境相对宽松，且获纳入医保目录先发优势明显。

图表5： 国内外 PTCL 治疗药物上市及在研情况一览

药物类型	治疗方案或药物名称	已上市		国内在研	
		国内	国外	国内	参与公司
传统治疗方案	化疗 (CHOP/CHOPE/其他方案)	√	√		
叶酸代谢抑制剂	普拉曲沙		√	申请上市	萌蒂 (中国) 制药
HDAC 抑制剂	贝利司他		√		
	罗米地辛		√		
	西达本胺	√			
单抗类	PD-1 单抗			II 期 (PTCL 某一亚型)	嘉和生物、百济神州、基石药业、信达生物、恒瑞医药
	CD38 单抗			II 期 (NKTCL)	西安杨森联合体

资料来源：公司资料，联讯证券研究院

另外，针对目前 PTCL 传统化疗方案和其他治疗药物，西达本胺具有用药方便（唯一口服用药，其余为静脉注射）、治疗效果最好（总生存期中位数最长，达 21.4 个月）和治疗费用最便宜（进入医保后，患者月用药金 0.18-1.02 万元，接近传统治疗方案）等较大比较优势。我国一线治疗 PTCL 治疗方法还是化疗方案，但是疗效较差，在《西达本胺治疗 PTCL 的中国专家共识（2016 版）》中，西达本胺被认为是中国外周 T 细胞淋巴瘤患者的二线首选药物。

图表6： 外周 T 细胞淋巴瘤各种治疗方案对比

药物类型	治疗方案或药物名称	总生存期 (OS) 中位数	给药方式	上市时间	治疗费用
传统治疗方案	化疗 (CHOP/CHOPE/其他方案)	5.8 个月*	静脉注射	常规疗法，作为常规化疗方法，上市时间较早。	0.3-3 万元/月
叶酸代谢抑制剂	普拉曲沙	14.5 个月	静脉注射	2009 年 9 月，美国 FDA 批准作为治疗 PTCL 的新药上市。	14.97 万元/月
HDAC 抑制剂	贝利司他	7.9 个月	静脉滴注	2014 年 7 月美国 FDA 批准用于 PTCL 的二线治疗。	26.74 万元/月
	罗米地辛	11.3 个月	静脉滴注	2011 年 6 月美国 FDA 批准用于 PTCL 的二线治疗。	12.87 万元/月
	西达本胺	21.4 个月	口服	2014 年 12 月，获得 CFDA 的药品批准文号。	1.85 万元/月 (进医保后 0.18-1.02 万元/月)



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

（四）在研新适应症扩大潜在患者群

目前，西达本胺除获批的 PTCL 适应症外，还在对乳腺癌、非小细胞肺癌和弥漫性大 B 细胞淋巴瘤等适应症进行临床试验，其中激素受体阳性晚期乳腺癌适应症已处于临床后期，已于去年 11 月向国家药监局提请新药上市申请，并被纳入优先审评名单；非小细胞肺癌适应症已处于 II/III 期临床试验阶段；弥漫性大 B 细胞淋巴瘤适应症准备开展 III 期临床试验，上述三种临床试验都为考察西达本胺联合用药临床治疗相应适应症效果。

1、乳腺癌适应症：激素受体阳性晚期乳腺癌（联合用药）

适应症及临床试验：西达本胺治疗乳腺癌适应症为绝经后激素受体阳性晚期乳腺癌，临床应用中，针对晚期激素受体阳性乳腺癌患者主要采用不同机制药物联合用药的方式，并且在患者对某一类别药物产生耐药后会采用另一类别药物进行治疗，**联合用药相对单药治疗，能显著延长患者肿瘤治疗 PFS（无进展生存期）**。西达本胺为医生治疗该适应症提供联合用药备选药物。

患病率及细分用药市场规模：根据国家癌症中心发布的全国癌症统计数据，**乳腺癌属于我国女性发病率最高的癌症**，2014 年我国女性乳腺癌发病率 41.82 人/10 万，其中激素受体（ER）阳性乳腺癌约占全部乳腺癌的 70%，属于乳腺癌中比例最高的类型。根据米内网数据，2016 年我国乳腺癌用药总体规模已超过 320 亿元，同比增长 11.67%。

2019 年 4 月 26 日，全球权威的医学杂志《柳叶刀·肿瘤学》(The Lancet Oncology) 杂志在线发表了《西达本胺联合依西美坦治疗激素受体阳性绝经后晚期乳腺癌的 III 期临床研究（ACE 研究）》。研究结果显示，西达本胺联合依西美坦组 PFS 达到 7.4 个月，显著优于安慰剂联合依西美坦的 3.8 个月，疗效有显著优势。预期针对该适应症最终获批上市概率较大，目前已经提交上市申请，并进入优先评审。

2、非小细胞肺癌适应症：无明确驱动基因突变的晚期非小细胞肺癌（联合用药）

近年来，非小细胞肺癌治疗药物开发进展显著，包括针对 EGFR、ALK、ROS 等基因突变的小分子靶向激酶抑制剂（替尼类）以及无明确驱动基因突变的抗体类药物，前者在国际国内都有获批上市产品，如阿法替尼、奥西替尼、克唑替尼等，后者则包括 PD-1/PD-L1 抗体类药物，目前国内已经获批上市 6 个 PD-1 类单抗药物（进口 2 个，国产 3 个），但获批的适应症都不是非小细胞肺癌。通常有明确驱动基因的非小细胞肺癌优先选择相应靶向药物治疗，其他则首选化疗药物组合，公司西达本胺属于后者，于其他化疗药物联用治疗无明确驱动基因突变的晚期非小细胞肺癌。

患病率：根据国家癌症中心发布的统计数据，2015 年我国新发肺癌病例 78.7 万人，其中非小细胞肺癌约占总体肺癌患者的 85%，据此推算 2015 年我国新发非小细胞肺癌病例 66.90 万人，经过年龄标准化的年发病率约 30.57/10 万人。

西达本胺用于非小细胞肺癌治疗的 Ib 期临床试验研究已顺利完成，目前处于 II/III 期临床试验阶段，Ib 期临床试验表明，西达本胺与紫杉醇和卡铂联用安全性良好。

3、弥漫性大 B 细胞淋巴瘤适应症：弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（联合 R-CHOP 用药）

由于弥漫型大 B 细胞淋巴瘤(DLBCL)属于成熟型 B 细胞，CD20 阳性，因此 DLBCL 标准的一线治疗方案是 CD20 单抗（利妥昔）联合 CHOP 化疗方案（环磷酰胺、阿霉素、长春新碱、泼尼松），其完全缓解率（complete remission, CR）率可达 76%，西达本



胺联合 R-CHOP 用药 II 期临床试验数据表明, CR 达到了 87.5%, ORR 达到了 93.8%, 好于 R-CHOP 方案 76% 的 CR, 显示出一定疗效优势, 目前正在准备开展 III 期临床试验。

患病率: 淋巴瘤分为非霍奇金淋巴瘤 (non-Hodgkin' slymphoma, NHL) 和霍奇金淋巴瘤 (Hodgkin' slymphoma, HL) 两类, 其中非霍奇金淋巴瘤约占整个淋巴瘤的 90%, 国内常见 NHL 的类型中弥漫性大 B 细胞淋巴瘤(Diffuse large B Cell lymphoma, DLBCL)占比约 34%, 据此计算, 弥漫性大 B 细胞淋巴瘤约占全部淋巴瘤的 30.6%; 2012 年全国淋巴瘤发病率已达到 6.43/10 万。

(五) 西达本胺: 四种适应症远期销售峰值可达 20 亿元规模

针对目前西达本胺上市和临床在研 4 种适应症, 我们参考各种疾病发病率、用药市场竞争情况, 假设用药渗透率, 分别测算每种适应症销售峰值。

1、PTCL 适应症销售峰值测算。根据国家癌症中心发布的统计数据, 2014 年我国淋巴瘤经过年龄标准化(根据标准人口年龄构成进行统计处理)的发病率为 4.18/10 万, 根据临床统计显示, 非霍奇金淋巴瘤占整个淋巴瘤的 90%, 外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL) 发病例数约占非霍奇金淋巴瘤的 25%~30%, 据此计算我国 PTCL 发病率中位数约为 1.03/10 万。据关键性临床 II 期试验数据, 西达本胺治疗 PTCL 中位数 OS 达 21.4 个月, 目前自费购药患者最新后续免费用药实行“9+9, 9+N”方案, 我们假设患者平均用药时长为 9 个月。西达本胺是我国 PTCL 患者的二线首选药物, 具有给药方便(口服)、疗效好(OS 中位数最长)和治疗费用低等优点, 假设西达本胺在 PTCL 临床药物渗透率峰值为 35%(考虑后续普拉曲沙等药物竞争), 经测算, 西达本胺在 PTCL 适应症治疗方面销售峰值有望达到 6.0 亿左右。

图表7: 西达本胺 PTCL 适应症销售峰值测算

PTCL 适应症销售测算	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E	2023E	2025E	2027E	2029E
总人口 (亿人)	13.83	13.90	13.95	14.02	14.09	14.16	14.30	14.45	14.59	14.74
PTCL 患病率 (每 10 万人)	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03
PTCL 患者 (人)	14245	14317	14369	14440	14513	14585	14731	14879	15028	15179
西达本胺渗透率	2.1%	4.2%	7.2%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	35%
西达本胺用药 PTCL 患者数 (人)	302	601	1034	1444	2177	2917	3683	4464	5260	5313
平均用药时长 (月)	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
西达本胺月服用量 (片)	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
西达本胺 PTCL 治疗用量 (万片)	13	26	45	62	94	126	159	193	227	230
西达本胺平均出厂价 (元, 不含税)	427	357	306	306	306	306	275	275	260	260
西达本胺 PTCL 适应症销售额 (万元)	5576.0	9268.0	13672.0	19089.0	28776.6	38560.7	43752.0	53028.8	59078.7	59671.0

资料来源: 公司 IPO 招股书, 西达本胺治疗 PTCL 中国专家共识 (2018 版), 联讯证券研究院

2、激素受体阳性 (ER+) 晚期乳腺癌 (联合用药) 适应症销售峰值测算。2014 年我国女性乳腺癌发病率 41.82 人/10 万, 其中激素受体阳性 (ER+) 乳腺癌约占全部乳腺癌的 70%, 早期患者中 30%~40% 可发展为晚期乳腺癌, 据此计算, 我国激素受体阳性晚期乳腺癌患病率约为 10.2/10 万。据《西达本胺联合依西美坦治疗激素受体阳性绝经后晚期乳腺癌的 III 期临床研究 (ACE 研究)》临床数据, 西达本胺联合依西美坦组 PFS 达到 7.4 个月, 我们假设治疗乳腺癌平均用药时长 7 个月; 针对晚期激素受体阳性乳腺癌患者主要采用不同机制药物联合用药的方式, 目前已上市 2 个 (氟维司群和帕博西尼), 处于 III 期临床阶段的 4 个 (BKM120 (Buparlisib)、恩替诺特、SHR6390、LY2835219



(Abemaciclib)), 假设西达本胺在绝经后激素受体阳性晚期乳腺癌临床药物渗透率峰值为 8% (考虑后续上市药物竞争), 今年初已经提交新药上市申请, 预计 2020 年获批上市, 经测算西达本胺在乳腺癌适应症治疗方面销售峰值有望达到 5.1 亿左右。

图表8: 西达本胺 ER+晚期乳腺癌适应症销售峰值测算

ER+晚期乳腺癌适应症销售测算	2020年	2021年	2023年	2025年	2027年	2029年
总人口 (亿人)	14.09	14.16	14.30	14.45	14.59	14.74
女性人口占比	48.90%	48.90%	48.90%	48.90%	48.90%	48.90%
ER+晚期乳腺癌患病率 (每 10 万人)	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
ER+晚期乳腺癌患者 (人)	70277	70629	71337	72052	72774	73504
西达本胺渗透率	0.5%	1.0%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%
西达本胺用药 PTCL 患者数 (人)	351	706	1427	2882	4366	5880
平均用药时长 (月)	7	7	7	7	7	7
西达本胺月服用量 (片)	48	48	48	48	48	48
西达本胺 ER+晚期乳腺癌用药量 (万片)	12	24	48	97	147	198
西达本胺平均出厂价 (元, 不含税)	306	306	275	275	260	260
ER+晚期乳腺癌适应症销售额 (万元)	3612.8	7261.8	13183.0	26630.4	38145.4	51370.4

资料来源: 公司 IPO 招股书, 公开资料, 联讯证券研究院

3、非小细胞肺癌 (联合用药) 适应症销售峰值测算。根据国家癌症中心发布的统计数据, 2014 年我国非小细胞肺癌经过年龄标准化的发病率为 30.57/10 万, 临床治疗上, 一般有明确有驱动基因阳性的非小细胞肺癌 (NSCLC) 首选靶向药物治疗, 公司西达本胺主要竞争药物为无明确基因驱动的非小细胞肺癌治疗药物 (如 PD-1 单抗等), 无明确基因驱动的非小细胞肺癌占比约为 30%左右。2017 年, 美国 FDA 批准默沙东 K 药 (PD-1 单抗) 联合化疗用于一线治疗 NSCLC; 2018 年以来, 国内批准了 2 款 PD-1 抗体药物帕博利珠单抗、纳武单抗以及 1 个小分子 VEGF 抑制剂安罗替尼, 分别用于一线联合药物治疗、二线单药治疗和三线单药治疗当前, 西达本胺联合化疗用药方案治疗 NSCLC 预计不会成为主流方案, 假设渗透率峰值 4%。

非小细胞肺癌 (NSCLC) 的 PD-1/PD-L1 免疫疗法效果较好, K 药联合化疗 (培美曲赛/卡铂) 治疗 NSCLC 中位数 PFS 为 13 个月, 高于单纯培美曲赛/卡铂化疗 PFS (8.9 个月), 我们假设西达本胺联合化疗方案平均用药时长为 10 个月。经测算, 西达本胺在非小细胞肺癌 (NSCLC) 适应症治疗方面销售峰值有望达到 6.7 亿左右。

图表9: 西达本胺非小细胞肺癌适应症销售峰值测算

非小细胞肺癌适应症销售测算	2021年	2023年	2025年	2027年	2029年
总人口 (亿人)	14.16	14.30	14.45	14.59	14.74
NSCLC 患病率 (每 10 万人)	30.57	30.57	30.57	30.57	30.57
无明确基因驱动的 NSCLC 占比	30%	30%	30%	30%	30%
无明确基因驱动的 NSCLC 患者 (人)	129864	131166	132481	133809	135150
西达本胺渗透率	0.1%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
西达本胺用药 NSCLC 患者数 (人)	130	1312	2650	4014	5406
平均用药时长 (月)	10	10	10	10	10
西达本胺月服用量 (片)	48	48	48	48	48
西达本胺 NSCLC 用药量 (万片)	6	63	127	193	259
西达本胺平均出厂价 (元, 不含税)	306	275	275	260	260
NSCLC 适应症销售额 (万元)	1907.4	17313.9	34975.0	50098.1	67467.1



资料来源：公司 IPO 招股书，公开资料，联讯证券研究院

4、弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（联合用药）适应症销售峰值测算。2012 年全国淋巴瘤发病率已达到 6.43/10 万，弥漫性大 B 细胞淋巴瘤约占全部淋巴瘤 30%，据此计算，弥漫性大 B 细胞淋巴瘤患病率约为 1.93/10 万。西达本胺联合 R-CHOP 用药 II 期临床试验数据显示出一定疗效优势，目前正在准备 III 临床，预期 2023 年获批上市，假设渗透率 12%，平均用药时长与 R-CHOP 平行（6 个月）。经测算，西达本胺在弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL）适应症治疗方面销售峰值有望达到 2.6 亿左右。

图表10：西达本胺弥漫性大 B 细胞淋巴瘤适应症销售峰值测算

DLBCL 适应症销售测算	2023 年	2025 年	2027 年	2029 年
总人口（亿人）	14.30	14.45	14.59	14.74
DLBCL 患病率（每 10 万人）	1.93	1.93	1.93	1.93
DLBCL 患者（人）	27603	27880	28160	28442
西达本胺渗透率	2.0%	6.0%	9.0%	12.0%
西达本胺用药 DLBCL 患者数（人）	552	1673	2534	3413
平均用药时长（月）	6	6	6	6
西达本胺月服用量（片）	48	48	48	48
西达本胺 DLBCL 用药量（万片）	16	48	73	98
西达本胺平均出厂价（元，不含税）	275	275	260	260
DLBCL 适应症销售额（万元）	4372.4	13248.6	18977.3	25556.7

资料来源：公司 IPO 招股书，公开资料，联讯证券研究院

综合上述四种适应症，我们测算西达本胺远期（2029 年）销售峰值可达 20.4 亿元左右。

图表11：西达本胺四大适应症销售额测算

西达本胺销售额测算（万元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2023 年	2025 年	2027 年	2029 年
PTCL 适应症	5576.0	9268.0	13672.0	19089.0	28776.6	38560.7	43752.0	53028.8	59078.7	59671.0
ER+晚期乳腺癌适应症					3612.8	7261.8	13183.0	26630.4	38145.4	51370.4
非小细胞肺癌适应症						1907.4	17313.9	34975.0	50098.1	67467.1
DLBCL 适应症							4372.4	13248.6	18977.3	25556.7
西达本胺国内合计销售额	5576.0	9268.0	13672.0	19089.0	32389.5	47729.9	78621.3	127882.7	166299.5	204065.2

资料来源：公司 IPO 招股书，联讯证券研究院

二、研发管线丰富，西格列他钠和西奥罗尼临床进度靠前

公司在研项目除西达本胺三种适应症外，临床进度靠前的还有针对 2 型糖尿病的西格列他钠和多通路靶向激酶抑制剂西奥罗尼；西格列他钠已经完成 III 期临床试验，预计将于今年提交新药注册申请；西奥罗尼属于多通路靶向激酶抑制剂，对多种肿瘤具有治疗价值，目前正在对卵巢癌、小细胞肺癌、肝癌和非霍奇金淋巴瘤等多种疾病进行临床试验，目前正在 II 期临床阶段。此外，公司尚有一系列独家发现的新分子实体的候选药物 CS12192、CS17919、CS24123、CS17938、CS27186 等，正在进行临床前与早期探索性研究，治疗领域分别为抗肿瘤、非酒精性脂肪肝和自身免疫性疾病。



图表12: 公司研发管线一览

通用名 商品名 实验室代码	药物类型	适应症	临床前	I期	II期	III期	新药申请 上市申请	上市	来源	商业化权 利区域
西达本胺 (爱谱沙) Chidamide	表观遗传调控剂 亚型选择性HDACi (HDAC Class 1 & 10)	复发或难治的外周T 细胞淋巴瘤					2013.2	2014.12	自主研发 独家发现	中国(除台 湾地区)
		激素受体阳性晚期乳 腺癌(联合用药)					2018.11			
		晚期非小细胞肺癌 (联合用药)								
		弥漫性大B细胞 淋巴瘤(联合用药)								
西格列他钠 Chiglitazar	新型胰岛素增敏剂 (non TZD PPAR Pan Agonist)	2型糖尿病							自主研发 独家发现	全球
		非酒精性脂肪肝								
西奥罗尼 Chisuranb	三通路靶向激酶抑制剂 Auroa /VEGFRs/CSF1R	铂难治/铂耐药复发 卵巢癌(联合用药)							自主研发 独家发现	全球
		复发难治小细胞肺癌								
		既往系统治疗失败或 不能耐受晚期肝癌								
		复发难治非霍奇金淋 巴瘤								
CS12192	JAK3/JAK1/TBK1 选择性激酶抑制剂	自身免疫性疾病							自主研发 独家发现	全球
CS17919	ASK1抑制剂	非酒精性脂肪肝							自主研发 独家发现	全球
CS24123	IDO抑制剂	肿瘤、免疫性疾病							自主研发 独家发现	全球
CS17938	PD1/PD-L1拮抗剂	肿瘤、免疫性疾病							自主研发 独家发现	全球
CS27186	NR选择性激动剂	非酒精性脂肪肝							自主研发 独家发现	全球

资料来源: 公开 IPO 招股书, 联讯证券研究院

(一) 西格列他钠: 新一代胰岛素增敏剂, 市场空间 10 亿级别

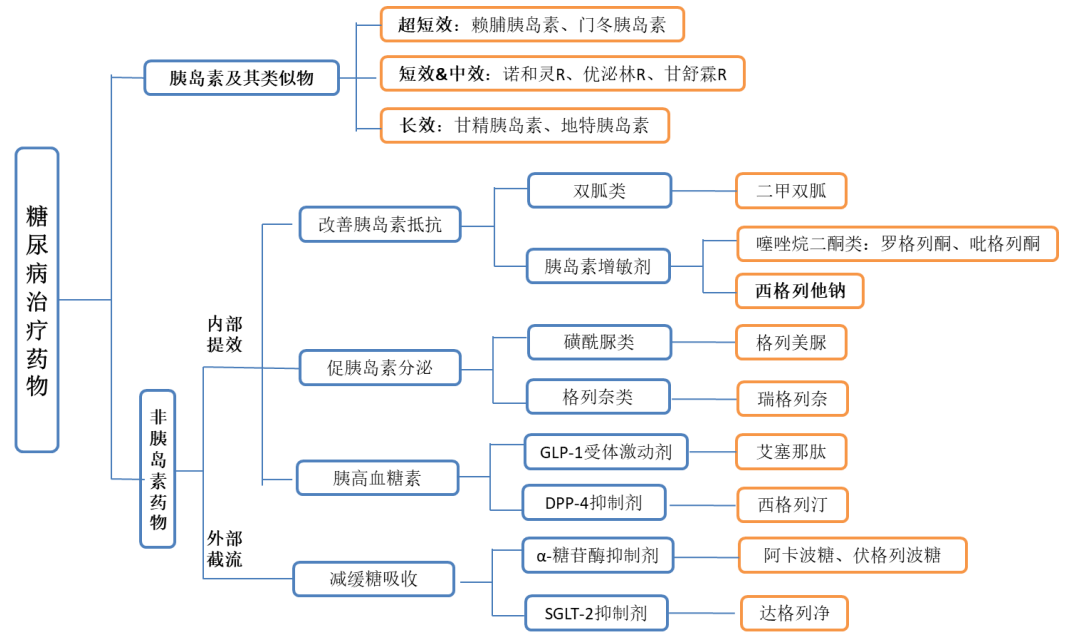
西格列他钠是公司继西达本胺以来第二个原创新药, 主要治疗 2 型糖尿病, 机制新颖, 是全球最早完成 III 期临床试验的 PPAR 全激动剂, 其不但可以控制血糖, 还可以治疗患者通常因糖尿病而伴发的脂代谢紊乱和血压异常。目前临床进度已经完成 III 期, 今年提交新药上市申请, 子公司成都微芯西格列他钠生产线也将在提交新药上市申请后进行 GMP 认证。

2 型糖尿病又称非胰岛素依赖型糖尿病, 占糖尿病患者 90% 以上, 多数患者存在胰岛素抵抗而导致胰岛素相对不足, 多发生在中老年人, 其重要特征为血糖、血脂和能量综合代谢紊乱, 即患者除血糖升高外, 还常常伴随高血压、高血脂等代谢综合征症状。目前临床上用于治疗 2 型糖尿病的药物主要包括口服降糖药和注射胰岛素, 口服降糖药基本原理为减缓葡萄糖吸收(糖苷酶抑制剂)、促胰岛素分泌(磺脲类、格列奈类、DPP-4 抑制剂)和改善胰岛素抵抗(胰岛素增敏剂 TZD 类药物、二甲双胍)。

治疗方案选择上, 根据《2017 版中国 2 型糖尿病防治指南》, 在生活方式干预贯穿始终前提下, 单药治疗首选药物是二甲双胍, 二线可选择口服 α -糖苷酶抑制剂或胰岛素促泌剂; 如二甲双胍治疗后仍未达标, 二联治疗为二甲双胍+其他(糖苷酶抑制剂、胰岛素促泌剂、增敏剂、DPP-4 抑制剂)。公司预计西格列他钠未来上市销售后, 将进入二联治疗方法, 与二甲双胍联合用于 2 型糖尿病的治疗。



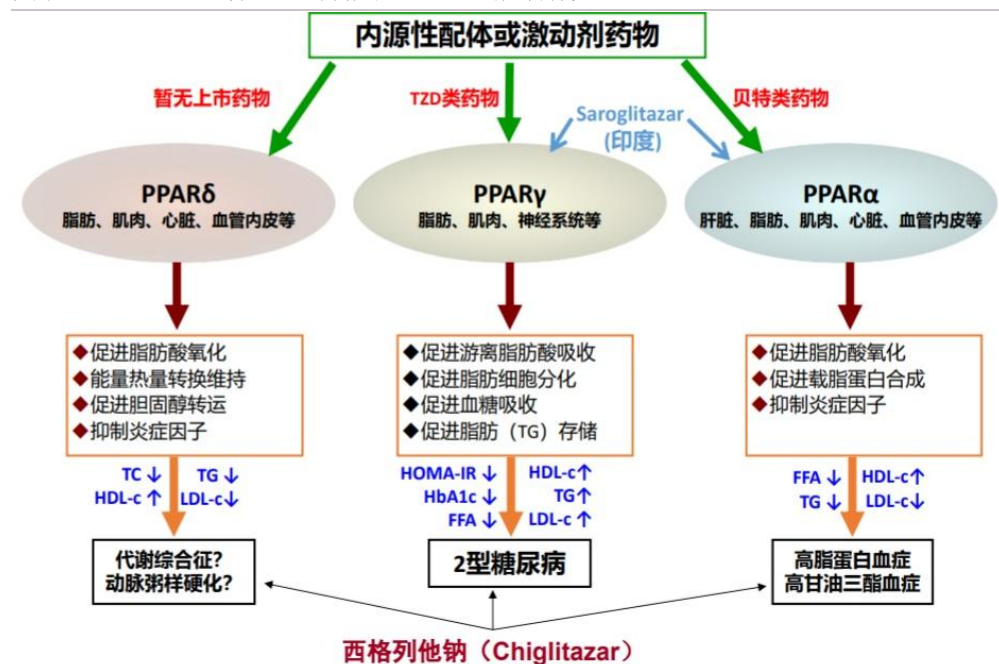
图表13: 糖尿病治疗药物及治疗原理一览



资料来源: 公开资料整理, 联讯证券研究院

胰岛素抵抗是 2 型糖尿病 (T2DM) 的始动因素, 并贯穿全部病程。目前已知最为明确的针对胰岛素抵抗的口服降糖药物是 TZD 类药物, 代表品种是 PPAR γ 激动剂, 如罗格列酮和吡格列酮, 但 PPAR γ 激动剂存在一些安全性问题, 如体重增加、水肿等副作用, 二甲双胍也有改善胰岛素抵抗作用。公司西格列他钠是 PPAR 全激动剂, 能同时激动 PPAR γ 、PPAR α 和 PPAR δ 在内的 PPAR 核激素受体家族成员, 按糖尿病治疗原理分类, 西格列他钠属于胰岛素增敏剂类, 但相对于传统酮类增敏剂, 又具有调血脂和调能量代谢多种治疗效果, 解决酮类增敏剂治疗痛点, 实现糖尿病及其并发症综合治疗。

图表14: PPAR 各亚型功能及 PPAR 激动剂

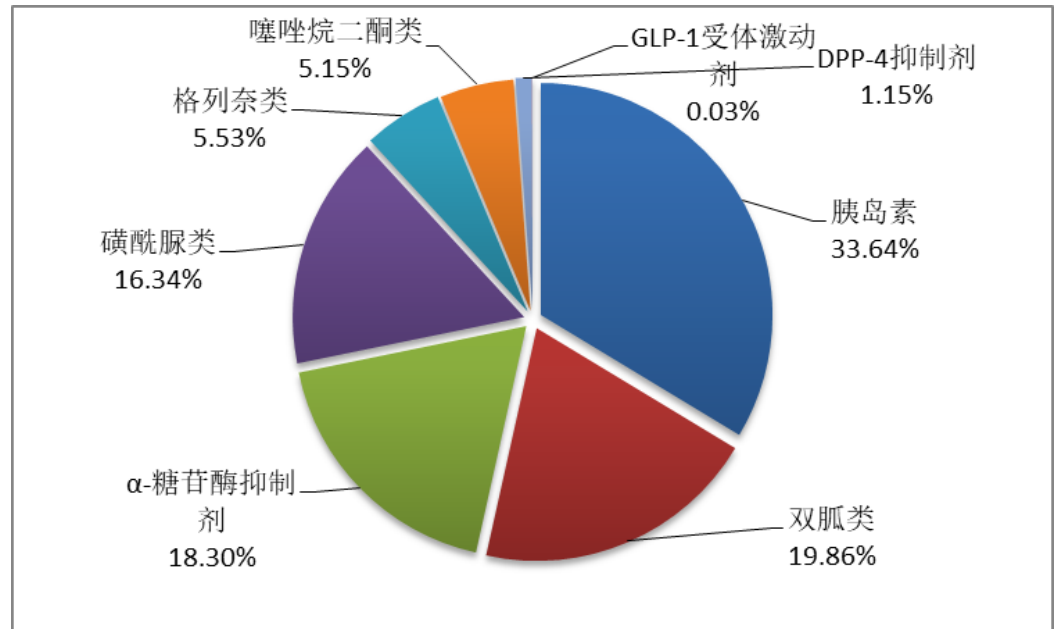


资料来源: 公司 IPO 招股书, 联讯证券研究院



市场空间测算：根据 2017 年样本医院处方用药系统（RAS）对糖尿病处方药物的统计，从处方张数来看，胰岛素约占三分之一，说明仍有大量的糖尿病人需要胰岛素治疗；其次是双胍类，约占百分之二十，是使用最广泛的非胰岛素降糖药；胰岛素增敏剂噻唑烷二酮类（吡格列酮、罗格列酮等）处方量占比为 5.15%，排糖尿病处方开单量第五位。

图表 15： 2017 年上海市样本医院各类糖尿病治疗药物处方数占比



资料来源：中国医药工业信息中心，RAS，医药地理，联讯证券研究院

西格列他钠与吡格列酮机制类似，均为增敏剂，但吡格列酮具有充血性心衰、膀胱癌风险。根据公司已完成的 II 期临床试验的结果表明，与吡格列酮比较，西格列他钠降低 2 型糖尿病患者的 HbA1c 和血糖水平呈相似情况，且安全性和耐受性良好，在两项已完成的西格列他钠治疗 2 型糖尿病的 III 期试验中，西格列他钠均没有发生 TZD 类药物潜在风险的心衰事件，同时在血脂调节上显示出剂量依赖的活性，显示出 PPAR 全激动剂相比 TZD 类药物（吡格列酮、罗格列酮）在疗效安全性上的潜在优势。

我们基于对 TZD 类药物替代角度考量西格列他钠逐年市场销售额，假设 2020 年最终获批上市；2017 年我国糖尿病患者人数为 1.14 亿，其中 2 型糖尿病约为 1.03 亿人（占比 90%）；据中国 2 型糖尿病防治指南(2017 年版)数据显示，2013 年 2 型糖尿病知晓率和治疗率分别为 36.5%和 32.2%，则在不考虑患病率、治疗率和 TZD 类药物处方量占比提升条件下，参考盐酸吡格列酮片年服用金（一日 2 片，14 片规格平均销售价格 22 元左右，年用药金额 1200 元左右），我们假设疗效安全性更佳的西格列他钠年服用金额为 2000 元，30%的峰值替代率，则经测算，西格列他钠潜在峰值市场销售额约为 10.2 亿元。

图表 16： 西格列他钠销售峰值测算

西格列他钠销售测算	2020 年	2021 年	2023 年	2025 年	2027 年	2029 年
糖尿病患者人数（亿人）	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14
2 型糖尿病占比	90%	90%	90%	90%	90%	90%
2 型糖尿病患者人数（亿人）	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03
糖尿病治疗率	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%



TZD 类药物处方量占比	5.15%	5.15%	5.15%	5.15%	5.15%	5.15%
假设西格列他钠市场替代率	1.00%	3.00%	8.00%	15.00%	20.00%	30.00%
西格列他钠服用患者人数 (万人)	1.70	5.10	13.61	25.52	34.03	51.04
年用药金额 (元)	2000	2000	2000	2000	2000	2000
西格列他钠销售额 (万元)	3402.8	10208.5	27222.7	51042.5	68056.6	102084.9

资料来源: 公司 IPO 招股书, 公开资料, 联讯证券研究院

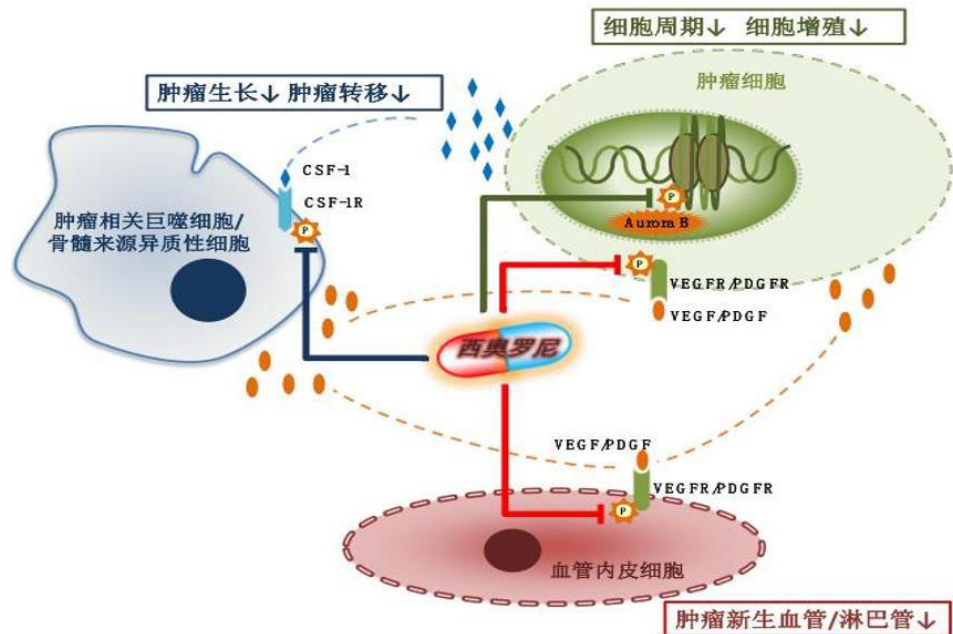
(二) 西奥罗尼: 多通路靶向激酶抑制剂

西奥罗尼是一个多靶点多通路选择性激酶抑制剂, 属于小分子抗肿瘤原创新药, 它针对主要几种肿瘤相关靶标蛋白激酶 VEGFR1,2,3、PDGFR α/β 、CSF-1R 和 Aurora B 均有显著的体外抑制活性 (IC50 小于 10nM), 具有广谱抗肿瘤作用, 目前正在针对卵巢癌、小细胞肺癌、非霍奇金淋巴瘤、肝癌等不同适应症的 II 期临床试验。

西奥罗尼抗肿瘤机理是通过抑制与血管生成相关的 VEGFR 和 PDGFR, 抑制肿瘤的新生血管形成, 从而减少肿瘤的血液供应和生长; 通过抑制细胞周期调控激酶 Aurora B, 西奥罗尼可以抑制肿瘤细胞的周期进程, 降低肿瘤的增殖活性; 通过抑制与免疫细胞增殖活化相关的 CSF1R, 西奥罗尼可以抑制肿瘤局部免疫抑制性细胞的生长, 从而提高机体对肿瘤的免疫监测和免疫清除功能。西奥罗尼通过上述抑制肿瘤血管生成、抑制肿瘤细胞有丝分裂和调节肿瘤免疫微环境的三种活性机制, 发挥综合抗肿瘤作用。

目前西奥罗尼各种适应症正在进行 II 期临床, 最终成药结果难以预料, 暂不做市场空间预测。

图表 17: 西奥罗尼抗肿瘤三通路机理示意图



资料来源: 公司 IPO 招股书, 联讯证券研究院

三、盈利预测与关键数据假设

关键数据假设:



1、上市时间假设：假设西达本胺乳腺癌适应症、非小细胞肺癌适应症和弥漫性大 B 细胞淋巴瘤适应症分别在 2020 年、2021 年和 2023 年获批上市；西格列他钠最终 2020 年获批上市。暂不考虑西奥罗尼和其他在研管线产品上市影响。

2、各适应症患者数、渗透率、平均用药时长等假设详见对应表格。

3、价格假设：核心品种西达本胺平均出厂价 2019-2021 年保持不变，后续年度每 4 年平均下降 10%左右；西格列他钠年用药金额保守假设为 2000 元（参考盐酸吡格列酮片年用药金约 1200 元）。

图表18： 按产品管线营收预测

单位：亿元	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2023年	2025年	2027年	2029年
1、西达本胺国内合计销售额	0.56	0.93	1.37	1.91	3.24	4.77	7.86	12.79	16.63	20.41
其中：PTCL 适应症	0.56	0.93	1.37	1.91	2.88	3.86	4.38	5.30	5.91	5.97
ER+晚期乳腺癌适应症					0.36	0.73	1.32	2.66	3.81	5.14
非小细胞肺癌适应症						0.19	1.73	3.50	5.01	6.75
DLBCL 适应症							0.44	1.32	1.90	2.56
西达本胺同比增长		66.2%	47.5%	39.6%	69.7%	47.4%	64.7%	62.7%	30.0%	22.7%
西达本胺毛利率	96.14%	94.33%	96.00%	96.00%	96.00%	96.00%	92.00%	92.00%	90.00%	90.00%
2、西格列他钠销售额（万元）					0.34	1.02	2.72	5.10	6.81	10.21
西格列他钠同比增长						200.0%	166.7%	87.5%	33.3%	50.0%
西格列他钠毛利率					95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
3、整体营业收入（亿元）	0.56	0.93	1.37	1.91	3.58	5.79	10.58	17.89	23.44	30.62
同比增长				39.6%	87.5%	61.9%	82.7%	69.0%	31.0%	30.6%
整体毛利率	97.46%	95.24%	96.27%	96.00%	95.90%	95.82%	92.77%	92.86%	91.45%	91.67%

资料来源：公司 IPO 招股书，联讯证券研究院 备注：2016-2018 年整体营收仅为西达本胺销售收入，不包含专利技术授权许可收入

我们预测 2019-2021 年，公司年营业收入分别为 1.91 亿元、3.58 亿元和 5.79 亿元，分别同比增 39.6%、87.5%和 61.9%；归母净利润分别为 4350 万元、7590 万元和 1.07 亿元，分别同比增 39.5%、74.3%和 40.9%。以发行后 4.1 亿股为参考股本，2019-2021 年全面摊薄 EPS 为 0.11 元、0.19 元和 0.26 元。新股上市，我们暂不做评级。

四、风险提示

药品临床或注册上市申请审批进度晚于预期；新药销售不及预期；新药研发失败风险；药价下降过快风险。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	233.5	937.7	784.1	713.6	经营活动现金流	22.8	31.3	36.6	69.3
现金	131.3	834.4	618.6	469.8	净利润	31.2	43.5	75.9	106.9
应收账款与票据	53.3	63.0	118.1	191.2	折旧摊销	4.9	5.0	26.4	48.1
其它应收款	0.9	1.5	1.5	1.5	财务费用	-0.8	-15.0	-10.0	-5.0
存货	8.5	11.5	21.5	34.8	投资损失	0.2	0.2	0.2	0.2
预付账款	1.8	3.0	3.0	3.0	营运资金变动	-29.0	-12.4	-65.0	-86.3
其他	41.6	24.4	21.4	13.3	其它	16.3	10.0	9.2	5.4
非流动资产	482.9	709.9	907.4	1088.0	投资活动现金流	-13.3	-217.3	-223.0	-223.0
在建工程	268.8	292.1	315.5	338.8	资本支出	-140.7	-223.0	-223.0	-223.0
固定资产	12.7	211.1	384.7	536.6	长期投资	127.4	5.7	0.0	0.0
无形资产	64.2	62.6	61.0	59.5	其他	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	137.2	144.1	146.2	153.1	筹资活动现金流	18.0	889.1	-29.4	5.0
资产总计	716.4	1647.6	1691.5	1801.6	吸收投资	0.0	945.1	0.0	0.0
流动负债	81.5	80.6	80.0	83.1	短、长期借款	12.5	-56.0	-31.5	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	其他	5.5	0.0	2.1	5.0
应付账款和票据	0.1	0.3	0.4	0.5	现金净增加额	28.8	703.1	-215.8	-148.7
其他	81.4	80.3	79.6	82.6					
非流动负债	157.9	101.4	70.0	70.2	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	87.5	31.5	0.0	0.0	成长能力				
其他	70.4	69.9	70.0	70.2	营业收入	33.67%	29.24%	87.50%	61.87%
负债合计	239.4	182.0	150.0	153.3	营业利润	33.03%	40.81%	78.66%	44.68%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	29.45%	39.51%	74.29%	40.88%
归属母公司股东权益	477.0	1465.6	1541.5	1648.3	获利能力				
负债和股东权益	716.4	1647.6	1691.5	1801.6	毛利率	96.27%	96.00%	95.90%	95.82%
					净利率	21.12%	22.80%	21.19%	18.44%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	6.53%	0.96%	1.60%	2.10%
营业收入	147.7	190.9	357.9	579.4	ROIC	6.23%	2.27%	5.90%	8.84%
营业成本	5.5	7.6	14.7	24.2	偿债能力				
营业税金及附加	2.8	3.5	6.6	10.7	资产负债率	33.42%	11.05%	8.87%	8.51%
营业费用	51.1	66.8	125.3	202.8	净负债比率	50.19%	12.42%	9.73%	9.30%
管理费用	29.1	38.2	71.6	115.9	流动比率	2.87	11.63	9.80	8.59
研发费用	43.16	47.72	71.58	115.88	速动比率	2.76	11.49	9.53	8.17
财务费用	-3.1	-15.0	-10.0	-5.0	营运能力				
资产减值损失	0.2	0.2	0.2	0.2	总资产周转率	0.22	0.16	0.21	0.33
投资和公允价值	1.3	1.2	1.2	1.2	应收账款周转率	3.66	3.28	3.95	3.75
其他收益	12.6	3.0	3.0	3.0	存货周转率	0.62	0.77	0.89	0.86
营业利润	32.7	46.0	82.2	118.9	每股指标(元)				
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益	0.08	0.11	0.19	0.26
营业外支出	0.5	0.2	0.2	0.2	每股经营现金	1.16	3.57	3.76	4.02
利润总额	32.2	45.8	82.0	118.7	每股净资产	0.06	0.08	0.09	0.17
所得税	1.0	2.3	6.2	11.9	估值比率				
净利润	31.2	43.5	75.9	106.9	P/E	268.5	192.5	110.4	78.4
归属母公司净利润	31.2	43.5	75.9	106.9	P/B	17.6	5.7	5.4	5.1
EBITDA	33.3	35.8	98.4	161.8	EV/EBITDA	254.2	234.8	85.1	51.8
EPS（元）	0.08	0.11	0.19	0.26					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com