

吉贝尔 (688566)

小而美的创新药企，销售改革激发活力

买入 (首次)

2023年05月03日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	655	1,024	1,395	1,875
同比	28%	56%	36%	34%
归属母公司净利润 (百万元)	155	204	279	384
同比	35%	32%	37%	38%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.83	1.09	1.49	2.06
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.97	27.30	19.94	14.47

关键词: #稀缺资产 #市占率上升

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 公司创新性和成长确定性、持续性, 仍未被充分认知, 估值具备较大上行空间; 2) 降压药人群、市场大, 集采后存在结构性机会, 看好尼群洛尔的稀缺性和商业潜力; 3) 公司销售改革于2021年启动, 已有4个季度验证改革成效, 23-25年有望达30-50%高增长。
- **小而美的创新药企, 销售改革激发活力。** 公司成立二十余年, 构建起以升白药利可君片、降压药尼群洛尔片、抗炎药醋酸氟芬酸肠溶片为主的产品矩阵。公司已搭建复方制剂、氙代药物、脂质体三大技术平台, 在研抗抑郁一类新药 JJH201501 (氙代沃替西汀) 进入 IIb 期临床, 预计25年申报上市, 可延长半衰期, 降低给药剂量、提高安全性, 将成为公司第二增长曲线。在研抗肿瘤一类新药 JJH201601, 与多西他赛相比, 疗效、安全性等方面均有较大改善, 已经获批临床。
- **尼群洛尔片: 高血压伴高心率领域优势明显, 临床影响力逐渐体现。** 尼群洛尔片为国内首个一类复方降压药 (CCB+BB), 机制协同, 可实现血压、心率双达标, 被《中国高血压防治指南 (2018年)》等多部指南推荐。公司2021年销售改革, 组建尼群洛尔和 OTC 事业部, 加大推广力度。集采后降压药厂家的推广动力下降, 为新药腾出空间, 公司的终端影响力将逐渐体现。国内高血压患者数量超2.45亿人, 单纯高血压伴快心率患者比例达38.2%, 对应患者数量超9.3千万人; 降压药终端市场超550亿元。我们预计, 尼群洛尔片销售峰值可达15-20亿元, 对应用药人数仅62.5万人, 渗透率仅0.67%, 市占率仅2.7%; 2023-25年的销售额为2.2/3.7/6.0亿元, 同增294/70/60%。
- **利可君片: 应用场景广阔, 市场远未饱和。** 利可君片为半胱氨酸衍生物, 可升高白细胞, 用于肿瘤、精神、传染多个科室。利可君片在不同区域、科室的开发仍不均衡, 肿瘤科仍有较大空间, 2022年被纳入《临床路径释义·肿瘤疾病分册》。升白药市场容量较大, 2021年规模104.4亿元。利可君片具有疗效明确、使用便利、价格便宜、不良反应小的特点。公司独家生产利可君原料药, 格局较为稳定。我们预计, 随着公司拓展“肿瘤+院外”市场, 利可君片有望成为10亿元级品种, 对应市占率仅10%; 2023-25年的销售额为6.5/8.3/10.4亿元, 同增30/28/25%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计, 公司2023-25年收入分别为10.2/14.0/18.8亿元, 归母净利润为2.0/2.8/3.8亿元, 同增32/37/38%, 当前市值对应PE为27/20/14倍。销售改革驱动业绩增长, 核心产品稀缺性强、潜力大。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争环境恶化、研发失败风险、销售不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.76
一年最低/最高价	16.03/34.90
市净率(倍)	3.21
流通 A 股市值(百万元)	2,402.69
总市值(百万元)	5,563.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.26
资产负债率(% ,LF)	11.55
总股本(百万股)	186.94
流通 A 股(百万股)	80.74

相关研究

内容目录

1. 投资逻辑：成长逻辑通顺，价值未被充分认知	4
2. 成立二十余年，品种颇具特色	6
3. 品种格局良好，管线梯队合理	10
4. 尼群洛尔片：血压心率双达标，放量天时地利人和	12
5. 利可君片：口服升白基石品种，应用场景广、潜力大	15
6. 盈利预测与投资评级	17
7. 风险提示	18

图表目录

图 1:	2021-2023Q1 单季度收入情况	4
图 2:	2021-2023Q1 单季度归母净利润情况	4
图 3:	公司核心品种销售情况.....	5
图 4:	公司销售人员情况.....	5
图 5:	国内降压药市场情况 (百万元)	5
图 6:	2021 年院内降压药市场结构 (%)	5
图 7:	沙坦类代表降压药集采前后销售情况 (百万元)	6
图 8:	公司发展历程.....	7
图 9:	公司股权结构 (截至 2023 年一季报)	8
图 10:	2016-2023Q1 公司收入情况	9
图 11:	2016-2023Q1 公司归母净利润情况	9
图 12:	2022 年公司收入结构.....	9
图 13:	2016-2022 年公司毛利率、净利率情况	9
图 14:	2016-2022 年公司研发费用情况	10
图 15:	2016-2022 年公司期间费用情况	10
图 16:	JJH201501 和阳性药血药浓度曲线.....	11
图 17:	JJH201501 和阳性药主要代谢物血药浓度曲线.....	11
图 18:	国内抗抑郁药物市场情况.....	12
图 19:	2021 年国内抗抑药物销售额 (院内市场)	12
图 20:	尼群洛尔片销量情况.....	13
图 21:	尼群洛尔片销售情况.....	13
图 22:	高血压临床治疗路径.....	14
图 23:	国内降压药市场情况 (百万元)	14
图 24:	2021 年院内降压药市场结构 (%)	14
图 25:	利可君片销量情况.....	16
图 26:	利可君片销售情况.....	16
图 27:	国内升白药市场情况.....	16
图 28:	2018 年口服升白药市场份额.....	16
表 1:	公司 2021 年股权激励业绩考核要求.....	4
表 2:	可比公司估值.....	6
表 3:	公司管理层概况.....	7
表 4:	公司上市产品.....	10
表 5:	公司在研产品.....	11
表 6:	高血压治疗药物概况.....	13
表 7:	升白药的分类和特点.....	15
表 8:	公司收入拆分和盈利预测.....	17
表 9:	可比公司估值.....	17

1. 投资逻辑：成长逻辑通顺，价值未被充分认知

一、股权彰显公司发展信心，兑现确定性较强。公司于2021年8月推出2021年限制性股权激励计划，拟向74名激励对象授予736万股，占公司总股本比例3.94%，需摊销的总费用2021-24年分别为1.6/4.1/2.0/0.8千万元。激励对象人数占员工总数比例为8.11%，含高管及核心技术人员11名，深度绑定核心员工利益。

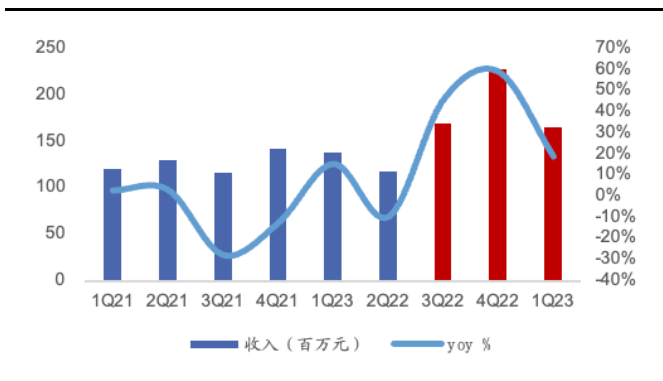
表1：公司2021年股权激励业绩考核要求

归属期	业绩考核指标 A	业绩考核指标 B
第一个	2021 年营业收入达到 7.08 亿元或扣非归母净利润达到 1.38 亿元。	2021 年营业收入达到 5.66 亿元或扣非归母净利润达到 1.14 亿元。
第二个	2022 年营业收入达到 8.14 亿元或扣非归母净利润达到 1.60 亿元。	2022 年营业收入达到 6.51 亿元或扣非归母净利润达到 1.28 亿元。
第三个	2023 年营业收入达到 10.18 亿元或扣非归母净利润达到 1.93 亿元。	2023 年营业收入达到 8.14 亿元或扣非归母净利润达到 1.55 亿元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

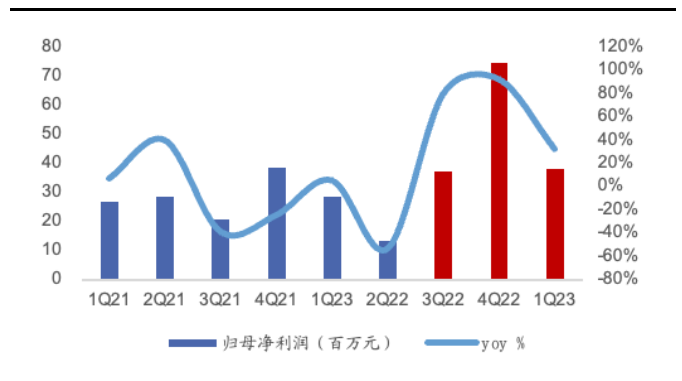
二、销售改革激发活力，多维度数据验证改革成效。公司于2021年中旬启动销售改革：1) 加快销售人员优胜劣汰、增加人员数量、调整关键人员岗位等；2) 组建院线、尼群洛尔、OTC 三大事业部；3) 优化营销策略，通过全国头部专家推荐，带动各省市专家及医院医生认可。**多维度数据验证改革成效：1) 销售数据环、同比增长明显**：2021年中期启动销售改革，2Q22 受疫情影响较大，1Q22、3Q22、4Q22、1Q23，实现收入1.4/1.7/2.3/1.7亿元，同增15.6/46.0/59.2/19.1%；归母净利润0.3/0.4/0.7/0.4亿元，同增6.0/80.3/93.0/33.0%，业绩呈加速趋势；2) 利可君片、尼群洛尔增长显著：2022年，即便受到疫情影响，公司核心品种增速仍然超过25%；3) 销售人员快速扩张：销售人员数量由2021年446人，增长至2022年597人，同增33.9%，净增长151人，销售人员数量扩张，人均单产提高空间较大。

图1：2021-2023Q1 单季度收入情况



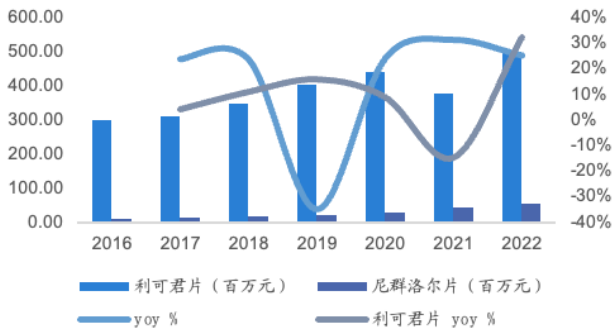
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2021-2023Q1 单季度归母净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3: 公司核心品种销售情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

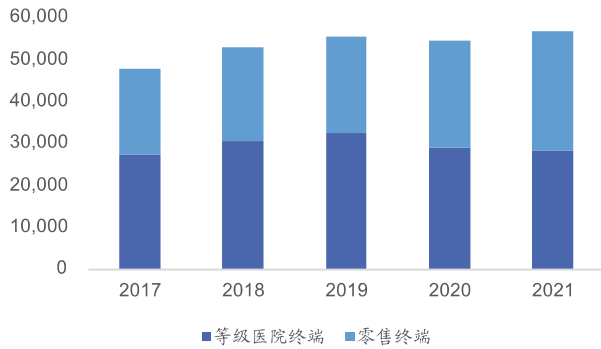
图4: 公司销售人员情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

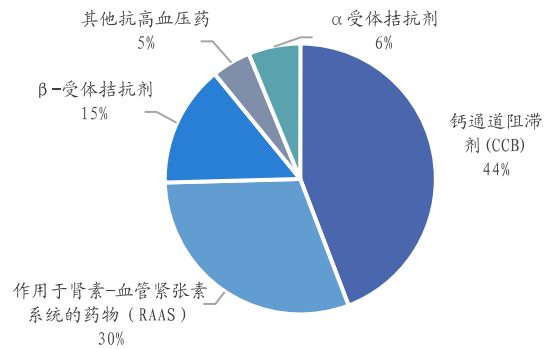
三、降压药市场大, 集采后结构性机会明确, 公司业绩增长持续性较强。2021年国内抗高血压药物市场大, 高达567亿元, CCB、RAAS (ARB+ACEI)、 β 受体拮抗剂、 α 受体拮抗剂占比分别为44%、30%、15%、6%。2018年代量采购启动之后, 降压大单品陆续被集采, 为新药放量腾出空间。以沙坦类药物为例, 4+7和第一批代量采购厄贝沙坦、厄贝沙坦氢氯噻嗪被纳入, 随后创新品种阿利沙坦酯高速增长, 由2017年8百万元增长至2021年11亿元。尼群洛尔为C+B, 临床上可替代CCB和 β 受体拮抗剂, 集采后有望快速放量; 对标海思科环泊酚、信立泰阿利沙坦、丽珠集团艾普拉唑等品种, 具有较大潜力。

图5: 国内降压药市场情况 (百万元)



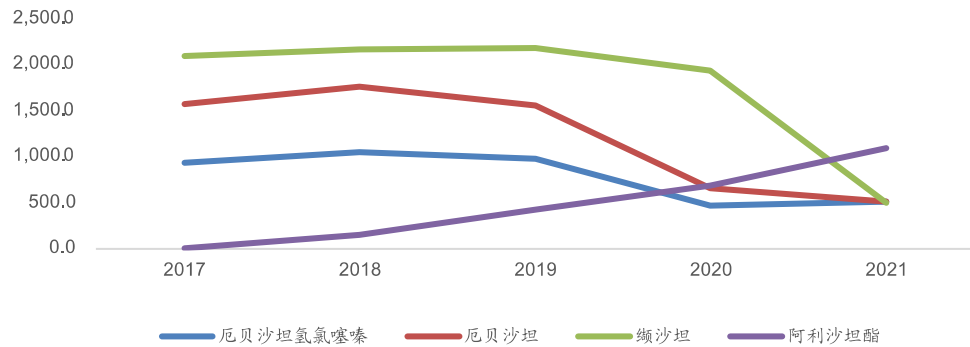
数据来源: CHIS 开思数据, 东吴证券研究所

图6: 2021年院内降压药市场结构 (%)



数据来源: CHIS 开思数据, 东吴证券研究所

图7：沙坦类代表降压药集采前后销售情况（百万元）



数据来源：CHIS，东吴证券研究所

四、公司创新属性较强。上市产品尼群洛尔为1类新药，核心产品多为独家、格局优良；2012年启动氘代药物的研发，国内领先；聚焦创新药研发，无在研仿制药项目。我们认为公司应对标信立泰、艾力斯、上海谊众等创新药企定价，**我们预计，公司2023-25年收入分别为10.2/14.0/18.8亿元，归母净利润为2.0/2.8/3.8亿元，同增32/37/38%，当前市值对应PE为27/20/14倍。公司估值低于可比公司平均水平，但是业绩增长确定性、持续性较强，创新属性尚未在股价体现。**

表2：可比公司估值

代码	公司	归母净利润（百万元）			P/E（倍）			市值（亿元）
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
002294.SZ	信立泰	637	748	906	62	53	44	401
688578.SH	艾力斯-U	133	244	491	67	54	27	137
688091.SH	上海谊众	143	306	570	70	42	22	127
可比公司平均						50	31	
688566.SH	吉贝尔	155	204	279	36	27	20	56

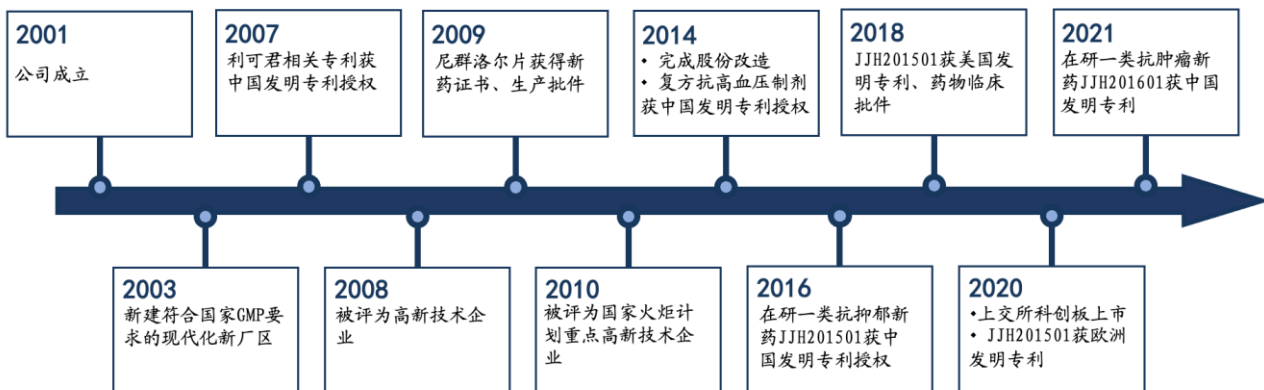
数据来源：wind，东吴证券研究所（采用2023年4月29日的交易数据，信立泰为内部预测，其他采用wind一致预测）

2. 成立二十余年，品种颇具特色

开拓创新，求真务实，多品种颇具特色。公司创建于2001年，是一家专业从事药物研发、制造，以创新药为主的医药高新技术企业。2007年利可君片相关专利获中国发明专利授权，2009年尼群洛尔片取得新药证书和生产批件，2010年停止所有仿制药项目，专注于创新药研发。2012年启动氘代药物的研发，2014年完成股份制改造，江苏吉贝尔药业股份有限公司正式运营复方抗高血压制剂，获中国发明专利授权。2020年5月公司登陆上海证券交易所科创板，随后2021年启动销售改革，组建尼群洛尔、院线、OTC三个事业部。经过多年发展，公司形成了以升白药物利可君片、复方抗高血压一类

新药尼群洛尔片等高新技术产品为主的多元产品系列，销售改革有望激发公司活力。

图8: 公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

核心管理层稳定，专注于创新药研发。耿仲毅先生为公司董事长兼总经理，目前主抓研发、销售，曾参与尼群洛尔片的研发。副总经理俞新君、吴莹自公司成立之初任职至今，生产、销售经验丰富。研究所所长吴修良先生，曾任职于镇江制药厂，历任技术员、技术主任、总经理助理、总工程师、副总经理兼研究所所长等职，2003年3月起任职于吉贝尔研究所所长。李海岛先生，北京大学生药学硕士研究生学历，曾任山东鲁南制药集团科研员、扬子江药业集团南京海陵药业研究员、先声药业集团先声药物研究院研究员，2011年9月起在公司任职，现担任公司研究所副所长。

表3: 公司管理层概况

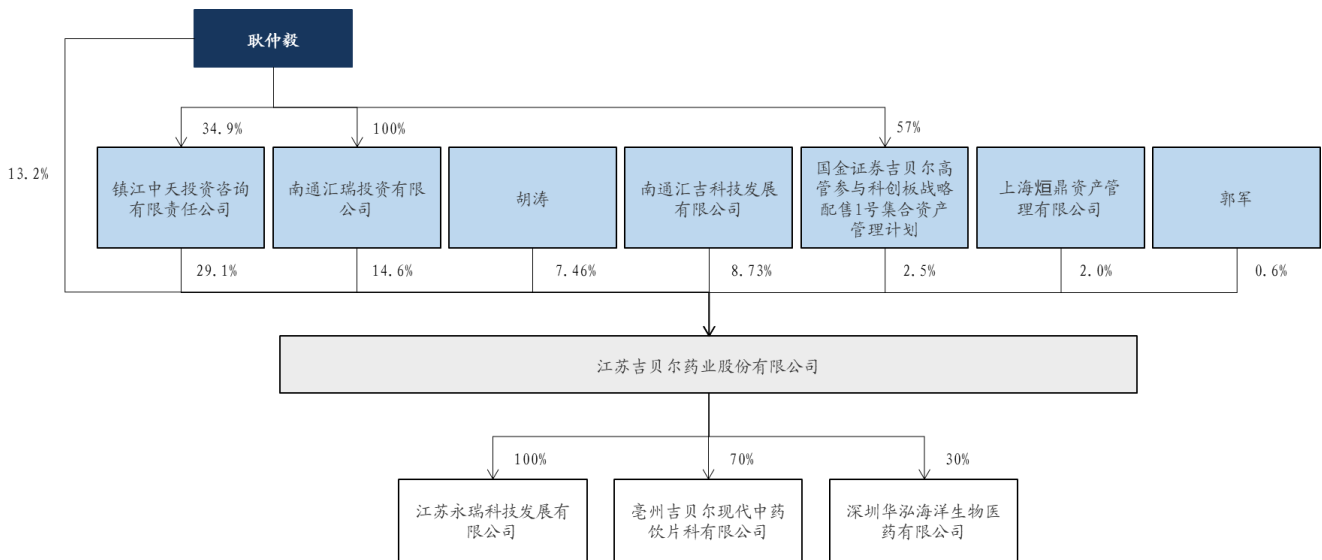
姓名	职务	主要工作经历
耿仲毅	董事长、总经理、核心技术人员	耿仲毅先生曾先后任职于盐城市医药公司、镇江市医药工业研究所、镇江市第三制药厂、镇江市第二制药厂、镇江中天药业有限公司，任技术科长、厂长、总经理、董事长等职务；2001年11月起，历任公司董事长、总经理。耿仲毅先生亲自负责参与了公司多个新药项目的研发工作。
俞新君	副董事长、副总经理	俞新君先生，曾任职于江苏康缘医药股份有限公司、镇江中天药业有限公司，任车间副主任、销售公司经理、副总经理等职；2001年11月起，历任吉贝尔药业有限公司董事、副董事长、副总经理、总经理等职。
吴莹	副总经理、核心技术人员	吴莹女士，曾任镇江市第二制药厂技术主任、质监科科长、总工程师，镇江中天药业总工程师、质量负责人等职；2001年11月起，历任吉贝尔总工程师、质量负责人、副总经理等职。
赵锁富	财务总监	赵锁富先生，中级会计师职称，2017年6月前任职于上药控股镇江有限公司；2017年5月至今任公司财务总监。
翟建中	董事会秘书	翟建中先生，曾任职于镇江焦化厂、镇江焦化煤气集团有限公司、江苏苏润高碳材股份有限公司，历任科员、财务部经理、企管部经理、办公室主任、董事会秘书等；2014年9月至今任公司董事会秘书。
吴修良	研究所所长、核心	吴修良先生，1990年毕业于华东化工学院化学制药专业，曾任职于镇江制药厂，

技术人员	历任技术员、技术主任、总经理助理、总工程师、副总经理兼研究所所长等职，2003年3月起任职于吉贝尔有限，现任公司研究所所长。
李海岛 研究所副所长、核心技术人员	李海岛先生，北京大学生药学硕士研究生学历，助理研究员职称。曾任山东鲁南制药集团科研人员、扬子江药业集团南京海陵药业研究员、先声药业集团先声药物研究院研究员；2011年9月起在公司任职，现担任公司研究所副所长。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构、组织架构简明、清晰。截至2023年一季报，公司董事长、总经理耿仲毅直接持股13.2%，耿仲毅持有中天投资、汇瑞投资、国金证券吉贝尔高管参与科创板战略配售1号集合资产管理计划35%、100%、57%股份，中天投资、汇瑞投资持有公司29.1%、14.6%股份，耿仲毅总计持股超过35%，为公司实际控制人。江苏永瑞科技发展有限公司为全资子公司，主要负责发行人的市场营销工作。亳州吉贝尔现代中药饮片科技有限公司为控股公司，主要为中药材采购、销售，提供发行人生产所需的部分原材料。深圳华泓海洋生物医药有限公司为联营公司，公司持有30%股权，合作开发1类升白药普那布林衍生物。

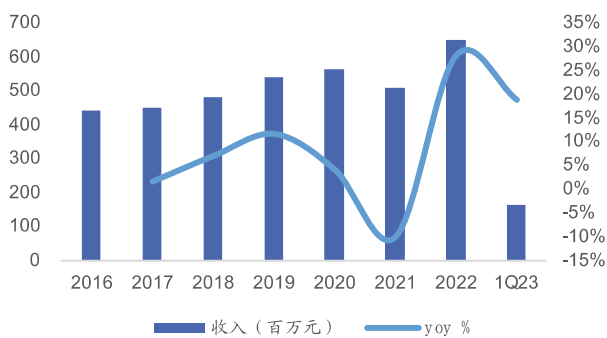
图9：公司股权结构（截至2023年一季报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（截至2023年一季报）

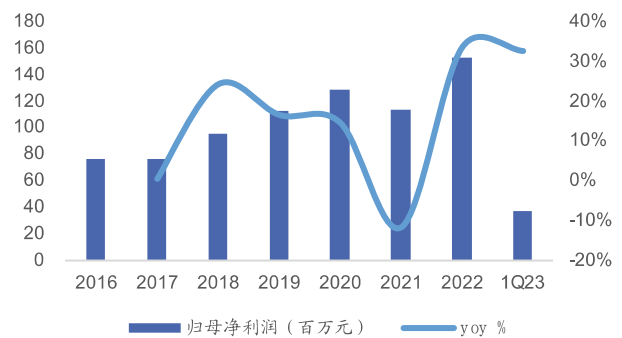
经营稳健，销售改革成效初步体现。2017-2022年公司营业收入由4.5亿元提升至6.6亿元，归母净利润由0.8亿元增至1.6亿元，整体经营稳健。2022年，实现收入6.6亿元（同增+28%），归母净利润为1.6亿元（同增+35%）。3Q22、4Q22实现收入1.7/2.3亿元，同增46.0%/59.2%，归母净利润0.4/0.7亿元，同增80.3%/93.0%，销售改革成效初步体现，加速信号释放。2021年，公司业绩下滑，主要受疫情影响。

图10: 2016-2023Q1 公司收入情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

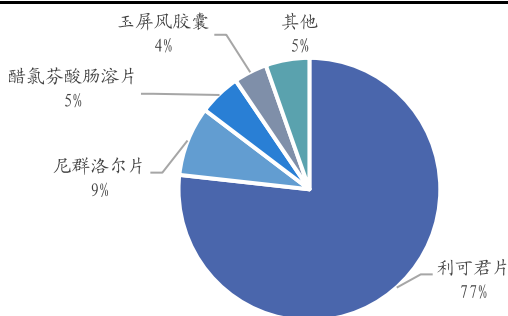
图11: 2016-2023Q1 公司归母净利润情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

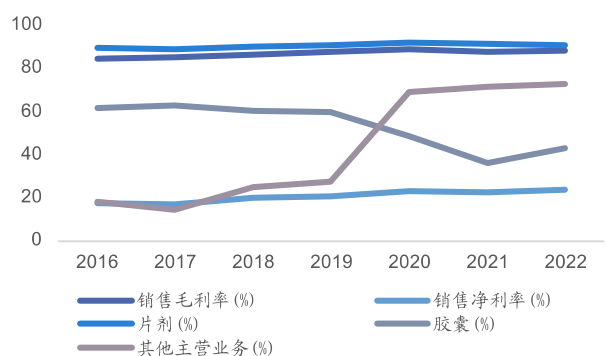
片剂（利可君片、尼群洛尔片）收入占比、毛利率维持较高水平。公司前三大品种为利可君片、尼群洛尔片、醋氯芬酸肠溶片，2022 年收入占比分别为 77%、9%、5%。
盈利能力: 2017-2022 年销售毛利率维持在 85-89%，其中片剂毛利率在 90%以上，胶囊剂毛利率在 37%以上；2017-2022 年销售净利率在 17-24%，公司整体毛利率、净利率处于较高水平。

图12: 2022 年公司收入结构



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图13: 2016-2022 年公司毛利率、净利率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

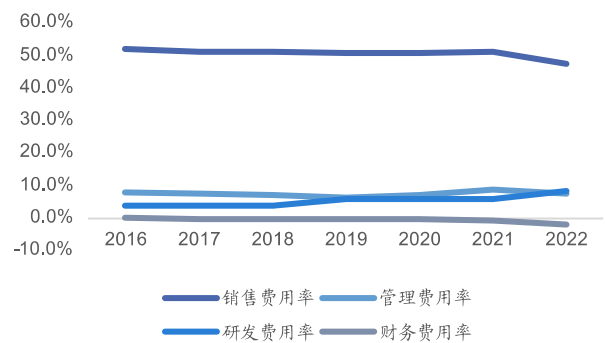
研发投入创新高，期间费用平稳。 2017-2022 年公司研发费用从 1.7 千万元提高至 5.5 千万元，2022 研发费用同增 88.5%，历史新高。
期间费用: 2022 年销售、管理、研发、财务费用率为 47.5%、7.7%、8.4%、-1.8%，销售费用率呈下降趋势，研发费用率逐渐提高，整体处于合理水平，且较为平稳。

图14: 2016-2022 年公司研发费用情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图15: 2016-2022 年公司期间费用情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 品种格局良好, 管线梯队合理

上市产品: 核心产品多为独家、医保品种, 格局优良。公司已上市 8 款产品, 覆盖升白、抗高血压、增强免疫力、抗炎镇痛等多个治疗领域。利可君片、尼群洛尔片、醋氯芬酸肠溶片均为独家。**醋氯芬酸肠溶片**为非甾体类抗炎药, 具有抗炎、镇痛作用, 该药品获得国家化药二类新药证书, 已被纳入医保目录。**玉屏风胶囊**主要功效为益气, 为中药四类新药、公司独家产品, 已纳入《国家基本医疗保险目录(2021)》, 对标补血益气中成药包括阿胶、复方阿胶浆、益安宁丸等, 市场上还有环球制药的玉屏风颗粒。**益肝灵胶囊**为保肝药, 主要成分为水飞蓟素, 具有改善肝功能、保护肝细胞膜的作用。**细辛脑片**主要用于支气管炎和支气管哮喘。**加替沙星滴眼液、盐酸洛美沙星滴眼液**主要用于结膜炎等眼部感染性疾病。

表4: 公司上市产品

通用名	注册分类	上市时间	格局	适应症
利可君片	化学药品	2002	独家 (原料药)	预防、治疗血小板减少
尼群洛尔片	化药 1.5 类	2009	独家	高血压
醋氯芬酸肠溶片	化药 2 类	2004	3 家	抗炎镇痛药
细辛脑片	化学药品	2003	4 家	气管炎和哮喘
玉屏风胶囊	中药 4 类	2002	独家	益气, 固表, 止汗
益肝灵胶囊	中药 11 类	2005	非独家	保肝
加替沙星滴眼液	化药 2 类	2009	非独家	结膜炎
洛美沙星滴眼液	化药 4 类	1998	非独家	结膜炎、麦粒肿等

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

新药管线: 聚焦氘代药物技术, 抗抑郁新药快速推进。公司构建了以复方制剂研发技术、氘代药物研发技术、脂质体药物研发技术为支撑的研发技术平台。在研新药包括抗抑郁一类新药 JJH201501、抗肿瘤新药 JJH201601、抗胃酸新药 JJH201701、治疗胆结石胆结石新药 JJH201801 等。截至 2022 年 H1, JJH201501 已完成 I 期临床, IIb 临床试验进行中; JJH201601 已完成临床前研究, 新药临床申请已获受理, 正在技术审评阶段。

复方制剂研发技术平台：以尼群洛尔片为代表；**脂质体药物研发技术平台：**抗肿瘤化药一类新药 JJH201601 是公司在研的第一个脂质体药物。**氘代药物研发技术平台：**氘代药物是把药物分子上处于特定代谢部位的一个或多个碳氢键 (C-H) 用碳氘键 (C-D) 替代所获得的药物，从而延长药物半衰期、减少有毒代谢物的产生或药物间的相互作用，降低给药剂量、提高安全性以及获得更佳的疗效。

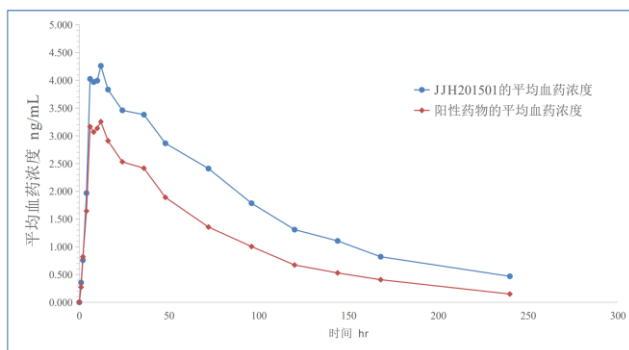
表5: 公司在研产品

技术平台	在研药物	适应症	研发进展
氘代药物	JJH201501	抑郁症	IIb 期
	JJH201701	胃酸分泌	临床前研究
	JJH201801	胆结石/胆囊炎	临床前研究
	立他司特衍生物	干眼症	临床前研究
	盐酸氯卡色林衍生物	肥胖症	临床前研究
脂质体	JJH201601	肿瘤	IND 申请
	JBE-01	麻醉止痛	临床前研究
其他	桑酮碱胶囊	糖尿病	临床前研究

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

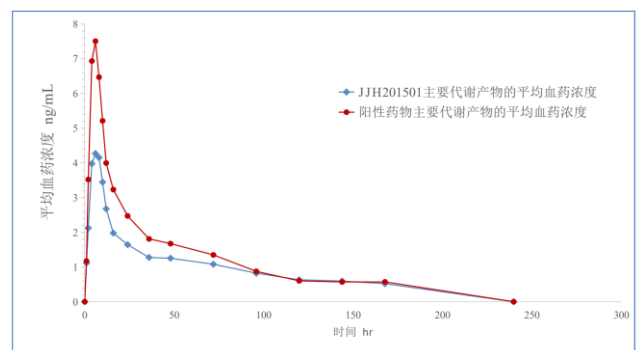
JJH201501：沃替西汀衍生物疗效显著，有望成为新型抗抑郁症药物。JJH201501 为沃替西汀衍生物，为公司依托氘代药物研发技术平台开发的抗抑郁化药一类新药。作用于 5-HT₁ 受体、促进脑内神经元增生抗抑郁并可显著改善学习记忆，可抑制脑内 5 羟色胺能神经末梢对 5-HT 再摄取、部分抑制肾上腺素能神经元和多巴胺神经元对 NA 和 DA 再摄取。I 期临床试验数据显示，与沃替西汀相比，单次给药可明显延长药物半衰期、提高血药浓度及 AUC、减缓体内代谢速度，从而实现降低给药量、提高用药安全性与疗效。目前 JJH201501 处于 IIb 临床试验阶段，已有多家临床中心启动，正在有序开展受试者入组工作，预计 23 年年底完成，计划 24 年进入 3 期，有望于 2025 年申报上市。

图 16: JJH201501 和阳性药血药浓度曲线



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 17: JJH201501 和阳性药主要代谢物血药浓度曲线

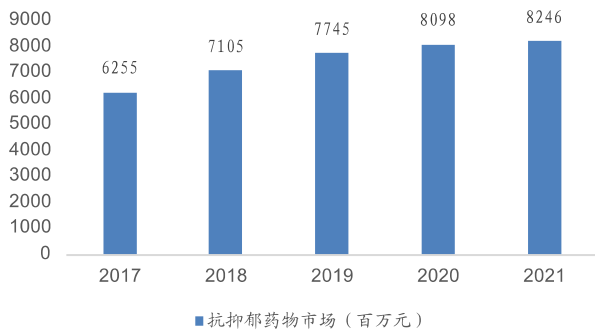


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

疾病：国内抑郁症发病率高、治疗率低，抗抑郁药物市场增长潜力较大。根据《2022 年国民抑郁症蓝皮书》，中国有高达 9500 万抑郁症患者，随着抑郁症发病率上升且逐渐引起重视。**市场：**2021 年，国内抗抑郁药物市场高达 82 亿元，院内艾司西酞普兰、文

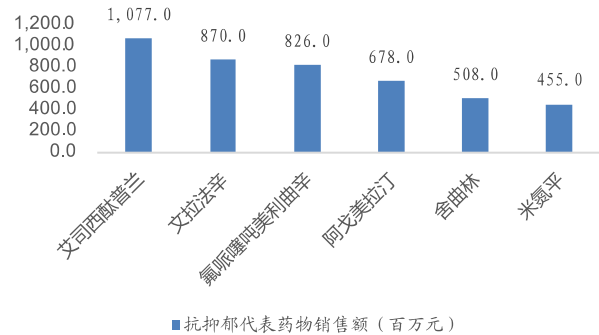
拉法辛、氟哌噻吨美利曲辛等大品种，销售体量在 10.8、8.7、8.3 亿元。

图18: 国内抗抑郁药物市场情况



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

图19: 2021年国内抗抑郁药物销售额(院内市场)



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

JJH201601: 多西他赛衍生物药效显著提高且毒副作用明显降低。 JJH201601 为多西他赛衍生物, 公司依托脂质体药物研发技术平台开发的一类抗肿瘤新药。公司和上海交通大学颜德岳院士及其团队对多西他赛进行结构改造, 通过分子设计和药效试验筛选, 得到全新化合物 JJH201601, 利用脂质体技术将其开发为脂质体制剂, 并按照新药相关要求完成了临床前药效、药理、毒理等研究, 临床申请已获受理。

4. 尼群洛尔片: 血压心率双达标, 放量天时地利人和

产品介绍: 高血压伴高心率患者群体优势明显, 获多部指南推荐。 尼群洛尔为国内首个一类复方抗高血压新药, 2009年1月获批上市, 2017年进入医保, “复方抗高血压制剂”专利有效期至2033年4月。尼群洛尔片是由低剂量二氢吡啶类钙通道阻滞剂(CCB, 尼群地平)与 β 受体阻滞剂(BB, 阿替洛尔)组成的低剂量固定复方制剂, CCB具有扩张血管及轻度增加心率作用, 而BB可收缩血管及减慢心率, 两者配方可协同增效、抵消副作用, 适合轻中度高血压合并心率快患者; 尼群洛尔片由小剂量尼群地平和阿替洛尔组成的复方制剂, 在长时间有效控制血压的同时, 又能有效保护靶器官, 减轻了药物的副作用, 扩大了适应范围和人群。目前, 尼群洛尔被《中国高血压防治指南(2018年修订版)》、《基层心血管病综合管理实践指南 2020》、《高血压合理用药指南(第2版)》列为推荐用药。

价值评估: 集采后降压药格局出清, 销售改革促推稀缺品种放量。 国内患者数量超2.45亿人, 据北京大学人民医院孙宁玲教授的《中国高血压患者心率现状调查》(《中华高血压杂志》2015年)研究显示, 单纯高血压伴快心率患者比例达38.2%, 对应患者数量超9.3千万人, 终端市场超550亿元。降压药包括钙通道阻滞剂(CCB)、血管紧张素转换酶抑制剂(ACEI)、血管紧张素II受体拮抗剂(ARB)、利尿剂(Diuretics, D)、 β -受体阻滞剂(BB)等类型, 多种药物已经被集采, 创新药为稀缺品种。由于: 1) 公司2021年销售改革, 组建尼群洛尔和OTC事业部, 加大推广力度; 2) 高血压伴高心率领域优势明显, 一项2997例临床试验结果显示, 使用尼群洛尔的高血压患者心率平均下

降 7 次/min; 3) 集采后仿制药厂家的推广动力、活动大幅下降, 为新药腾出空间, 公司终端影响力逐渐体现; 4) 尼群洛尔片为 1 类新药、独家产品, 具有稀缺性; 5) 2017 年进入医保, 结合 C+B 治疗理念普及、集采后格局出清、销售改革, 目前具备放量的环境。尼群洛尔 (尼群地平 10mg:阿替洛尔 20mg) 的价格为 3.3 元/片, 1-2 次/日, 1 片/次, 治疗费用约为 2400 元/年。2016-2022 年, 尼群洛尔片销量由 9.76 百万片增至 20.23 百万片; 销售收入由 11.69 百万元增至 55.88 百万元。我们预计, 尼群洛尔片销售峰值可达 15-20 亿元, 对应用药人数仅 62.5 万人, 渗透率仅 0.67%, 市占率仅 2.7%。

图20: 尼群洛尔片销量情况

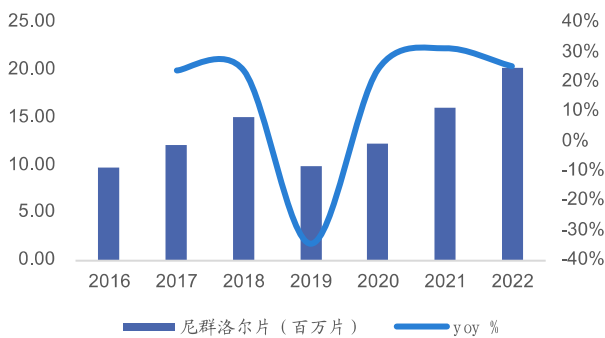
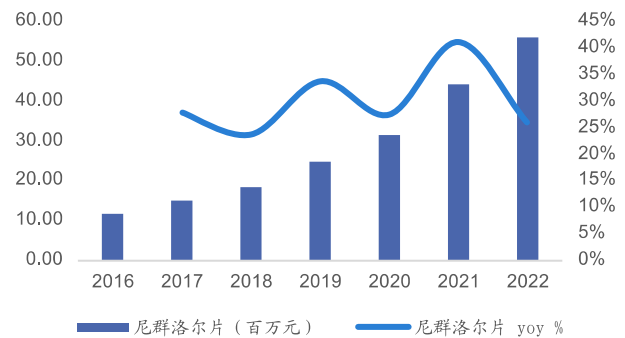


图21: 尼群洛尔片销售情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

治疗现状: 高血压治疗药物繁多, 二/三联药物百花齐放。 1) 初始治疗 5 类药物均可推荐: 降压药可分为 5 大类, 包括钙通道阻滞剂 (CCB)、血管紧张素转换酶抑制剂 (ACEI)、血管紧张素 II 受体拮抗剂 (ARB)、利尿剂 (Diuretics, D)、β-受体阻滞剂 (BB), 可根据合并症选择具有针对性的药物。2) 对于血压 $\geq 140/90$ mmHg 的高危患者, 也可小剂量联合治疗; 3) 高危或单药控制效果不佳的患者推荐联合使用: 对于血压 $\geq 160/100$ mmHg、高于目标血压 20/10 mmHg 的高危患者, 或单药治疗未达标的高血压患者, 应进行联合降压治疗, 包括自由联合或单片复方制剂。

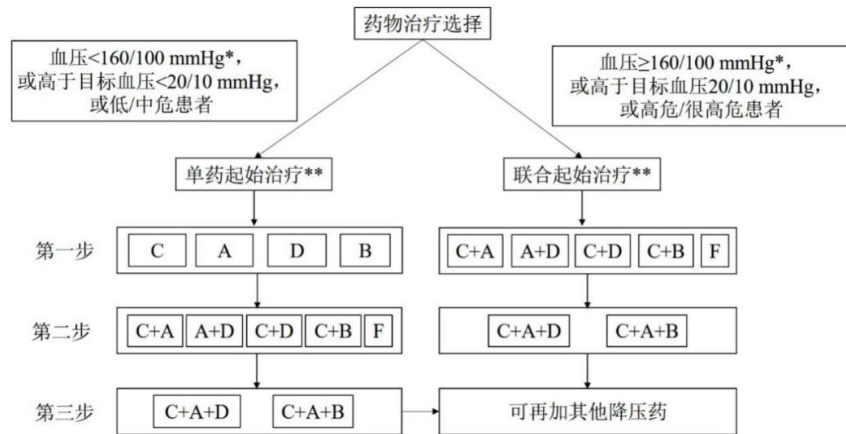
表6: 高血压治疗药物概况

分类	分类	作用机制	代表药物	药物特点
RAAS 系统	ACEI	抑制血管紧张素 I 向血管紧张素 II 的转化, 缓解血管收缩。	贝那普利、培哚普利等	适合心、肾合并症患者, 不影响交感神经的功能, 副作用有干咳、水肿等。
	ARNI	发挥 ACEI 功能, 同时抑制脑啡肽降解, 实现降血压、利尿。	沙库巴曲缬沙坦钠片	多重降压, 具有肾脏、血管靶器官保护作用。副作用血管性水肿、低血压、高血钾症等。
	ARB	抑制血管紧张素 II 与受体 AT1 的结合, 缓解血管收缩。	缬沙坦、氯沙坦等	适用于不能耐受 ACEI 的患者, 并可预防心房颤动, 副作用为血钾升高、水肿等。
钙离子通道阻断剂	CCB	作用于血管平滑肌上 L-型钙通道, 阻断钙离子内流, 抑制心肌收缩。	硝苯地平、氨氯地平	降低脑卒中风险, 适用于伴多种心血管病患者, 副作用有心功能抑制、房室传导阻滞。
利尿剂	噻嗪类利尿剂	作用于肾小管远曲小管近端, 促进钠离子和氯离子排出, 达到利尿效果。	维拉帕米、地尔硫卓等	适用于高血压伴心衰患者, 难治性高血压的基础药物, 副作用有血钾、血钠降低。
	祥利尿剂	作用于肾小管的髓祥升支粗段, 促进	氢氯噻嗪、吲	适用于高尿酸血症以及明显肾功能不全者。副

	钠离子和氯离子排出, 达到利尿效果。	达帕胺等	作用有血钾降低。
β 受体阻滞剂	抑制过度激活的交感神经活性、抑制心肌收缩力、减慢心率发挥降压作用。	美托洛尔、比索洛尔等	适用于伴快速性心律失常、慢性心力衰竭的高血压患者, 副作用为支气管痉挛、心功能抑制。

数据来源: 中国高血压防治指南(2018年), 东吴证券研究所

图22: 高血压临床治疗路径



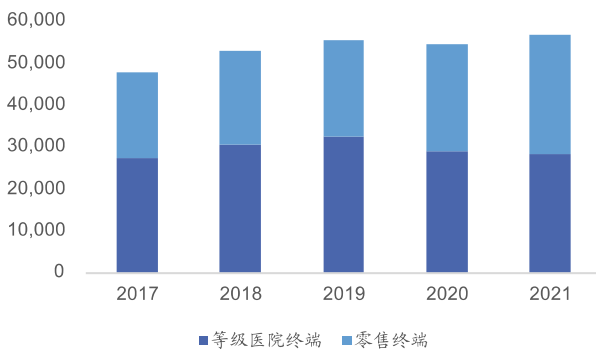
注: A: ACEI 或 ARB; B: β 受体阻滞剂; C: 二氢吡啶类钙 CCB; D: 噻嗪类利尿剂; F: 固定复方制剂。

*对血压 $\geq 140/90$ mmHg 的高血压患者, 也可起始小剂量联合治疗; **包括剂量递增到足剂量。

数据来源: 中国高血压防治指南(2018年), 东吴证券研究所

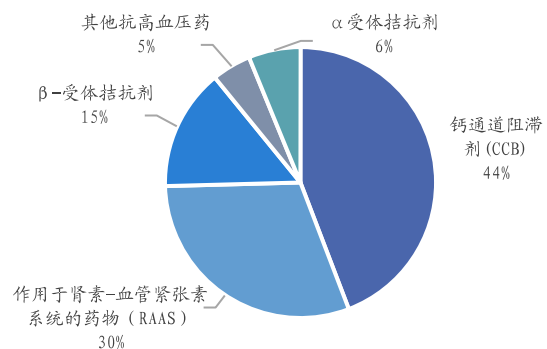
市场空间: 国内降压药市场大, 结构性机会凸显。2021年国内抗高血压药物市场达567亿元, CCB、RAAS (ARB+ACEI)、 β 受体拮抗剂、 α 受体拮抗剂占比分别为44%、30%、15%、6%。2018年代量采购启动之后, 降压大单品陆续被集采, 为新药放量腾出空间, 尼群洛尔为 C+B, 临床上具有替代 CCB 和 β 受体拮抗剂的潜力。

图23: 国内降压药市场情况 (百万元)



数据来源: CHIS 开思数据, 东吴证券研究所

图24: 2021年院内降压药市场结构 (%)



数据来源: CHIS 开思数据, 东吴证券研究所

5. 利可君片：口服升白基石品种，应用场景广、潜力大

稳定升白疗效明确，多重优势筑牢竞争壁垒。利可君片其为半胱氨酸衍生物，体内代谢产物为氨基酸类，具有稳定升高白细胞的作用，不良反应十分罕见，适合长期服用。利可君片主要用于预防、治疗白细胞减少症及血小板减少症，可用于肿瘤科、内分泌科、传染科、精神科、血液科、内科、外科、妇科、儿科等多个科室。该产品已被纳入《临床路径释义·肿瘤疾病分册》（2022 版）。

表7：升白药的分类和特点

药物类型	代表药物	特点
生物制品	重组人粒细胞集落刺激因子、聚乙二醇化重组人粒细胞集落刺激因子、重组人粒细胞巨噬细胞集落刺激因子	价格较贵（~1600 元/支，1 次/化疗周期），起效快，依从性好，不良反应较大
口服升白药	利可君片、鲨肝醇片、维生素 B4 片、小檗胺片等；地榆升白片、芪胶升白胶囊	价格低廉（利可君片，1 元/片，3 元/日），使用方便，安全性较高
其他类型	血液制品类、蛋白同化激素类、核酸原料类、酶及辅酶类、小牛脾提取物等	

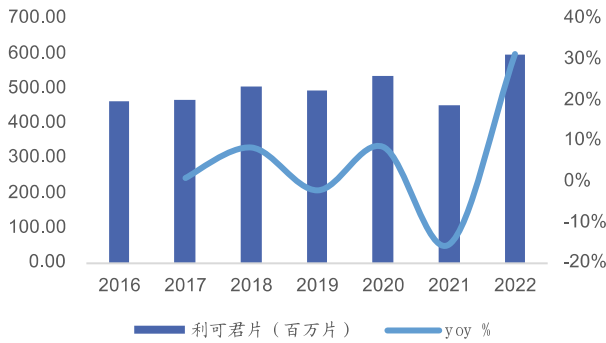
数据来源：CDE，公开报道，东吴证券研究所

技术壁垒：独家原料药，药物含量和检测方法形成多层次壁垒。利可君原料药为公司独家品种，具有较高的技术门槛：1) 利可君为多手性中心的化合物，多个非对映异构体同时存在，利可君原料药合成、分离、提纯难度大；2) 质量控制技术门槛高，公司以系统性二次开发的研究成果提高了国家药品标准，原料含量提升至 99% 以上，有效成分达标需突破公司已有的专有技术秘密，或开发出全新制备工艺；3) 同时将工艺优化、质量提升和方法学研究等综合申报了“一种利可君制剂的质量检测方法”（专利号：ZL200510041037.X）的发明专利并取得授权，形成了多层次的技术壁垒和保护；4) 国家药品监督管理局药品审评中心显示，数家制药企业试图仿制利可君，均未成功，公司目前为事实上的国内外独家生产利可君原料药的企业。

价值评估：利可君片应用场景广阔，挖掘空白市场，释放潜力。利可君片应用场景广阔，肿瘤科、内分泌科、精神科、传染科、血液科等多科室患者数量过亿。升白药整体市场容量较大，根据头豹研究院整理及预测，2018-2021 年，中国升白制剂市场规模将由 64.70 亿元增长至 104.40 亿元，年均复合增长率达 17.29%。市场上以注射用人粒细胞集落刺激因子为主，口服升白药种类繁多，利可君片占主导地位。由于：1) 利可君片升白效果明确，相较于升白针剂口服更便利，具有差异化竞争优势；2) 利可君片不良反应罕见，国家药品不良反应监测中心数据显示不良反应发生率仅为 0.023/10000，适用人群广、适合长期服用；3) 利可君原料药壁垒较高，公司是唯一实现利可君原料+制剂一体化生产的企业，格局较为稳定；4) 不同地区、城市、医院开发仍不均衡，公司销售改革，加强推广，推进利可君 2022 年纳入《临床路径释义·肿瘤疾病分册》，仍具有较大潜力。利可君片（20mg）的价格为 1 元/片，1 片/次，3 次/日，日均费用仅 3 元。院内

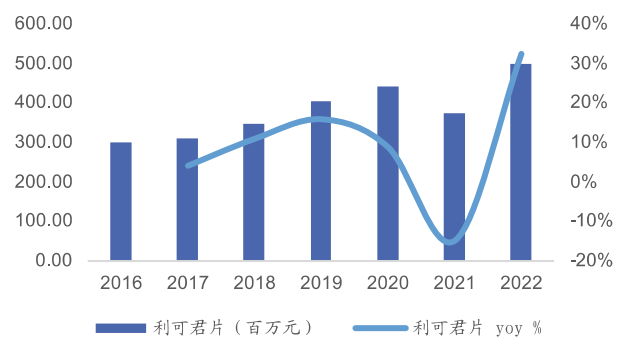
市场，利可君片被纳入国家医保目录，基本覆盖国内三甲医院；院外市场，公司第三终端营销队伍建设已初见成效，大中型连锁药店可作为利可君片又一市场增量点。2016-2022年，利可君片销量由4.63亿片增至5.96亿片，销售收入由3.01亿元增至5.02亿元，据测算年用药人次超过500万人次。我们预计，公司销售改革+拓展院外市场，利可君有望成为10亿元级品种，对应市占率仅10%。

图25: 利可君片销量情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

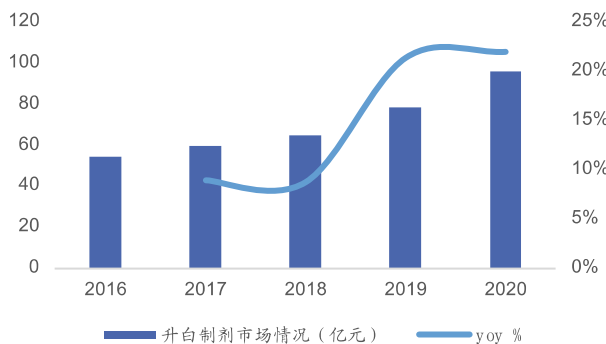
图26: 利可君片销售情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

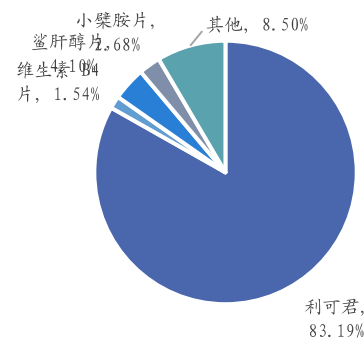
疾病：白细胞减少症为常见血液病，临床上指成人外周血白细胞绝对计数持续低于 $4 \times 10^9/L$ 。引起白细胞减少的病因包括细菌、病毒感染，药物因素（如化疗药物），结缔组织病（系统性红斑狼疮等），消化系统疾病（肝硬化、肝炎等），以及血液系统疾病（恶性血液病、再生障碍性贫血等）。**市场：**升白制剂行业快速扩容，百亿市场蓄势待发。2018-2021年，中国升白制剂市场规模将由64.70亿元增长至104.40亿元，年均复合增长率达17.29%。**格局：**升白制剂可分为生物制剂、化学制剂、中药制剂三大类：1) 口服化学制剂领域，主流药物包括利可君片、鲨肝醇片、维生素B4片、小檗胺片等，利可君片2021年国内市场份额占比高达80.22%；2) 口服中成药包括复方皂矾丸、芪胶升白胶囊、地榆升白片、维血宁等；3) 生物制剂以重组人粒细胞刺激因子为主。

图27: 国内升白药市场情况



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

图28: 2018年口服升白药市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

盈利预测: 公司核心品种利可君片、尼群洛尔、醋氯芬酸肠溶片颇具特色，格局良好，市场潜力较大。销售改革有望激发活力，我们预计，公司 2023-25 年收入分别为 10.2/14.0/18.8 亿元，增速为 56/36/34%。

尼群洛尔: 公司独家品种，随着尼群洛尔事业部成立、产品进入医保、竞品逐渐集采出清、C+B 治疗理念的普及，该产品有望加速放量。我们预计，尼群洛尔片 2023-25 年的销售额为 2.2/3.7/6.0/亿元，同增 294/70/60%。

利可君片: 利可君片安全性高，可应用于肿瘤科、内分泌科、精神科等领域，市场潜力较大。利可君片升白效果明确，相较于升白针剂口服更便利，具有差异化竞争，公司将加强在肿瘤科室的开发。我们预计，利可君片 2023-25 年的销售额为 6.5/8.3/10.4 亿元，同增 30/28/25%。

其他: 包括醋氯芬酸肠溶片、玉屏风胶囊、益肝灵胶囊、细辛脑片、加替沙星滴眼液、盐酸洛美沙星滴眼，格局较好，在 OTC 事业部建立的背景下，我们预计，2023-25 年销售有望实现 25% 以上增长。

表8: 公司收入拆分和盈利预测

688566.SH(百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	566	510	655	1,024	1,395	1,875
yoy	4.3%	-9.9%	28.5%	56.4%	36.3%	34.4%
利可君片	443.1	378.5	502.5	653.3	832.9	1041.1
yoy	9.1%	-14.6%	32.8%	30.0%	27.5%	25.0%
尼群洛尔片	31.5	44.4	55.9	220.0	374.0	598.4
yoy	27.4%	41.0%	25.9%	293.7%	70.0%	60.0%
其他	91	87	96.3	150.6	188.3	235.7
yoy	-18.2%	-5.0%	10.9%	56.3%	25.0%	25.2%

数据来源: wind, 内部预测, 东吴证券研究所

投资评级: 公司创新属性较强。上市产品尼群洛尔为 1 类新药，核心产品多为独家，格局优良；2012 年启动氘代药物的研发，国内领先；聚焦创新药研发，无在研仿制药项目。我们认为公司应对标信立泰、艾力斯、上海谊众等创新药企定价，我们预计，公司 2023-25 年收入分别为 10.2/14.0/18.8 亿元，归母净利润为 2.0/2.8/3.8 亿元，同增 32/37/38%，当前市值对应 PE 为 27/20/14 倍。公司估值低于可比公司平均水平，但是业绩增长确定性、持续性较强，创新属性尚未在股价体现，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9: 可比公司估值

代码	公司	归母净利润 (百万元)			P/E (倍)			市值 (亿元)
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	

002294.SZ	信立泰	637	748	906	62	53	44	401
688578.SH	艾力斯-U	133	244	491	67	54	27	137
688091.SH	上海谊众	143	306	570	70	42	22	127
可比公司平均						50	31	
688566.SH	吉贝尔	155	204	279	36	27	20	56

数据来源：wind，东吴证券研究所（采用 2023 年 4 月 29 日的交易数据，信立泰为内部预测，其他采用 wind 一致预测）

7. 风险提示

竞争环境恶化：利可君片产品收入占比较高，竞争格局发生变化会对公司未来经营产生不利影响。

研发失败风险：公司在研产品数量较多，研发过程包括分子涉及、活性验证、临床试验多个环节，难度高、失败风险大。

销售不及预期：销售目标的达成受到产品特性、推广策略、销售能力、竞争格局等多因素影响，

吉贝尔三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,257	1,495	1,958	2,416	营业总收入	655	1,024	1,395	1,875
货币资金及交易性金融资产	994	1,009	1,420	1,624	营业成本(含金融类)	76	119	162	218
经营性应收款项	221	396	455	656	税金及附加	9	17	23	29
存货	33	80	73	126	销售费用	311	509	689	916
合同资产	0	0	0	0	管理费用	51	80	113	148
其他流动资产	10	10	10	10	研发费用	55	69	97	138
非流动资产	708	695	682	670	财务费用	-12	0	0	0
长期股权投资	62	62	62	62	加:其他收益	7	9	15	19
固定资产及使用权资产	86	75	64	53	投资净收益	6	0	0	0
在建工程	466	466	466	466	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	60	58	57	55	减值损失	-1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	176	239	325	444
其他非流动资产	32	32	32	32	营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	1,965	2,190	2,640	3,086	利润总额	175	239	325	444
流动负债	181	197	360	415	减:所得税	20	29	39	53
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	154	210	286	391
经营性应付款项	102	84	205	202	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	3	5	8	归属母公司净利润	155	204	279	384
其他流动负债	76	109	150	206	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.83	1.09	1.49	2.06
非流动负债	89	89	89	89	EBIT	159	239	325	444
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	173	252	338	457
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	88.37	88.37	88.37	88.37
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	23.62	19.91	20.00	20.50
其他非流动负债	89	89	89	89	收入增长率(%)	28.46	56.38	36.26	34.41
负债合计	270	286	449	504	归母净利润增长率(%)	34.61	31.77	36.91	37.77
归属母公司股东权益	1,688	1,892	2,171	2,556					
少数股东权益	6	12	20	26					
所有者权益合计	1,694	1,905	2,191	2,582					
负债和股东权益	1,965	2,190	2,640	3,086					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	151	15	411	204	每股净资产(元)	9.03	10.12	11.61	13.67
投资活动现金流	-175	0	0	0	最新发行在外股份(百万股)	187	187	187	187
筹资活动现金流	-90	0	0	0	ROIC(%)	8.51	11.69	13.98	16.38
现金净增加额	-114	15	411	204	ROE-摊薄(%)	9.16	10.77	12.85	15.04
折旧和摊销	14	13	13	13	资产负债率(%)	13.76	13.05	17.02	16.33
资本开支	-293	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.97	27.30	19.94	14.47
营运资本变动	-12	-208	112	-200	P/B(现价)	3.30	2.94	2.56	2.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

