

## 京新药业（002020）调研简报

2013年11月18日

1、原料药业务：公司的原料药业务主要为氟喹诺酮类抗感染药物，公司判断未来左氧氟沙星的价格不会继续下降，价格基本稳定在 200 多元/kg。目前处于盈亏平衡线附近，未来不会有其它厂家进入，我们对原料药业务的基本判断是，未来几年原料药总体上比较平稳，能保持个位数的增长就很不错。

2.制剂出口：去年 3000 万左右，今年有较大增长，明年公司的募投“年产 5 亿粒药品制剂出口项目”达产后，产能很快就会上去，公司目前是完全按订单来生产的代工模式，和英国、德国的很多客户有良好合作关系。

3.国内制剂：瑞舒伐他汀 2012 年销售 4000 万，今年有望过亿元，瑞舒伐他汀今年增长比较快，主要是公司原来做辛伐他汀的队伍目前在推广瑞舒伐他汀。匹伐他汀制剂现场检查已经完成，原料药还待检查。预计明年年初可以上市。康复新液目前主要推广科室是消化科，未来还会往妇科和手术人群推广。今年销售预计过亿，较去年有 50%以上增长。明年募投产能“内蒙古京新年产 1000 万盒康复新液”会达产。公司的地衣芽孢杆菌活菌使用非常广泛且竞争对手少，市场竞争格局良好，“京常乐”今年才开始上市销售，销售额约几千万左右，主要来自于 14 个省市的基药增补目录，地衣今年进入基药目录，但公司在对于这个基药产品的销售方面并没有投入太多力量，目前只有在浙江地区有基层推广的队伍在做销售，其它地区是自由销售。

4.收购：目前公司在积极寻求合适的并购标的，并购方向主要倾向于中药产业，尤其是有潜力过亿的品种为主。

5.预计公司 2013 年-2014 年实现营业收入为 9.9 亿元、11.7 亿，同比增长 16%和 18%。归属于母公司净利润 7140 万元、1.08 亿元，同比增长 125%和 51.8%。折合每股收益 0.28 元和 0.43 元。对应 2013 年 PE45 倍。考虑公司拥有“瑞舒伐他汀+康复新液+地衣芽孢杆菌”三大主力产品，并且这些产品都处于生命周期中的上升期，公司制剂业务有望在未来几年保持快速发展，同时原料药业务保持稳定，制剂出口业务也逐渐拓展，拥有较多“在研产品”以及潜在的收购，我们给予公司“推荐”评级。

分析师—许希晨

执业资格证书：S0600512080001  
021-63123162  
jenny1727@gmail.com

分析师-刘晨彬

执业资格证书：S0600513070001  
0512-26298572  
[hanwj@mail.dwstock.net](mailto:hanwj@mail.dwstock.net)

联系人-韩文静

18600581960  
[hanwj@mail.dwstock.net](mailto:hanwj@mail.dwstock.net)

## 一、原料药业务情况综述

公司的原料药业务主要为氟喹诺酮类抗感染药物，主导产品左氧氟沙星、环丙沙星全国产销量第一。原料药主要集中在公司的全资子公司上虞京新和广丰京新生产。公司的原料药品种中最大的为左氧氟沙星，约占原料药收入的一半左右（2012年原料药收入4.7亿，左氧氟沙星收入2亿）。左氧氟沙星近年来价格下滑严重，公司判断未来左氧氟沙星的价格不会继续下降，价格基本稳定在200多元/kg。目前处于盈亏平衡线附近，未来不会有其它厂家进入，今年产量较去年提高300吨左右，主要从原来生产氧氟沙星的生产线转化过来。“上虞京新药业有限公司年产1000吨左氧氟沙星技术改造项目”因对现有工艺进行技术改造造成延期到明年达产。其它产品如环丙沙星的销售有所减少，剩余品种变化不大。另外公司对原料药业务的结构也有一定调整，增加盈利能力好的品种如他汀类原料的生产。

我们对原料药业务的基本判断是，未来几年原料药总体上比较平稳，能保持个位数的增长就很不错。基本保持盈亏平衡略有盈利的状态。

## 二、制剂出口业务情况综述

公司的制剂出口业务处于刚起步阶段，去年3000万左右，今年有较大增长。明年公司的募投“年产5亿粒药品制剂出口项目”达产后，产能很快会上去，不存在产能问题。公司目前是完全按订单来生产的代工模式，和英国、德国的很多客户是有良好合作的关系的合作伙伴，近几年客户逐步增加订单量。代工毛利率不高。因规模较小，因此目前贡献利润不大，但公司未来会学习国内先进企业，逐步探索海外制剂的销售，这个过程会比较长期。

## 三、国内制剂销售

### （1）瑞舒伐他汀

瑞舒伐他汀从2012年的4000万，增长至今年过亿元，瑞舒伐他汀今年增长比较快，主要是公司原来做辛伐他汀的队伍目前在推广瑞舒伐他汀，瑞舒伐他汀的疗效比辛伐他汀更强，价格也更高。

我们判断瑞舒伐他汀这个品种未来有望保持一个高速增长，主要原因一是他汀类药物市场好，调血脂处方药市场年复合增长率22.98%，远高于全部药物的11.97%。他汀金额保持27.63%的年增长

率，在调脂药中份额比例也高达 84%，是调脂药中的龙头用药。二是瑞舒伐他汀品种上量很快：临床用药金额瑞舒伐他汀增长势头强劲，CAGR 达到 435.06%，份额从 2010 年不足 1%，增长到 15%。三是市场竞争格局比较好，目前只有阿斯利康、鲁南贝特、正大天晴和先声药业生产。公司 2012 年占据 6.48% 的市场份额，位于第三，公司同时拥有瑞舒伐他汀的制剂和原料药批文，有一定优势，竞争对手正大天晴、先声东元还需要从公司购进原料药。四是各省医保招标即将陆续启动，瑞舒伐他汀有望借助招标进入更多地区销售。目前瑞舒伐他汀主要的销售对象是二级以上医院，瑞舒伐他汀基本采取的“跟随”战术，核心市场还是在华东地区。公司自己的销售团队主要做江浙市场，外地交给代理商。但招标还是公司自己做。这个产品公司未来至少看到 2-3 亿。

### （2）辛伐他汀

今年约 5000 万规模，比较稳定，不会有太大增长。辛伐他汀公司把它定位作为轻微病症或预防用药来推广，推广时主要强调预防性，走低端市场。今年公司的辛伐他汀中了北京和上海的基药标，价格 14 片在 18-20 元之间，青海中备选。

辛伐他汀的市场竞争格局中，默沙东的舒降之占据了 70% 的市场份额，剩下很多企业分食剩下的 30% 市场。由于新一轮的基药招标辛伐他汀的价格肯定会继续下降，且公司并没有投入太多力量去做基药市场的推广，且辛伐他汀在二级以上医院存在着被瑞舒伐他汀替代的情况，因此我们预计这个品种未来不会有太大发展，但由于属于基药目录产品，产品有一定的使用空间和基础，因此预计未来仍维持目前现有的规模。

### （3）匹伐他汀

公司目前在进行生产前的准备，匹伐他汀制剂现场检查已经完成，原料药还待检查。预计明年年初可以上市。

匹伐他汀国内只有 3 家企业生产，兴和株式会社的原研产品“力清之”，2008 年上市，占据 51% 市场，华润双鹤占有 47% 市场，万邦生化 2011 年获批，市场份额较小。

匹伐他汀由于上市时间较短，与其他他汀类药业销售情况相比，这个产品总的市场规模不大。双鹤大约每年 1000-2000 万的销售。可

能与他汀类药物价格和医师的用药习惯有关，也与日本企业在销售推广方面的力度不强有关。批发他汀由于具有生物利用度高和剂量小的优点，未来还有一定的市场增长空间。同时竞争格局良好，公司的分散片是独家剂型。在定价上也可能具有一些优势，但“好酒也怕巷子深”，匹伐他汀这个品种要想取得良好的销售，也要依赖市场上现存企业的营销和学术推广情况。该产品明年依然处于投入期，后年才可能开始贡献利润。

#### (4) 康复新液

公司的康复新液在市场品种中工艺最好，口感最好，用酒精提取，成本也最高。主要由内蒙古京新药业生产。这个产品原料取自于蟑螂，在云南等地可以直接采购。目前主要推广科室是消化科，未来还会往妇科和手术后人群推广。今年销售预计过亿，较去年有 50%以上增长。明年募投产能“内蒙古京新年产 1000 万盒康复新液”会达产，并且产能也有一些弹性的空间，暂时不会有瓶颈。公司还会继续做产品的二次开发，目前竞争格局良好，仅有四川好医生、中南科伦和昆明赛诺生产，并且可适应的科室很广，用于消化科、皮肤科、口腔科和肛肠科，在肿瘤、感染、烧烫伤等领域的关注度和应用频率也在逐年提升。是典型的“万金油”产品，公司未来对这个产品的期望也是 3-5 亿的产品。

#### (6) 地衣芽胞杆菌活菌

公司的地衣芽胞杆菌活菌使用非常广泛且竞争对手少，菌种不易取得，工艺也有一定壁垒。市场竞争格局良好，只有东北制药“整肠生”这个品种。整肠生主推 OTC 渠道，目前市场销售额约 2 亿。

公司的“京常乐”今年才开始上市销售，销售额约几千万左右，主要来自于 14 个省市的基药增补目录，今年地衣芽胞杆菌活菌品种进入基药目录，2013 年 10 月 12 日青海公布的基药拟中标目录中，公司的产品和东北制药同时中标，京新 0.25g\*24 粒 26.5 元，东北制药 0.25g\*20 粒 22.1 元。但公司在对于这个基药产品的销售方面并没有投入太多力量，目前只有在浙江地区有基层推广的队伍在做销售，其它地区是自由销售。公司认为这个产品并非新产品，医生的认可度和接受度都比较高，并且主要适应症是便秘和腹泻，会替代一部分抗生素的空间，因此销售难度不大，只要基药中标就可以实现销售。

#### (7) 其它品种

主要是头孢地嗪、舍曲林等、左氧氟沙星、环丙沙星等。头孢地嗪由于限抗令的影响，预计规模会逐渐萎缩。舍曲林的增速和行业增速持平，约 20%左右。

公司未来的长线产品是“地衣”+“康复新”+“瑞舒伐他汀”。也是公司主要的增长来源。而其它产品由于市场竞争环境和产品自身的问题，公司作为短线品种看待。

#### 四、研发体系和新产品情况

研发队伍有 300 人左右，仿制药（含首仿药）都是自己新昌研究院在做，创新药部分则采取外部合作的方式，由上海研究院来负责。研发的方向依然是他汀类、心血管类和精神神经类。近两年获批的新产品不会太多，主要是药监局最近的审批速度非常慢。

公司研发投入逐年加大，从 2010 年的 2.36%，提高到 2012 年 4.4%，2012 年支出 3777 万元。公司研发投入不会特别大，主要还是根据项目筛选来投资，只有确定重点研发项目后，才会投入。

我们梳理公司目前的主要在研品种，综合考虑公司在研产品的市场前景，国内竞争格局和公司获批时间，我们重认为“阿托伐他汀钙分散片”、“盐酸普拉克索”、“重酒石酸卡巴拉汀”、“左乙拉西坦”是较有潜力的产品。但这些产品也同时有较有实力的其他企业在仿制，我们认为公司产品获批时点，以及获批后的销售还需要继续观察。

#### 五、销售体系

公司目前的销售体系是自营+代理。在江浙沪地区公司主要是使用自己的营销团队，在外省市主要是依靠区域代理商。公司的销售团队分大区，不分产品线。从销售人员的配置上，公司目前的销售人员为 300 人左右，较 12 年有所提高，但占公司员工数量的比例还是较低，表明公司还是生产型的公司。我们认为这种销售模式从目前来说符合公司的实际情况，因为自建队伍反应时间慢，在目前各省基药、非基药招标即将大规模开启的时点，公司第一要务是抓紧时间抢占市场，实现广覆盖和深覆盖，但从长远来说，公司拥有的好产品通过代理商队伍切入市场后，需要再培育自己的销售力量，进行精益化营销，加大学术推广的力度，培育起一支精干的销售队伍，是保证后续制剂产品临床快速上量的前提。

## 六、外延式发展

2013 年 10 月，天堂元金宣布以 1.2 亿元收购广东益和堂公司 100% 股权。我们认为这对公司意义十分重大，标志着公司向中药和大健康领域战略延伸的第一步。

天堂元金是浙江京新控股有限公司与浙江天堂硅谷股权投资管理集团有限公司的全资子公司浙江天堂硅谷恒通创业投资有限公司共同设立的合伙企业公司。其成立的目的是为京新药业搭建一个专业从事股权投资、产业并购等业务的投资平台。其 85% 的资金由对外募集而来。公司实际控制人吕刚持有浙江京新控股亦 51% 的股权，为京新控股的控股股东和实际控制人。这种模式使得公司可以用灵活的融资方式快速实施并购。

益和堂始创于 1907 年，至今已有 100 多年历史，主要从事中成药的研发、生产和销售。拥有包括片剂、胶囊剂、丸剂、颗粒剂、袋泡茶、箭煮茶、糖浆剂、煎膏剂八大剂型共 186 个药品品种的生产批件，其中沙溪凉茶、沙溪凉茶颗粒、养血生发胶囊、排石颗粒、金鸡片、金鸡颗粒、鼻咽清毒颗粒、滋肾宁神丸、骨仙片、润肠宁神膏 10 个药品被列为国家中药保护品种，传统产品“沙溪凉茶系列产品”被列入广东省和国家非物质文化遗产名录。先后荣获中华人民共和国商务部首批“中华老字号”称号、改革开放三十年广东医药行业中成药产业 20 强企业。公司目前正在协助益和堂进行销售体系的搭建，主推的产品是排石颗粒，沙溪凉茶和润肠宁神膏。排石颗粒是全国三家的保护品种，竞争格局很好。沙溪凉茶是很有特点的，可以治疗感冒，而且是自主定价。润肠宁神膏是国家三类新药，也是保护品种，在老年市场是很好的。

益和堂 2012 年实现销售收入 5,577.35 万元，2013 年 1-6 月实现销售收入 2,659.84 万元；2012 年净利润为 40.58 万元，2013 年 1-6 月净利润为 16.47 万元。目前益和堂的规模和盈利能力都有限，收购完成后将由天堂元金进行战略规划、行业研究分析、资源整合优化等方面；公司和京新控股主要负责益和堂经营方案制定和益和堂的日常经营和管理，并负责建立健全益和堂内部控制管理体系和制度。

益和堂的主要产品偏重于 OTC 条线，与公司专科制剂药的定位有一定区别，公司如何整合中药版块业务以及发扬老字号品种的优势还有待考验。但公司的并购能够提升估值。

目前公司在积极寻求合适的并购标的，并购方向主要倾向于中药产业，尤其是有潜力过亿的品种为主。但公司主要考虑收购产品，而并非考虑对整体企业的收购以快速提高收入和利润。

## 七、盈利预测及投资建议

我们根据调研情况，预计公司 2013 年-2014 年实现营业收入为 9.9 亿元、11.7 亿，同比增长 16% 和 18%。归属于母公司净利润 7140 万元、1.08 亿元，同比增长 125% 和 51.8%。折合每股收益 0.28 元和 0.43 元。

我们认为京新药业未来最主要的看点还是在于现有制剂产品的快速增长以及较大规模的资产收购，其中前者提供公司的业绩支撑，后者则有助于直接提升公司的估值。

我们认为对于京新药业的投资，需要观察以下几点：

- 1、公司未来的原料药业务能否保持较稳定的发展，避免大起大落。
- 2、公司制剂产品在接下来的招标过程中中标情况如何。
- 3、公司对于研发投入的规模以及销售人才引进、销售费用投入和销售模式变化的进程，这直接决定了公司后续专科制剂类产品的销售结果。
- 4、公司“在研产品”的推出时间点 能否和招标季相结合。

考虑公司拥有“瑞舒伐他汀+康复新液+地衣芽孢杆菌”三大主力产品，并且这些产品都处于生命周期中的上升期，公司制剂业务有望在未来几年保持快速发展，同时原料药业务保持稳定，制剂出口业务也逐渐拓展，拥有较多“在研产品”以及潜在的收购，我们给予公司“推荐”评级。

## 八、风险提示

1. 市场竞争加剧的风险；
2. 药品价格下调的政策风险；
3. 新产品获批时间不达预期风险。



## 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。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。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,需征得东吴证券研究所同意,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:

行业投资评级:

看好: 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%~5%;

看淡: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级:

强烈推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上;

推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上;

谨慎推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上;

观望: 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%;

卖出: 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 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>