



2014-1-5

公司报告(点评报告)

评级

首次

建议询价区间: 63.8~73.0
上市首日定价区间: 68.4~79.8

分析师: 刘舒畅

☎ (8621)68751065

✉ liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512020004

联系人: 黄伟轩

☎ (8621)68751065

✉ huangwx2@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513070004

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

发行数据

总股本(万股)	21,000.00
发行数量(万股)	7,000.00
网下发行(万股)	
网上发行(万股)	2,800.00
保荐机构	
发行日期	2014-1-10
发行方式	网下询价,上网定价

奥赛康 (300361)

国内化学仿制药龙头企业

报告要点

■ 公司是 PPI 注射剂龙头企业，在肿瘤药方面也有建树

公司是我国 PPI (质子泵抑制剂) 龙头企业，市场占有率近 30%，超过阿斯利康等外企，位居第一。消化类以及抗肿瘤药物市场增长迅速，公司持续性增长值得看好。消化药方面，奥赛康拥有国家发改委授予的注射用奥美拉唑钠单独定价权，抗肿瘤药方面奥赛康拥有国内独家注射用右丙亚胺。此外，奥赛康还拥有多种市场容量较大的抗肿瘤类药物及消化类药物，多西他赛注射液、紫杉醇注射液、注射用培美曲塞二钠、注射用兰索拉唑、注射用泮托拉唑钠。

■ 拥有多个潜力在研产品，产品梯队逐步丰富

多只潜力在研产品已提交审批，产品梯队将逐步丰富。消化类药，包括注射用雷贝拉唑钠、注射用埃索美拉唑钠、注射用左旋泮托拉唑钠；抗肿瘤类药包括注射用替莫唑胺、注射用奥沙利铂脂质体注射液、盐酸伊立替康注射液、注射用米铂。注射用埃索美拉唑钠抑酸优于其他所有的质子泵抑制剂，且起效迅速，时间持久且用量更低。奥沙利铂脂质体注射液为国内首创，疗效好、药效长、靶向性强、毒性低。替莫唑胺作为唯一脑胶质瘤化疗明确疗效的药物，近几年销售额成倍增长，竞争对手仅有天士力和默沙东。

■ 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.55 元、2.28 元和 2.87 元，按照 2014 年 28-32 倍市盈率，建议询价区间在 63.8 元至 73.0 元。

主要财务指标

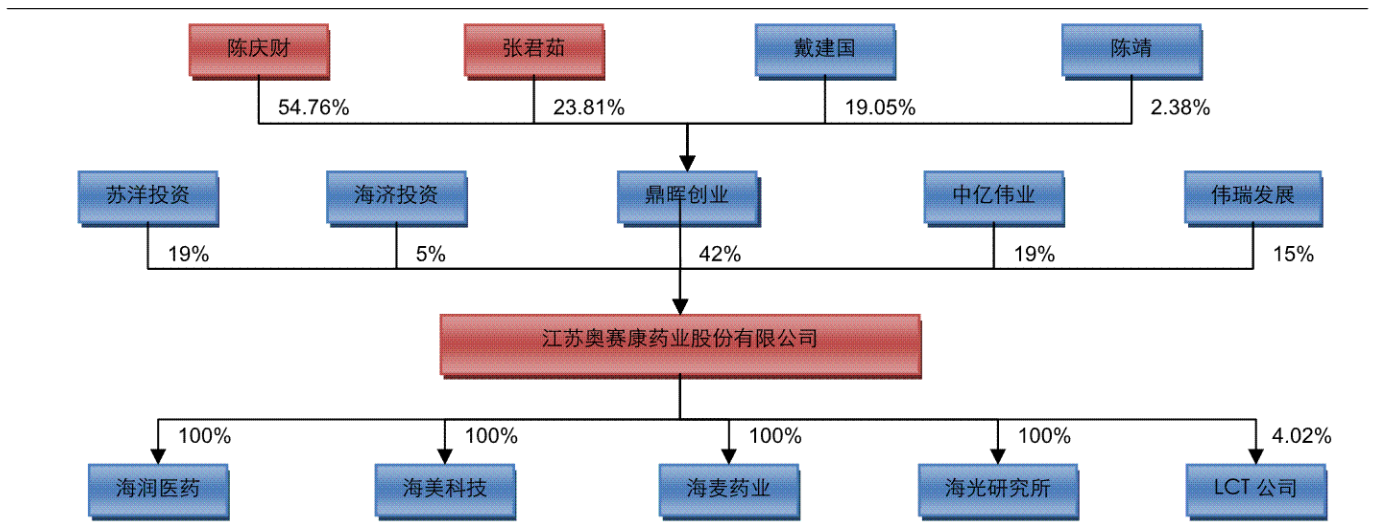
	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2041	2704	3412	4123
增长率(%)	57%	32%	26%	21%
归属母公司所有者净利润(百万元)	242.1	351.1	515.6	649.3
增长率(%)	60%	45%	47%	26%
每股收益(元)	1.071	1.553	2.281	2.873
净资产收益率(%)	38.8%	20.8%	24.2%	24.2%



PPI 注射剂龙头企业，市占率第一 管理层控股的民营企业

公司成立于 2003 年 1 月 14 日，是集医药、研发、生产、市场推广和销售为一体的国家级高新技术企业 2011 年 7 月实施股份制改造，正式更名为：江苏奥赛康药业股份有限公司。公司以“研究为源,健康为本”的管理理念，始终坚持产品创新与优化并举的战略。**董事长陈庆财及其妻女通过南京奥赛康和伟瑞发展共计持有公司 11970 万股,占发行股本的 57%，是公司的实际控制人。**

图 1：管理层控股的民营企业

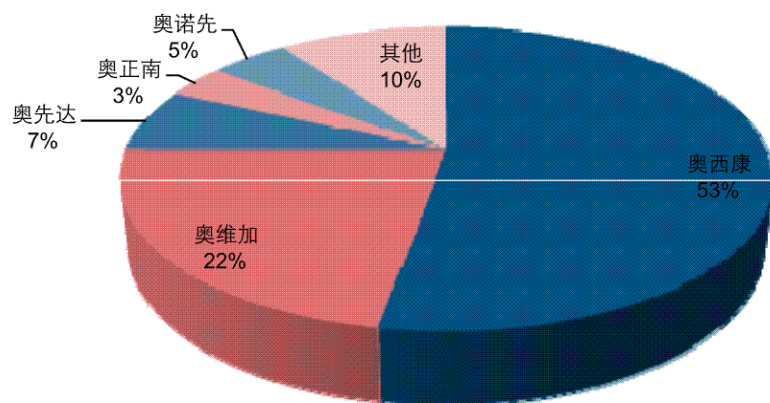


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

专注化学制剂业务，主打消化类与抗肿瘤注射药

截止 2011 年底,公司已拥有 64 项具有自主知识产权的专利, 77 个药品注册组件。公司目前是全国最大的质子泵抑制剂注射剂生产企业之一，同时也是全国冻干粉针品种最多的特色企业。近 3 年来，**公司消化类及抗肿瘤药物业务营收占比达到 96%以上。**

图 2：2011 年奥西康、奥维加占据 75%公司营业收入



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司产品集中于消化类与抗肿瘤领域，主要产品市场占有率较高。2011 年奥西康在国内注射用奥美拉唑销售中排名第二，仅次于阿斯利康（无锡）制药有限公司；奥先达在国内注射用奈达铂销售中排名第一。

表 1：2011 年公司五类主要产品市场占有率均靠前

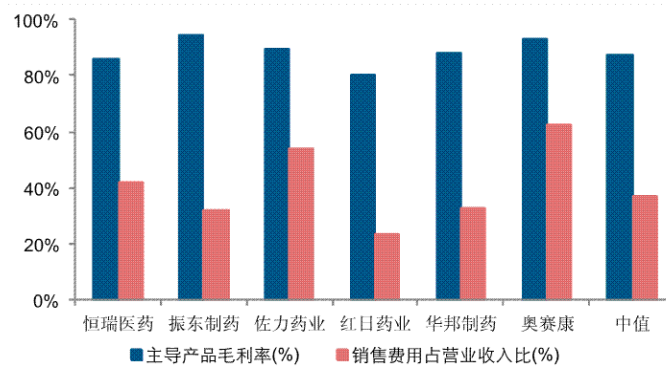
	主要产品	商品名	主要适应症	医保类型	市场占有率	
消化类	质子泵抑制剂 (PPI)	注射用奥美拉唑钠	奥西康	消化性溃疡出血、吻合口溃疡出血	国家乙类	30.97%
		注射用兰索拉唑	奥维加	伴有出血的十二指肠溃疡	国家乙类	55.79%
抗肿瘤类	铂类抗肿瘤类药物	注射用奈达铂	奥先达	头颈部癌、非小细胞肺癌、食管癌、卵巢癌等实体瘤	国家乙类	43.78%
		注射用奥沙利铂	奥正南	经氟尿嘧啶治疗失败之后的结、直肠癌转移	国家乙类	3.66%
	抗肿瘤辅助药物	注射用右丙亚胺	奥诺先	用于接受阿霉素治疗累于接受阿霉素治疗累积量达 300mg/m，并且医生认为继续使用阿霉素有利的女性转移乳腺癌患者。同时，并且医生认为继续使用阿霉素有利的女性转移乳腺癌患者。	国家乙类	100%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

奥赛康主导制剂产品毛利率高、销售费率呈下降趋势

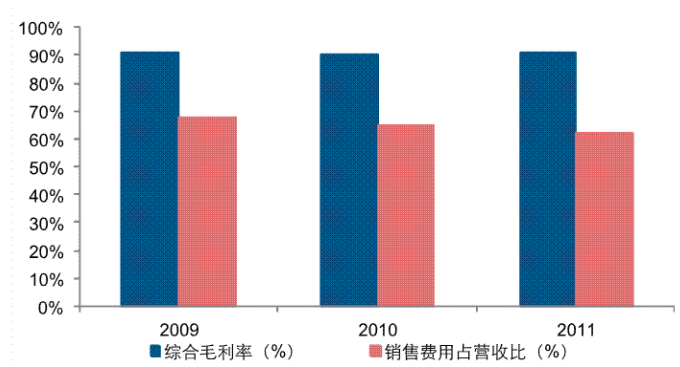
2011 年奥赛康主导产品奥西康毛利率高于可比同行业上市公司主导产品，且近三年维持在 90%以上。奥赛康销售费用率虽然比较高，但呈现稳步下降的趋势，由 2009 年 67.66%下降至 2011 年 62.22%，此外考虑到公司处于营销网络拓展时期需要较高营销投入和市场维护，我们预计未来公司销售费用率将持续稳步下降。

图 3：奥赛康主导产品毛利率高于同行业上市公司



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 4：奥赛康综合毛利率稳定在高位，销售费率呈下降趋势



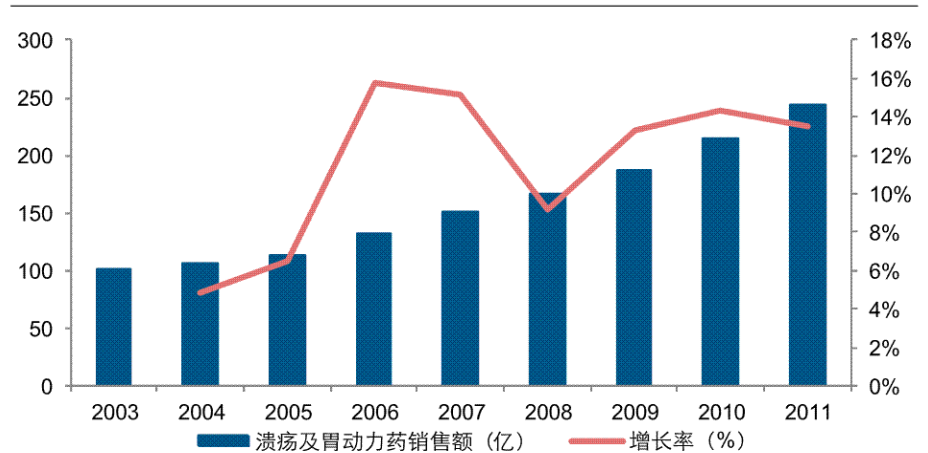
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

核心增长点为消化类药，肿瘤药稳定发展

消化类药品市场预期将持续增长

2011 年胃用药市场规模已经达到 244 亿，同比增长 13.49%。在**患者增多**以及**消化性溃疡转变成慢性疾病**需要长期服药这两种因素的推动下，预计胃用药市场规模将持续增长。

图 5: 我国溃疡及胃动力药销售额持续快速增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

PPI 占据消化性溃疡市场大部，埃索美拉唑居首位

质子泵抑制剂 (PPI) 占据大部分的消化性溃疡市场。消化性溃疡治疗领域，PPI 以其良好的品质和优秀的疗效赢得了市场的广泛认同，其主要作用机理为阻断胃壁细胞内质子泵驱动细胞内的氢离子与小管内的钾离子交换，从而阻止胃酸分泌的通道，**特点**为作用快、持续时间长、抑酸效果好，因而质子泵抑制剂占据超过 84% 的消化性溃疡市场。

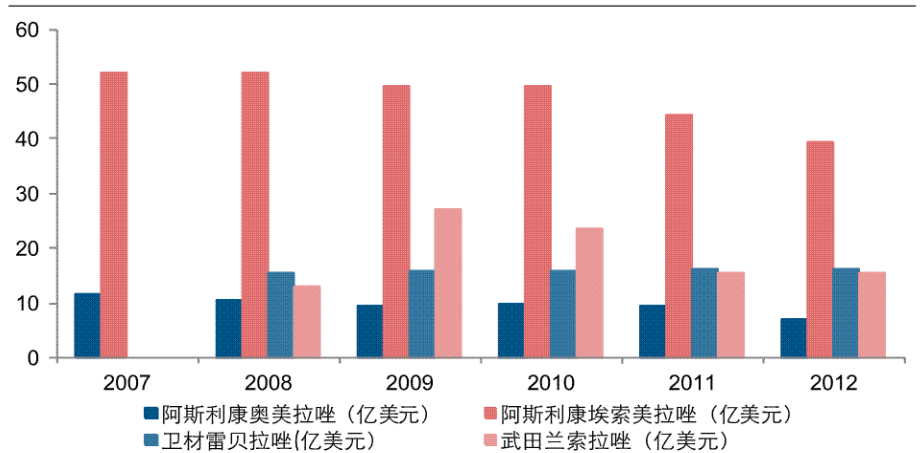
表 2: 质子泵抑制剂 (PPI) 占据超过 84% 的消化性溃疡市场

药物类别	主要品种
质子泵抑制剂 (PPI)	奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑、雷贝拉唑、埃索美拉唑、艾普拉唑
H2 受体拮抗剂	西咪替丁、雷尼替丁、法莫替丁、尼扎替丁、拉呋替丁
粘膜保护剂	前列腺素类药、替普瑞酮、硫糖铝、铋剂
抗酸剂	碳酸镁铝、小苏打

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

埃索美拉唑占据 PPI 市场较大份额。下图为主要质子泵抑制剂原研厂商全球销售额，阿斯利康公司的洛赛克目前全球销量维持在十亿美元。新生代 PPI 雷贝拉唑、兰索拉唑等维持在十亿美元的规模上，目前埃索美拉唑占据全球 PPI 市场最大份额，但是阿斯利康耐信（埃索美拉唑）也出现业绩下滑的迹象。

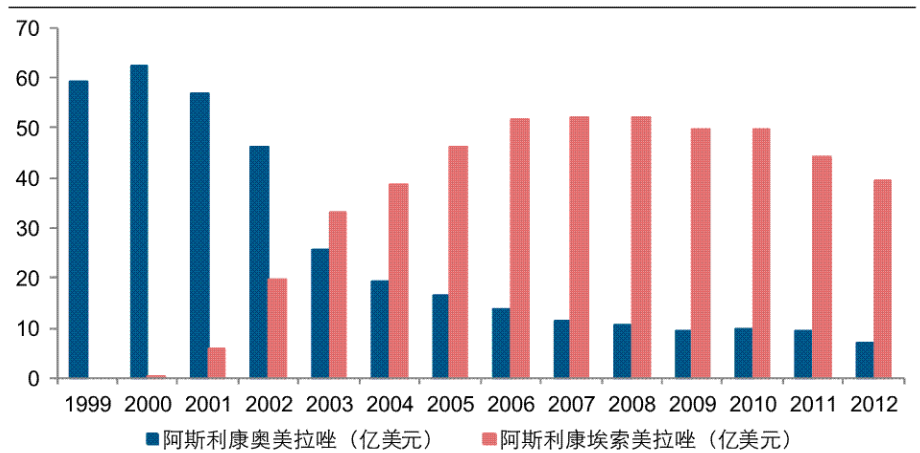
图 6: 传统质子泵抑制剂市场份额下滑



资料来源: 彭博, 长江证券研究部

阿斯利康奥美拉唑销售额稳定在十亿美元, 埃索美拉唑占据较大份额。作为第一代注射用奥美拉唑, 上世纪 90 年代是其发展的黄金时期, 1998 年至 2000 年连续 3 年成为全球药品销售冠军, 2000 年全球销售额达到 46 亿美元, 2001 年专利到期后, 市场被仿制品快速侵蚀。但是由于其治疗效果良好, 临床经验丰富, 近年阿斯利康塞洛克全球销量维持在十亿美元。

图 7: 阿斯利康奥美拉唑销售额稳定在十亿美元



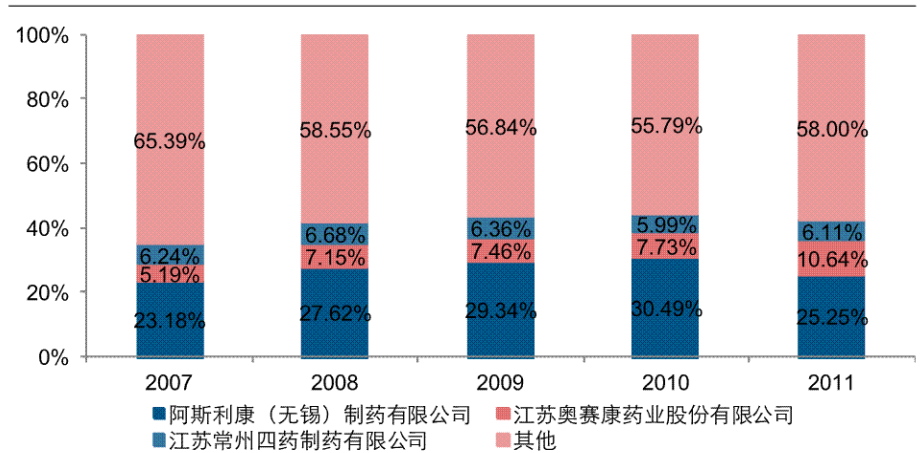
资料来源: 彭博, 长江证券研究部

注射用奥美拉唑钠 (奥西康) 作为奥赛康的拳头产品虽然面临市场份额下降的风险, 但是公司拥有国家发改委授予的单独定价权, 综合分析奥美拉唑将持续贡献公司收入。

我国溃疡及胃动力药竞争相对集中, 奥赛康市场份额较快上升

我国溃疡及胃动力药竞争相对集中, 前四大生产厂商拥有将近 50% 的市场份额, 其中行业第一阿斯利康 (无锡) 占据超过 20% 的市场份额。江苏奥赛康市场份额增长迅速, 由 2007 年的 5.19% 快速增长到 2011 年的 10.64%, 复合年增长率达到 19.7%。我们预计奥赛康消化类药品仍有可观的上涨空间。

图 8：中国溃疡及胃动力药生产竞争相对集中

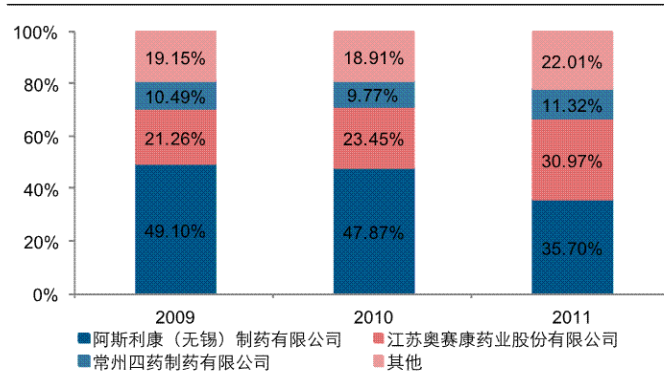


资料来源：长江证券研究部

奥赛康两大主导消化类药物优势明显

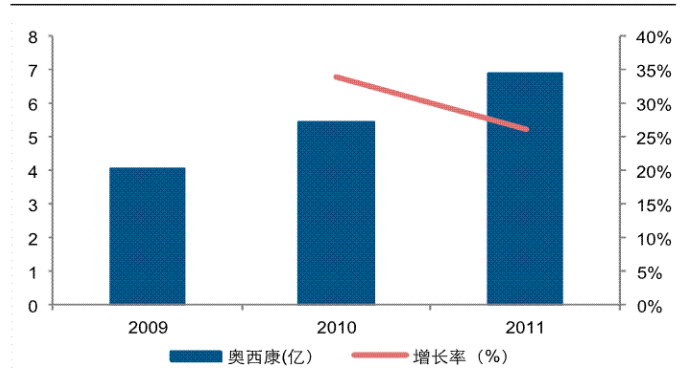
奥赛康注射用奥美拉唑钠独家定价权，持续贡献收入。奥西康分 40mg 和 20mg 两个规格，为国内首家上市的静脉滴注用奥美拉唑钠，其中奥西康（40mg 规格）获得国家发改委单独定价资格。2009 年以来，奥西康的销售额保持着每年 25% 以上的增长率，其销售额的市场占有率逐年上升，在国内注射用奥美拉唑钠的市场占有率一直稳居第二，2011 年在国内注射用 PPI 市场中占比 13.88%。我们预计奥西康将持续扩大市场份额，贡献企业营收。

图 9：奥西康市场份额稳定增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

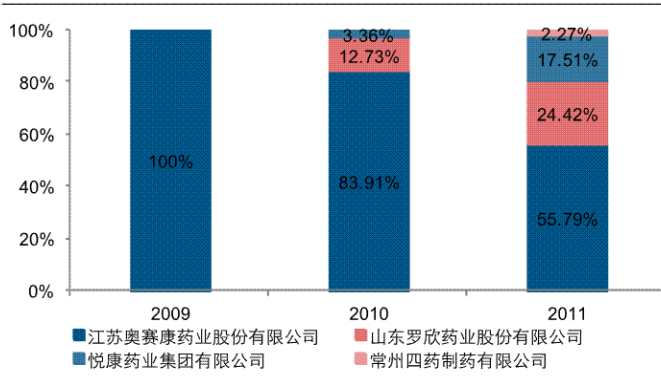
图 10：奥西康销售额增长迅速，维持 25% 增长率



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

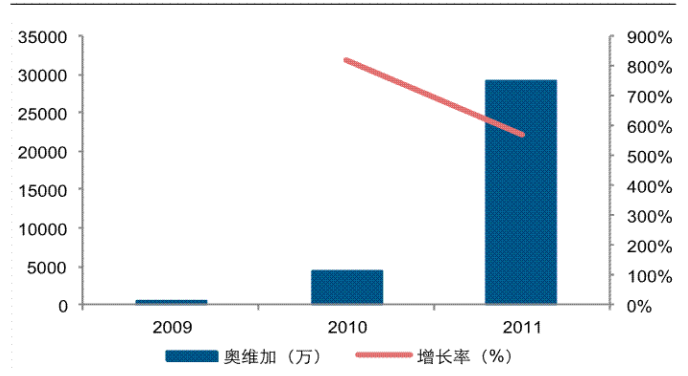
奥赛康注射用兰索拉唑销售额上升迅猛，市场竞争激烈。奥维加为公司自行研发并于 2008 年国内首家上市的注射用兰索拉唑，此后市场迅速增加，2011 年销售额已达 7.06 亿元。但是市场快速出现同类竞争者，奥赛康市场份额三年内快速由 2009 年的 100% 下降至 2011 年的 55.79%，但是绝对销售额快速攀升，此三年内销售额迅速上升到 2.9 亿。虽然市场竞争较为激烈，我们预计奥维加仍有进一步上升的空间。

图 11: 奥维加市场竞争激烈



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 12: 奥维加市场销售额成倍扩张

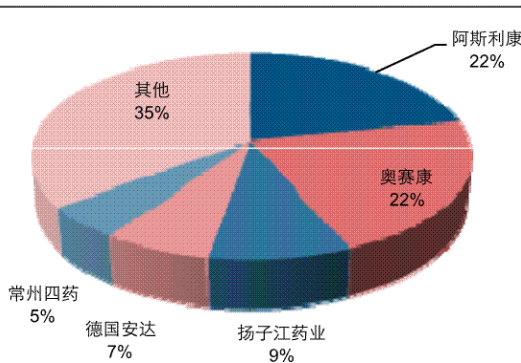


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

期待埃索美拉唑通过审批后奥赛康的表现

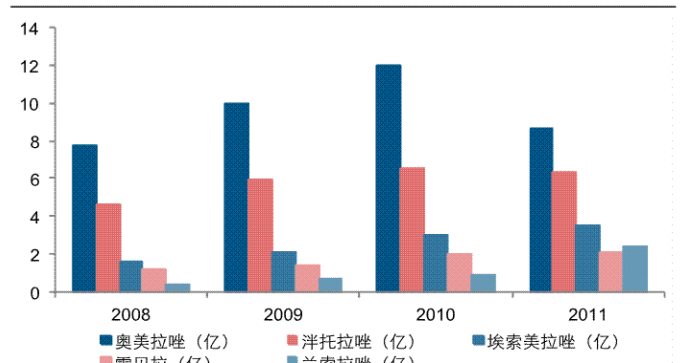
国内质子泵抑制剂竞争与国外市场存在共性, 也存在差异。奥索美拉唑近年销售额下跌显而易见, 根据全球销售经验以及近年埃索美拉唑销售走势, 预计国内埃索美拉唑市场份额将进一步增长。目前国内质子泵抑制剂市场上, 奥赛康与阿斯利康占据份额差不多, 但是阿斯利康拥有多款质子泵抑制剂, 其中还包括耐信(埃索美拉唑)高销量 PPI 药品。我们预计江苏奥赛康拿到埃索美拉唑审批后, 其 PPI 市场份额将进一步扩大。

图 13: 2011 年奥赛康中国 PPI 市场份额可观



资料来源: 长江证券研究部

图 14: 中国溃疡及胃动力药市场中 PPI 产品竞争激烈, 奥美拉唑下跌



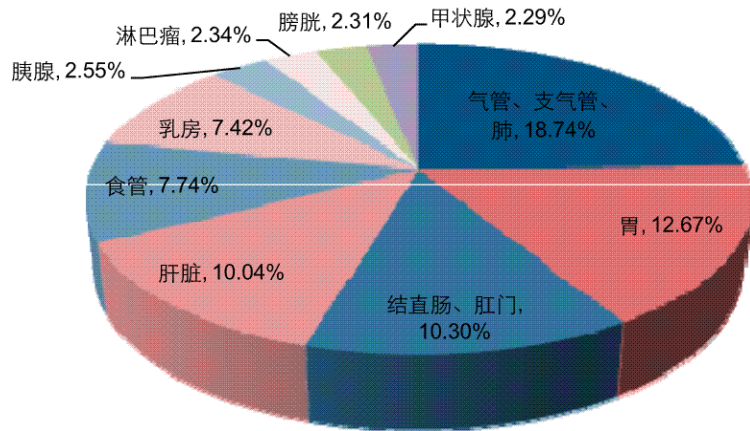
资料来源: 江证券研究部

抗肿瘤药稳定发展

抗肿瘤药物需求旺盛, 肿瘤市场发展稳定

抗肿瘤药物需求旺盛。根据卫生部统计, 我国每年肿瘤新发病人 400 万, 恶性肿瘤连续多年排在城市居民死亡构成首位, 在农村居民中仅次于脑血管病, 排名第二。流行病学研究提示, 我国不仅肿瘤死亡率呈明显上升趋势, 且兼有发展中国家和发达国家高发谱并存的特点, 老龄化、工业化、城市化以及越来越紧张的生活节奏都是我国肿瘤发病率、死亡率快速攀升的推动力。

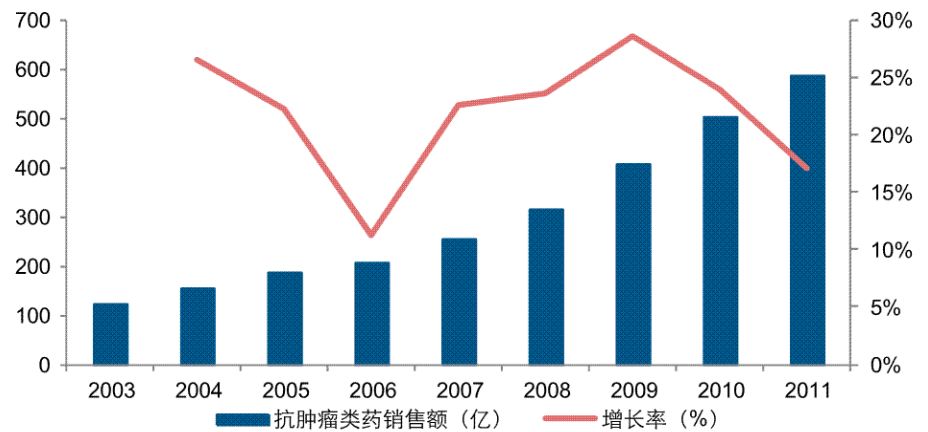
图 15: 2012 年肺癌、胃癌、结直肠癌为全国肿瘤登记地区前三位恶性肿瘤



资料来源: 长江证券研究部

抗肿瘤药市场发展稳定。根据 IMS 统计, 抗肿瘤药自 2007 年超越降血脂药后, 一直是全球医药市场的领头羊, 2011 年销售额达到了 622 亿美元, 近年增幅维持在 10% 左右。**2007 年以来中国市场中抗肿瘤药物销售额保持了年均 20% 以上的快速增长**, 2011 年市场销售额达到 587.4 亿, 同比增长 17.01%。

图 16: 我国近年抗肿瘤药物市场增长稳定



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

然而目前中国抗肿瘤药市场竞争仍比较分散, 前四大肿瘤制药公司仅占有 25% 的市场份额。**在这种情况下我们预计奥赛康有进一步扩展市场份额的空间。**

表 3: 国内外制药公司各占肿瘤药龙头市场半壁

	2008	2009	2010
瑞士罗氏公司	9.96%	10.31%	10.61%
江苏恒瑞医药股份有限公司	7.09%	6.40%	5.79%
山东齐鲁制药厂	4.42%	4.46%	4.47%
法国赛诺菲-安万特公司	4.57%	4.84%	4.46%

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

抗癌药物市场需求将进一步扩大

2004-2005 年中国恶性肿瘤死亡抽样回顾调查显示:在恶性肿瘤死亡率中, 前三位恶性肿瘤类型依次为: **肺癌、肝癌和胃癌**。且各恶性肿瘤死亡率整体呈上升趋势, 其中肺癌死亡率上升至 30.83 (十万分之一), 结直肠癌由 1973-1975 年的 4.6 上升至 2004-2005 年的 7.25 (十万分之一), 可以预见相关肿瘤药物市场需求将继续扩大。

表 4: 我国各恶性肿瘤死亡率整体呈上升趋势, 前三位依次为: 肺癌、肝癌、胃癌

1973-1975		1990-1992		2004-2005	
疾病名称	死亡率(十万分之一)	疾病名称	死亡率(十万分之一)	疾病名称	死亡率(十万分之一)
胃癌	19.54	胃癌	25.16	肺癌	30.83
食管癌	18.83	肝癌	20.37	肝癌	26.26
肝癌	12.54	肺癌	17.54	胃癌	24.71
肺癌	7.09	食管癌	17.38	食管癌	15.21
子宫颈癌	5.23	结直肠癌	5.3	结直肠癌	7.25
结直肠癌	4.6	白血病	3.64	白血病	3.84
白血病	2.72	子宫颈癌	1.89	脑瘤	3.13
鼻咽癌	2.32	鼻咽癌	1.74	女性乳腺癌	2.9
女性乳腺癌	1.65	女性乳腺癌	1.72	胰腺癌	2.62
				骨癌	1.7
恶性肿瘤总计	83.65	恶性肿瘤总计	108.26	恶性肿瘤总计	134.8

资料来源: 2012 卫生统计年鉴, 长江证券研究部

奥赛康三大主导抗肿瘤药物各具看点

注射用奥沙利铂作为目前领头第三代铂类抗癌产品, 毒性显著低于前两代铂类化合物(顺铂、卡铂)。在肠癌治疗中占据了重要位置, 最近欧洲又批准了奥沙利铂用于肝癌的全身化疗, 由于我国是肝癌大国, 奥沙利铂又将迎来新一片的广阔市场。

奈达铂作为较新的三代铂类制剂, 由于其抗癌谱广、毒性低、使用方便, 虽然目前市场份额不大, 但是近几年增长迅速预计通过继续加强学术推广有望取得更大的市场份额。

奥赛康独家产品**注射用右丙亚胺**, 由于其确切有效的预防蒽环类心脏毒性的功能以及攀升的乳腺癌得病率, 我们预计奥诺先(注射用右丙亚胺)将维持高增长势头。

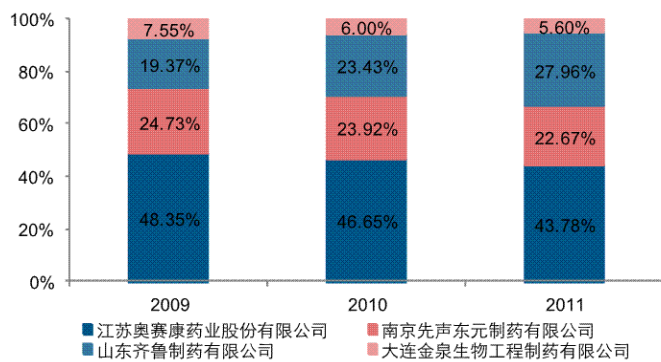
表 5: 奥赛康三大主导肿瘤药物各有看点

产品名称	原研厂商	药理特性	优势	竞争对手
注射用奈达铂	盐野义	顺铂类似物, 以与顺铂相同的方式与 DNA 结合, 并抑制 DNA 复制	抗癌谱广、治疗指数高、肾毒性和胃肠道反应较低、使用方便、不需水化	南京先声东元制药有限公司、山东齐鲁制药有限公司、大连金泉生物工程制药有限公司
注射用奥沙利铂	赛诺菲 安万特	通过产生水化衍生物作用于 DNA, 形成链内和链间交联, 从而抑制 DNA 的合成	毒副作用低于顺铂, 针对中、晚期结(直)肠癌效果好, 市场广阔	赛诺菲-安万特、江苏恒瑞医药股份有限公司、南京制药厂有限公司
注射用右丙亚胺	美国凯龙	右丙亚胺在细胞内转变为开环螯合剂, 干扰铁离子中介的自由基形成, 后者为蒽环类抗生素产生心脏毒性的部分原因	机理确切、疗效肯定、副作用小	国内独家

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

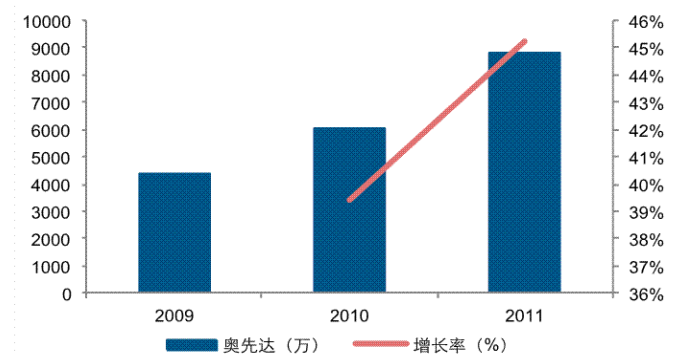
奥赛康注射用奈达铂销售成绩优异，前景广阔。注射用奈达铂于 2009 年进入《医保目录》，2009 年至 2011 年市场容量年复合增长率为 44.09%，目前国内共有四家企业生产该产品，2011 年全国注射用奈达铂市场占有率为 43.78%，远超同类企业。此外，公司于 2011 年 3 月取得注射用奈达铂新增加适应症的补充批件（批件号：2011B00515），在原有治疗头颈部癌、非小细胞肺癌、食管癌等实体瘤的适应症基础上，增加了治疗小细胞肺癌、卵巢癌等实体瘤，随着奥先达（注射用奈达铂）的适应症增多，其发展空间和潜力有望进一步提升。

图 17：奥先达销售成绩优异前景广阔



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

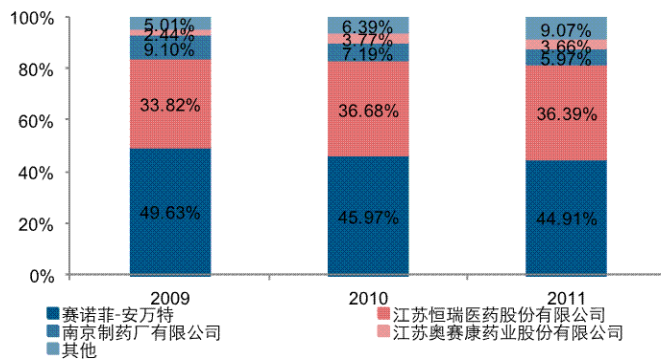
图 18：奥先达销售额增长率持续上升



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

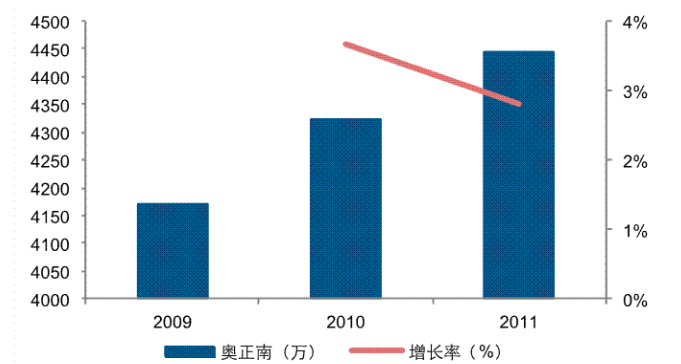
奥赛康注射用奥沙利铂仍有较大的发展空间。注射用奥沙利铂主要适用于经过氟尿嘧啶治疗失败之后的结、直肠癌转移的患者，是医保乙类产品，今年又进入新版基药。市场规模 2009 至 2011 年市场容量复合增长率为 25.52%，增长迅速。公司产品奥正南 2011 年市场占有率为 3.66%，排名全国第四，仍有较大的发展空间。

图 19：奥正南市场发展空间较大



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

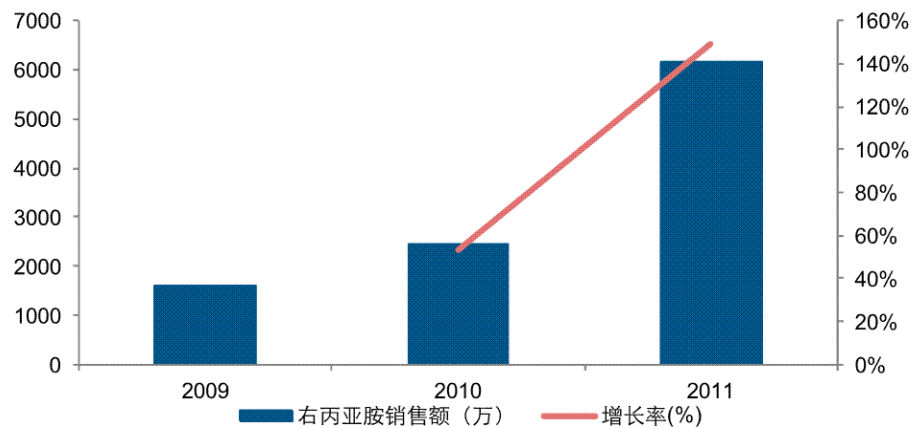
图 20：奥正南销售额增长稳定



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

奥赛康注射用右丙亚胺国内独家上市，市场增长强劲未来看好。公司自主研发的注射用右丙亚胺（奥诺先）为冻干粉针剂并于国内独家上市，2009 年进入《医保目录》，属国家医保乙类药物，可作为预防蒽环类药物心脏毒性的药物以及治疗对蒽环类药物有心脏不良反应的女性乳腺癌患者。伴随着乳腺癌的发病率不断上升，以及大量循证能有效治疗乳腺癌的蒽环类药物将提高患者出现不可逆的心脏损伤的风险性。右丙亚胺作为蒽环类心脏毒性保护剂已普遍用于对蒽环类药物有心脏不良反应的女性乳腺癌患者。预计注射用右丙亚胺能成为新一轮奥赛康营收增长推动力。

图 21：奥赛康国内独家注射用右丙亚胺市场增长强劲未来看好



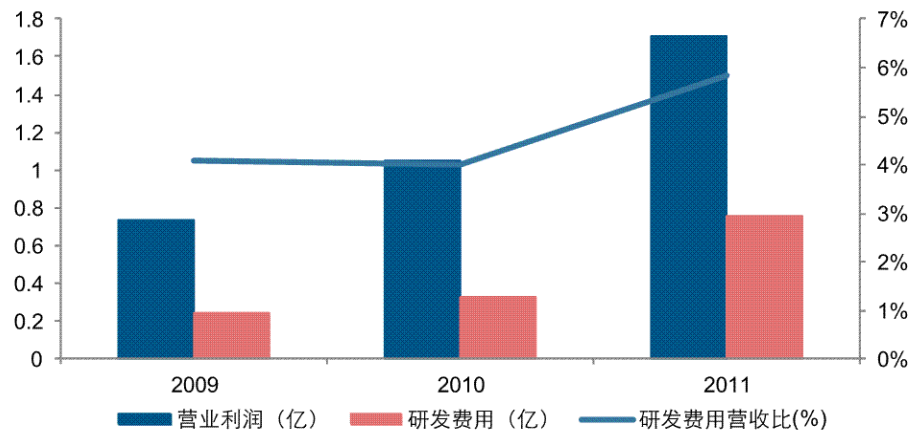
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

在研产品种类丰富，潜力看好

研发投入占营业收入比维持在 4% 以上

奥赛康年均研发投入占营业收入比维持在 4% 以上，并于近年有较大幅度的提升，持续投入提升了公司的研发能力，使公司在消化和抗肿瘤药物领域保持了较强的竞争力，其中奥沙利铂脂质体注射液为国内首创，疗效好、药效长、靶向性强、毒性低。

图 22：公司研发投入占营业收入比维持在 4% 以上



资料来源：长江证券研究部

拥有多只潜力在研产品涵盖消化类及抗肿瘤类

经过多年发展，公司已经初步行了完善的 PPI 注射剂和抗肿瘤产品组，截止 2011 年底，公司已拥有 64 项具有自主知识产权的专利，77 个药品注册组件，现拥有消化类、抗肿瘤类等领域的 36 个品种、65 个规格化学药物注射剂产品，**产品储备和在研产品丰富。**

公司已拥有泮托拉唑钠药品注册批件，在研的注射用雷贝拉唑钠处于三期临床，同时还在研究开发注射用埃索美拉唑钠；公司拥有目前正在研制的国内首创抗肿瘤药物靶向新剂型奥沙利铂脂质体葡萄糖制剂的制备方法，与普通剂型相比具有疗效好、药效长、靶向性强和毒性低等优点，预计上市后将给奥正南的销售带来新的增长动力。

表 6：奥赛康拥有多只潜力在研产品，涵盖消化类及抗肿瘤类药物

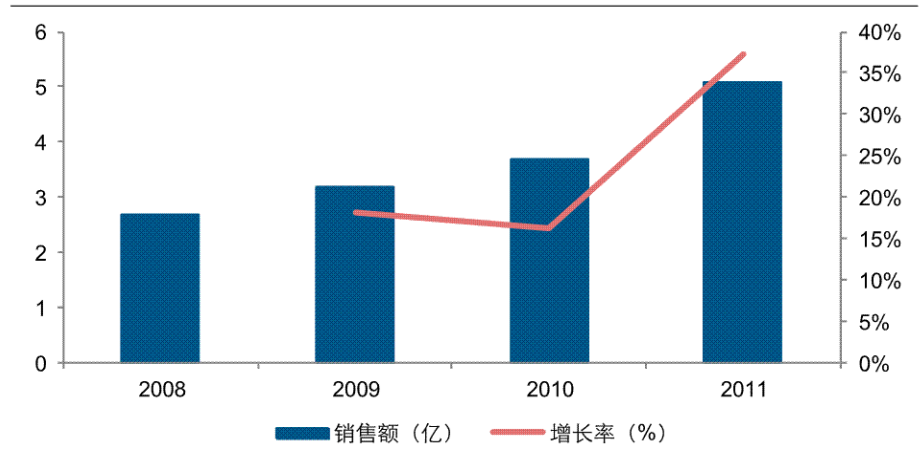
办理状态	在研药品	医保类型	注册分类	申请类型	适应症	国内在生产厂商
在评审	硼替佐米		3.1	新药	抗肿瘤，多发性骨髓瘤	西安杨森
在评审	醋酸阿比特龙		3.1	新药	抗肿瘤，前列腺癌	西安杨森
在评审	注射用兰索拉唑	国家乙类	3.4	新药	消化类，十二指肠溃疡	浙江海正、武田药品
在评审	注射用多黏菌素 E 甲磺酸钠		3.1	新药	抗生素，胃肠道感染	正大天晴
在评审	注射用雷贝拉唑钠		3.3	新药	消化类，消化性溃疡	扬子江药业、江苏吴中
在评审	注射用米铂		3.1	新药	抗肿瘤，肝癌	暂无
在评审	注射用左旋洋托拉唑钠		3.1	新药	消化类，消化性溃疡出血	正大天晴
在评审	盐酸帕洛诺司琼注射液	部分省乙类	3.1	新药	肿瘤辅助，预防重度致吐化疗引起的急性恶心、呕吐	正大天晴、上海华源
在评审	注射用替莫唑胺	国家乙类	3.3	新药	抗肿瘤，多形性胶质母细胞瘤	天士力、默沙东、双鹭药业
已发批件	奥沙利铂脂质体注射液		5	新药	抗肿瘤，结直肠癌（高疗效，低不良反应）	暂无
在评审	灭菌注射用水		6	仿制药	调节药，注射液等稀释剂	广东艾希德、石家庄四药
在评审	注射用胸腺法新	部分省乙类	6	仿制药	慢性乙型肝炎	美国赛生、成都地奥、双成药业
在评审	盐酸伊立替康注射液	国家乙类	6	仿制药	抗肿瘤，结直肠癌	恒瑞医药、齐鲁制药
在评审	注射用夫西地酸钠		6	仿制药	抗菌类，骨髓炎、败血症、胰腺囊性纤维性变	成都诺迪康、海思科
在评审	伊班膦酸钠注射液	部分省乙类	6	仿制药	肿瘤辅助，高钙血症	南京恒生、
在评审	注射用埃索美拉唑钠		6	仿制药	消化类，胃食管反流性疾病	阿斯利康
在评审	氯化钠注射液	国家甲类	6	仿制药	调节药，低等高渗性失水、低氯性碱中毒	华润双鹤、恒瑞医药

资料来源 CFDA，长江证券研究部

奥沙利铂脂质体注射液超越普通剂型。另外，公司正在研制备技术处于国内领先水平的抗肿瘤药物靶向新剂型奥沙利铂脂质体注射液，该品种目前已获得国家药监局批件。奥沙利铂脂质体为国内首创，与奥沙利铂普通剂型相比具有疗效好、药效长、靶向性强和毒性低等优点，属于抗肿瘤新剂型，我们预计上市后将带来新的增长力。

植物制剂伊立替康市场稳定增长。目前为国家乙类医保，市场规模估测在 20 亿元左右。伊立替康主要用于 5-Fu 治疗失败的二线化疗，适用于结直肠癌、胃癌，最近几年保持了平均 20% 以上的增长。市场上三个主要产品来自恒瑞、辉瑞和齐鲁，其中恒瑞艾力占据最大市场份额。

图 23: 植物制剂伊立替康市场稳定增长

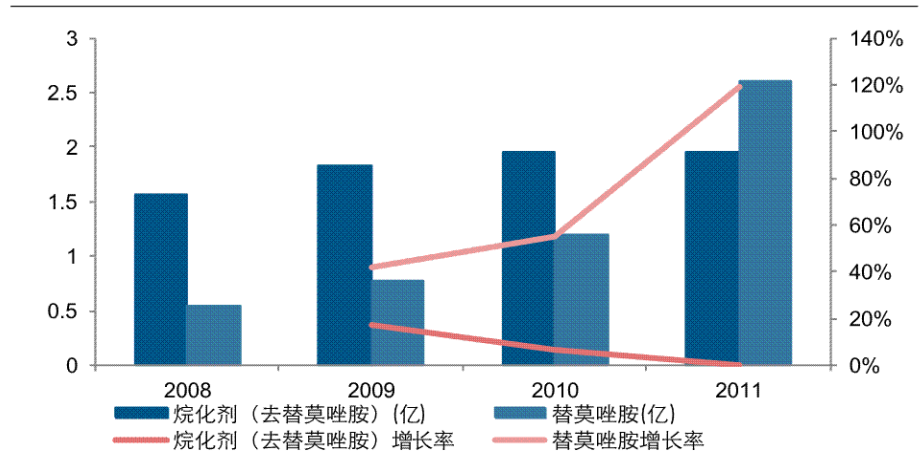


资料来源: IMS, 长江证券研究部

在研烷化剂：替莫唑胺潜力巨大，替莫唑胺为目前国家乙类医保药物，近几年销售额在成倍增长，目前已经超过其他烷化剂销售的总额，作为**唯一脑胶质瘤化疗明确疗效的药物**，填补市场巨大空缺是其快速增长的最大动力，仅考虑脑胶质瘤适应症预计市场规模有望达到 17 亿元。

目前市场上替莫唑胺主要生产厂商是天士力和默沙东，双鹭药业也已获得 SFDA 批准，恒瑞医药、莱美药业和振东制药还在注册中，**我们预计替莫唑胺市场将继续增长，但是竞争会变得更加激烈。**

图 24: 替莫唑胺市场增长迅速，潜力巨大



资料来源: IMS, 长江证券研究部

公司销售网络成熟，募资用于提升产能及研发

公司销售网络成熟，网点密分工清晰

公司销售网络成熟，网点遍布全国。目前公司营销网络覆盖全国除西藏、港澳台外全部省份及其省会城市、计划单列市等重点城市，在全国拥有 800 余家经销商，产品在全国超过 3000 家县级以上医院均有销售。

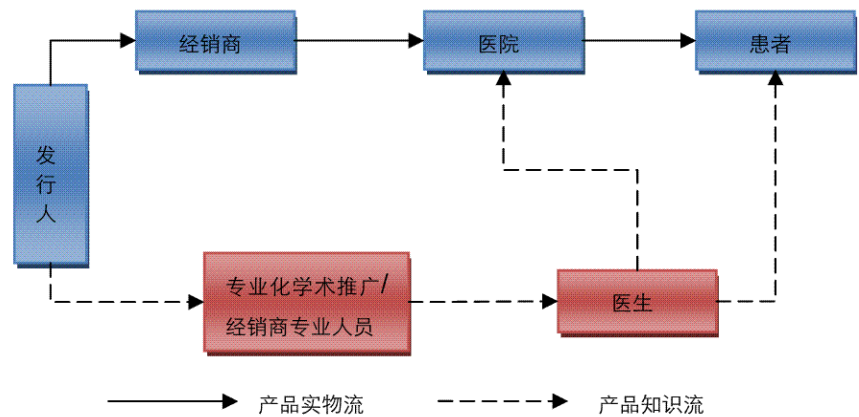
表 7: 奥赛康销售网络成熟, 网店遍布全国

销售模式	负责部门	经销商数量	信用账期
专业化学术推广	直营事业部	339	3-6 个月
代理模式	代理事业部	468	1-3 个月

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

公司销售模式分工清晰, 互相促进。专业化学术推广营销模式是公司可持续发展的重要动力, 目前公司的专业化学术推广销售团队已经覆盖到全国 20 多个省市, 通过其进行专业化学术推广, 提升公司品牌形象和产品的品牌认知度, 促进产品销售。与之相比, 代理模式主要增强渠道维护力度, 进一步扩大经销商数量, 利用其广泛的营销网络、推广手段, 较为高效的完成相对成熟药品的市场推广。两种销售模式分工清晰, 互相促进。

图 25: 公司产品知识流、实物流销售推广流程



资料来源: IMS, 长江证券研究部

公司主导产品销售额提升迅速, 产品供不应求

公司目前拥有 4 条冻干粉针剂生产线, 2 条小容量注射剂生产线, 2 条原料药生产线以及 1 条进口包装线, 并拥有全自动胶塞清洗机、铝盖清洗机、超声波洗瓶机、隧道式灭菌烘箱等完善的核心配套生产设备。

主导产品奥西康销售额从 2009 年 4.1 亿快速攀升至 2011 年的 6.9 亿, 奥诺先销售额更是在三年内将近翻了四番。但是截止 2011 年, 消化类与抗肿瘤类主导产品产销率几乎都达到了 100%, 甚至奥先达产销率达到了 113%, 普药生产线产能利用率达到 119.40%, **公司产品供不应求。**

表 8: 奥赛康主导产品销售额提升迅速, 产品供不应求

	消化类			抗肿瘤类		
	项目	奥西康	奥维加	奥先达	奥正南	奥诺先
2009	产量 (万)	1124	11	44	34	5
	销量 (万)	1138	8	47	33	4
	平均销售单价	36	57	94	127	377
	销售额 (万)	40685	472	4365	4170	1610
	产销率	101%	78%	106%	98%	89%
	单项毛利率	93.94%	87.62%	91.39%	91.42%	90.69%

请阅读最后评级说明和重要声明

14 / 19

	占毛利润总额比	70.54%	0.76%	7.36%	7.04%	2.69%
2010	产量(万)	1639	74	78	35	7
	销量(万)	1555	69	63	35	7
	平均销售单价	35	62	96	125	369
	销售额(万)	54450	4325	6085	4323	2467
	产销率	95%	94%	81%	98%	91%
	单项毛利率	93%	89%	88%	85%	90%
	占毛利润总额比	69%	5%	7%	5%	3%
2011	产量(万)	2088	488	88	38	17
	销量(万)	2140	459	100	38	17
	平均销售单价	32	63	89	118	363
	销售额(万)	68728	29069	8838	4444	6139
	产销率	102%	94%	113%	100%	100%
	单项毛利率	93.00%	91.31%	90%	84%	94%
	占毛利润总额比	54%	22%	7%	3%	5%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司募集资金主要用于产能扩建以及新药研发

公司此次募集资金主要用于提升相关产品的产能和研发实力，项目完全建成后，公司普药年实际生产能力将从 4000 万支提升至 6000 万支，主要用于生产注射用兰索拉唑、单硝酸异山梨酯、注射用盐酸氨溴索等消化类产品，抗肿瘤药品实际年生产力从 400 万只提升至 1600 万支，**主要用于生产目前公司在产的抗肿瘤药品和未来研发成功投入生产的新药产品。**预计将有效缓解公司目前产能紧张的情况，有助于提升公司市场份额。

表 9：奥赛康募集资金主要用于产能扩建以及新药研发

项目名称	总投资	利用募集资金投资额
二期产能扩建项目	56101	56101
新药研发中心建设项目	14985	14985
企业管理信息系统建设项目	3885	3885
营销网络建设项目	4383	4383

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

奥赛康持续快速发展机遇与挑战并存

我国人口老龄化、城镇化以及国家医改的推进是奥赛康持续增长的宏观经济利好，其自身拥有多款畅销消化类及抗肿瘤类药品是维持其现有规模及品牌的良好基础，此外公司还拥有多种在研潜力新药、仿制药预计会给公司带来持续增重的动力。但是公司同样也面对的激烈的同质化竞争，以及生产成本上升以及药品降价的双重压力。**奥赛康持续快速发展机遇与挑战并存。**

表 10：奥赛康持续快速发展，机遇与挑战并存

机遇	挑战
人口老龄化与居民人均收入的增长将加大对医药产品的需求	企业面临生产成本、环保成本不断升高和药品降价的双重压力

国家强有力的政策支持和医疗改革的巨大推动作用	同类企业规模普遍偏小、技术水平不高、产品同质化严重
行业管理水平的提高促进企业优胜劣汰	
城镇化进程的加快有利于医药行业的发展	
良好的质量和品牌知名度	
产品线丰富：36 个品种化学注射剂产品	
主要产品行业领先：奥西康 40mg 获单独定价权，奥诺先国内独家	
遍布全国的销售渠道：专业化学术推广模式，代理模式	

资料来源：长江证券研究部

风险提示

- 1、技术风险：**化学制药市场竞争激烈，进入门槛较低，同质化竞争严重，公司应提高研发投入，提升产品创新能力
- 2、成本上升与降价的双重压力**

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2041	2704	3412	4123	货币资金	196	924	1318	412
营业成本	147	194	261	342	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1894	2510	3151	3781	应收账款	267	375	473	572
%营业收入	92.8%	92.8%	92.3%	91.7%	存货	70	92	126	168
营业税金及附加	31	41	52	63	预付账款	13	17	24	32
%营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1290	1690	2047	2433	流动资产合计	633	1525	2088	2957
%营业收入	63.2%	62.5%	60.0%	59.0%	可供出售金融资产	5	5	5	5
管理费用	278	365	444	515	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.6%	13.5%	13.0%	12.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	7	1	-4	1	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	固定资产合计	773	697	597	493
资产减值损失	1	0	6	6	无形资产	22	21	20	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	6	0	1	1
营业利润	287	413	607	764	其他非流动资产	-456	-456	-456	-456
%营业收入	14.1%	15.3%	17.8%	18.5%	资产总计	983	1791	2254	3018
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	125	0	0	186
利润总额	288	413	607	764	应付款项	42	19	26	34
%营业收入	14.1%	15.3%	17.8%	18.5%	预收账款	13	3	3	4
所得税费用	46	62	91	115	应付职工薪酬	26	0	0	0
净利润	242	351	516	649	应交税费	41	4	6	7
归属于母公司所有者的净利润	242.1	351.1	515.6	649.3	其他流动负债	102	66	81	97
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	350	92	116	328
EPS (元/股)	1.07	1.55	2.28	2.87	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	9	9	9	9
经营活动现金流净额	242	215	531	-922	负债合计	359	101	125	338
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	624	1690	2128	2680
长期股权投资	-7	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	624	1690	2128	2680
固定资产投资	-134	-77	-64	-71	负债及股东权益	983	1791	2254	3018
其他	-8	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-149	-77	-64	-71		2012A	2013E	2014E	2015E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.071	1.553	2.281	2.873
股权融资	0	768	0	0	BVPS	2.97	8.05	9.42	11.86
银行贷款增加(减少)	10	-125	0	186	PE	44.82	30.90	21.04	16.71
筹资成本	33	-53	-73	-98	PEG	1.15	0.79	0.54	0.43
其他	-72	0	0	0	PB	16.16	5.96	5.10	4.05
筹资活动现金流净额	-29	589	-73	87	EV/EBITDA	34.03	17.47	12.41	11.29
现金净流量	64	727	394	-906	ROE	38.8%	20.8%	24.2%	24.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	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：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司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：
推荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。