

奥赛康(300361.) 化学制药行业

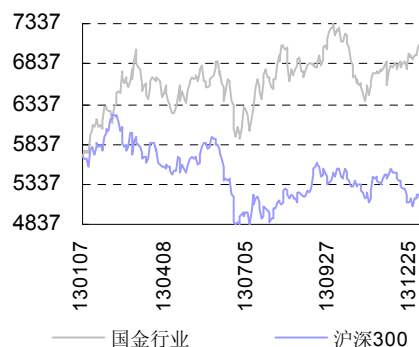
新股研究

上市定价(人民币): 58.00-82.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	70.00
总股本(百万股)	210.00
国金化学制药指数	7060.05
沪深 300 指数	2290.78



注射剂仿制药领先者, 聚焦两大细分领域;

公司基本情况(人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.724	1.153	1.668	2.272	2.823
每股净资产(元)	1.94	2.97	7.82	9.72	12.55
每股经营性现金流(元)	0.59	1.15	1.76	2.00	2.51
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	20.28	23.67	32.68	32.68	32.68
净利润增长率(%)	61.72%	59.11%	44.74%	44.11%	24.24%
净资产收益率(%)	37.40%	38.80%	20.17%	23.37%	22.50%
总股本(百万股)	210.00	210.00	210.00	222.20	222.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 公司是全国最大的质子泵抑制剂(简称 PPI)注射剂生产企业。2012 年市场份额达到 25%以上, 公司主导产品注射用奥美拉唑和注射用兰索拉唑 2013 年合计收入超过 20 亿元。其中注射用奥美拉唑具有单独定价资格, 虽然产品进入成熟期, 仍具有进口替代空间, 未来三年将保持稳定增长; 兰索拉唑正处于高速增长期, 将成为拉动公司消化道用药增长的主要动力; 在研产品埃索美拉唑和雷贝拉唑有望在 2014-2015 年上市销售, 为公司持续获得 PPI 市场份额提供动力。
- 公司是国内抗肿瘤药品种最丰富的企业之一。公司目前拥有 4 大类抗肿瘤药物, 共 12 个产品。其中第二代铂类制剂奈达铂 2013 年有望实现销售收入 1.4 亿元, 未来仍然有望分享行业平均增长。独家品种右丙亚胺是治疗乳腺癌的辅助用药, 目前正进入快速增长期, 未来三年有望保持高增长。
- 公司采用“自营+代理”的混合销售模式。公司拥有 1500 人的自营销售队伍, 覆盖二级以上医院 4000 家, 聚焦 2 大适应症领域, 强大的渠道控制力将为公司后续的产品叠加打下基础, 销售费用也有望逐年下降。
- 后续新产品值得期待。公司目前在研产品 25 个, 其中 18 个已经进入申报阶段, 其中埃索美拉唑、雷贝拉唑、奥沙利铂脂质体等产品有望成为重磅炸弹级品种。丰富的后续产品储备也为公司长期发展提供了保证。

盈利预测与估值

- 我们预计公司 2013-2014PES 分别为 3.50 亿元/5.05 亿元, 同比增长 45%、44%。按照 2013/2014 年化学制药可比公司平均估值 38/30 倍, 考虑到公司行业地位和后续新产品的潜力, 合理的估值区间为 2014 年的 25-35 倍, 建议新股申购区间为 58 元-82 元。
- 风险提示: 主导产品兰索拉唑、奈达铂在 2014 年各省招标当中的降价风险; 新产品埃索美拉唑和雷贝拉唑获批进度低于预期; 政府补贴和税收返还无法到位

燕智 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009
(8621)60230222
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

公司是国内化学仿制药领先企业.....	4
定位注射剂仿制药企业，横跨两大领域.....	4
“学术营销+代理模式”平衡高成长与终端控制力.....	4
公司是全国最大的质子泵抑制剂注射剂生产企业.....	6
PPI 注射剂市场稳定增长，内部分化明显.....	6
公司在 PPI 注射剂行业领先地位突出.....	8
注射用奥美拉唑：享受单独定价，持续进口替代.....	8
注射用兰索拉唑：分享市场持续高增长.....	10
注射用泮托拉唑：产品进入成熟期，行业格局已定.....	11
抗肿瘤领域：产品丰富，梯队完善.....	11
注射用奈达铂：新一代铂类制剂.....	12
注射用右丙亚胺：独家品种，明日之星.....	13
其他肿瘤药产品：竞争格局已定，成长空间有限.....	14
研发情况.....	14
募投项目分析.....	15
二期产能扩建项目.....	15
新药研发中心建设项目.....	16
企业管理信息系统建设项目.....	16
营销渠道网络建设项目.....	16
盈利预测.....	17
风险提示.....	17
附录：三张报表预测摘要.....	18

图表目录

图表 1：公司收入分析（按治疗领域）.....	4
图表 2：公司收入分析（按主要产品）.....	4
图表 3：公司历年收入与增速情况.....	4
图表 4：公司历年净利润与增速情况.....	4
图表 5：不同销售模式的收入占比.....	5
图表 6：2013 年上半年各产品收入（按销售模式拆分）.....	5
图表 7：胃用药市场规模（亿元）.....	6
图表 8：消化道溃疡药物分类列表.....	6
图表 9：质子泵抑制剂市场份额统计.....	7
图表 10：质子泵抑制剂复合 2007-2012 复合增速比较.....	7
图表 11：2008-2011 年抗消化性溃疡及胃动力药市场占有率排名错误！未定义书签。	

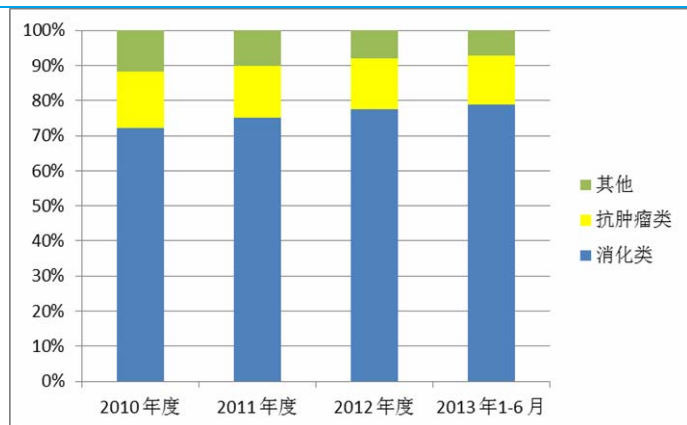
图表 12: 国内注射用 PPI 生产厂商市场占有率	8
图表 13: 奥美拉唑终端医院销售额统计	9
图表 14: 注射用奥美拉唑市场份额	9
图表 15: 兰索拉唑样本医院终端销售额统计	10
图表 16: 注射用兰索拉唑国内市场份额	10
图表 17: 抗肿瘤药市场规模 (亿元)	11
图表 18: 抗肿瘤用药细分领域市场份额	11
图表 19: 抗肿瘤药物类别与代表品种	12
图表 20: 公司抗肿瘤线主要产品	12
图表 21: 样本医院铂类抗肿瘤药用药规模	12
图表 22: 注射用奈达铂市场份额	13
图表 23: 新产品研发进度统计	14
图表 24: 募投项目投资规模	15
图表 25: 公司营业收入按产品拆分预测	17

公司是国内化学仿制药领先企业

定位注射剂仿制药企业，横跨两大领域

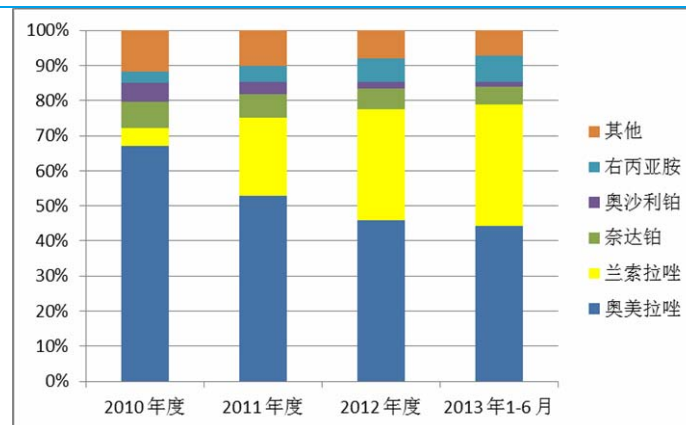
- 公司是全国最大的质子泵抑制剂（简称 PPI）注射剂生产企业，目前拥有 3 个 PPI 注射剂产品，是全国拥有 PPI 注射剂品种最多的企业之一；同时公司也是全国抗肿瘤药品种最多的公司之一；现拥有消化类、抗肿瘤类等领域的 37 个品种、67 个规格化学药物注射剂产品。
- 公司消化类产品主要为质子泵抑制剂（PPI）注射剂，主要产品包括注射用奥美拉唑钠（商品名：奥西康）、注射用兰索拉唑（商标名：奥维加）和注射用泮托拉唑钠（商品名：潘美路）。
- 公司抗肿瘤类产品主要包括铂类等抗肿瘤类用药和抗肿瘤辅助用药，其中铂类抗肿瘤类用药主要产品包括注射用奈达铂（商品名：奥先达）、注射用奥沙利铂（商品名：奥正南）；抗肿瘤辅助用药主要包括注射用右丙亚胺（商品名：奥诺先）；多西他赛注射液（商品名：奥名润）、紫杉醇注射液（商品名：奥素）、注射用培美曲塞二钠（商标名：奥天成）等所在市场容量较大的抗肿瘤类用药。

图表1：公司收入分析（按治疗领域）



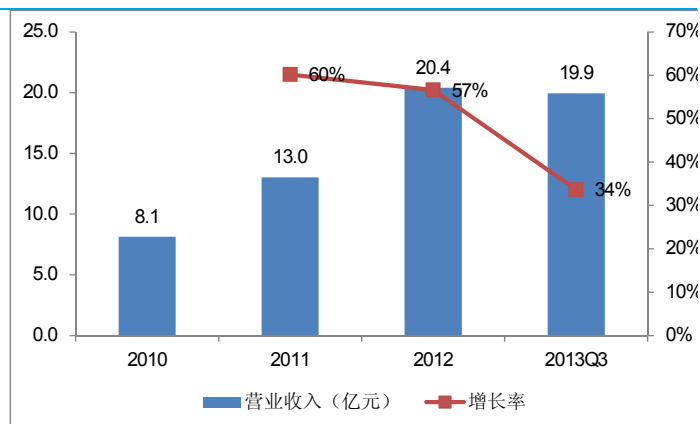
来源：招股说明书、国金证券研究所

图表2：公司收入分析（按主要产品）



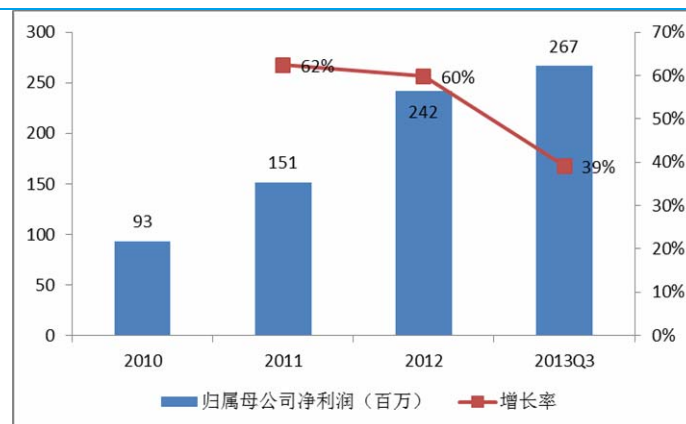
- 公司 2013 年前三季度实现营业收入为 199,417 万元，较 2012 年同期增长 33.62%；实现归属于母公司股东的净利润 26,657 万元，较 2012 年同期增长 39.11%，保持高速增长。

图表3：公司历年收入与增速情况



来源：招股说明书、国金证券研究所

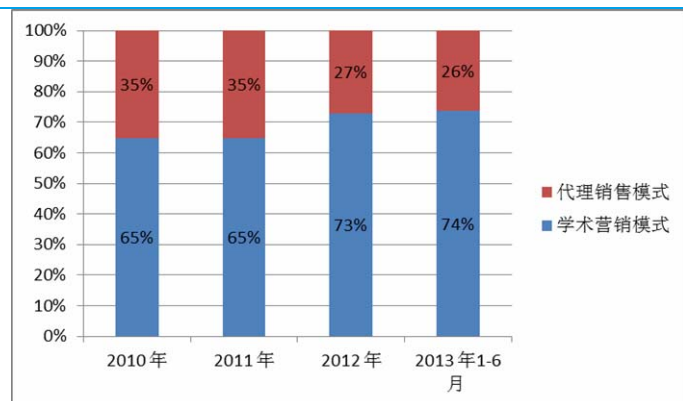
图表4：公司历年净利润与增速情况



“学术营销+代理模式”平衡高成长与终端控制力

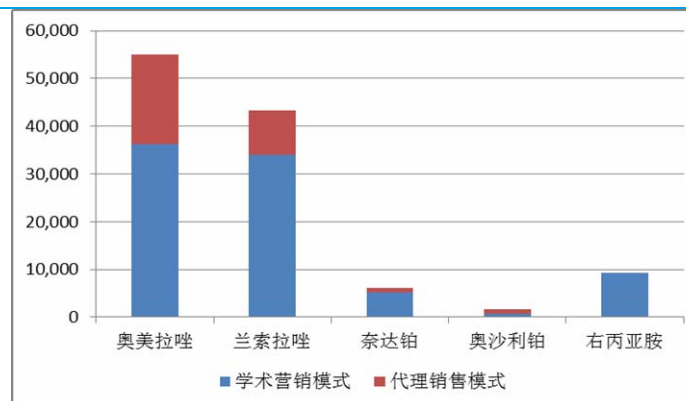
- 公司目前采用专业学术营销和代理营销的混合销售模式，其中 2/3 收入来自于专业学术营销，公司营销网络已经覆盖全国除港澳台外全部省份及其省会城市、计划单列市等重点城市；公司在全国拥有 900 余家经销商，产品在约 4,000 家县级以上医院均有销售。
- 目前公司拥有自建销售队伍 1500 人，形成了一个覆盖全国主要消化道和抗肿瘤专科医院和综合医院的学术网络，为后续的产品叠加打下了基础。同时，为了更有效的渗透覆盖薄弱省份，公司采用与全国性分销商合作的方式，以代理合作模式加强业务薄弱地区的覆盖。

图表5：不同销售模式的收入占比



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表6：2013年上半年各产品收入（按销售模式拆分）

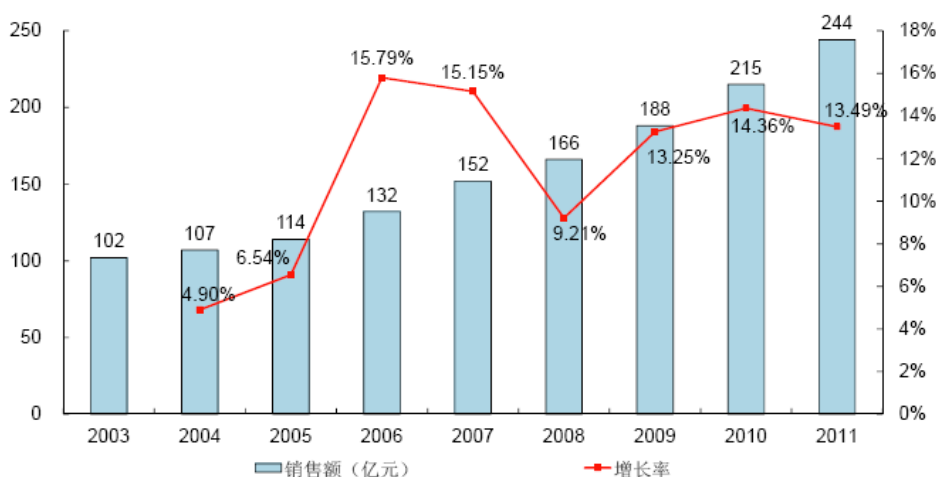


公司是全国最大的质子泵抑制剂注射剂生产企业

PPI 注射剂市场稳定增长，内部分化明显

- 目前，我国消化系统用药的销售总额位居各种药品类别的前五位，2011 年胃用药的市场规模已经达到 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长期服药这两种因素的推动下，预计胃用药的市场规模将持续稳定增长。

图表7：胃用药市场规模（亿元）



来源：国金证券研究所、招股说明书

- 1987 年第一个质子泵抑制剂奥美拉唑上市以来，质子泵抑制剂（PPI）已成为胃酸相关性疾病治疗的临床应用广泛、疗效最好的药物，并已经成为国内外一线的抗溃疡用药，其优势在于能够更直接地抑制胃酸分泌的最终环节，疗效显著优于其他抑酸剂，同时解决了耐受性等诸多问题。

图表8：消化道溃疡药物分类列表

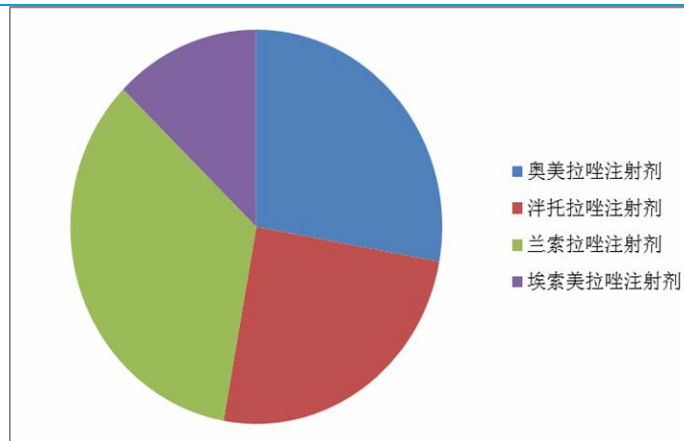
药物类别	作用机理	主要品种
质子泵抑制剂	阻断控制胃酸分泌的细胞离子通道	奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑、雷贝拉唑、埃索美拉唑、艾普拉唑
H2受体拮抗剂	阻断控制胃酸分泌的细胞离子通道	西咪替丁、雷尼替丁、法莫替丁、尼扎替丁、拉呋替丁
粘膜保护剂	促进粘膜粘液分泌，促进粘膜细胞分裂，加速溃疡愈合	前列腺素类药、替普瑞酮、硫糖铝、铋剂
抗酸剂	碱性物质，中和胃酸	碳酸镁铝、小苏打

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 我国目前质子泵抑制剂给药方式有注射和口服两种，其中口服的主要剂型为片剂或胶囊。目前除雷贝拉唑外，我国常用的质子泵抑制剂（奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑、埃索美拉唑）全部具有了注射剂剂型。
- 临床使用上，质子泵抑制剂注射剂型和口服剂型面向的患者群体通常不同，口服剂型使用相对方便，注射给药方式比口服给药起效更快，更适合部分重症患者和需要进行术前预防的患者。另外用于治疗消化性溃疡的质子泵抑制剂口服制剂在临床使用时随着发病部位及发病程度个体差异较大，不如质子泵抑制剂注射剂更有针对性，以及更好把握使用剂量。
- 2011 年，抗消化性溃疡药品市场份额前 5 名产品均是质子泵抑制剂，前 5 大产品总体市场份额已经超过 81%，其中奥美拉唑、泮托拉唑、

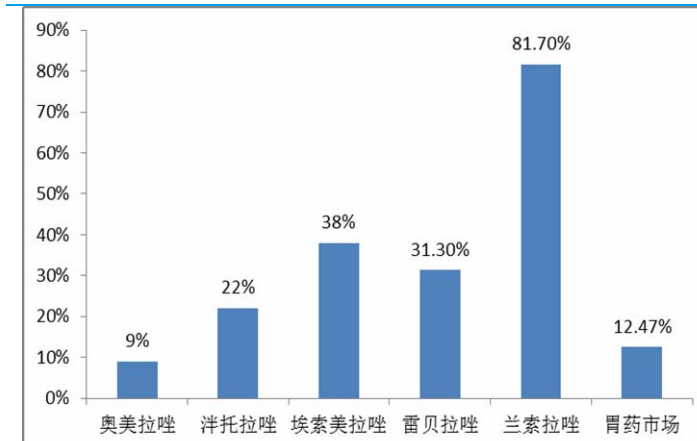
埃索美拉唑和兰索拉唑四分天下。兰索拉唑受益于 2009 年进入国家医保，成为增长最快的品种。埃索美拉唑也是 2009 年新进医保品种，目前只有原研药厂阿斯利康独家销售，2014 年以后国内仿制药将逐步上市，增速有望进一步提升。

图表9：质子泵抑制剂(注射剂)市场份额统计

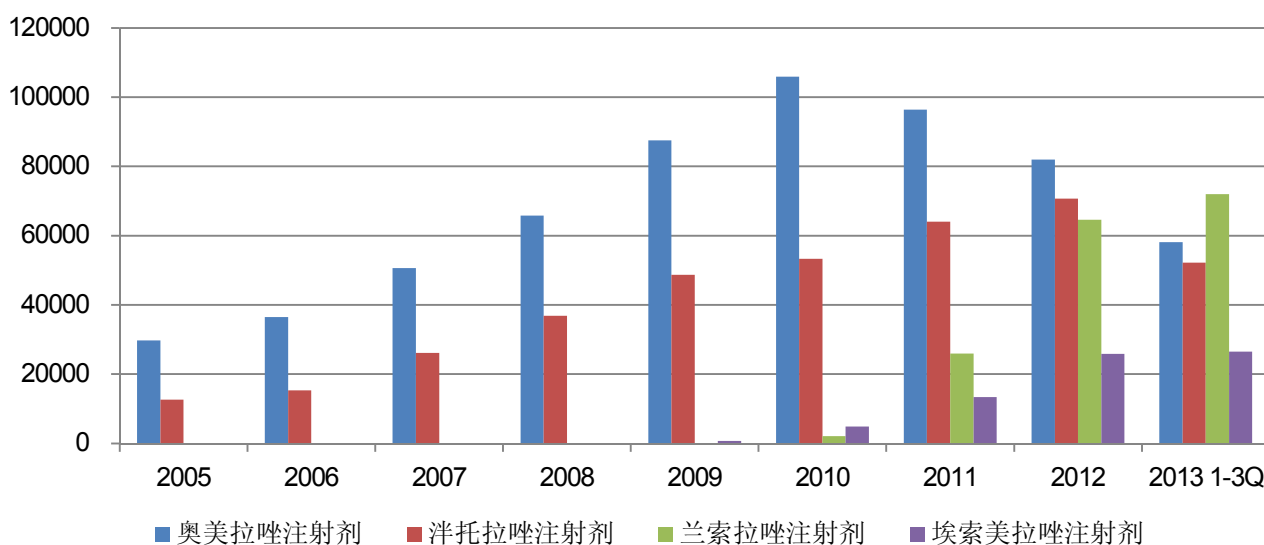


来源：健康网、国金证券研究所

图表10：质子泵抑制剂复合 2007-2012 复合增速比较



图表11：质子泵抑制剂（注射剂）样本医药销售额

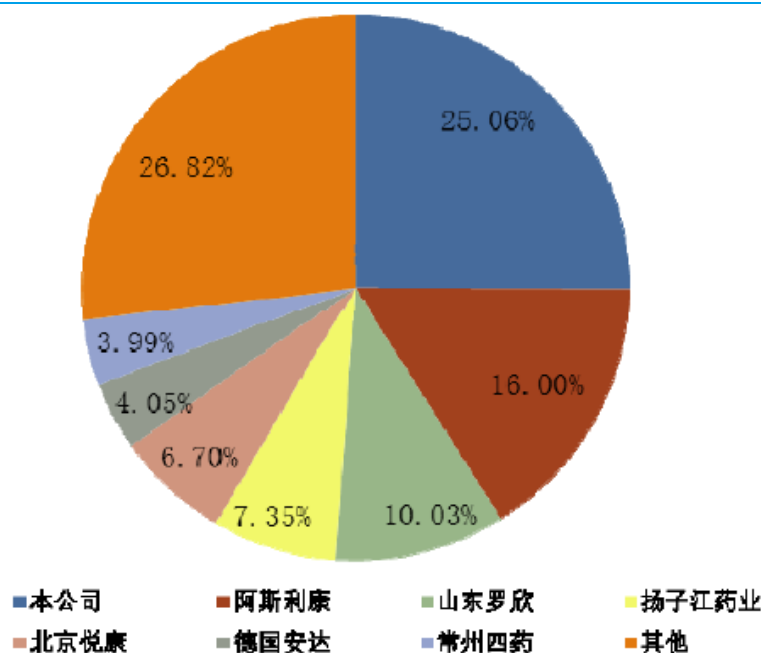


来源：健康网、国金证券研究所

公司在 PPI 注射剂行业领先地位突出

- 公司目前拥有 3 个质子泵抑制剂（PPI）注射剂产品，包括注射用奥美拉唑钠（商品名：奥西康）、注射用兰索拉唑（商标名：奥维加），注射用泮托拉唑钠（商品名：潘美路）
- 公司 3 个产品合计已经占据 PPI 注射剂市场 25% 以上的市场份额，超过阿斯利康成为国内细分市场的第一品牌。

图表12：国内注射用 PPI 生产厂商市场占有率



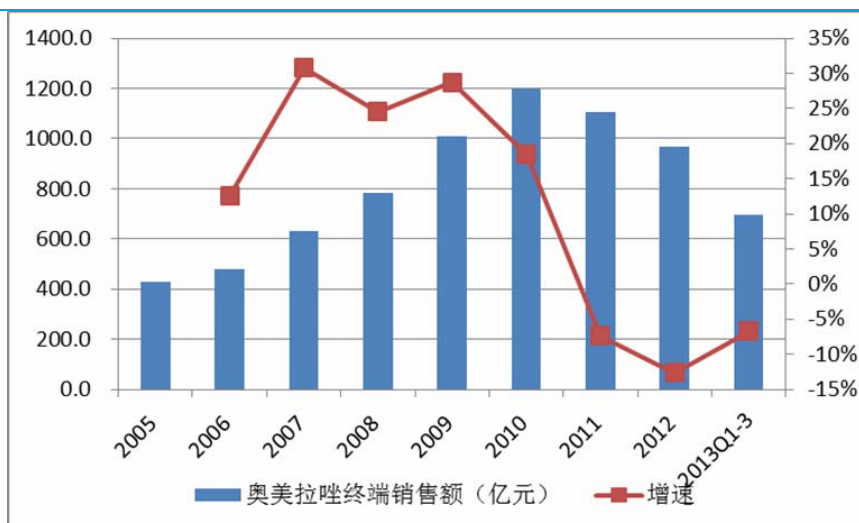
来源：招股说明书、国金证券研究所

注射用奥美拉唑：享受单独定价，持续进口替代

- 注射用奥美拉唑钠是全球第一个 PPI 注射剂，阿斯利康于 1987 年在瑞典上市销售，是治疗上消化道出血的经典一线用药，于 1998 年、1999 年、2000 年连续三年排在全球畅销药之首。
- 国内生产注射用奥美拉唑钠的企业众多，生产批文数量超过 100 家，由此导致的价格竞争是造成近年来奥美拉唑增速持续放缓的重要因素之一，另一方面新一代 PPI 产品的问世也对奥美拉唑产生较大冲击。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

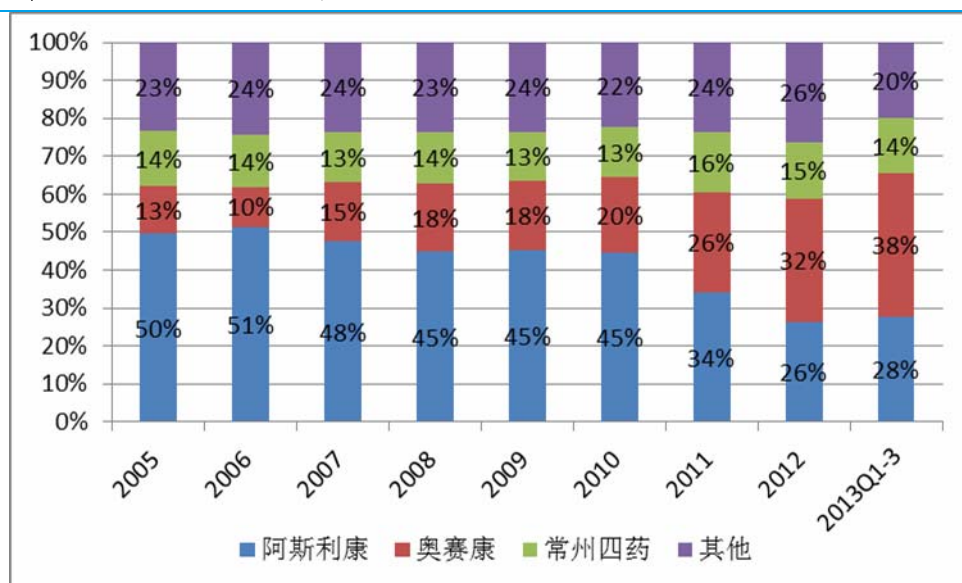
图表13：奥美拉唑终端医院销售额统计



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 目前奥美拉唑用药市场的主要竞争者包括奥赛康、阿斯利康和常州四药制药，三者合计占据了 80% 的市场份额，主要原因是三家公司在定价方面具备各自优势，能够和其他产品形成差异化的竞争。
- 近三年，受益于国产仿制药对外资药的持续替代，原研药厂阿斯利康的洛赛克市场份额持续下降，而奥赛康的奥西康则逆势成长为细分领域的领导企业。

图表14：注射用奥美拉唑市场份额



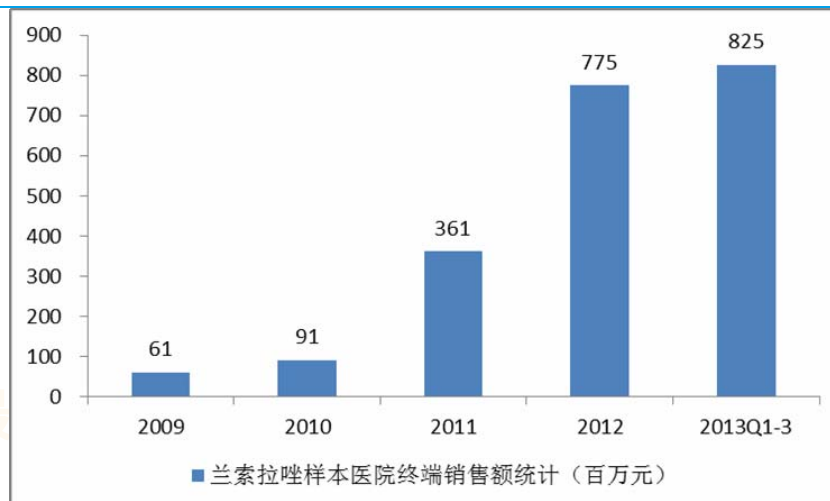
来源：招股说明书、国金证券研究所

- 我们认为公司的奥西康仍然具有一定的增长潜力：首先，公司产品对于原研药的持续替代仍然存在空间；其次，该产品近年来深耕多科室联用，扩展适应症用于应激性胃粘膜损伤和溃疡的治疗和预防，获得新的增长动力；第三，注射用奥美拉唑钠（40mg）是目前唯一进入《国家基本药物目录》（2012 版）的注射用 PPI，随着基本药物使用比例的进一步增加，注射用奥美拉唑钠市场需求将进一步增加。因此，我们认为未来三年公司奥西康仍然能够保持稳定增长。

注射用兰索拉唑：分享市场持续高增长

- 兰索拉唑是新型的质子泵抑制剂，对基础胃酸和所有刺激物所致的胃酸分泌均有明显的抑制作用，用于口服疗法不适用的伴有出血的十二指肠溃疡，最早由日本武田制药于 1995 年研制上市。
- 公司生产的注射用兰索拉唑（奥维加），于 2008 年国内首家上市，受到兰索拉唑进入 2009 版《国家医保目录》的推动，近几年兰索拉唑成为 PPI 制剂当中增长最快的品种。

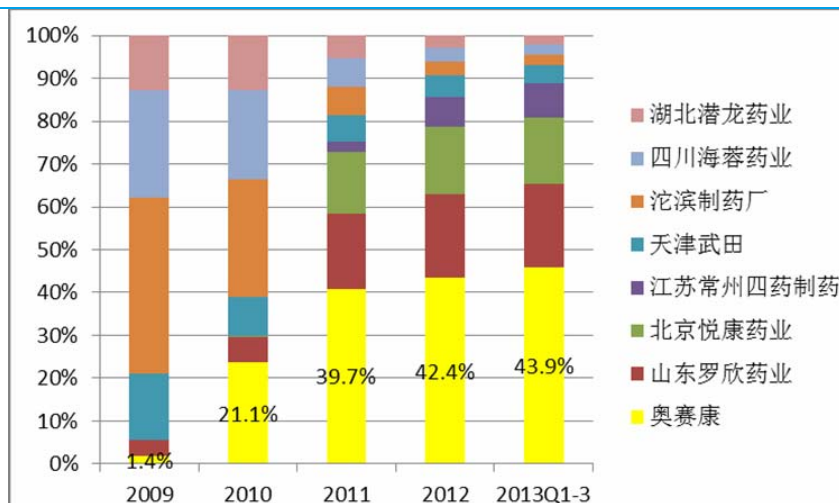
图表15：兰索拉唑样本医院终端销售额统计



来源：健康网、国金证券研究所

- 国内生产注射用兰索拉唑的厂家中，除奥赛康外主要包括山东罗欣药业、悦康药业、常州四药制药、南京海辰药业有限公司 4 企业，其中奥赛康的奥维加是国内首家上市；
- 凭借在各省招标上的先发优势，公司目前是兰索拉唑市场份额排名第一的企业，且借助于注射剂渗透市场，在兰索拉唑制剂市场占有率稳步提升。

图表16：注射用兰索拉唑国内市场份额



来源：健康网、国金证券研究所

- 2013 年前三季度，兰索拉唑西的样本医院销售额增速依然高达 50%，超越奥美拉唑和泮托拉唑成为 PPI 用药市场的领军者。我们认为，兰索拉唑未来在高基数下仍有望保持较快而健康的增长，并对老一代 PPI 注射剂实现逐步替代。

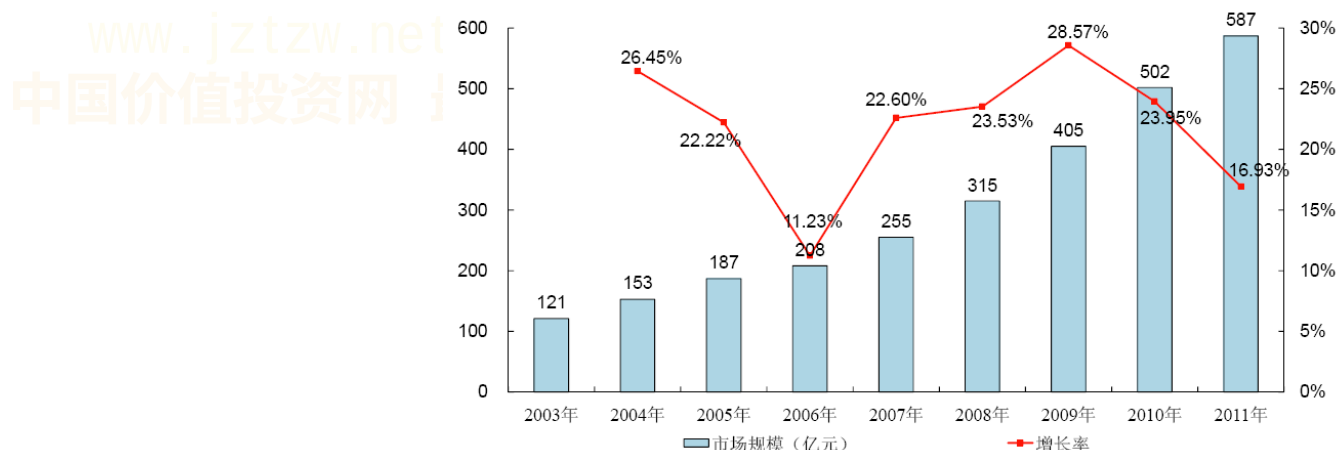
注射用泮托拉唑：产品进入成熟期，行业格局已定

- 泮托拉唑是国内第三大质子泵抑制剂品种，目前国内批文较多，且华东医药、德国奈科明等由于产品定价优势占据了主要市场，且销售额增速受到兰索拉唑、埃索美拉唑等产品的冲击，增速保持在 20% 左右。
- 公司虽然拥有注射用泮托拉唑批文，但公司会将更多资源倾斜到具有绝对优势的兰索拉唑和奥美拉唑上，预计泮托拉唑将跟随市场整体情况实现自然增长。

抗肿瘤领域：产品丰富，梯队完善

- 根据广州标点医药信息有限公司数据，2007 年以来抗肿瘤药物市场规模保持了年均 20% 以上的快速增长，2011 年市场销售达到 587 亿元。

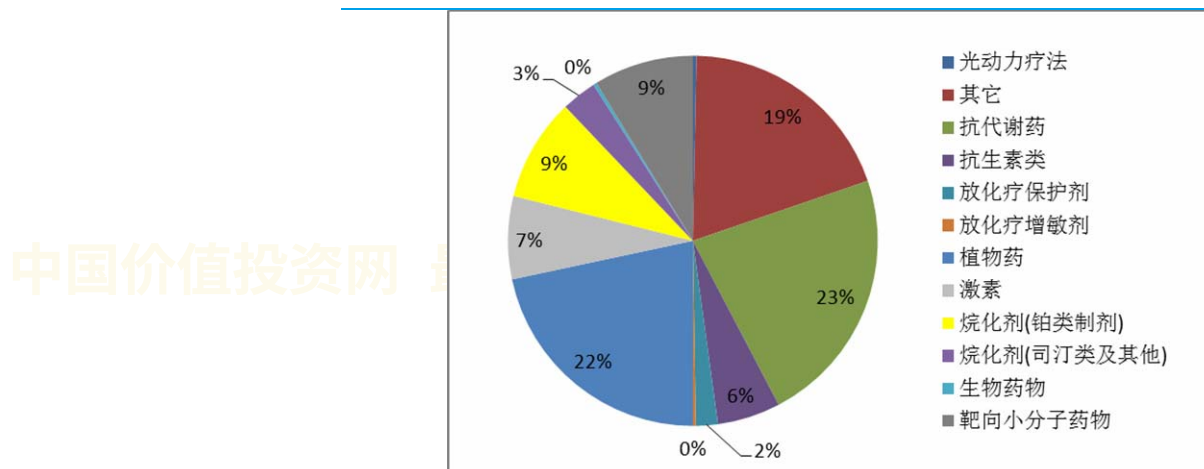
图表17：抗肿瘤药市场规模（亿元）



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 抗肿瘤药物市场品种繁多，作用机理、适用症及临床使用针对性强，差异性大。迄今为止，我国抗肿瘤药物已发展到 180 多个品种，其中以抗代谢药物、植物药、金属铂类、激素、小分子靶向药物为主要用药领域。

图表18：抗肿瘤用药细分领域市场份额



来源：健康网、国金证券研究所

图表19：抗肿瘤药物类别与代表品种

序号	药品分类	市场份额	市场份额较大的药物
1	抗代谢药	10.42%	卡培他滨、吉西他滨、培美曲赛、替加氟/尿嘧啶、阿糖胞苷、氟尿嘧啶、甲氨蝶呤
2	植物碱及其衍生物类	21.97%	紫杉醇、多西他赛、伊立替康、长春瑞滨、羟喜树碱、替尼泊苷、长春地辛
3	抗肿瘤激素类	6.37%	戈舍瑞林、亮丙瑞林、来曲唑、他莫昔芬、甲羟孕酮、甲地孕酮
4	抗肿瘤抗生素	4.38%	表柔比星、多柔比星、吡柔比星、柔红霉素、平阳霉素、丝裂霉素
5	烷化剂	1.19%	环磷酰胺、异环磷酰胺、卡莫司汀、白消安
6	免疫刺激剂	29.16%	胸腺肽 α 1、胸腺五肽、重组人粒细胞集落刺激因子、香菇多糖
7	金属铂类及其他	26.51%	顺铂、卡铂、奈达铂、奥沙利铂、洛铂、伊马替尼、吉非替尼、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗

来源：国金证券研究所

- 公司目前拥有 4 大类抗肿瘤药物：铂类、植物碱、抗代谢药和抗肿瘤辅助用药，产品群非常丰富。

图表20：公司抗肿瘤线主要产品

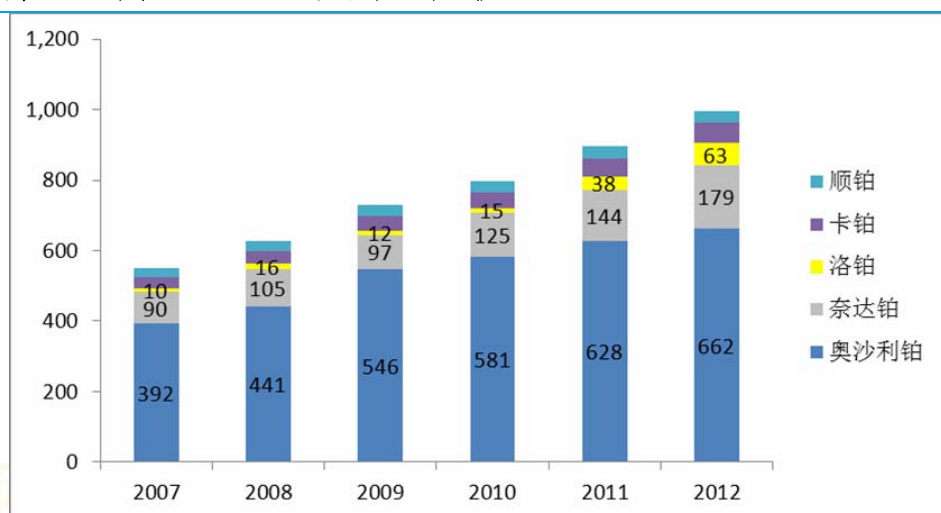
抗肿瘤药分类	国内产品数量	公司已有产品
抗代谢药	16	注射用盐酸吉西他滨、注射用培美曲塞二钠、注射用甲氨蝶呤、注射用磷酸氟达拉滨
植物药	12	紫杉醇注射液、多西他赛注射液、注射用盐酸托泊替康
其他抗肿瘤药与辅助用药	29	注射用奈达铂、注射用奥沙利铂、注射用右丙亚胺、注射用亚叶酸钙、注射用盐酸昂丹司琼

来源：招股说明书、国金证券研究所

注射用奈达铂：新一代铂类制剂

- 在众多抗肿瘤药物中金属铂类药物的销售额增长强劲，2005 年以来，铂类抗肿瘤药增长超过 20%，样本医院铂类制剂的销售规模达到 10 亿元，预计终端实际销售金额超过 40 亿元。

图表21：样本医院铂类抗肿瘤药用药规模



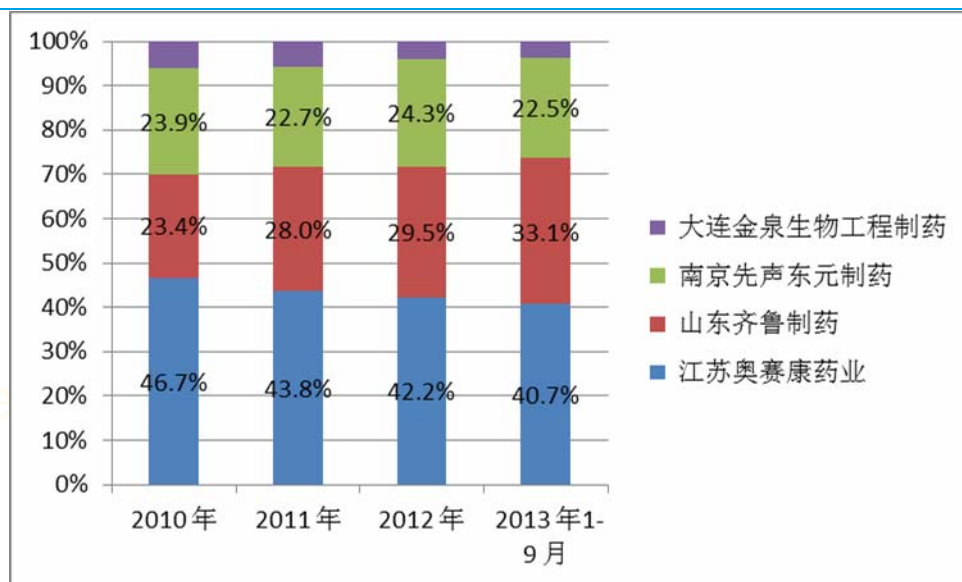
来源：健康网、国金证券研究所

- 目前，我国市场上的铂类抗肿瘤药一共有五种，奥沙利铂、奈达铂、卡铂、顺铂和洛铂，其中奥沙利铂占据 70% 左右的市场份额，奈达铂和洛铂的增速较快。
- 奈达铂是日本盐野义制药公司开发的第二代铂类抗肿瘤药物，1995 年在日本首次获准上市，用于治疗头颈部肿瘤、肺癌、食道癌、宫颈癌、卵巢癌等。大量循证医学显示其对多种实体肿瘤有效，并且和其它铂类相比，对

骨髓抑制、消化道及肾脏的毒性明显减轻，临床使用上无需水化，病人依从性很好。此外，奈达铂与其它铂类不完全交叉耐药，以往对顺铂、卡铂耐药的患者仍然可以使用奈达铂化疗并使病情缓解，提高了病人生活质量，有效延长了生存期。

- 2010 年-2012 年注射用奈达铂市场容量年复合增长率为 39.96%。目前国内共有 4 家企业生产该产品，2010 年-2013 年 1-9 月市场竞争情况如下：

图表22：注射用奈达铂市场份额



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 公司所产注射用奈达铂（奥先达）2010 年、2011 年及 2012 年奥先达在国内注射用奈达铂市场占有率分别为 46.65%、43.78%、42.19%，2008 年以来在全国注射用奈达铂市场占有率排名第一。
- 奥先达 2012 年实现销售 1.18 亿元，增长保持在 30%以上，是公司最大的抗肿瘤药产品。由于受到 2012 年抗肿瘤药降价影响，奈达铂 2013 年销售增速出现明显下滑，预计 2014 年有望回升，公司作为行业主要竞争这也将享受行业平均的增长。

注射用右丙亚胺：独家品种，明日之星

- 注射用右丙亚胺 2009 年进入《医保目录》乙类，被收录为抗肿瘤辅助药物，2011 年，奥诺先作为可预防蒽环类药物心脏毒性的药物，被中国抗癌学会制订的《防治蒽环类抗肿瘤药物心脏毒性的中国专家共识》推荐使用。2012 年，右丙亚胺成为中国抗癌学会制订的《蒽环类药物心脏毒性防治指南》一线推荐药物。
- 蒽环类药物是乳腺癌治疗的经典用药，右丙亚胺作为心脏毒性保护性常与蒽环类药物联用。
 - 右丙亚胺 1992 年首先在意大利上市，1995 年 7 月获美国食品药品监督管理局（FDA）批准，2006 年和 2007 年，又分别被欧盟和美国 FDA 批准为蒽环类药物外渗时的抢救剂；
 - 并于 1999 年、2002 年、2008 年多次进入《美国肿瘤化疗及放疗保护剂临床操作指南》，2010 年进入《非霍奇金淋巴瘤 NCCN3 指南》和《老年肿瘤 NCCN 指南》。右丙亚胺作用机理确切、疗效肯定、副作用小，国外已使用近 20 年。

- 注射用右丙亚胺是公司自行研发并在国内独家上市销售的产品。自 2005 年上市以来，经过多年培育已经进入快速增长期，2012 年实现过亿销售，预计 2013 年增速仍将接近 70%。
- 我们预计右丙亚胺凭借其在国内的独家性和需求的高成长，未来三年仍将保持 50%左右的高成长。

其他肿瘤药产品：竞争格局已定，成长空间有限

- 公司肿瘤药产品线还包括注射用奥沙利铂、紫杉醇、多西他赛、培美曲二钠等大品种仿制药。
- 奥沙利铂是目前销售规模最大的铂类制剂，然而由于近年来受到产品降价和新一代铂类药物的冲击，增速逐年放缓。公司奥沙利铂由于没有单独定价，缺乏竞争优势，在主推奈达铂的情况下，将把奥沙利铂定位为伴随销售策略。未来公司自主研发的靶向给药新剂型，奥沙利铂脂质体注射液有望成为更大的增长点。
- 培美曲塞二钠是抗叶酸合成的拮抗剂，用于无法手术的恶性胸膜间皮瘤的一线治疗，也被推荐用于晚期非小细胞肺癌的一线治疗。公司产品 2009 年上市以来增长强劲，2013 年有望实现销售收入 6000 万左右，未来有望打破目前奥森、齐鲁、礼来三强鼎立的市场格局，分享巨大的市场空间。
- 多西他赛和紫杉醇是目前排名第一、第二的抗肿瘤药，虽然市场空间巨大，但已经形成了稳定的市场竞争格局。且由于产品批文逐年增多，在下一轮的药品招投标过程中，存在较大的竞价压力，因此不是公司重点推广的品种。

研发情况

- 公司的在研项目涵盖了产品药理研究、临床前研究、临床研究、注册审批、产业化研究等各个阶段，形成了层次分明的在研项目梯队。公司目前进行自主研发的主要在研项目有 25 个，其中 18 个已经申报至国家药监局，目前正在评审过程中。

图表23：新产品研发进度统计

品种名称	适用症	所处阶段	技术难点及创新点
雷贝拉唑钠及冻干粉针剂	消化类	药品生产批件注册申请	产业化工艺
埃索美拉唑钠及冻干粉针剂	消化类	药品生产批件注册申请	产业化工艺
奥沙利铂脂质体注射液	抗肿瘤	药品临床批件注册申请	临床前评价及产业化工艺
小分子抗肿瘤创新药	抗肿瘤	临床前研究	质量标准及产业化工艺
硼替佐米及冻干粉针剂	抗肿瘤	药品生产批件注册申请	产业化工艺
米铂及冻干粉针剂	抗肿瘤	药品临床批件注册申请	临床前评价及临床研究
盐酸伊立替康及注射液	抗肿瘤	药品注册批件注册审批	产业化工艺
盐酸苯达莫司汀及冻干	抗肿瘤	开展临床研究	质量标准及产业化工艺
奈拉滨及注射液	抗肿瘤	开展临床研究	质量标准及产业化工艺
盐酸帕洛诺司琼及注射液	肿瘤辅助	药品生产批件注册申请	质量标准
伊班膦酸钠及注射液	肿瘤辅助	药品生产批件注册申请	质量标准

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 公司拥有自主知识产权（专利号：ZL200710025130.0）且制备技术处于国内领先水平的抗肿瘤药物靶向给药新剂型奥沙利铂脂质体注射液已经向国家药监局进行新药临床试验申请。奥沙利铂脂质体注射液为国内首创，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，属于抗肿瘤药物新剂型。

- 公司的 PPI 在研重磅品种包括雷贝拉唑钠和埃索美拉唑钠，目前已经进入申报生产批件阶段，有望在 2014-2015 年获批上市。
- 雷贝拉唑是日本卫材的看家品种，由于没有注射剂剂型上市，该品种一直缺乏扩张动能，占消化道整体市场份额的 6% 左右。注射剂剂型尚未在中国上市，目前有三家申报生产，分别是南京长澳，江苏奥赛康和山东罗欣，其中南京长澳的申请稍领先。
- 埃索美拉唑钠由阿斯利康研发，2000 年上市，是奥美拉唑钠的升级产品，全球最高销售额达到 40 亿美元，2013 年市场规模约 20 亿。埃索美拉唑钠目前由阿斯利康独家生产，国内专利到期时间为 2014 年 5 月。重庆莱美药业绕开专利保护，于 2013 年年初获得该药物口服片剂的生产批件。
- 2012 年是注射用埃索美拉唑钠仿制药申请报批的第一年，共有 14 个产品向 CFDA 递交了申请，涉及 11 个生产厂家。江苏正大天晴药业与奥赛康申请时间最早，有望取得首仿权。

募投项目分析

- 本次发行不超过 7,000 万股，不低于发行后总股本的 25%。其中：新股发行数量不超过 2,000 万股，具体新股发行数量根据募集资金投资项目资金需求量、新股发行费用和发行价格确定；若本次发行募集资金净额超过募集资金投资项目资金需求量，公司控股股东将转让老股，转让老股数量不超过 5,000 万股。上述本次新股发行和老股转让合计不超过 7,000 万股。
- 新股发行募集资金金额为 8 亿元，全部用于主营业务相关的项目：

图表24：募投项目投资规模

序号	项目名称	总投资	时间进度		
			第一年	第二年	第三年
1	二期产能扩建项目	56,101	19,628	19,628	16,844
2	新药研发中心建设项目	14,985	8,314	6,671	--
3	企业管理信息系统建设项目	3,885	2,331	1,554	-
4	营销渠道网络建设项目	4,383	3,068	1,315	-
5	其他与主营业务相关的运营资金项目	-	-	-	-

来源：招股说明书、国金证券研究所

二期产能扩建项目

- 公司目前有两条生产线，分别建于 2009 年及 2012 年，但产能已不能满足市场对公司产品的需求，持续处于超负荷生产状态。考虑到公司在目前生产场地已经多次挖潜，再次进行技术改造扩充产能空间非常有限，并且会对现有生产造成较大影响，已不具有可行性。
- 项目预计投资规模 5.6 亿元，完全建成后，公司的普药年实际生产能力将提升至 6,000 万支，主要用于生产注射用兰索拉唑等处于高速增长的消化类产品。抗肿瘤产品年实际生产能力将提升至 1,600 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。
- 二期产能扩建项目的建成投产后，公司的产能将大幅提高，同时公司研发能力的提高也将使公司未来上市产品的种类不断增加，及时、准确的向销售终端传递上市药品信息、临床适应症疗效等显得尤为重要。同时公司的主营产品将逐渐覆盖基药市场，公司经销商和销售终端数量将随之增加，

这都对公司的营销网络提出了越来越高的要求。为确保用药信息流和产品实物流的快速流转，加快对客户问题的反应速度，保证对经销商和销售终端的服务质量，需要增设办事处和扩大专业化学术推广队伍。

新药研发中心建设项目

- 新药研发中心项目预计投入 1.5 亿元，拟建设的新药研发中心下设五大研究核心机构：化学药物研究所、靶向药物研究所、生物医药研究所、奥赛康（南京）抗肿瘤医药研究孵化中心及信息中心。该项目的建设将为公司进一步提自主研发的技术实力，缩短产品研发周期，丰富公司产品线。
- 项目建成后，将重点进行下列领域的研究：制剂研究、分析研究、DDS（药物传递系统）研究、靶向药物研究、合成药物研究、技术改造研究、纳米技术药物研究；并计划从如下几个方面增强公司的研发实力：
 - 为后续研发项目提供持续的资金保证。公司目前自主研发的在研项目 25 个，其中 17 个已经申报至国家药监局，正在进行审批。未来公司会持续加大研发投入力度，保持公司在消化道和抗肿瘤市场的领先地位
 - 扩大和完善中试放大场所。随着研发外包的推进，研发周期进一步缩短，公司在研项目数量增大，监管部门对临床放大试验的要求更为严格，公司中试放大场所的规模已经不能满足需求。
 - 提高研发硬件水平。主要是用于添置研发用大型仪器。以高效液相色谱（HPLC），质谱，联用色谱-质谱（LC/MS）及其他价格昂贵的实验仪器为主。
 - 扩大研发科研人员规模。将扩充研发人员队伍至 290 人，本科以上学历 95%以上。

企业管理信息系统建设项目

- 企业管理系统预计投入 3885 万元，用于升级信息管理系统和后台整合。该项目建成后，将为企业管理和决策提供更为准确的数据依据，以提高企业决策效率、全面实现资源集成及信息共享，增强企业的核心竞争力。

营销渠道网络建设项目

- 营销渠道网络建设项目预计投入 4383 万元，拟南京总部建设营销中心，在北京、上海、广州、武汉、南京五地建设营销分中心，在安徽、浙江、广西、海南、吉林等 30 个省会城市建设省级办事处，并在温州、宁波、厦门、深圳、青岛、大连、苏州等 7 个经济较为发达的地级市建设地市级办事处，并扩大学术推广队伍。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

盈利预测

图表25：公司营业收入按产品拆分预测

		2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
消化类	销售收入	603	995	1,608	2,145	2,734	3,263
	YOY		65%	62%	33%	27%	19%
	毛利率	92.85%	92.23%	93.86%	93.3%	92.40%	92.00%
奥美拉唑(奥西康)	销售收入	544.5	687.28	934.98	1,141	1,380	1,560
	YOY		26%	36%	22%	21%	13%
兰索拉唑(奥维加)	销售收入	43.25	290.69	647.45	971	1,311	1,639
	YOY		572%	123%	50%	35%	25%
消化类其他	销售收入	15.41	17.23	25.38	33	43	64
	YOY		12%	47%	30%	30%	50%
抗肿瘤类	销售收入	195	291	418	552	731	904
	YOY		49%	43%	32%	32%	24%
	毛利率	84.46%	88.03%	89.84%	89.00%	88.80%	88.50%
奈达铂(奥先达)	销售收入	60.85	88.38	118.18	142	177	213
	YOY		45%	34%	20%	25%	20%
奥沙利铂(奥正南)	销售收入	43.23	44.44	39.81	34	34	34
	YOY		3%	-10%	-15%	0%	0%
右丙亚胺(奥诺先)	销售收入	24.67	61.39	134.81	226	340	442
	YOY		149%	120%	68%	50%	30%
抗肿瘤类其他	销售收入	66.53	96.99	124.83	150	180	216
	YOY		46%	29%	20%	20%	20%
其他	销售收入	15	17	15	17	19	20
	YOY		14%	-8%	10%	10%	10%
	毛利率	70.37%	68.88%	64.85%	64%	63%	62%
合计		813	1,303	2,041	2,714	3,483	4,187
			60%	57%	33.0%	28.4%	20.2%
	毛利率	90.43%	90.99%	92.82%	92.24%	91.49%	91.10%

来源：国金证券研究所

风险提示

主导产品兰索拉唑、奈达铂在 2014 年各省招标当中的降价风险

新产品埃索美拉唑和雷贝拉唑获批进度低于预期

政府补贴和税收返还无法到位

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	814	1,303	2,041	2,714	3,483	4,187
增长率		60.2%	56.6%	33.0%	28.4%	20.2%
主营业务成本	-78	-117	-147	-208	-294	-373
% 销售收入	9.6%	9.0%	7.2%	7.7%	8.4%	8.9%
毛利	736	1,186	1,894	2,505	3,190	3,814
% 销售收入	90.4%	91.0%	92.8%	92.3%	91.6%	91.1%
营业税金及附加	-2	-20	-31	-42	-54	-65
% 销售收入	0.2%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-526	-811	-1,290	-1,704	-2,163	-2,575
% 销售收入	64.6%	62.2%	63.2%	62.8%	62.1%	61.5%
管理费用	-98	-176	-278	-362	-446	-515
% 销售收入	12.1%	13.5%	13.6%	13.4%	12.8%	12.3%
息税前利润 (EBIT)	110	179	295	397	527	659
% 销售收入	13.6%	13.7%	14.5%	14.6%	15.1%	15.7%
财务费用	-2	-5	-7	0	29	35
% 销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.0%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-3	-3	-1	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	105	172	287	392	554	693
营业利润率	13.0%	13.2%	14.1%	14.5%	15.9%	16.5%
营业外收支	4	9	1	20	40	45
税前利润	109	181	288	412	594	738
利润率	13.4%	13.9%	14.1%	15.2%	17.1%	17.6%
所得税	-14	-28	-46	-62	-89	-111
所得税率	12.7%	15.6%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	95	152	242	350	505	627
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	94	152	242	350	505	627
净利率	11.6%	11.7%	11.9%	12.9%	14.5%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	93	151	242	350	505	627
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	18	20	24	40	62	86
非经营收益	2	5	8	-11	-40	-45
营运资金变动	-59	-53	-32	12	-81	-111
经营活动现金净流	54	124	242	391	445	557
资本开支	-40	-55	-134	-142	-519	-215
投资	65	-27	-7	-1	0	0
其他	0	4	-8	0	0	0
投资活动现金净流	25	-78	-149	-143	-519	-215
股权募资	0	0	0	794	-35	0
债权募资	-14	44	10	-135	0	1
其他	-2	-7	-39	-4	-31	-47
筹资活动现金净流	-16	37	-29	656	-66	-46
现金净流量	63	83	64	904	-140	296

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	40	123	196	1,100	961	1,257
应收款项	167	260	353	473	607	729
存货	52	41	70	77	107	133
其他流动资产	21	20	13	40	75	77
流动资产	280	445	633	1,690	1,750	2,196
% 总资产	61.6%	66.8%	64.4%	78.2%	64.3%	65.7%
长期投资	0	4	5	6	5	5
固定资产	160	199	246	433	923	1,089
% 总资产	35.0%	29.9%	25.0%	20.0%	33.9%	32.6%
无形资产	13	12	22	32	41	50
非流动资产	175	220	350	472	971	1,146
% 总资产	38.4%	33.2%	35.6%	21.8%	35.7%	34.3%
资产总计	455	665	983	2,162	2,721	3,342
短期借款	10	100	125	0	0	0
应付款项	111	74	157	276	359	364
其他流动负债	35	61	68	148	201	189
流动负债	156	235	350	424	560	553
长期贷款	15	15	0	0	0	1
其他长期负债	5	9	9	0	0	0
负债	176	258	359	424	560	554
普通股股东权益	273	407	624	1,737	2,161	2,788
少数股东权益	6	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	455	665	983	2,162	2,721	3,342

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	2.275	0.724	1.153	1.668	2.272	2.823
每股净资产	6.608	1.937	2.971	7.817	9.723	12.545
每股经营现金净流	1.337	0.590	1.154	1.760	2.003	2.506
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.140	0.210	0.000
回报率						
净资产收益率	34.43%	37.40%	38.80%	20.17%	23.37%	22.50%
总资产收益率	20.67%	22.87%	24.62%	16.21%	18.56%	18.77%
投入资本收益率	31.67%	28.97%	33.14%	19.41%	20.71%	20.10%
增长率						
主营业务收入增长率	36.78%	60.16%	56.62%	32.97%	28.36%	20.21%
EBIT增长率	50.16%	62.30%	64.95%	34.28%	32.71%	25.23%
净利润增长率	40.37%	61.72%	59.11%	44.74%	44.11%	24.24%
总资产增长率	23.84%	46.14%	47.81%	119.87%	25.87%	22.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.5	53.5	43.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	186.7	144.5	138.5	135.0	133.0	130.0
应付账款周转天数	141.0	79.5	78.4	78.0	78.0	78.0
固定资产周转天数	71.3	55.5	36.3	45.5	55.4	51.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.32%	-2.02%	-11.42%	-63.33%	-44.46%	-45.05%
EBIT利息保障倍数	71.4	37.1	42.9	-958.9	-18.2	-18.9
资产负债率	38.63%	38.85%	36.55%	19.63%	20.58%	16.57%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;

持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;

卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net