

白马归来，重回快成长

■ **贝科能高增长仍未结束。**历史业绩的辉煌来自主打产品贝科能的高增长，2005-2012年复合增速46%，2013年末贝科能开启向代理商回收利润的举措（贝科能提效），确保未来三年贝科能单品利润30%的增长。

■ **单产品依赖向多品种驱动过渡，二线品种逐步崛起。**贝科能保证了公司不会在未来三年内突然失速，二线品种替莫唑胺、三氧化二砷等品种开始逐步崛起（增长30%+），储备品种达沙替尼、来那度胺、依诺肝素、腺苷蛋氨酸、还原性谷胱甘肽等今明两年批量上市，二线品种的成长，储备品种的获批，在2-3年内公司将完成由单品依赖向多品种驱动的过渡，未来成长性确定。

■ **参控股公司经营向好+新药获批+销售力量加强是今年催化剂。**我们预计：加拿大子公司23价肺炎疫苗获临床批件+研发费用资本化+开展CMO业务+政府研发费用15%的补贴=加拿大子公司今年实现盈亏平衡；福尔生物复产，狂犬疫苗下半年销售将为公司带来收益；参股公司获批注射用透明质酸；子公司股权处置有望带来大额投资收益。

■ **期待下一个贝科能。**市场质疑公司成长最大的逻辑是，下一个贝科能在哪里？我们看好公司二线品种的团队作战，可以弥补贝科能成为现金牛品种后的失速，同时来那度胺与达沙替尼将有望成为下一个贝科能。

■ **投资建议：**根据三季报我们调整2014-15年EPS为1.65、2.11元（原预测1.70与2.18元），长期看公司外向整合研发实力强，培育众多二线产品，维持买入-A的投资评级，12个月目标价为60元，相当于2015年28倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**新产品获批慢于预期，医保控费等政策影响行业增速。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,007.0	1,161.8	1,378.2	1,730.5	2,119.9
净利润	481.0	577.4	754.2	962.2	1,210.1
每股收益(元)	1.05	1.26	1.65	2.11	2.65
每股净资产(元)	4.47	5.62	6.65	8.46	10.74

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	39.3	32.7	25.1	19.7	15.6
市净率(倍)	9.3	7.4	6.2	4.9	3.9
净利润率	47.8%	49.7%	54.7%	55.6%	57.1%
净资产收益率	22.7%	22.1%	24.5%	24.6%	24.5%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%
ROIC	46.6%	41.4%	44.6%	54.5%	56.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

生物医药 III

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

60.00元

股价(2014-11-04)

41.39元

交易数据

总市值(百万元)	18,908.61
流通市值(百万元)	15,623.30
总股本(百万股)	456.84
流通股本(百万股)	377.47
12个月价格区间	38.13/57.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.92	-6.22	-17.38
绝对收益	-2.38	-0.43	-11.80

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001

wuyyq@essence.com.cn

010-66581629

相关报告

下半年高增长确定性大	2014-08-20
预期差导致股价大跌，但经营向好趋势明确	2014-03-03
三季度控货增速略缓，明年高增长确定	2013-10-28

目 录

投资要点:	4
1. 贝科能保持较快增长还可持续	5
1.1. 贝科能造就公司辉煌的历史业绩	5
1.2. 贝科能“提效”作用平滑释放,保证公司未来2-3年内不会突然失速	6
2. 公司正处于单产品依赖向多品种驱动过渡的关键阶段	7
2.1. 历史上专注研发,二线品种梯队完备,多品种驱动格局正在形成	7
2.1.1. 肝病领域	7
2.1.2. 肿瘤是我国仅次于心脑血管的治疗领域	7
2.1.3. 心脑血管领域是我国医药行业最大的专科治疗领域	8
2.2. 二线产品中不乏潜力品种,正在逐步上量	8
2.2.1. 替莫唑胺是个未来的大品种	8
2.2.2. 三氧化二砷也正在快速上量	9
2.2.3. 如果原料药能解决,杏灵滴丸也是大品种	10
3. 研发储备品种批量上市,未来成长性确定	10
3.1. 来那度胺和达沙替尼会较快上市	10
3.1.1. 从全球来看,来那度胺是个大品种,适应症仍在不断拓宽中。	10
3.1.2. 达沙替尼:另一个大品种	12
3.1.3. 储备品种今明两年批量上市,未来成长潜力大	13
4. 产业布局与研发储备相得益彰	14
4.1. 产业布局完善,发展模式独特	14
4.2. 参股公司福尔生物,今年复产,即将收获狂犬疫苗的高收益	15
4.3. 参股蒙博润,即将收获玻尿酸的高额收益	16
4.4. 投资Pnuvax SL,疫苗与单抗的国际化平台	17
5. 新增销售力量,竞争性品种有望提速	18
6. 盈利预测与投资评级	18
7. 风险提示	18

表目录

表 1: 公司肝病治疗相关的品种	7
表 2: 公司现有肿瘤治疗相关的产品	7
表 3: 公司心脑血管及老年科用药相关产品	8
表 2: 海外正在进行的来那度胺的适应症拓展	11
表 4: 双鹭药业在研储备品种丰富	13
表 5: 公司布局医药产业的相关企业	14
表 6: 国内主要狂犬疫苗生产企业及近三年批签数量(单位:万支)	16

图目录

图 1: 双鹭药业历年收入及利润增长情况	5
图 2: 贝科能进入各地方医保情况	5

图 3: 2013 年贝科能在各区域销售情况	6
图 4: 替莫唑胺样本医院销售额及增速	9
图 5: 默克的替莫唑胺全球销售额	9
图 6: 样本医院两种砷剂市场规模比较	9
图 7: Celgene 来那度胺近年来的销售额	10
图 8: 硼替佐米国内样本医院销售额	10
图 11: BMS 达沙替尼销量及增速	12
图 12: 双鹭药业的产业布局	15
图 13: 透明质酸分子式	17
图 14: 透明质酸整形美容的原理图	17

投资要点:

我们有别于市场的观点是:贝科能还能够较长一段时间内较快成长(增速30%+,3年),公司能够顺利地由单品种依赖过渡到多品种驱动模式。我们希望本篇报告要向市场解释两个问题:

1. 公司 2-3 年内会不会突然失速?

近几个季度以来,市场担心贝科能增长乏力导致公司突然失速,叠加资金面的一些系统性原因,引发公司估值重心下移。我们认为贝科能“提效”,增厚单品利润50%,未来3年内保守估计贝科能销量还能增长50%(销量年复合增速14.5%),平滑到未来三年,贝科能单品利润每年增长30%是可以保证的。所以我们认为公司在2-3年内不会突然失速。

贝科能在去年、今年公司数据与终端数据不匹配:去年终端数据很差(个位数增长),而公司数据很好(20%+),今年终端数据很好,而公司数据很差;我们认为合理的解释应当是代理商渠道库存的摆动造成的,去年因为涉及到利润回收的问题,代理商放松终端推广,不断加库存,而今年代理商减少向公司进货,不断消化库存,同时加大了终端推广所致。

2. 如何摆脱对贝科能的依赖?

公司二线品种已经非常丰富。在心血管、肿瘤、肝病等大病种领域,拥有了丰富的产品梯队,其中不乏像替莫唑胺与三氧化二砷等市场空间非常大的产品,具备放量基础;

公司在研储备品种非常有亮点,近1-2两年批量上市,是公司未来新的增长点,3年后即使贝科能不再增长,这些潜力二线品种通过集团作战,也可以弥补这个缺口。

公司行业布局与研发资源整合相得益彰,顺应医药行业发展趋势,目前国际巨头60-70%的科研成果来自于外部小公司的研发团队,公司卓有成效的布局,不排除还有更加有潜力的品种补充进来。

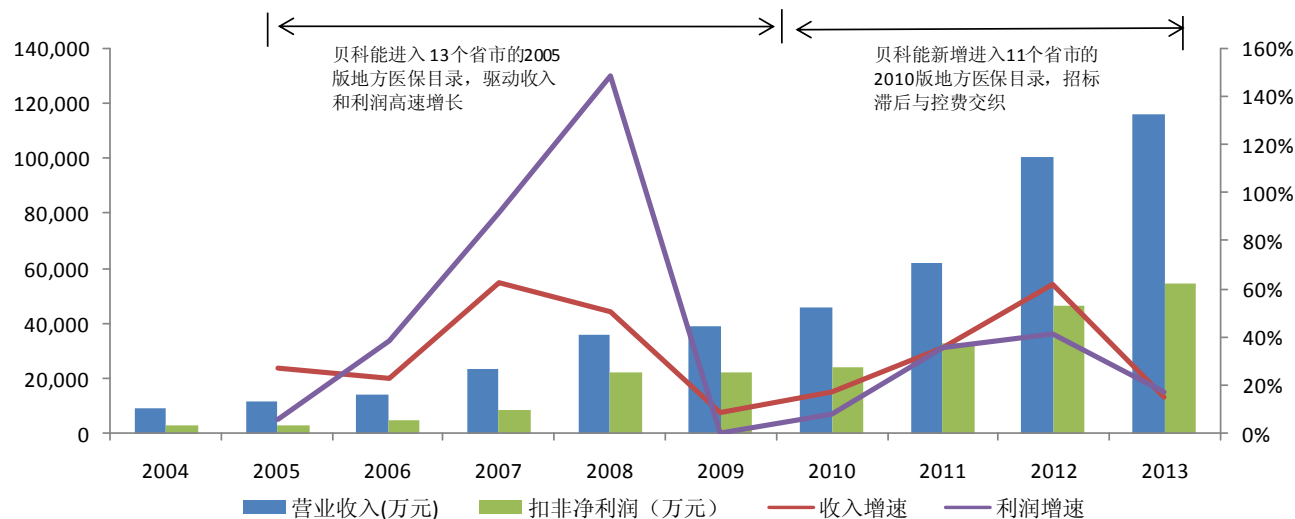
对于来那度胺与达沙替尼两个研发品种挑战专利的问题,让市场对公司的质疑达到巅峰,我们冷静的查阅专利文献,并通过国家知识产权局的咨询,虽然没有明确的结论,但是celgene度胺类产品的专利存在缺陷是不争的事实,我们认为公司能够率先在国内市场获得来那度胺的上市销售是大概率事件,随着来那度胺适应症的不扩大,未来有望成为下一个贝科能,随之公司的估值也将有望得到修复。

1. 贝科能保持较快增长还可持续

1.1. 贝科能造就公司辉煌的历史业绩

我们再次回顾公司发展历程，从2004年上市初期收入不足1亿元，利润3000多万元，到2013年收入达到11.6亿元以上，扣非净利润超过5.47亿元，收入翻了10多倍，利润增长超过18倍，其成长速度之快，冠居医药行业之首。仔细梳理我们可以清晰的判断出是贝科能的高速成长，成就了公司辉煌的历史业绩。

图1：双鹭药业历年收入及利润增长情况



数据来源：WIND、安信证券研究中心

公司2003年始在地标转国标的过程中，获得了贝科能的文号，同时公司也从专业从事基因工程生物药领域进入了特色生化与化学药领域。贝科能进入2005版13个省市地方医保目录，开启了公司高速成长的历史，2005-2009年期间，CAGR48%。2010年，公司又新增进入11个省市的地方医保目录，但是由于地方非基药招标滞后，以及医保控费政策的逐步严格，贝科能一直在“强烈看好”与“前景堪忧”之间充满争议。但就是在争议声中，高基数的基础上，公司2010-13年，实现CAGR31.06%。

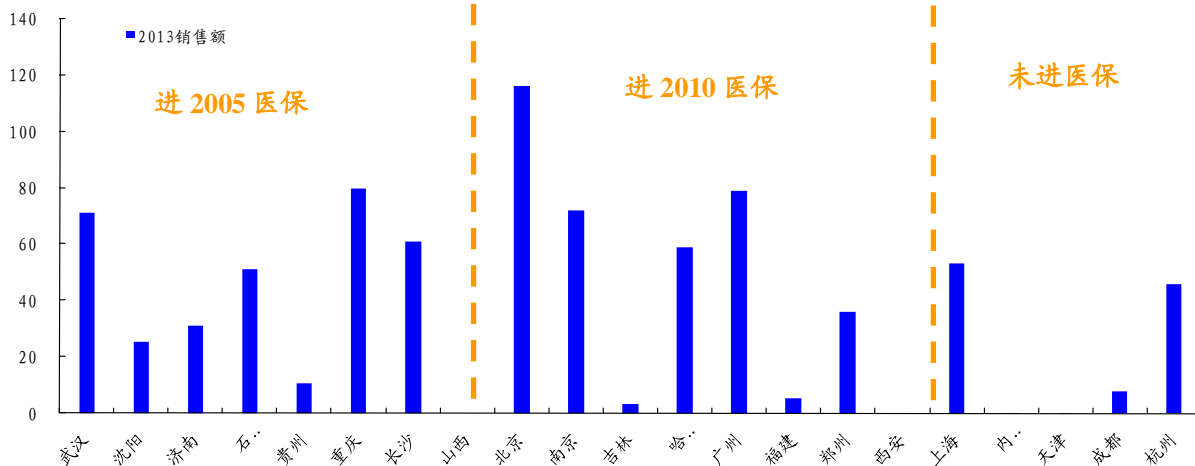
图2：贝科能进入各地方医保情况

2005年新进医保省份			2010年新进医保省份		
省份	类别	备注	省份	类别	备注
山东	乙类	限急救	广东	甲类	
湖北	乙类		江苏	乙类	2010年10月执行
河北	乙类	限病毒性心肌炎急性期	河南	乙类	2010年10月执行
湖南	乙类		安徽	乙类	2010年10月执行
辽宁	乙类		陕西	乙类	2010年10月执行
江西	乙类		黑龙江	乙类	2010年8月执行
山西	乙类	限急性心肌炎，急性心梗死	福建	乙类	限肝病用药
重庆	乙类		吉林	乙类	2010年10月执行
内蒙古	乙类	未进2010年版医保目录	云南	乙类	2010年7月执行
贵州	乙类		广西	乙类	2010年12月执行
海南	乙类		北京	乙类	限二级以上医院，2011年7月执行
青海	乙类		河北	乙类	2005年医保目录限制取消
西藏	乙类		山西	乙类	2005年医保目录限制取消

数据来源：人社部、安信证券研究中心

虽然贝科能基数较高，公司单产品依赖特征明显，但是考虑到贝科能**进入多省市地方医保，拉动作用还未完全体现，贝科能多科室渗透，向全科用药转变、替代单品种辅酶的市场空间，还远远没有结束。**这些方面在我们前期深度报告中都已经详细探讨，见《增长超预期，未来可持续》与《布局当下，收获未来》。任何一个高增长的品种，最后的状态大多会成为现金牛品种，我们认为公司正处在单品种依赖向多品种驱动转变的关键阶段，在贝科能成为现金牛品种前，还能发挥足够长的时间（至少 2-3 年），支撑公司较快增长。

图 3：2013 年贝科能在各区域销售情况



数据来源：PDB、安信证券研究中心

1.2. 贝科能“提效”作用平滑释放，保证公司未来 2-3 年内不会突然失速

2013 年 9 月份公司与海南康永重新签订了贝科能的代理协议，开始向代理商回收利润。我们推测前期获取贝科能文号时，公司与海南康永之间有利利润分配协议，到 2013 年 9 月份，公司应当拿到了该品种完整的所有权，由此开始按照市场化的代理模式与康永进行谈判，我们认为公司仍然会维护终端代理价格体系，仅仅在海南康永总代理这个层级上进行利润回收。我们判断，具有产品力的品种，在经过长期的代理之后，生产企业相对代理企业有明显的谈判优势：1) 长期代理后，产品往往已进入各地医保，不会轻易再被医保剔除；2) 长期代理后，产品在医生中已有相当的认知度，不会因更换代理商而轻易改变；3) 产品力突出的品种，对代理商的依赖进一步降低；4) 生产企业如果同时也有其它代理商资源，谈判能力会进一步增强。如双鹭药业，贝科能交给康永等代理商，其它产品交给别的代理商，公司的代理商资源较为丰富。

我们分析不改变出厂价格的前提下，在成本或费用端向代理商转嫁费用，可增厚单品利润约 50%，同时在未来地方医保招标启动等预期下，我们保守估计未来三年贝科能销量至少可增长 50%（年均复合增长率 14.5%），由此可以预见贝科能单品利润平滑到未来三年，将会保证每年利润有 30% 的增长，公司现有的二线品种替莫唑胺、三氧化二砷，以及储备品种达沙替尼、来那度胺、依诺肝素、腺苷蛋氨酸、还原性谷胱甘肽等上市后，在低基数的基础上，增速将远大于 30%，所以我们将不用担心双鹭药业在未来 3 年内可能发生的突然失速。

贝科能提供 3 年增长的保证后，随着二线品种的崛起，公司就可以摆脱单产品依赖，形成多品种驱动的稳步成长格局。

2. 公司正处于单产品依赖向多品种驱动过渡的关键阶段

2.1. 历史上专注研发，二线品种梯队完备，多品种驱动格局正在形成

公司创始人研发起家，成立以来一直专注于研究开发，获取新的品种，涉猎范围不断扩展，很好的抓住了我国医药行业药政宽松、不太规范的阶段，这个阶段品种的获取相对容易。

公司1994年创立，到2002年8年间共获得4个基因工程药物，2002年进入特色生化、化学药领域，至2012年10年间共计获得生化与化学药61个（不同剂型规格与原料药共计117个）、中药品种1个。仔细梳理公司已经获批的品种，基本都是聚焦于肿瘤、肝病、心脑血管的治疗领域，其产品线已经非常完备。

2.1.1. 肝病领域

中国是肝病发病率较高的国家，全球3.5-4亿慢性乙肝病毒携带者中有超过1/3在中国，其中约有2000-3000万人为慢性乙肝患者。肝病用药在我国也一直保持较高的增速。

表1：公司肝病治疗相关的品种

治疗领域	分类	商品名	通用名	作用
肝病	辅助治疗	欣复诺®	阿德福韦酯胶囊/片	抑制乙肝病毒复制
		贝科能®	注射用复合辅酶	细胞赋活剂，调节代，保肝护肝
		欧宁®	胸腺五肽	提高机体免疫力
		善亭®	注射用生长抑素	胰、胆和肠瘘的辅助治疗
		欣复尔®	苦参素注射液	用于慢性乙肝的治疗及其它原因引起的白细胞减少症

数据来源：公司公告、SFDA、安信证券研究中心

2.1.2. 肿瘤是我国仅次于心脑血管的治疗领域

抗肿瘤品种比较丰富，现有一线产品替莫唑胺与三氧化二砷，未来来那度胺与达沙替尼获批将成为国内抗肿瘤产品线最丰富的医药企业之一。

表2：公司现有肿瘤治疗相关的产品

治疗领域	分类	商品名	通用名	作用	
肿瘤相关	肿瘤治疗	纳维雅®	注射用三氧化二砷	用于急性早幼粒细胞白血病，原发性肝癌晚期	
		欣瑞金®	酒石酸长春瑞滨注射液	用于非小细胞肺癌、转移性乳腺癌、晚期卵巢癌、恶性淋巴瘤等	
		欣尔金®	紫杉醇注射液	用于非小细胞肺癌、卵巢癌和乳腺癌等	
		欣普金®	羟喜树碱注射液	适用于原发性肝癌、胃癌、膀胱癌、直肠癌、头颈部上皮癌、白血病等恶性肿瘤	
		烷化剂	欣博金®	注射用盐酸尼莫司汀	缓解脑肿瘤、肺癌、消化道癌、恶性淋巴瘤和慢性白血病
				替莫唑胺胶囊	治疗脑胶质瘤及转移瘤
	其他	固林®	注射用亚叶酸钙	叶酸拮抗剂的解毒剂，用于结肠、直肠癌的辅助治疗，与氟尿嘧啶联合应用延长存活期	
		立益®	注射用门冬酰胺酶	适用于治疗白血病、霍奇金病及非霍奇金病淋巴瘤、黑色素瘤等	
		肿瘤辅助治疗	贝科能®	注射用复合辅酶	细胞赋活剂，调节代，化疗和放疗所引起的白细胞血小板降低症"
			立生素®	重组人粒细胞刺激因子注射液 (rhG-CSF)	治疗癌症化疗等原因导致中性粒细胞减少症
			迈格乐®	注射用重组人白介素-11 (rhIL-11)	用于放、化疗后血小板减少症的预防和治疗
			欣吉尔®	注射用重组人白介素-2 (125A1a IL-2)	用于手术、放疗及化疗后肿瘤患者的治疗以及各种自身免疫病的治疗，可增强机体免疫功能
欧宁®	注射用胸腺五肽		提高机体免疫力		
扶复尔®	外用重组人碱性成纤维细胞生长因子 (rh-bFGF)	促进创面愈合			

	欣顺尔®	盐酸托烷司琼注射液/胶囊	用于预防和治疗化疗引起的恶心和呕吐
	立生安®	盐酸格拉司琼注射液	对放疗、化疗及手术引起的恶心和呕吐具有良好的预防和治疗作用。
	立生通®	氨酚曲马多片	用于中度至重度急性疼痛的短期治疗
	护宁®	醋酸奥曲肽注射液	治疗消化道静脉曲张破裂出血的首选药物，同时也应用于上消化道出血、胰腺炎、消化系统内分泌肿瘤、肢端肥大症等
	固通宁®	鲑降钙素注射液	钙代调节剂，用于乳腺癌、肺癌或肾癌、骨髓瘤和其他恶性肿瘤骨转移所致的高钙血症
	欣复尔®	苦参素注射液	用于肿瘤放疗、化疗引起的白细胞低下和其它原因引起的白细胞减少症
肿瘤诊断	子公司辽宁迈迪生物科技是厦门艾德的个体化靶向用药分子诊断产品和个体化化疗用药分子诊断产品的辽宁地区分支检测机构及总代理商		
肿瘤生物治疗	子公司辽宁迈迪生物科技拥有生物免疫治疗核心技术（CIK 细胞免疫疗法、树突状细胞免疫疗法、干细胞疗法），为医疗机构投资、建立符合国家标准生物治疗实验室，提供技术服务		

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.1.3. 心脑血管领域是我国医药行业最大的专科治疗领域

心脑血管疾病一直是威胁我国居民健康的最大的慢性疾病之一，由于人口的老龄化和饮食结构的变化，心脑血管疾病发病率一直呈上升趋势。。IMS 预计西药心脑血管药物仍将以 25.8% 的复合增长率增长，2014 年有望达到 899 亿元。

表 3：公司心脑血管及老年科用药相关产品

治疗领域	分类	商品名	通用名	作用
心脑血管及老年科用药	心脑血管用药	贝科能®	注射用复合辅酶	细胞赋活剂，调节代，可用于冠状动脉硬化、慢性动脉炎、心肌梗塞的辅助治疗"
			杏灵滴丸	活血化痰，用于血瘀型胸痹、血瘀型轻度动脉硬化引起的眩晕、冠心病，心绞痛
		立生®	注射用三磷酸胞苷二钠	用于治疗脑血管意外及其后遗症、脑震荡、外伤性昏迷及其后遗症、颅脑手术神经损伤、神经官能症、脑血管硬化、老年性痴呆、儿童脑发育不全
		欣苏尔®	注射用果糖二磷酸钠	用于心肌缺血、休克、缺氧、组织损伤的辅助治疗
		立生达®	注射用奥扎格雷钠	适用于治疗急性血栓性脑梗死和脑梗死所伴随的运动障碍
		欣赛尔®	注射用尼麦角林	改善脑梗塞后遗症引起的意欲低下和情感障碍，改善急性和慢性周围循环障碍
		立生迈®	阿魏酸钠氯化钠注射液	用于动脉粥样硬化、冠心病、脑血管病、肾小球疾病、肺动脉高压、糖尿病性血管病变、脉管炎等血管性疾病以及白细胞和血小板减少
		鲁宁®	辛伐他汀片	降血脂药物
		欣益尔®	替米沙坦片/胶囊	降血压药物
	老年科用药	依芬®	依托度酸缓释片	治疗类风湿性关节炎，骨性关节炎，强直性脊柱炎，并可有效缓解急性创伤性疾病、慢性劳损性疾病、术后疼痛、痛风等疼痛症状
司坦迪®		茶哌地尔片	适用于良性前列腺增生症引起的排尿障碍	
立强®		利塞膦酸钠片	用于治疗 and 预防绝经后妇女的骨质疏松症	

数据来源：公司公告、SFDA、安信证券研究中心

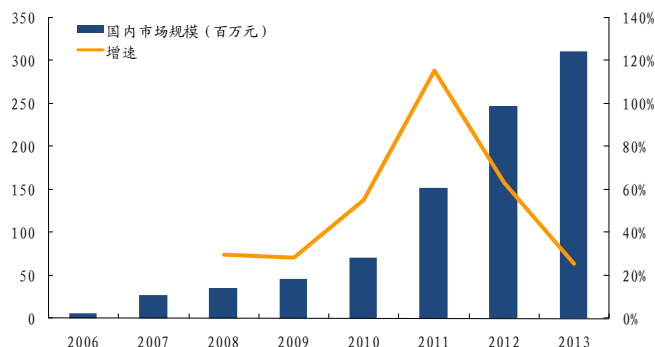
2.2. 二线产品中不乏潜力品种，正在逐步上量

也正是有前期这些二线品种梯队的积累，公司产品极大的丰富，公司具备了摆脱贝科能单品种依赖的基础。如果我们聚焦潜力大品种，我们可以发现替莫唑胺、三氧化二砷、杏灵滴丸等品种，竞争厂家较少，随着进入地方医保目录的数量增加，这些品种已经具备高速增长的基础，成为公司持续成长的基石。

2.2.1. 替莫唑胺是个未来的大品种

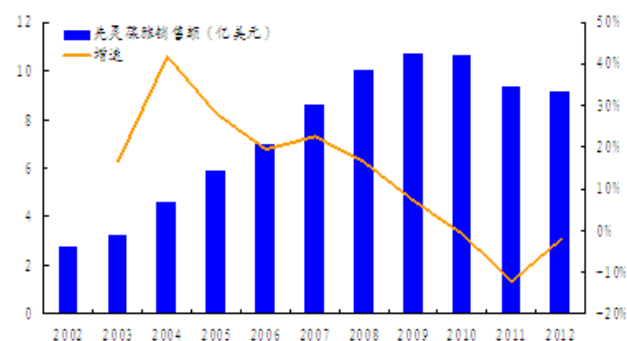
替莫唑胺作为用于治疗成人顽固性多形性胶质细胞瘤，国内竞争者格局宽松，仅有原研先灵葆雅、天士力帝益药业有限公司、双鹭药业（公司为独家规格 100mg）3 家获得生产批文，由于印度仿制药企业合成中发生爆炸，导致国内审批趋于谨慎，公司通过两次现场核查，最终获批，相信短期内国内很难有其他厂家跟进，目前公司仅仅在山西省中标。替莫唑胺作为默克公司主打品种之一，2011 年销售 9 亿多美金。

图 4：替莫唑胺样本医院销售额及增速



数据来源：PDB、安信证券研究中心

图 5：默克的替莫唑胺全球销售额



数据来源：Bloomberg、安信证券研究中心

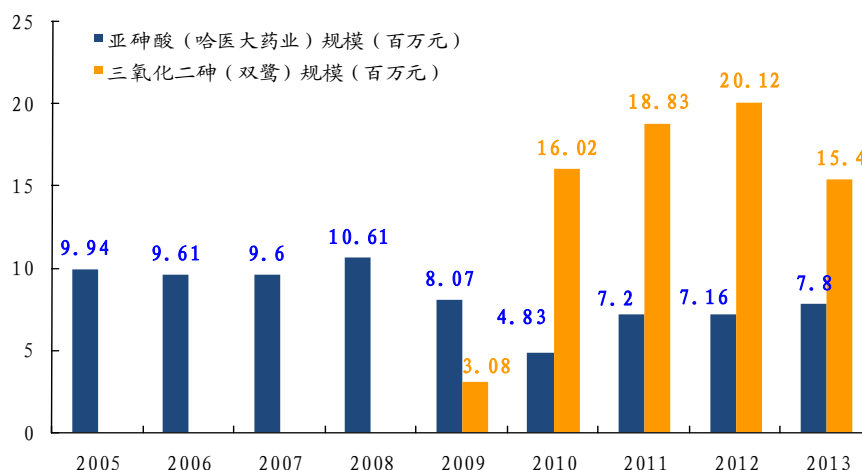
2.2.2. 三氧化二砷也正在快速上量

注射用三氧化二砷俗称砒霜，是治疗急性早幼粒细胞白血病的特效药，也可用于肝癌晚期的治疗。中华医学会血液学分会的《急性早幼粒细胞白血病中国诊疗指南(2011 年版)》建议将砷剂作为急性早幼粒细胞白血病的一线治疗方案。今年出台的新版基药目录将亚砷酸（三氧化二砷）纳入。

■ 公司三氧化二砷市场推广的优势主要有：

- 独家冻干粉针剂型。国内除双鹭药业外，仅有哈医大药业有亚砷酸制剂生产批文，而 2010 年 8 月，哈医大药业的亚砷酸注射液出现质量问题，为公司产品抢占市场提供契机；
- 随着陈竺等知名专家在 PNAS 杂志发表文章阐述砷剂对早幼粒细胞白血病的治疗作用，医生与患者将逐渐接受该产品；
- 国外正在进行三氧化二砷实体瘤治疗的临床研究，未来存在适应证拓宽的空间。

图 6：样本医院两种砷剂市场规模比较



数据来源: PDB、安信证券研究中心

2.2.3. 如果原料药能解决, 杏灵滴丸也是大品种

杏灵滴丸是公司的独家心脑血管中成药, 有活血化瘀功效, 用于血瘀型胸痹及血瘀型轻度动脉硬化引起的眩晕、冠心病、心绞痛。杏灵滴丸是在普通银杏制剂基础上发展起来的一种新型口服制剂, 与传统的口服制剂相比, 它具有表面积大、溶出速度快、胃肠刺激小、生物利用度高等优势。另外, 由于滴丸采用固体分散技术制备, 大大提高了溶解性差的银杏总萜内酯的生物利用度。

市场主要竞争品种是银杏酮酯滴丸, 后者在医保目录内。杏灵滴丸定价高于银杏酮酯滴丸, 公司策略上拟采用贝科能模式, 即放弃国家医保目录, 争取各地方医保, 以维护较好价格。目前该品种正在进行各地招商活动和争取地方医保的工作, 据了解代理商的积极性很高。

3. 研发储备品种批量上市, 未来成长性确定

未来 2-3 年众多储备品种批量上市, 保证未来成长性。

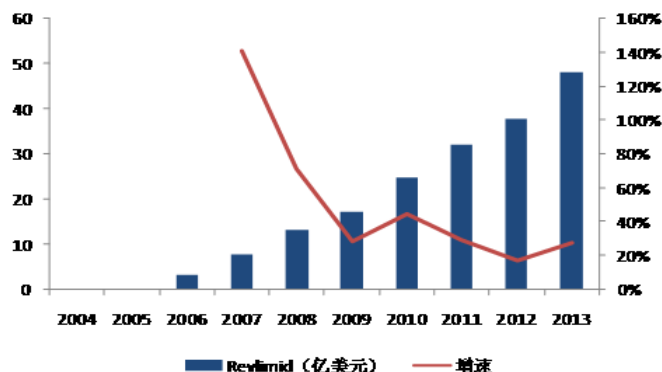
3.1. 来那度胺和达沙替尼会较快上市

来那度胺与达沙替尼是公司参股子公司南京卡文迪许研究开发的品种, 目前都已经报到国家局, 申请生产批件。市场一度对这两个品种有很高的预期, 我们曾在前期深度中就降过温。随着信息的进一步挖掘, 市场发现江苏豪森、正大天晴等都已经很快拿到了达沙替尼的生产批件, 也获取了来那度胺的临床批件, 于是对这两个品种的质疑又空前高涨, 市场总是从一个极端走到另一个极端。

3.1.1. 从全球来看, 来那度胺是个大品种, 适应症仍在不断拓宽中。

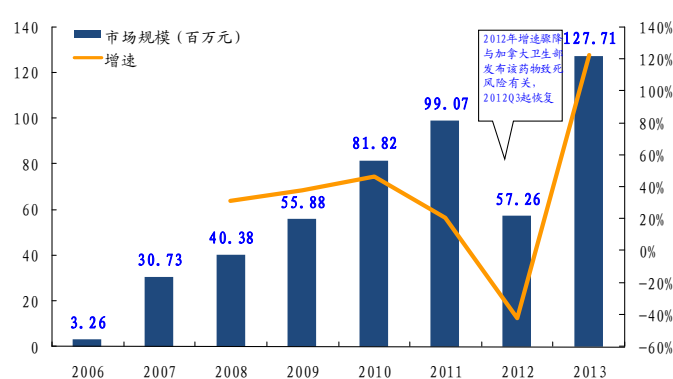
来那度胺 (Lenalidomide, 商品名为 Revlimid) 由美国 Celgene 公司开发, 2003 年被 FDA 定位军用药而进入快速审批通道, 2005 年被 FDA 批准用于治疗骨髓增生异常综合症 (MDS), 后又于 2008 年被 FDA 批准用于治疗多发性骨髓瘤 (MM)。Celgene 年报显示 2013 年来那度胺销售收入 48.20 亿美元, 同比增长 27.95%, 2006-2013 年 CAGR 达到 47.26%。

图 7: Celgene 来那度胺近年来的销售额



数据来源: Celgene 年报、安信证券研究中心

图 8: 硼替佐米国内样本医院销售额



数据来源: PDB、安信证券研究中心

除了 MDS 和 MM 外, 来那度胺对多种白血病以及实体瘤有治疗作用, 海外目前正针对数十种新的适应症进行临床试验, 2013 年 6 月 FDA 批准来那度胺治疗套细胞淋巴瘤新适

应症，未来随着其他适应症获批，来那度胺的市场空间有望进一步拓展。

表 4：海外正在进行的来那度胺的适应症拓展

适应症	阶段	起始时间	患病率
非实体瘤			
慢性淋巴细胞白血病 (CLL)	III 期临床	2008 年 10 月	西方 3/10 万，亚洲较低
弥漫大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL)	III 期临床	2008 年 12 月	
皮肤 T 细胞淋巴瘤 (CTCL)	II 期临床	2010 年 12 月	美国 0.3/10 万
外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL)	II 期临床	2010 年 12 月	亚洲国家发病率最高的非霍奇金氏淋巴瘤
成人 T 细胞淋巴瘤 (ATL)	II 期临床	2010 年 12 月	约 5/10 万
巨球蛋白血症	II 期临床	2010 年 12 月	占恶性血液病 2%
外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL) (日本)	I 期临床	2010 年 7 月	
成人 T 细胞淋巴瘤 (ATL) (日本)	I 期临床	2010 年 7 月	
霍奇金氏淋巴瘤	II 期临床	2008 年 6 月	1/10 万-4/10 万
急性淋巴细胞白血病 (ALL)	II 期临床	2010 年 1 月	
滤泡性淋巴瘤 (FL)	III 期临床	2011 年 12 月	
慢性粒单核细胞白血病 (CMML)	I/II 期临床	2011 年 6 月	1/10 万-2/10 万
实体瘤			
肾癌	II 期临床	2004 年 6 月	约 5/10 万
成胶质细胞瘤	II 期临床	2008 年 10 月	3/10 万-6/10 万
胰腺癌	II 期临床	2009 年 2 月	我国 5.1/10 万
结直肠癌	II 期临床	2009 年 10 月	结肠癌约 15/10 万，直肠癌约 10/10 万
头颈部鳞状细胞癌	II 期临床	2010 年 2 月	
卡波氏肉瘤	II 期临床	2011 年 1 月	
膀胱癌	I/II 期临床	2011 年 4 月	约 3/10 万
其他			
复杂的区域性疼痛综合征	III 期临床	2008 年 4 月	
淀粉样变性	II 期临床	2008 年 12 月	

数据来源：Tomson Reuters、安信证券研究中心

■ 国内来那度胺市场还有待开拓

多发性骨髓瘤多发于中老年人，在我国发病率约为十万分之一，位居血液系统恶性肿瘤发病率的第二位，国内治疗多发性骨髓瘤的二线治疗药物是西安杨森的万珂——硼替佐米，其 2011 年的样本医院市场规模已经达到 9907 万元。2012 年 3 月药监局援引加拿大卫生部关于不当使用硼替佐米可引发致死风险的文章，导致该品种 2012 年销量下滑，但 2012 年 3 季度起迅速恢复。

目前国内仅有原研企业 Celgene 于 2013 年 1 月获得国内的来那度胺药品批文。我们认为，来那度胺疗效确切，副作用小，治病谱广泛，是优良的免疫调节剂和抗肿瘤药物。从 Celgene 年销售该产品 37 亿美元来看，产品市场空间广阔，且未来随着适应症扩展仍有巨大潜力。目前原研企业 Celgene 的来那度胺提前进行市场培育，有利于公司产品上市后迅速放量。

双鹭的子公司卡文迪许和北京福瑞康正均于 2012 年上半年获得临床批件，另有南京华威、天津米雪儿、宁波立华、合肥信风、正大天晴、豪森等均已申报临床。由此可见这个品种的炙手可热，但是我们认为短期内双鹭药业仍处于领跑阶段，根据现在国内药政审批节奏，卡文迪许走绿色通道可以较快上市，而其他企业上市之路还比较漫长，未来来那度胺的市场竞争不会激烈。一旦该产品成功上市，对于公司的产品线来说将是重大突破，有望接替贝科能成为支撑公司持续高增长的潜力品种。

■ Celgene 的来那度胺专利：关键化合物专利有可能被绕过

对于化药类专利药品，专利中最重要的是化合物专利与适应症专利（应用专利），晶型专

利、组合物专利、制备专利等重要性略低，攻破的可能性较大。2009年 Celgene 来那度胺在中国的化合物专利就曾经受到过挑战，无效了其化合物专利权利要求1中的部分内容，从目前公开的资料情况来看，中国市场化合物专利存在，但有被挑战成功的可能性，适应症专利（包含骨髓增生异常综合征和多发性骨髓瘤）比较难以绕开。

2009年的专利无效事件也说明，Celgene 来那度胺的专利存在瑕疵，同时南京卡文迪许公司也正在对该化合物专利进行挑战，2013年6月曾经在国内又一次非公开庭审，庭审结果没有公开，这也为目前正在申报该产品的其他企业以无限的遐想。

表 5：中国市场 Celgene 来那度胺主要专利一窥

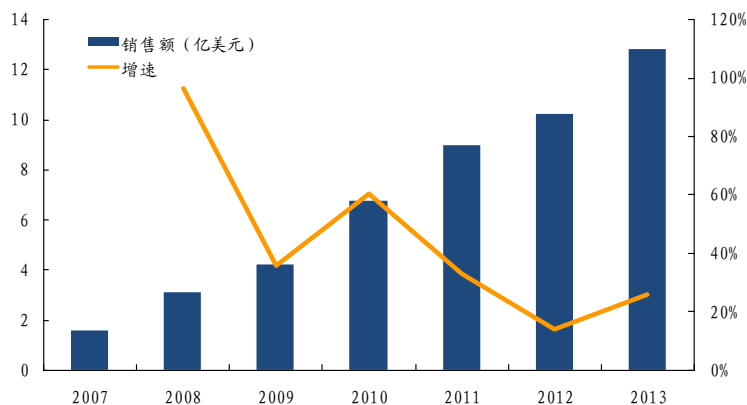
类别	专利号	状态	主要内容
化合物专利	ZL97180299.8	部分无效	2009年曾被无效部分内容，目前也正在被卡文迪许公司挑战。
适应症专利	200610150484.3	实质审查生效，2011.11 已授权	使用免疫调节性化合物用于治疗和预防癌症和其他疾病的方法和组合物
适应症专利	ZL03825567.7	已授权	用于治疗和预防骨髓发育不良综合症的含免疫调节化合物的组合物和使用方法
适应症专利	ZL03816899.5	未授权	使用免疫调节性化合物用于治疗和预防癌症和其他疾病的方法及组合物

数据来源：国家知识产权局、安信证券研究中心

3.1.2. 达沙替尼：另一个大品种

- 达沙替尼用于治疗对甲磺酸伊马替尼耐药，或不耐受的费城染色体阳性慢性髓细胞白血病（CML）慢性期、加速期和急变期（急粒变和急淋变）成年患者。慢性髓细胞白血病是我国三大白血病之一，约占全部白血病的 13%。
- 慢性髓细胞白血病(CML)发病率 4/10 万，每年新发病人数 5200 人，CML 病人生存期较长，总患病人数预计 3 万人，假设年用药金额 10 万元，理论市场空间 30 亿。
- 原研药为百美施贵宝所生产，2006 年获 FDA 批准上市，2012 年收入超过 10 亿美元，成为重磅炸弹药物。
- 达沙替尼原研药 2011 年国内上市，2013 年正大天晴和豪森制药两家企业获取生产批件，南京圣和药业申报临床批件，双鹭目前已申报生产，有望成为国内第三家申报上市的企业，在 CML 治疗市场占据一席之地。

图 9：BMS 达沙替尼销量及增速



数据来源：BMS 年报、安信证券研究中心

3.1.3. 储备品种今明两年批量上市，未来成长潜力大

其他储备品种如依诺肝素钠、腺苷蛋氨酸、谷胱甘肽等都已经接近获批，这些品种国内市场竞品较少，市场空间较大。

表 6：双鹭药业在研储备品种丰富

治疗领域	项目名称	适应症	进度	备注
	盐酸曲马多崩片	癌症疼痛，骨折或术后疼痛等各种急、慢性疼痛。	在审批（生产）	已有普通片剂，此为改进剂型
	来那度胺	用于治疗骨髓增生异常综合征(MDS)与多发性骨髓瘤（MM）	绿色通道	Celgene 的原研产品，已经完成临床试验，正从北京局到国家局申报生产
	达沙替尼	慢性髓细胞白血病（CML）	在审评（生产）	BMS 的原研药
	注射用帕米磷酸二钠	恶性肿瘤并发的高钙血症和溶骨性癌转移引起的骨痛。	在审评（生产）	
肿瘤相关	替莫唑胺胶囊	多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤	低剂量组已获批，高剂量组的生物等效试验	先灵葆雅的原研产品，目前国内只有天士力帝益药业有限公司 1 家获得生产批文。
	注射用奥沙利铂	治疗晚期卵巢癌、结直肠癌。	在审评（生产）	已经有众多厂家获得批文
	注射用庚铂	治疗胃癌和小细胞肺癌。	临床研究阶段	
	氯法拉滨注射液	治疗难治性白血病（儿童用药）	临床研究阶段	英国 Bioenvision 公司和美国 Ilex Oncology 公司共同开发，国内还没有企业获得该产品的批文。
	PEG-立生素	放化疗后白细胞减少症,免疫调节，长效剂型可以减少注射频率，延长蛋白作用时间。	二期临床阶段	Amgen 的原研产品，国内还没有企业获得该产品的生产批文，
	重组人新型复合α干扰素	慢性乙型、丙型病毒性肝炎的治疗。复合干扰素活性高于普通干扰素	在审评（生产）	国内还没有企业获得该产品的生产批文，
肝病	金苓消脂胶囊	治疗肝硬化、肝腹水	临床研究阶段	
	谷胱甘肽肠溶胶囊	护肝	在审评（生产）	
	胸腺肽α1注射液	慢性乙型肝炎	在审评（生产）	
	注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	妊娠期以及肝硬化前和肝硬化所致肝内胆汁郁积	在审评（生产）	德国基诺公司（雅培）原研药品，国内仅海正获批文号
心脑血管用药	依诺肝素钠水针及粉针	抗血栓	在审评（生产）	赛诺菲的原研产品，目前国内只有杭州九源基因工程有限公司 1 家获得生产批文。
	果糖二磷酸钠注射液	用于心肌缺血、休克、缺氧、组织损伤的辅助治疗	在审评（生产）	
	注射用重组人甲状旁腺激素	骨质疏松症	临床研究阶段	一类新药，独家
	注射用假丝酵母尿酸氧化酶	高尿酸血症	临床研究阶段	
老年科用药	盐酸氨基葡萄糖分散片	用于治疗和预防全身各种关节的骨性关节炎	在审评（生产）	
	泰思胶囊	老年痴呆症、认知障碍	二期临床	
	尼麦角林分散片	改善脑动脉硬化及脑中风后遗症引起的意识低下和情感障碍（反应迟钝、注意力不集中、记忆力衰退、缺乏意念、忧郁、不安等）	在审评（生产）	
	月馨胶囊、滴丸	女性痛经，偏头痛	二期临床	
	818 项目	治疗男性不育症	中二期临床	一类新药，独家
	单抗（多个）	风湿病、肿瘤领域	申报临床	治疗风湿的申报临床，其他几个在临床前
其他	注射用重组人生长激素	矮小,烧伤	临床研究阶段	国内已经有众多生产厂家
	扶济复凝胶剂	促进创面愈合	现场考核阶段	一类新药，双鹭的扶济复凝胶剂是剂型独家。
	23 价肺炎多糖疫苗	获得性肺炎的预防，生物制品	申报临床	由加拿大子公司负责
	Diapin	治疗糖尿病的多肽药物	拟申请 FDA 临床	与 LIN CHAI 在美合资公司开发的原研品种

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

4. 产业布局与研发储备相得益彰

4.1. 产业布局完善，发展模式独特

“外部整合型研发”——公司善于整合外部研发资源，研发效率突出。公司的突出能力是研发项目甄别能力，往往能够抓住青苗期的好项目，用非常小的代价，买到很好的品种，如复合辅酶、替莫唑胺、来那度胺等。包括：与 Gerson 博士合作在加拿大设立 PnuVax 公司，定位于疫苗及单克隆抗体的研发、生产和销售。参股 40% 的南京卡文迪许拥有多个在研品种，更是贡献了来那度胺和达沙替尼两个重磅储备。同时，公司与北京瑞康医药合作研发不孕不育药物，与江阴长风科技合作研发呼吸系统新剂型药物，投资 DT 公司研发新型糖尿病治疗肽 Diapin（GLP-1 类似物）。通过参股普仁鸿和福尔生物涉足医药商业和血制品领域。参股 12% 的新三板公司星昊医药有望随该公司上市获取投资收益。

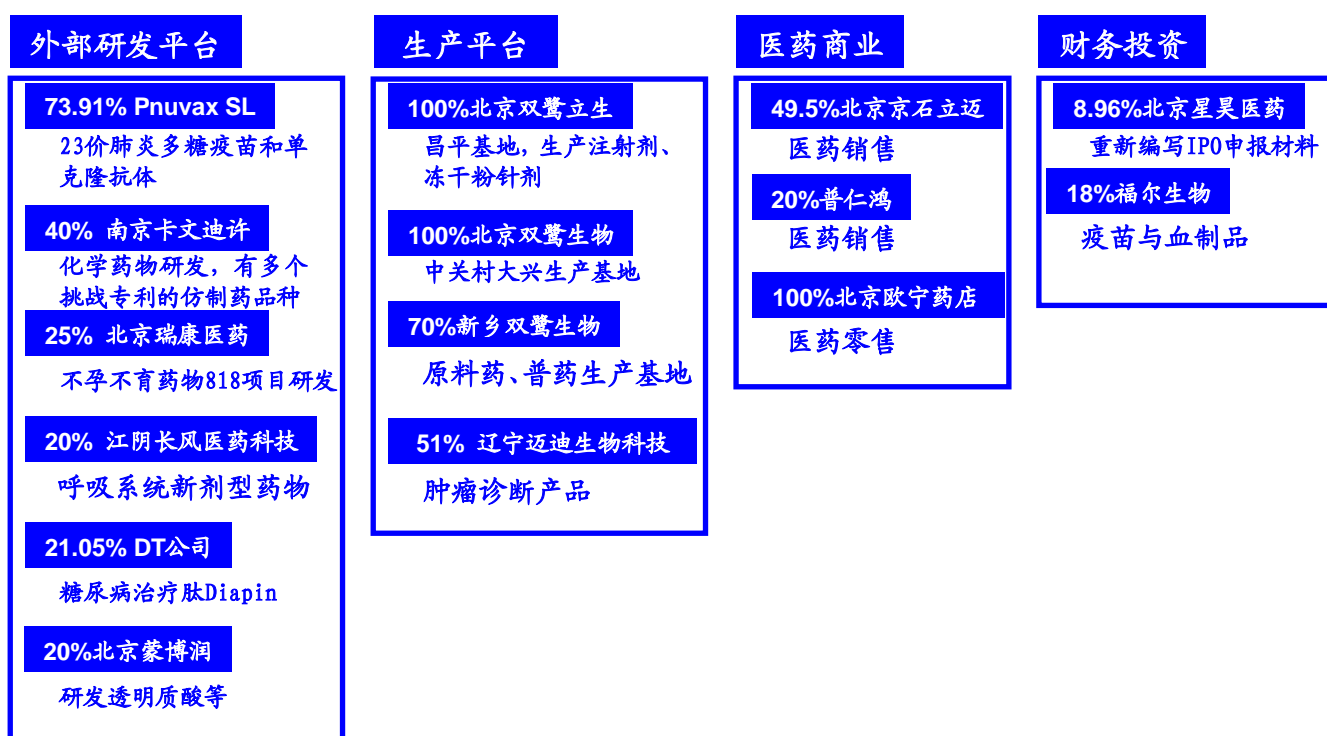
表 7：公司布局医药产业的相关企业

公司名称	持股比例	2011 年 利润	2012 年 利润	投资意义	相关企业动态
辽宁迈迪	51%	114 万	114 万	扩充抗肿瘤与抗病毒产品线	诊断试剂，国内已经报，没有评价标准，还和日本上市公司签订合同，委托生产或是代理。另外一个业务：肿瘤治疗因子。
南京卡文迪许	40%	350 万	350 万	新药研发型企业，吉西他滨等特色化学药研发，拓展抗肿瘤产品链	吉西他滨还在申报生产状态
北京星昊	12%	4336 万	4336 万	天然药物生产销售	准备上市
北京瑞康	25%	-131 万	-131 万	研发型新药开发企业	从该企业获得 818 等新药项目
江阴长风	20%	-283 万	-283 万	丰富产品剂型，增强呼吸道药物研发实力	一家以专业开发肺部给药和其它药物输送技术为主的企业，目前研发产品涉及治疗哮喘、慢性阻塞性肺病（COPD）、心血管疾病和抑郁症等领域。
加拿大 PnuVax	73.91%	--	--	获得 23 价肺炎疫苗中国区生产权与销售权	出资全部到位后股权达到 85%，吸收了韩国的一个单抗团队
河北福尔生物	18%	--	--	获取国内经营疫苗业务的相关经验，为疫苗单抗平台建设做准备	积极准备复产过程中
美国 Diapin 公司	21.05%	--	--	糖尿病药物研发生产	与 LIN CHAI 在美合资建立新公司，开发一个原研的多肽药物 Diapin，未来潜在的大市值重磅品种
新乡双鹭	70%	82 万	82 万	原料药生产基地	设备已经安装调试完成，申报认证
北京普仁鸿	20%	4631 万	4631 万	拓展销售渠道	出售了部分股权，保留对市场 and 渠道的影响力
北京蒙博润	20%	122 万	122 万	获得新乡医院药物配送市场及临床实验基地	医院筹建中
北京欧宁药店	100%	-0.2 万	-0.2 万	针对阿德福韦酯等长期用药，做药店利好销售，尤其是可以邮寄	未来可能注入其他品种

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

产业布局完善，使得独特的商业模式运转顺畅。经过多年的发展，公司已经由最初的研发型生物制品企业发展为横跨化学药、中成药、疫苗、血制品、单抗、诊断试剂、医药商业的综合型医药企业。我们认为正是因为公司在产业中的广泛布局，让其行业地位不断提升，保障其独特的商业模式运转顺畅。

图 10：双鹭药业的产业布局



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2. 参股公司福尔生物，今年复产，即将收获狂犬疫苗的高收益

历史回顾：双鹭药业于 2011 年 11 月 30 日投资 9,000 万元认购福尔生物 3,000 万股，占福尔生物总股份的 18%，同时约定在福尔药业取得 GMP 证书后，可以根据福尔药业经营发展前景，双鹭药业有权增持至 20%以上的持股比例。

双鹭药业参股契机：在经营困境时介入产品有潜力的公司

福尔药业是以生产人用预防性疫苗为主的高新技术企业，主要产品为冻干注射用狂犬疫苗（地鼠肾细胞，BHK）。国家食品药品监督管理局 2009 年 12 月抽样调查发现，河北福尔生物制药有限公司和江苏延申生物科技股份有限公司 2008 年 7 月-10 月期间生产的 7 个批次人用狂犬病疫苗质量存在问题。经过大量的现场调查取证、实验室检测检验、专家论证分析等工作，做出收回福尔药业人用狂犬病疫苗药品 GMP 证书、罚款、召回疫苗并承担补种费用等一系列处罚。福尔药业陷入经营困境，急需资金应对危机，并改造生产流程与生产线提高质量标准，重新参加新版 GMP 的认证。

福尔药业获得重生：2014 年恢复生产，预计下半年开始销售

双鹭药业注资后，经过大量的整改工作，2013 年 6 月 29 日至 7 月 3 日，国家食品药品监督管理局认证管理中心对人用狂犬病疫苗生产线进行了为期 5 天的严格、全面的 2010 版 GMP 现场核查。并于 2013 年 12 月 11 日核发《药品 GMP 证书》。

2014 年 1 月 27 日，福尔生物制药股份有限公司更名为中科生物制药股份有限公司。现在已经复产，上半年开始申报批签发，预计下半年狂犬疫苗将开始销售。

作为最赚钱的二类疫苗，特别是 2010 版药典提高狂犬疫苗的质量标准后，国内一大批企

业宿主 DNA 残留指标不能过关，狂犬疫苗成为是非常紧俏的产品，福尔获得 GMP 认证后，下半年产品上市，一定能够分得一块儿市场。

表 8：国内主要狂犬疫苗生产企业及近三年批签数量（单位：万支）

生产企业	2011	2012	2013
吉林亚泰生物(BHK)	100	196	60
大连汉信生物(BHK)	145	116	93
辽宁成大生物股份有限公司(Vero)	143	193	1146
辽宁依生生物制药有限公司(Vero)	721	2349	1249
广州诺诚生物制品股份有限公司(Vero)	446	1430	596
辽宁成大生物股份有限公司(Vero)	2123	3197	1162
宁波荣安生物药业有限公司(Vero)	54	30	10
长春长生生物科技股份有限公司(Vero)	3	41	0
吉林迈丰生物药业有限公司(Vero)	34	375	425
合计	3874	8074	4741

数据来源：中检院、安信证券研究中心

狂犬病 (Rabies)，又称恐水病 (Hydrophobia)，是由狂犬病毒引起感染所致的以损害中枢神经系统为主的一种自然疫源性或动物源性的急性传染病。野生动物与家畜是狂犬病的传染源，人类狂犬病主要由狗、猫直接传染为主，其次为狐、狼、豺、鼬、浣熊、吸血蝙蝠和其它食肉哺乳动物。目前尚无特效药物治疗狂犬病。一旦发病，病死率几乎 100%。因此控制此病，关键在于预防。从卫计委发布的全国 31 省、自治区、直辖市的疫情数据统计报告指出：历年全国法定管理传染病中，狂犬病的死亡数及病死率均居首位。在自然疫源性疾病中，狂犬病的发病呈明显上升趋势。

狂犬病发病增多原因：

1. 犬和猫等家养宠物逐渐增多，但缺乏相对应的有效管理控制；
2. 暴露后未注射疫苗或处理不当；
3. 重度咬伤者未及时注射抗血清或没有正确使用抗血清；
4. 所注射的疫苗未达规范要求 (<2.5IU / 剂)

福尔重获 GMP 证书后，其它在研疫苗项目也将持续推进

2013 年 7 月，福尔药业与解放军军事医学科学院联合研发二联手足口病灭活疫苗项目成功申报为 2013 年河北省重大科技成果转化项目，获得省科技厅的项目支持经费 200 万元。公司与河北省科技厅和燕郊高新区科技局签订了项目实施任务书，项目转产后将填补国内空白。

此外，公司的流感疫苗、乙脑疫苗的研发进程也得以顺利推进。

4.3. 参股蒙博润，即将收获玻尿酸的高额收益

历史回顾：北京蒙博润生物科技有限公司成立于 2008 年 5 月，主要从事“注射用交联透明质酸钠凝胶”产品的开发与应用。并于 2014 年 2 月 25 日获得医疗器械注册证（国食药监械（准）字 2014 第 3460382 号），商品名“舒颜”，作为皮肤填充剂应用于整形美容行业。

双鹭药业参股契机：扶持创业型团队，切入市场空间大的领域

蒙博润是蒙一纯先生、高杰先生两位自然人发起成立的创业型科研开发企业，研发产品“注射用交联透明质酸钠凝胶”属于植入类三类医疗器械产品，需要大样本量的临床试验，投资周期长、风险大，创业团队在最困难的时间，获得了双鹭药业 500 万元（股份比例 20%）的投资，顺利拿到了注册批文，同时双鹭药业有权利在蒙博润获取批文后，再注资 500 万元，增持股份至 34% 的比例。

注射用交联透明质酸钠凝胶在美容市场前景广阔：

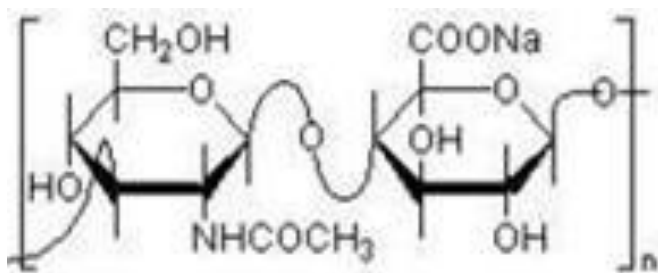
透明质酸 (Hyaluronic acid、HA) 又名玻尿酸，透明质酸是一种酸性粘多糖，1934 年美国哥伦比亚大学眼科教授 Meyer 等首先从牛眼玻璃体中分离出该物质。透明质酸以其独特的分子结构和理化性质在机体内显示出多种重要的生理功能，如润滑关节，调节血管壁的通透性，调节蛋白质，水电解质扩散及运转，促进创伤愈合等。尤为重要的是，透明质酸具有特殊的保水作用，是目前发现的自然界中保湿性最好的物质，被称为理想的天然保湿因子 (Natural moisturizing factor, NMF, 例如：2% 的纯透明质酸水溶液能牢固地保持 98% 水分。透明质酸是一种多功能基质，透明质酸 (玻尿酸) HA 广泛分布于人体各部位。其中皮肤也含有大量的透明质酸。人类皮肤成熟和老化过程也随着透明质酸的含量和新陈代谢而变化，它可以改善皮肤营养代谢，使皮肤柔嫩、光滑、去皱、增加弹性、防止衰老，在保湿的同时又是良好的透皮吸收促进剂。与其他营养成分配合使用，可以起到促进营养吸收的更理想效果。

透明质酸是由 N-乙酰氨基葡萄糖及 D-葡萄糖醛酸的重复结构组成的线形多糖结构。分子式：(C₁₄H₂₀NNaO₁₁)_n。

我们很容易想象玻尿酸在美容领域巨大的市场空间，当前我国市场上进口玻尿酸有瑞士的瑞蓝 (Restylane) 与韩国的怡荷 (华东医药代理)，国产产品仅有山东福瑞达 (华熙生物科技，香港上市，去年涨幅巨大)、昊海生科的海薇、蒙博润舒颜、逸美等仅有的几家。

我们注意到韩国仅有 5000 万人口，玻尿酸市场有 20 亿元，美国有 100 亿的市场空间，我国目前玻尿酸市场仅仅为 10 亿元，增长空间与想象空间足够大，随着瑞蓝、怡荷等进口产品学术推广的影响，蒙博润的舒颜一定能够在玻尿酸市场中具有一席之地。

图 11：透明质酸分子式



数据来源：安信证券研究中心

图 12：透明质酸整形美容的原理图



数据来源：安信证券研究中心

4.4. 投资 Pnuvax SL，疫苗与单抗的国际化平台

Pnuvax SL 是公司 与唐纳德 F. 格森博士 (DONALD F. GERSON) 团队组建的疫苗与单抗国际化平台，主要从事 23 价肺炎疫苗的研发、生产与销售 (面对国外市场)。初始公司投资 2000 万加元，股权占比 85%，随着项目推进，按进度格森团队持股比例会逐步提升。

由于 Pnuvax SL 正处于产品研发投入阶段，2013 年度共计亏损 3,240.62 万元，对 2013 年

度业绩造成一定的影响。但是可以看到 2013 年 Pnuvax SL 已经获得生产许可，并申报了 23 价肺炎球菌多糖疫苗的临床研究，预计将于 2014 年上半年开展临床研究并于年底前后上市，该产品上市后可直接在全球市场销售(部分国家尚需履行注册程序)；根据会计准则，研发产品获得临床批件后，相关研发费用开始资本化。

同时随着 23 价肺炎疫苗进入临床研究，在产品获得加拿大政府批准上市前，PnuVax SL 将利用核心专家的技术优势和成套的真核基因工程药生产设施进行人源化抗体的外加工服务 (CMO) 业务，此外该子公司有望获加拿大政府给予的研发费用 15% 的补贴，预计加拿大子公司今年实现盈亏平衡。

5. 新增销售力量，竞争性品种有望提速

2013 年底公司新增销售力量，针对现有二三线品种，引进 2 位销售总监，着力开拓空白区域，2014 年营销改善将见成果。

新增的营销力量同时带入代理商资源，特别是胸腺五肽将会有新的代理商资源进入公司的销售体系中，着力开拓空白区域，带来销售增量。

同时新销售力量带来“鲶鱼效应”，对公司原有的销售团队构成激励，预计销售力度的加强将力促二线品种恢复较快增长。

6. 盈利预测与投资评级

公司商业模式清晰，长期高效研发战略正进入收获季，贝科能等现有优势品种高增长未结束，“提价”预期更加保障了中短期业绩高增长，研发管线上专利药、单抗、疫苗等提供长期增长引擎。根据三季报情况我们综合考量调整 2014-15 年 EPS 为 1.65、2.11 元 (原预测 1.70 与 2.18 元)，维持买入-A 的投资评级，维持 12 个月目标价为 60 元，相当于 2015 年 28XPE。

我们盈利预测的关键假设包括：

- 贝科能提效增厚单品利润 50%；
- 贝科能未来 2-3 年销量增长 50%；
- 贝科能提效平滑到未来 3 年，保证每年 30% 增长；
- 不考虑新近获批品种的收益。

7. 风险提示

- 医药政策环境变化引发公司“低开票营销外包模式”调整的需要，考验公司的财务能力；
- 新药研发的不确定性；

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,007.0	1,161.8	1,378.2	1,730.5	2,119.9	成长性					
减:营业成本	330.3	378.6	345.0	460.7	564.1	营业收入增长率	61.7%	15.4%	18.6%	25.6%	22.5%
营业税费	12.5	13.9	16.5	20.7	25.4	营业利润增长率	-6.4%	17.9%	31.2%	25.9%	26.7%
销售费用	34.8	31.1	37.9	47.1	57.2	净利润增长率	-8.1%	20.0%	30.6%	27.6%	25.8%
管理费用	111.6	130.3	165.4	190.4	212.0	EBITDA 增长率	-6.3%	17.8%	28.4%	25.0%	26.1%
财务费用	-11.4	-12.7	-32.9	-49.8	-69.2	EBIT 增长率	-7.0%	18.1%	28.7%	24.9%	26.1%
资产减值损失	0.8	4.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	-9.2%	19.4%	27.7%	26.5%	25.0%
加:公允价值变动收益	0.1	-0.2	2.6	-	-	投资资本增长率	34.4%	18.5%	3.5%	21.0%	19.5%
投资和汇兑收益	26.4	38.7	10.0	20.0	40.0	净资产增长率	25.3%	22.6%	18.0%	26.8%	26.5%
营业利润	555.1	654.6	859.0	1,081.4	1,370.4	利润率					
加:营业外净收支	5.2	19.0	20.0	40.0	40.0	毛利率	67.2%	67.4%	75.0%	73.4%	73.4%
利润总额	560.3	673.7	879.0	1,121.4	1,410.4	营业利润率	55.1%	56.3%	62.3%	62.5%	64.6%
减:所得税	80.4	101.7	131.8	168.2	211.6	净利润率	47.8%	49.7%	54.7%	55.6%	57.1%
净利润	481.0	572.0	747.2	953.2	1,201.1	EBITDA/营业收入	56.0%	57.2%	61.9%	61.6%	63.4%
						EBIT/营业收入	54.0%	55.3%	59.9%	59.6%	61.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	71	81	90	89	87
货币资金	660.9	763.0	1,295.1	1,815.7	2,509.3	流动营业资本周转天数	232	246	231	217	224
交易性金融资产	8.9	6.4	9.0	9.0	9.0	流动资产周转天数	480	499	512	536	584
应收账款	289.0	461.5	381.4	478.9	586.6	应收账款周转天数	87	112	108	89	90
应收票据	60.7	25.3	7.6	14.2	23.2	存货周转天数	22	26	23	15	15
预付帐款	168.9	82.8	148.4	235.9	343.1	总资产周转天数	707	764	767	744	767
存货	57.0	110.9	61.4	82.0	100.4	投资资本周转天数	421	458	426	381	374
其他流动资产	250.4	276.0	293.3	321.5	352.7	投资回报率					
可供出售金融资产	72.4	117.5	80.0	90.0	100.0	ROE	22.7%	22.1%	24.5%	24.6%	24.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	21.7%	21.1%	23.6%	23.8%	23.8%
长期股权投资	184.0	217.9	217.9	216.0	217.2	ROIC	46.6%	41.4%	44.6%	54.5%	56.3%
投资性房地产	17.4	23.1	-	-	-	费用率					
固定资产	215.8	305.2	386.7	470.6	553.8	销售费用率	3.5%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%
在建工程	116.1	54.1	45.6	42.3	56.9	管理费用率	11.1%	11.2%	12.0%	11.0%	10.0%
无形资产	31.0	76.2	85.1	98.1	114.9	财务费用率	-1.1%	-1.1%	-2.4%	-2.9%	-3.3%
其他非流动资产	7.3	83.9	148.2	122.8	74.4	三费/营业收入	13.4%	12.8%	12.4%	10.8%	9.4%
资产总额	2,216.7	2,712.1	3,159.7	3,997.1	5,041.6	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	4.7%	4.5%	3.3%	3.1%	2.8%
应付帐款	31.3	40.3	33.1	44.2	54.1	负债权益比	5.0%	4.8%	3.4%	3.2%	2.9%
应付票据	-	2.4	-	1.0	1.6	流动比率	16.22	16.67	25.40	29.92	35.81
其他流动负债	47.1	52.6	45.2	45.5	45.7	速动比率	15.60	15.60	24.69	29.09	34.90
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-47.57	-50.65	-25.09	-20.73	-18.80
其他非流动负债	13.0	19.6	18.7	24.4	30.3	分红指标					
负债总额	105.2	123.1	105.1	123.3	139.9	DPS(元)	0.17	0.21	0.25	0.32	0.40
少数股东权益	71.4	23.3	16.7	8.1	-2.6	分红比率	15.8%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	380.7	456.8	456.8	456.8	456.8	股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%
留存收益	1,659.6	2,114.6	2,581.0	3,408.9	4,447.4						
股东权益	2,111.5	2,589.0	3,054.5	3,873.8	4,901.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	480.0	572.0	754.2	962.2	1,210.1	EPS(元)	1.05	1.26	1.65	2.11	2.65
加:折旧和摊销	20.9	22.5	27.1	35.1	43.8	BVPS(元)	4.47	5.62	6.65	8.46	10.74
资产减值准备	0.8	4.4	-	-	-	PE(X)	39.3	32.7	25.1	19.7	15.6
公允价值变动损失	-0.1	0.2	2.6	-	-	PB(X)	9.3	7.4	6.2	4.9	3.9
财务费用	-1.2	0.1	-32.9	-49.8	-69.2	P/FCF	140.5	57.8	27.1	30.8	23.1
投资损失	-26.4	-38.7	-10.0	-20.0	-40.0	P/S	18.8	16.3	13.7	10.9	8.9
少数股东损益	-1.0	-5.4	-7.0	-9.0	-11.3	EV/EBITDA	25.5	33.3	20.5	16.0	12.2
营运资金的变动	-46.5	-320.2	-1.8	-190.7	-221.8	CAGR(%)	25.7%	28.0%	26.3%	25.7%	25.6%
经营活动产生现金流量	398.6	347.4	732.1	727.9	911.6	PEG	1.5	1.2	1.0	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-248.4	-150.1	-80.1	-125.0	-115.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-62.6	-94.9	-117.7	-84.6	-102.3	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴永强声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

