

京新药业 (002020)

强烈推荐

行业：化学原料药

高成长典范，基药招标及整合并购值得期待

公司是国内喹诺酮类原料药的领头企业，成功转型制剂业务使业绩进入快速增长轨道：主力制剂品种仍处于快速成长期，高增长具有持续性；基药系列产品受益招标落实，为业绩带来弹性；未来制剂产品线将逐渐丰富，我们认为公司具有较大的投资价值。

投资要点：

- ✧ **主力制剂品种仍处于快速成长期，奠定公司业绩高增长的基石：**①瑞舒伐他汀快速增长，品种属性远优于其它他汀类药物，驱动市场份额显著提升，过去三年复合增速超过200%，未来3年有望保持60%以上的高增长。②康复新液治疗效果显著，适应症广泛，多科室推广天花板高，过去三年复合增速77%，未来三年预计保持50%左右的增速。
- ✧ **基药产品线受益新一轮招标，助推高成长：**①地衣芽孢杆菌进入基药目录，已实现快速增长，由于销售基数较低，2015年有望实现销售额翻番。②辛伐他汀增长有望提振，预计未来保持30%增速。
- ✧ **多治疗领域发力，制剂产品梯队不断丰富：**公司聚焦心血管用药等多个用药领域，布局符合疾病谱发展趋势，为成品药业务注入新的活力。
- ✧ **原料药业务企稳，外延整合及持续并购推动公司加速发展：**原有喹诺酮类原料下行风险不大，并购基金和自有并购部门打开外延式发展路径。
- ✧ **首次覆盖，给予强烈推荐评级：**在不考虑益和堂并表及外延并购的情况下，我们预测2014-2016年EPS分别为0.37、0.63、0.90元，对应当前股价PE为53、32、22倍。考虑到公司已经成功转型制剂企业，市值小，成长性高，预计未来三年归属母公司净利润年均复合增长率可达50%以上，给予2015年45倍PE，目标价28.26元。首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- ✧ **风险提示：**招标推进不及预期；新品获批不及预期；原料药价格下跌。

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 974 | 1202 | 1569 | 2078 |
| 收入同比(%) | 14% | 23% | 31% | 32% |
| 归属母公司净利润 | 64 | 107 | 180 | 258 |
| 净利润同比(%) | 103% | 67% | 68% | 44% |
| 毛利率(%) | 41.0% | 49.1% | 53.9% | 57.2% |
| ROE(%) | 7.9% | 11.5% | 16.8% | 20.5% |
| 每股收益(元) | 0.25 | 0.37 | 0.63 | 0.90 |
| P/E | 77.78 | 52.91 | 31.56 | 21.95 |
| P/B | 6.94 | 6.08 | 5.30 | 4.51 |
| EV/EBITDA | 48 | 31 | 20 | 15 |

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：梅梅

S0960115030011

0755-82026810

meimei@china-invs.cn

6-12个月目标价：28.26

当前股价：19.80

评级调整：首次

基本资料

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 286 |
| 流通股本(百万股) | 204 |
| 总市值(亿元) | 57 |
| 流通市值(亿元) | 40 |
| 成交量(百万股) | 3.37 |
| 成交额(百万元) | 66.09 |

股价表现



相关报告

目录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 一、制剂转型大局已定，业绩高增长具有持续性 | 4 |
| 1. 公司概况及转型路径 | 4 |
| 2. 股权结构——吕钢先生为公司实际控制人 | 4 |
| 3. 成品药已成气候，聚焦主力制剂品种，关注基药产品线 | 5 |
| 二、主力制剂品种仍处于快速成长期，奠定公司业绩高增长的基石 | 6 |
| 1. 瑞舒伐他汀——替代弱效他汀，挤压老品种强效他汀的市场 | 7 |
| 2. 康复新液——适应症广泛，多科室推广市场潜力巨大 | 11 |
| 三、基药产品线受益新一轮招标，助推高成长 | 13 |
| 1. 地衣芽孢杆菌——新进基药目录，受益招标，高增长有望持续 | 14 |
| 2. 辛伐他汀——竞争有所缓解，原料制剂一体化更具成本优势 | 16 |
| 四、多治疗领域发力，制剂产品梯队不断丰富 | 17 |
| 1. 聚焦心血管用药，同时布局消化系统、抗感染、精神等多个用药领域 | 17 |
| 2. 匹伐他汀——针对特殊调血脂人群，2015年有望贡献利润 | 18 |
| 3. 左乙拉西坦——进口替代空间大，又一潜力品种 | 18 |
| 4. 在研品种不乏亮点，即将迎来新品上市潮 | 19 |
| 五、原料药业务企稳，不再拖累业绩 | 20 |
| 六、外延整合及持续并购推动公司加速发展 | 20 |
| 1. 益和堂极具发展潜力 | 20 |
| 2. 外延并购渐入佳境 | 21 |
| 七、盈利预测 | 22 |
| 八、投资建议：首次覆盖，给予强烈推荐评级 | 23 |
| 九、风险提示 | 23 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1 公司股权结构及子公司情况 | 5 |
| 图 2 成品药收入占比近年扩大趋势明显 | 5 |
| 图 3 成品药业务贡献主要毛利润 | 5 |
| 图 4 瑞舒伐他汀及康复新液销售情况（百万元） | 7 |
| 图 5 2009-2013 年样本医院调血脂药市场容量 | 8 |
| 图 6 2013 年样本医院调脂药市场格局 | 8 |
| 图 7 瑞舒伐他汀替代弱效他汀类调脂药，市场份额不断提升 | 9 |
| 图 8 强效他汀药物在美国市场的零售处方总额（百万美元） | 9 |
| 图 9 2009-2013 年样本医院瑞舒伐他汀市场容量及格局（百万元） | 10 |
| 图 10 2009-2013 年样本医院康复新液市场规模与格局（百万元） | 12 |
| 图 11 康复新液各省基药增补覆盖情况 | 12 |
| 图 12 2013 年样本医院各用药领域中成药市场规模 | 13 |
| 图 13 2009-2013 年样本医院止泻药市场容量 | 14 |
| 图 14 2013 年样本医院止泻药市场格局 | 14 |
| 图 15 2009-2013 年样本医院匹伐他汀市场容量及格局（万元） | 18 |
| 图 16 2009-2013 年样本医院左乙拉西坦市场容量及格局（千万元） | 19 |
| 图 17 2008 年以来左氧氟沙星和环丙沙星价格波动 | 20 |
| 图 18 并购基金股权结构 | 21 |

表目录

| | |
|--|----|
| 表 1 公司制剂转型路径 | 4 |
| 表 2 公司已上市产品和有望上市产品概况 | 6 |
| 表 3 两个主力品种概况 | 7 |
| 表 4 2013 ACC/AHA 新指南治疗意见明确瑞舒伐他汀为强效他汀药物 | 9 |
| 表 5 国内瑞舒伐他汀制剂的比较 | 10 |
| 表 6 康复新液主要组分及功效 | 11 |
| 表 7 康复新液的适应症及主要应用科室 | 11 |
| 表 8 基药产品线的主要品种概况 | 13 |
| 表 9 抗生素和微生态制剂的对比 | 14 |
| 表 10 2014 年基药招标进展及地衣芽孢杆菌中标省份 | 15 |
| 表 11 国内临床主要使用的益生菌制剂概况 | 16 |
| 表 12 2012 年版和 2009 年版基药目录剂型和规格对比 | 17 |
| 表 13 公司重点在研产品概况* | 19 |
| 表 14 公司外延并购项目 | 21 |
| 表 15 公司主要产品收入预测（单位：百万元） | 22 |
| 表 16 可比公司估值比较 | 23 |

一、制剂转型大局已定，业绩高增长具有持续性

1. 公司概况及转型路径

京新药业是一家总部位于浙江新昌的原料药生产企业，前身为浙江京新制药厂。公司自成立至上市之初，一直以经营喹诺酮类抗感染药物原料药为主要业务，目前是国内最大的喹诺酮类药物生产企业。受原料药市场竞争加剧、环保压力加大等影响，公司原料药业务遭遇发展瓶颈，积极谋求转型。

自 2006 年起，公司逐渐进入制剂转型的快车道，先后通过资本手段收购两大制剂品种，康复新液和地衣芽孢杆菌活菌胶囊（京常乐），同时成功研发重磅新药瑞舒伐他汀钙片（京诺），另外随着在研药物的逐渐获批和项目推进，公司已经形成了较为丰富的制剂产品梯队。2013 年制剂收入首次超过原料药，成功转型制剂生产企业，根据公司“做大成品药，培育大品种”的方针，未来其成品药销售比重甚至将占到 90%以上。

表 1 公司制剂转型路径

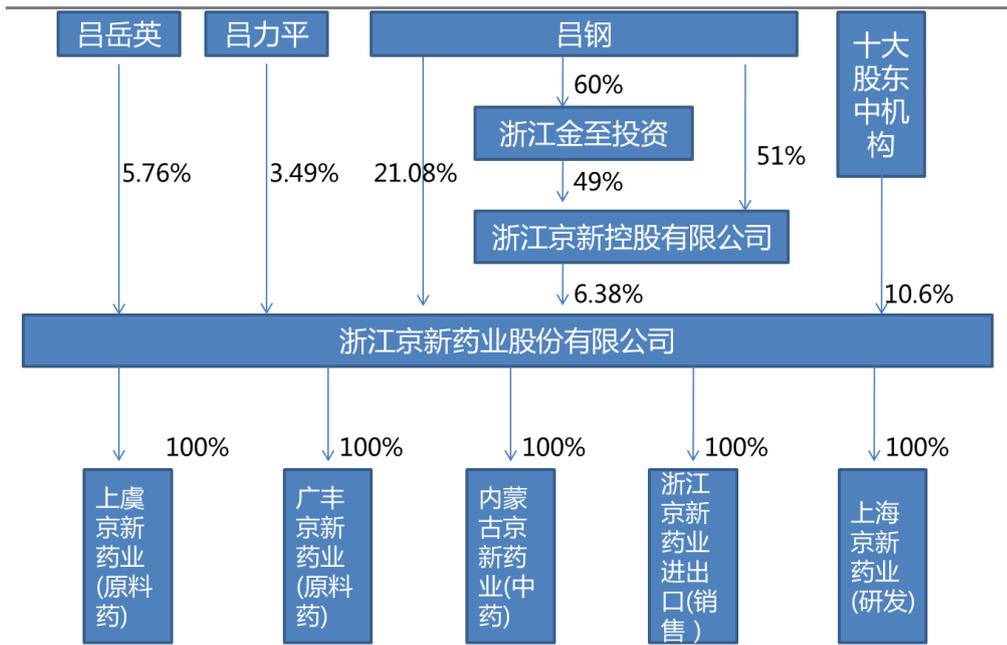
| 时 间 | 事 件 |
|---------|--|
| 1999.02 | 浙江新昌京新制药有限公司成立，同时新昌县康乐化工公司、浙江京新制药厂、新昌胶丸厂注销。 |
| 2001.10 | 整体变更为浙江京新药业股份有限公司，以经营喹诺酮类抗感染药物原料药为主要业务。 |
| 2004.03 | 上海京新生物医药有限公司成立，致力于创新药物和重点项目的研究 |
| 2004.07 | 在深圳交易所成功上市，发行价每股 10.05 元。 |
| 2005.07 | 因新昌江污染问题，原料药厂区被迫停产，影响当年业绩。 |
| 2006.10 | 通过德国 GMP 认证检查，成为国内第五家制剂产品通过欧盟认证的企业。 |
| 2007.11 | 收购内蒙古德默富方泰药业 100% 股权，将康复新液打造成公司的主导产品。 |
| 2008.11 | 制剂产品辛伐他汀片顺利出口英国，开创公司化学制剂产品出口英国的先河。 |
| 2009. | 公司新药瑞舒伐他汀钙片研发成功上市。 |
| 2009.04 | 公司产品氯吡格雷片拿到德国 GMP 证书，并与德国某公司签订首个 5 年期委托加工合同。 |
| 2010.10 | 引进德国 Evotec 公司研制的失眠治疗药物 EVT201，取得了该产品在国内的独家专利许可。 |
| 2010.11 | 被评为浙江省转型升级引领示范单位。 |
| 2011.12 | 收购北京顺达四海生物药业有限公司的目标资产——地衣芽孢杆菌活菌胶囊（京常乐）。 |
| 2013.10 | 斥资 1.2 亿元收购广东益和堂制药有限公司，进军中药领域。 |

资料来源：公司网站、公司公告、中国中投证券研究总部

2. 股权结构——吕钢先生为公司实际控制人

公司董事长吕钢先生 2005 年 7 月收购了俞更生家族控制的浙江利丰投资有限公司持有的股权后，成为第一大股东。目前吕钢先生直接持有公司 21.08% 的股份，同时还通过浙江京新控股有限公司持有公司 5% 的股权，是公司的单独实际控制人。

图 1 公司股权结构及子公司情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

3. 成品药已成气候，聚焦主力制剂品种，关注基药产品线

■ 转型制剂使业绩进入快增轨道，成品药业务贡献主要毛利润

2008年，受金融危机影响，公司原料药收入大幅下滑，虽然公司身处原料药行业，但转型意愿一直强烈，积极布局制剂领域，转型带来收入和利润增速加快，2013年公司收入和净利润增速分别为14%和103%。

2013年公司成品药收入规模首次超过原料药，占比达到49%，对毛利的贡献为71%。公司整体毛利率一直维持在20%以上，2012年以来毛利率持续提升，到2014年上半年已经达到45%，毛利率大幅上升的主要原因为公司高毛利成品药业务收入结构占比逐年提高。

图 2 成品药收入占比近年扩大趋势明显

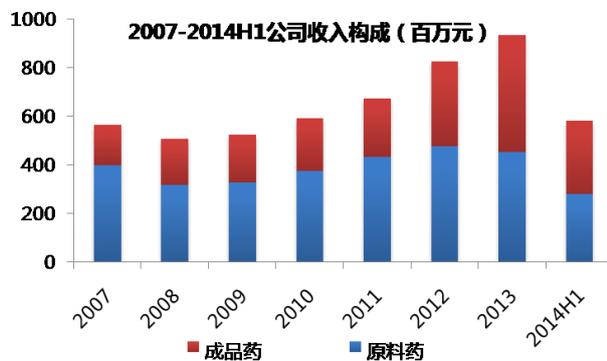
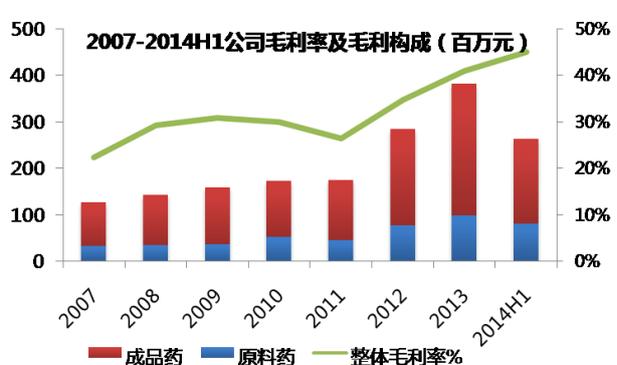


图 3 成品药业务贡献主要毛利润



资料来源：WIND、公司公告、中国中投证券研究总部

■ 主力制剂品种高速增长，基药产品线受益新一轮招标推进

公司制剂转型成功，成品药业务的高增长我们认为依然具备持续性，两大主力制剂品种瑞舒伐他汀和康复新液 2013 年销售过亿，且依然处于快速成长期，公司业绩高速增长有保障。

基药产品线包括地衣芽孢杆菌、辛伐他汀及环丙沙星等，将大幅受益于基药推进，为业绩带来弹性。由于公司在研品种较为丰富，后续仍将有匹伐他汀、左乙拉西坦等新品上市，有望为成品药业务带来新一轮的爆发。

表 2 公司已上市产品和有望上市产品概况

| | 已经上市产品 | 备注 | 新批产品 | 备注 | 有望上市产品 | 预计获批时间 |
|--------|--------|------------|-------|-------------|--------|---------|
| 心血管用药 | 瑞舒伐他汀 | 2013 年销售过亿 | 匹伐他汀 | 分散片 独家剂型 | 阿托伐他汀 | 14-15 年 |
| | 辛伐他汀 | 国家 2012 基药 | | | 氯吡格雷 | 15 年后 |
| 消化系统用药 | 康复新液 | 2013 年销售过亿 | | | | |
| | 地衣芽孢杆菌 | 国家 2012 基药 | | | | |
| 精神用药 | 舍曲林 | | 左乙拉西坦 | 4 家厂商 | | |
| 抗感染用药 | 环丙沙星 | 国家 2012 基药 | | | 莫西沙星 | 15 年后 |
| | | | | | 头孢替安 | 15 年 |
| 老年痴呆用药 | | | | | 卡巴拉汀 | 15 年 |

资料来源：公司公告、药源网、药智网、中国中投证券研究总部

注：红色为公司销售过亿的主力品种，蓝色为部分公司进入新版基药目录的主要品种

二、主力制剂品种仍处于快速成长期，奠定公司业绩高增长的基石

瑞舒伐他汀是公司 2009 年上市的重磅他汀类调脂药，上市后一直保持快速增长势头，目前已成为公司第一大制剂产品。康复新液是公司 2007 年收购的一种以美洲大蠊（蟑螂）干燥虫体为原料而提取的中药制剂，能够提高免疫力、改善微循环。这两个药 2013 年销售收入分别约 1.2 亿和 1 亿，占公司成品药收入 46%：

瑞舒伐他汀：是 2013 ACC/AHA 新指南*推荐大部分他汀获益人群使用的两个强效他汀类药物之一，由于该品种兼顾了药物的疗效与安全性，是心血管治疗领域的一线用药。公司瑞舒伐他汀过去三年是 CAGR 超过 200%，未来 2-3 年竞争格局良好，有望保持 60%以上增长。

康复新液：是创面修复用中药制剂，能够内服和外用，适应症广泛，市场需求较好。公司康复新液过去三年 CAGR 77%，在今年新一轮招标中，新进了 5 个省份的基药增补目录，预计未来 2-3 年延续 50%左右的高增长。

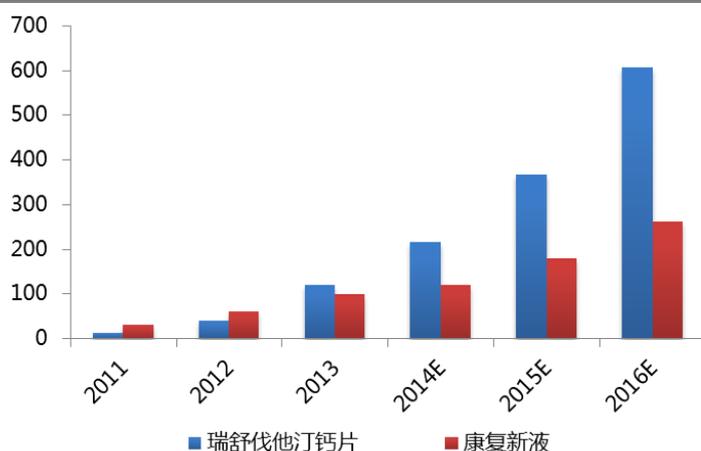
*注：“2013ACC/AHA 新指南”是指 2013《降胆固醇治疗降低成人动脉粥样硬化性心血管（ASCVD）风险指南》

表 3 两个主力品种概况

| | 瑞舒伐他汀钙片 (商品名：京诺) | 康复新液 |
|--------------------|-------------------------|------------------------|
| 剂型 | 薄膜衣片 | 口服液 |
| 上市时间 | 2009 年 | 2007 年 |
| 医保及基药 | 医保乙类、广东基药增补 | 医保乙类、9 省基药增补 |
| 适应症 | 原发性、家族型高胆固醇血症和混合型脂质异常血症 | 胃、十二指肠溃疡，以及外伤、烧伤、烫伤等创面 |
| 销售模式 | 自主（华东地区） 代理（其它地区） | 自主（华东地区） 代理（其它地区） |
| 生产厂家 | 5 家 | 4 家 |
| 优势 | 海外认证、新版 GMP | 30ml 独家规格 |
| 2013 年销售额 | 约 1.2 亿 | 约 1 亿 |
| 占成品药业务比例 | 25% | 21% |
| 3 年 CAGR | 204% | 77% |
| 2013 年样本医院 市场份额 | 7.37% | 15.85% |
| 预计 2015 年增速 | 70% | 50% |

资料来源：南方所、药智网、中国中投证券研究总部

图 4 瑞舒伐他汀及康复新液销售情况（百万元）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

1. 瑞舒伐他汀——替代弱效他汀，挤压老品种强效他汀的市场

瑞舒伐他汀是阿斯利康公司原研的强效他汀类调脂药，2003 年获美国 FDA 的上市批准，商品名“CRESTOR”，由于其降脂效果好且副作用小，迅速成为全球最畅销的调脂药之一，2013 年全球销量达到 60 亿美元*，我国 CFDA 于 2007 年批准其上市，商品名“可定”。

*资料来源：Bloomberg

公司的瑞舒伐他汀钙片 2009 年上市销售，市场需求量迅猛增长，2013 年销售额突破亿元大关，成为公司首个销售额超亿元的产品。我们坚信该品种未来依然会保持高速增长的主要动力有：

■ **调血脂大市场，他汀类雄踞调脂药市场**

心血管类疾病是国内第一大疾病种，根据南方所统计，心血管系统药物 2013 年在医院终端化学药市场中的份额位居第三。

由于高胆固醇血症是引起心血管疾病最重要的因素之一，因此治疗心血管疾病最普遍使用的是调脂药物，从南方所样本医院数据来看，调脂药市场容量 2013 年 18.8 亿元，2009-2013 的 CAGR 高达 27%，未来增长前景看好。如果按照 5 倍放大保守推算，调脂药终端实际规模至少 100 亿。

他汀类药物在国外大型临床试验的推动下，已应用于心血管疾病的一级预防，并成为高血压、糖尿病、肥胖症和有心脏病史的高危群体的辅助治疗药物，占据国内调脂药八成以上市场份额。

图 5 2009-2013 年样本医院调血脂药市场容量

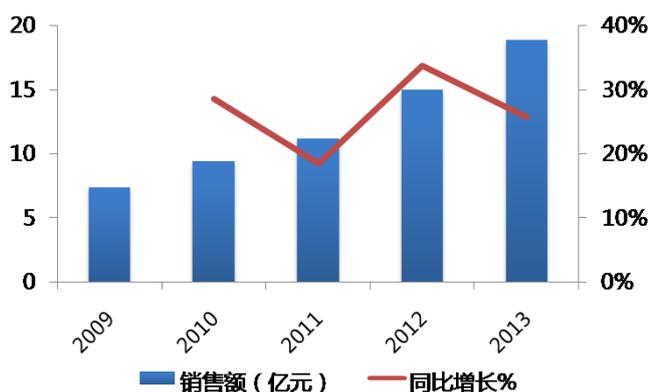
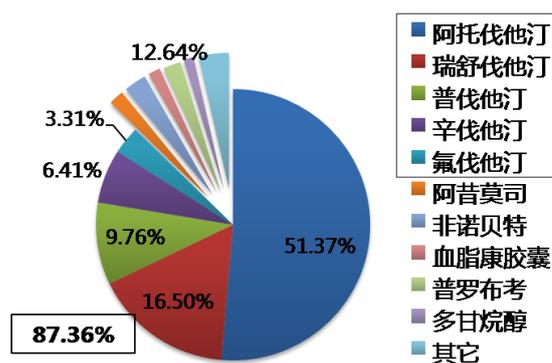


图 6 2013 年样本医院调脂药市场格局



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

■ **替代弱效他汀，挤压老品种强效他汀的市场**

尽管他汀类药物具有相同的作用机制，但其降脂强度不同，在 2013 ACC/AHA 新指南推荐大部分他汀获益人群的高中低强度三种不同治疗方案中，明确了两个强效他汀药物，即瑞舒伐他汀和阿托伐他汀。由于增强降脂的疗效需要上调剂量，药物不良反应也可能会相应增加，因此临床更偏向使用可以获得更多心血管益处的强效他汀，即在注重降脂作用的同时，兼顾用药安全性。考虑瑞舒伐他汀这样的强效他汀比弱效他汀有明显临床优势，未来市场份额持续扩大是大趋势。

老牌强效他汀药物阿托伐他汀（立普妥）在 2011 年专利到期后，大量仿制药开始进入美国市场，销量急速下降，然而不考虑专利过期的影响，在 2011 年之前立普妥就已经呈现下降趋势，反观另一强效他汀药物瑞舒伐他汀（可定）的销售则稳步增长。国内市场瑞舒伐他汀销售规模相较阿托伐他汀仍然偏小，未来在两个强效他汀药物的同类型竞争中，瑞舒伐他汀必然继续挤压阿托伐他汀的市场。

表 4 2013 ACC/AHA 新指南治疗意见明确瑞舒伐他汀为强效他汀药物

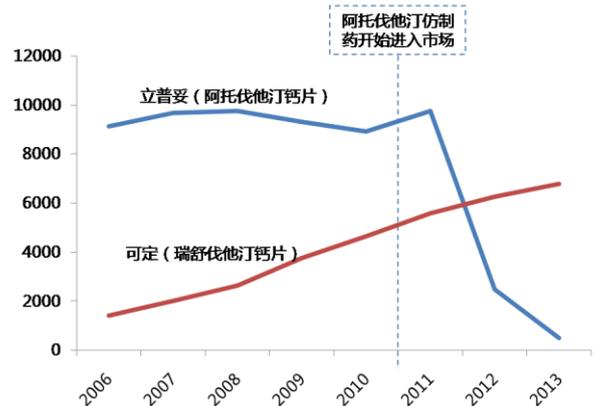
| 高强度他汀治疗 | 中等强度他汀治疗 | 低强度他汀治疗 |
|--------------------------------|--|--|
| LDL-C 降幅≥50%的日剂量 | LDL-C 降低 30-50%的日剂量 | LDL-C 降幅≤30%的日剂量 |
| 阿托伐他汀 40-80mg 瑞舒伐他汀 20-40mg | 阿托伐他汀 10-20mg 瑞舒伐他汀 5-10mg 辛伐他汀 20-40mg 普伐他汀 40-80mg 洛伐他汀 40mg 氟伐他汀 XL80mg 氟伐他汀 40mg bid 匹伐他汀 2-4mg | 辛伐他汀 10mg 普伐他汀 10-20mg 洛伐他汀 20mg 氟伐他汀 20-40mg 匹伐他汀 1mg |

资料来源：2013ACC/AHA《降胆固醇治疗降低成人动脉粥样硬化性心血管疾病(ASCVD)风险指南》、中国中投证券研究总部

图 7 瑞舒伐他汀替代弱效他汀类调脂药，市场份额不断提升



图 8 强效他汀药物在美国市场的零售处方总额 (百万美元)



资料来源：南方所、Bloomberg、中国中投证券研究总部

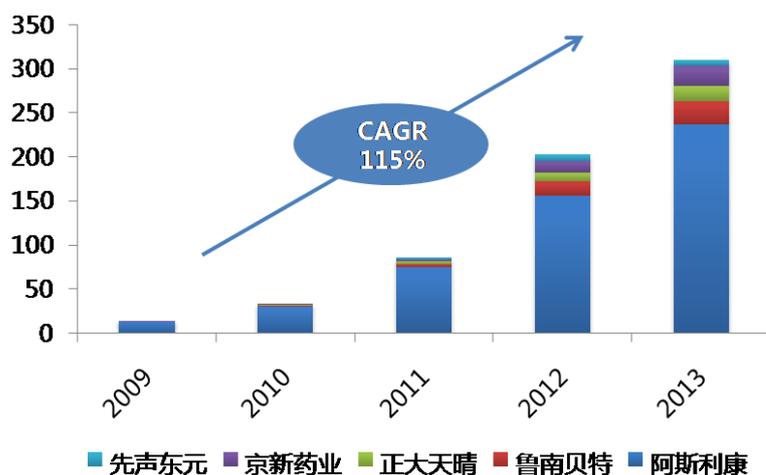
■ **瑞舒伐他汀处于成长期，国内竞争相对温和**

瑞舒伐他汀的原研药 2003 年在美国上市，2007 年才引入中国，市场经过两三年的前期培育开始迅速扩容，和引入国内多年的原研药品种相比，瑞舒伐他汀市场成长性好，依然处于高速成长期。2013 年样本医院销售达到 3.1 亿，如果按照 5 倍放大保守推算，实际终端规模至少 15 亿，过去 5 年的 CAGR 高达 115%，增长远超其它他汀品种。

国内仿制药基本采取的是跟随原研的策略，在原研药上市一到两年后才陆续上市，目前除阿斯利康外，与公司瑞舒伐他汀竞争的国内药企只有 3 家，竞争格局相对温和。公司 2013 年样本医院市场份额 7.37%，排在第三。随着 2014 年下半年新一轮非基药招标工作的展开，新获批的竞争对手将会错过本轮招标，可以判断近几年国内竞争格局将不会有较大变化。

通过对比发现国内瑞舒伐他汀在剂型、价格、上市时间等方面并无明显差异，但同时拥有原料和制剂批文的国内企业只有京新和鲁南贝特，原料药自给可以避免采购方面的风险，同时降低成本。另外，公司瑞舒伐他汀生产线具有海外认证，具有招标优势，更有利于在招标中保持良好价格体系。公司的核心市场在华东地区，占瑞舒伐他汀收入约一半，自主销售队伍主覆盖浙江地区，其他地区通过代理商销售，随着医保招标陆续启动，瑞舒伐他汀有望借助招标进入更多地区，迅速提升市场份额。

图 9 2009-2013 年样本医院瑞舒伐他汀市场容量及格局（百万元）



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

表 5 国内瑞舒伐他汀制剂的比较

| 商品名 | 可定 | 京诺 | 瑞旨 | 舒夫坦 | 托妥 |
|----------------|------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| 厂家 | 阿斯利康制药有限公司 | 浙江京新药业股份有限公司 | 鲁南贝特制药有限公司 | 南京先声东元制药有限公司 | 南京正大天晴制药有限公司 |
| 上市时间 | 2007 年 | 2009 年 | 2008 年 | 2011 年 | 2008 年 |
| 剂型 | 薄膜衣片 | 薄膜衣片 | 薄膜衣片 | 薄膜衣片 | 薄膜衣片 |
| 规格 (mg) | 5/10/20 | 5/10 | 5/10/20 | 5/10 | 5/10 |
| 中标价格* (元) | 5mg:4.73 | 5mg:3.21 | 5mg:3.53 | 5mg:2.90 | 5mg:3.87 |
| | 10mg:7.22 | 10mg:5.58 | 10mg:7.16 | 10mg:4.38 | 10mg:5.98 |
| | 20mg:13.24 | | 20mg:11.9 | | |
| 原料药 | 自给 | 自给 | 自给 | 外购 | 外购 |
| 海外认证 | 原研 | 有 | 无 | 无 | 无 |
| 2013 年样本医院市场份额 | 76.33% | 7.37% | 8.45% | 2.21% | 5.64% |

*各省已公布中标价格的平均值

资料来源：南方所、药智网、中国中投证券研究总部

2. 康复新液——适应症广泛，多科室推广市场潜力巨大

康复新液为全资子公司内蒙京新生产的特色中药，具有提高免疫力、加快伤口愈合等作用，适应症广泛，临床效果明显。2010 年上市后迅速放量，2013 年销售过亿，是公司两个过亿主力品种之一。我们认为康复新液具备成为大品种的潜力，主要原因有：

■ 适应症广泛，定位多科室推广

康复新液是一种创面修复药物，该品种是以美洲大蠊（蟑螂）的干燥虫体为原料提取所得的复合物，主要含有多元醇类和肽类、粘糖氨酸两类物质。多元醇类和肽类中的 EFG（表皮生长因子）具有改善创面微循环，加速机体病损组织修复的功效，从而促进血管新生，消除炎症；同时另一类有效成分粘糖氨酸具有增强免疫力的作用。

相较于成分单一化药，复合有效成分的产品适应症更加广泛，康复新液可广泛应用于胃及十二指肠溃疡、食管炎、口腔溃疡、慢性体表溃疡、烧烫伤、宫颈糜烂、肿瘤术后恢复等疾病，科室覆盖面非常广，包括消化科、妇科、烧伤科、内分泌科等众多科室。未来依托宽科室覆盖面，康复新液有望成长为临床大品种。

表 6 康复新液主要组分及功效

| 活性成分 | 功能 |
|----------------|------------------|
| 多元醇类、肽类（含 EGF） | 促进表皮细胞和肉芽组织生长 |
| | 促进局部微循环 |
| | 加速病损组织修复 |
| 粘糖氨酸 | 提高免疫功能 |
| | 激活巨噬细胞和 NK 细胞活性 |
| | 抗炎、消除炎症水肿 |
| | 减少胃溃疡及应激性溃疡的发生点数 |

资料来源：产品网站、中国中投证券研究总部

表 7 康复新液的适应症及主要应用科室

| 外用 | 科室 | 内服 | 科室 |
|--------------------------------------|-------------|----------------|-----|
| 各种慢性溃疡、烧伤、烫伤等外伤创面 瘰管、皮炎、冻疮等 | 烧伤科 皮肤科 | 胃溃疡、胃出血、十二指肠溃疡 | 消化科 |
| 盆腔炎、尖锐湿疣术后创面等 直肠癌术前术后保留灌肠，减轻化疗副作用 | 妇科 肿瘤科 | 肿瘤病人放化疗后的辅助治疗 | 肿瘤科 |
| 口腔黏膜溃烂、溃疡等 糖尿病所致难治性溃疡、糖尿病足等 | 口腔科 内分泌科 | 肺结核的辅助治疗的 | 结核科 |

资料来源：中国中投证券研究总部

■ **市场竞争格局良好，独家规格利于基药招标和推广**

在市场竞争方面，除公司外仅有四川好医生、科伦药业和昆明赛诺三家生产，格局良好，公司 2013 年样本医院市场份额 15.85%，排在第三。

截止目前公司已经进入全国 9 个省的基药增补目录。受益于上一轮招标 4 个省的中标，康复新液在上市后经历了快速的增长期。在今年新一轮招标工作中，由于区分剂型和规格，公司 30ml 的独家规格（其它为 100ml）在招标之中非常有利，有效规避了市场竞争，同时，小规格也比较适合做基药推广，相信未来随着各省招标工作的推进，该产品有望继续呈现放量增长。

图 10 2009-2013 年样本医院康复新液市场规模与格局（百万元）

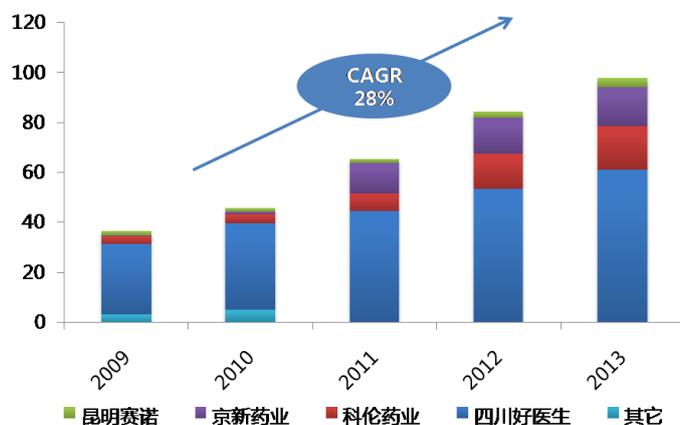


图 11 康复新液各省基药增补覆盖情况

| 上一轮招标 | 2014 年新一轮招标 | 覆盖省份 |
|----------------------|----------------------------|-------|
| 上海 云南 四川 湖南 | 北京 重庆 山西 湖北 吉林 | 共 9 个 |

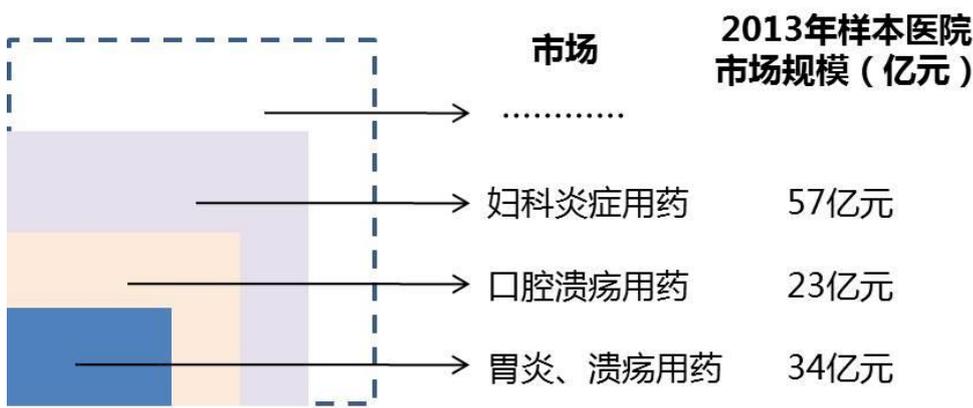
资料来源：南方所、药智网、药源网、中国中投证券研究总部

■ **多领域的应用将不断提升，市场潜力巨大**

公司定位消化科、肛肠科、口腔科，集中力量进行推广，例如对于消化溃疡，三联法是国际上的经典方法，康复新液定位于“三联疗法之后的巩固治疗”，效果良好，受到医生的广泛认可。

预计康复新液在妇科等科室的应用将不断提升。由于康复新液对西医难治的妇科炎症有较好的治疗效果，公司未来将大力拓展产品在妇产科的运用，考虑到产品良好的市场认可度，我们认为在妇产科推广会顺利进行。未来通过对不同科室的拓展及加强基层医院的推广力度等手段，康复新液在其它领域的关注度和应用频率将逐渐提升，有望打开新的增长空间。

图 12 2013 年样本医院各用药领域中成药市场规模



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

三、基药产品线受益新一轮招标，助推高成长

除主力产品外，公司以优势产品地衣芽孢杆菌、辛伐他汀等品种为核心，形成了基药系列的产品线，大多均获得海外认证，具有招标优势，新老基药品种有望受益于新一轮招标，基药产品线在基层的放量将为公司快速增长提高动力。

基药系列：1) 地衣芽孢杆菌活菌胶囊，一种用于治疗急慢性肠炎、腹泻、肠道菌群失调的微生物制剂，2013 年进入新版基药目录。公司该产品 2013 年上市销售，2014 年预计实现 5000 万元销售额，考虑到国内市场上具有地衣芽孢杆菌活菌胶囊生产资质的公司只有两家，竞争格局良好，我们认为随着新一轮基药招标的推进，地衣芽孢杆菌胶囊有机会进入各省基药市场迅速放量，预计未来 2-3 年有望保持 80%以上增速。

2) 辛伐他汀，是他汀类的降血脂药物，国家新版基药目录品种，公司将该品种定位为轻微病症或预防用药来推广，走低端市场。由于国内生产企业较多，之前几乎没有增长，新版基药目录调整规格和剂型后竞争压力有所缓解，再加上公司拥有新版 GMP 和海外出口认证在新一轮招标中具备优势，有望提振销售，预计未来 2-3 年该品种增速提升，保持 30%左右

表 8 基药产品线的主要品种概况

| | 地衣芽孢杆菌活菌胶囊 (商品名：京常乐) | 辛伐他汀 (商品名：京必舒新) |
|-------------|-------------------------|-----------------------|
| 目录 | 国家 2012 基药 | 国家 2012 基药 |
| 优势 | 新进基药目录，双跨品种 | 新版基药对入选规格和剂型有所调整，海外认证 |
| 2013 年销售额 | 约 3000 万元 | 约 5000 万元 |
| 占成品药业务比例 | 6.3% | 11.1% |
| 预计 2015 年增速 | 100% | 51% |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

1. 地衣芽孢杆菌——新进基药目录，受益招标，有望迅速放量

地衣芽孢杆菌是一种活的微生态制剂，用于治疗急慢性肠炎，腹泻以及胃肠道菌群失调，是公司重点培育的支柱产品之一，2013 年已经进入新版基药目录，随着新一轮基药招标的推进该品种大概率爆发的原因主要有：

■ 胃肠大市场，微生态制剂替代抗生素是趋势

腹泻是胃肠道疾病中的常见症状，发病范围广，人均年发病 0.7 次，是高发病率的现代常见病。2013 年样本医院止泻药、肠道抗炎抗感染销售额 6.7 亿，在不考虑 OTC 终端的情况下，按照 5 倍放大保守推算，仅医院终端就至少达到 30 多亿市场规模，过去 5 年的 CAGR 为 17%。

对比南方所统计的部分城市 OTC 止泻药市场格局，与医院终端不尽相同，但目前占据主导地位的仍以蒙脱石、益生菌、抗生素等为主。由于抗生素的应用可导致肠道菌群的失调和细菌耐药性的增加，微生态制剂益生菌作为抗生素的替代品越来越受到关注。

图 13 2009-2013 年样本医院止泻药市场容量

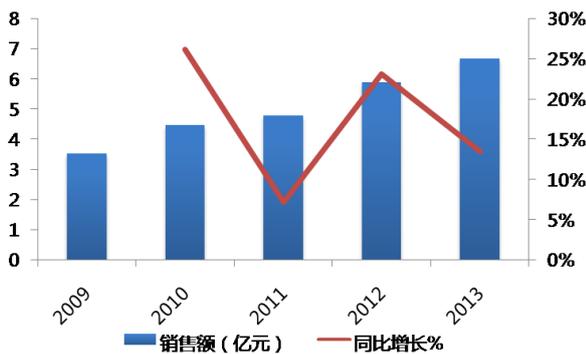
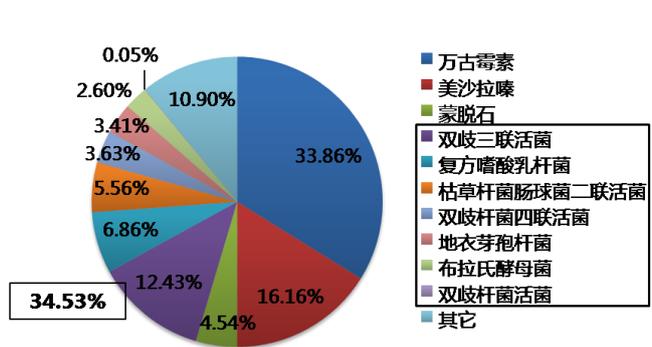


图 14 2013 年样本医院止泻药市场格局



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

表 9 抗生素和微生态制剂的对比

| | 抗生素 | 微生态制剂 |
|----------|----------|----------------|
| 作用目标 | 病原微生物 | 胃肠道菌群 |
| 对胃肠道菌群影响 | 破坏菌群平衡 | 促进有益菌生长，维持良性平衡 |
| 对免疫功能影响 | 抑制正常免疫功能 | 提高免疫力 |
| 耐药性 | 可转移或增强 | 不产生耐药性 |
| 作用效果 | 强烈，重复性好 | 温和、稳定、持久 |

资料来源：中国中投证券研究总部

■ 新进基药目录，受益招标有望迅速放量

公司地衣芽孢杆菌活菌胶囊 2013 年上市开始销售，当时大部分省份招标工作没有展开，当年销售收入约 3000 万元，主要来自 14 个省市的基药增补。

由于该产品已进入 2012 版国家基本药物目录，无需再做各省基药增补工作，只等各地新一轮基药招标落实，即有机会进入各省基药市场。目前地衣芽孢杆菌活菌胶囊已在 11 个省份中标，预计 2014 全年销售收入将达到 5000 万元，同比增 67%，未来政策受益下高速增长有望持续，未来 2-3 年将保持 80%以上增速。

表 10 2014 年基药招标进展及地衣芽孢杆菌中标省份

| 已招标省份 | 中标情况 | 未招标省份 |
|-------------------|------|--|
| 北京 | √ | 浙江、福建、河北、新疆、陕西、天津、河南、云南、广西、海南、四川、江西、山西、贵州、内蒙古、黑龙江、辽宁 |
| 吉林 | √ | |
| 甘肃 | √ | |
| 宁夏 | √ | |
| 上海 | √ | |
| 广东 | √ | |
| 山东 | √ | |
| 重庆 | √ | |
| 青海 | √ | |
| 江苏 | | |
| 湖北 | √ | |
| 湖南 | | |
| 安徽 | √ | |
| 合计中标：11 个省 | | 合计未招标：17 个省 |

资料来源：药智网、药源网、中国中投证券研究总部

■ 常温保存利于基层市场推广，竞争相对温和

公司在生产技术上解决了地衣芽孢杆菌获得活菌数少、生产周期长等问题，提高了产品稳定性。活菌制剂能常温储运，大幅降低了成本，非常符合基层药品使用需求，利于迅速推广放量。

在此基础上，我们认为常温储运整肠生（东北制药）和妈咪爱（北京韩美）是主要竞争对手，其中整肠生主要在 OTC 终端销售，而公司地衣芽孢杆菌活菌胶囊的重点是医院渠道，妈咪爱则不是基药产品，因此竞争相对比较温和，有利于公司抢占广阔的基药市场。考虑未来二三级医院会要求提高基药使用比例，预计地衣芽孢杆菌活菌制剂受益于基药政策红利有望继续保持高速增长，成为 2-3 亿品种将是大概率事件。

表 11 国内临床主要使用的益生菌制剂概况

| | 商品名 | 生产企业 | 成分 | 贮藏条件 |
|------|------|-------|-----------------------------|---------|
| 单菌制剂 | 整肠生 | 东北制药 | 地衣芽孢杆菌 | 常温 |
| | 京常乐 | 京新药业 | 地衣芽孢杆菌 | 常温 |
| | 丽珠肠乐 | 丽珠集团 | 双歧杆菌 | 2-8℃ |
| | 亿活 | 法国百科达 | 布拉氏酵母菌 | 不超过 20℃ |
| 复合菌种 | 妈咪爱 | 北京韩美 | 枯草杆菌、粪链球菌 | 常温 |
| | 培菲康 | 上海信谊 | 双歧杆菌、乳酸杆菌、粪链球菌 | 2-8℃ |
| | 金双歧 | 内蒙古双奇 | 长双歧杆菌、乳酸杆菌、嗜热链球菌 | 2-8℃ |
| | 益君康 | 通化金马 | 中国株嗜酸乳杆菌、日本株嗜酸乳杆菌、粪链球菌、枯草杆菌 | 不超过 20℃ |
| | 思连康 | 龙达新科 | 双歧杆菌、嗜酸乳杆菌、粪肠球菌、蜡样芽孢杆菌 | 2-8℃ |

资料来源：《国内益生菌使用现状》、产品说明书、南方所、中国中投证券研究总部

■ 利用现有销售渠道快速导入，双跨品种提升产品潜力

由于医生对地衣芽孢杆菌类微生态制剂的认可度较高，销售难度并不大。同时公司采取浙江地区自己队伍做销售，其它地区代理销售的模式来推广，可以利用已有的消化系统用药销售渠道，将地衣芽孢杆菌活菌胶囊与康复新液的销售渠道相接轨，用现有营销网络将产品快速导入市场。

地衣芽孢杆菌活菌胶囊作为双跨品种既可以在医院渠道也可以在 OTC 渠道销售，有助于其延长处方药的生命周期，拓展出新的市场，大大提升该品种的销售潜力。

2. 辛伐他汀——竞争有所缓解，原料制剂一体化更具成本优势

■ 新版基药目录规格剂型有所调整，竞争缓解有望提振销售

辛伐他汀是美国默沙东开发上市的他汀类调脂药，商品名为“ZOCOR”，是目前唯一进入基药目录的调脂药，公司将该品种定位为轻微病症或预防用药来推广，走低端市场，然而国内生产企业众多竞争激烈，再加上 2009 版基药招标侧重于价格控制的“唯低价”模式，公司辛伐他汀近几年一直没有明显增长。

然而，对比 2009 版基药目录，本次 2012 新版目录对入选品种的剂型和规格进行了优化，选出最合适的剂型和规格便于临床使用。目前辛伐他汀国内已获批的口服常释剂型包括 5mg 到 80mg 不同规格的片剂、分散片、胶囊等几百个品种，经过调整后只有 10mg 和 20mg 的片剂进入新版基药目录。

本次调整在一定程度上缓解了公司辛伐他汀在基药市场的竞争压力，例如调整前浙

江省基层以使用辛伐他汀分散片为主，但此次的基药目录中没有分散片剂型，公司在新一轮基药招标中有望替代被剔除出基药品种的市场，提振辛伐他汀的销售增速至 30% 左右。

表 12 2012 年版和 2009 年版基药目录剂型和规格对比

| | 2012 年版 | 2009 年版 | 变化 |
|-------------|------------------|--|-----------|
| 辛伐他汀 | 片剂：10mg、 20mg | 口服常释剂型 (包括 5mg 到 80mg 不同规格的 片剂、分散片、胶囊等几百个品种) | 明确具体剂型和规格 |

资料来源：《国家基本药物目录》2009 版、2012 版、中国中投证券研究总部

■ **原料制剂一体化成本优势明显，优质优价已成为基药招标常态**

公司的辛伐他汀原料药具备 COS（欧洲药典）海外认证，制剂产品辛伐他汀片出口英国，目前已经在心血管治疗领域形成了原料药与制剂一体化的经营模式，具备明显的质量和成本优势。

我们认为新一轮基药招标政策明显对质量较为偏重，优质优价已经成为常态，具有海外出口认证的品种在近期招标的绝大多数省份均有加分。今年 10 月份浙江招标方案中甚至提出“优先采购达到国际水平的仿制药”，已提前布局并成功开拓标准市场的企业，将有望成为新一轮全国招标的赢家，伴随新版基药招标的落实，公司辛伐他汀销量有望得到提升。

四、多治疗领域发力，制剂产品梯队不断丰富

1. 聚焦心血管用药，同时布局消化系统、抗感染、精神等多个用药领域

聚焦心血管用药。从治疗领域来看，公司在研及已有成药品种主要集中在心血管、消化系统、抗感染、精神类用药四大领域，其中心血管是公司重点布局的治疗领域，基本覆盖了几类常用他汀类药物，心血管是国内的第一大疾病种*，公司的布局符合疾病谱发展趋势。

布局多个用药领域。重点拓展消化系统、抗感染及精神类治疗领域。公司本身是做抗感染原料药出身，抗感染领域具备优势，有沙星和头孢类制剂，另外通过并购中药制剂康复新液和微生态制剂地衣芽孢杆菌活菌胶囊形成消化系统产品线，精神类则拥有舍曲林和明年即将上市的左乙拉西坦。

根据公司新产品研发规划，未来可能将进一步涉及肿瘤领域、微生态药物的后续开发以及中药产品的二次开发等方向，为长远发展储备新药。

*资料来源：《2013 年中国卫生统计年鉴》

请务必阅读正文之后的免责条款部分

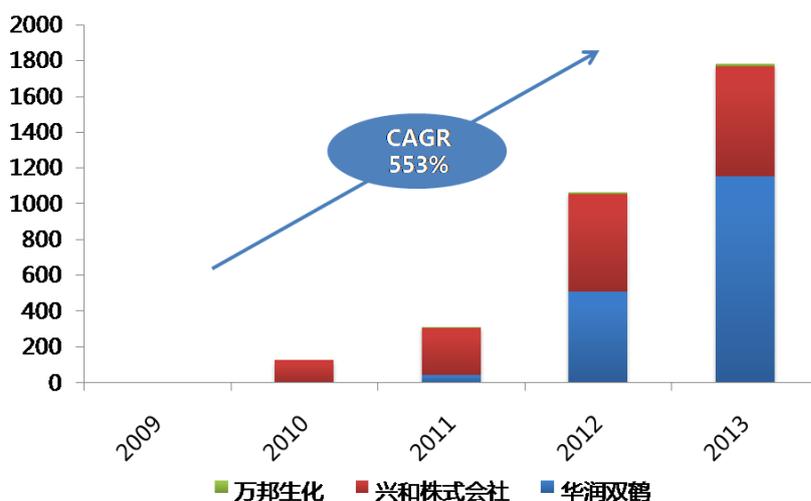
2. 匹伐他汀——针对特殊调血脂人群，2015 年有望贡献利润

市场处于培育期。匹伐他汀是由日本三共株式会社开发，2003 年在日本首次上市，商品名“LIVALO”，目前在全球的销量超过 30 亿美元，2008 年批准进入中国，由于上市时间短市场规模相较其它他汀类药物并不大，2013 年样本医院终端规模 1800 万，按照 5 倍保守估算，实际医院终端可能接近 1 亿。

针对特殊调脂人群。由于现代生活习惯和饮食结构的发展变化，糖尿病伴随心血管疾病的患病率逐渐升高，成为心血管疾病发生发展的重要危险因素之一，因此临床在使用他汀类调脂药治疗心血管疾病的同时，需要注意药物对糖尿病患者血糖的影响。经过研究证明，匹伐他汀对糖尿病患者血糖控制无明显影响，是糖尿病患者降脂治疗的优选药物，未来针对特殊人群用药的市场具有不可忽略的潜力。

竞争格局良好。目前国内只有 3 家企业生产，华润双鹤占据 65% 的市场份额，原研企业兴和株式会社已萎缩至 34% 的份额，万邦生化 2011 年获批，市场份额较小，整体而言市场竞争并不激烈，格局良好。公司 2014 年上市的新品匹伐他汀分散片是独家剂型，有利于在各省招标中价格的维护，由于该产品依然处于投入期，2015 年有望开始贡献利润。

图 15 2009-2013 年样本医院匹伐他汀市场容量及格局（万元）



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

3. 左乙拉西坦——进口替代空间大，又一潜力品种

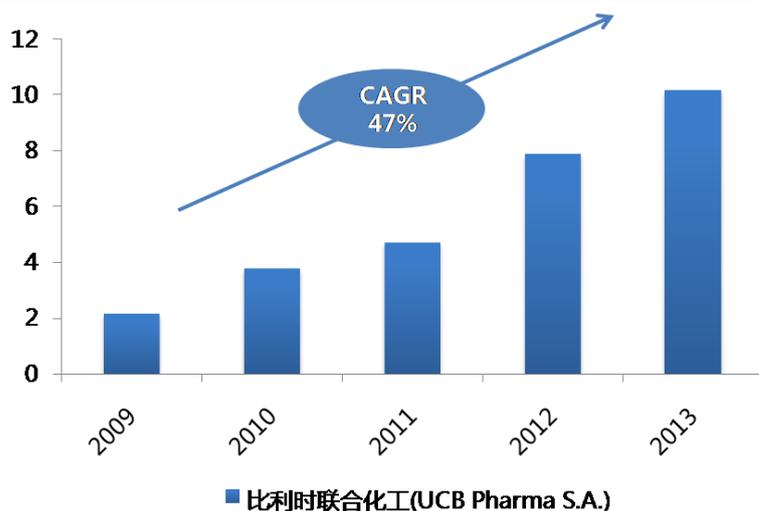
作用机制独特。左乙拉西坦是比利时联合化工（UCB Pharma S.A）开发的抗癫痫药物，商品名“Keppra”，2006 年批准进入中国，作用机制独特。除左乙拉西坦外，其它抗癫痫药物均没有发现有与其相同的作用机制，确切疗效和安全性使其临床应用范围逐渐扩展，从难治性癫痫的辅助治疗到外科手术后癫痫发作的预防都可以使用。

应用前景广阔。由于左乙拉西坦安全性高、耐受性好的特点，新生儿、婴幼儿和老年人亦可耐受。我国 CFDA 批准的适应症为成人及 4 岁以上儿童癫痫患者部分性发作

的添加治疗，但其实在美国和欧洲左乙拉西坦被批准应用的范围更广，未来有望在国内得到更广泛的使用。

进口替代空间大。目前该产品国内市场完全由原研企业比利时联合化工垄断，市场主要集中在北京、成都、上海、广州等大城市。随着公司左乙拉西坦的上市，将打开进口替代的巨大空间。

图 16 2009-2013 年样本医院左乙拉西坦市场容量及格局（千万元）



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

4. 在研品种不乏亮点，即将迎来新品上市潮

公司在研产品储备丰富，包括 1.1 类的新药 EVT201，除此之外，近 2-3 年还有多个在研产品有望陆续获批上市，为业绩持续增长带来驱动力。

表 13 公司重点在研产品概况*

| 药品名称 | 治疗领域 | 药品类型 | 申请类型 | 注册分类 | 预计获批时间 |
|-----------|--------|------|------|------|--------|
| 阿托伐他汀钙片 | 调血脂 | 化药 | 仿制 | 6 | 15 年 |
| 硫酸氢氯吡格雷片 | 抗血栓 | 化药 | 仿制 | 6 | 15 年 |
| 注射用盐酸头孢替安 | 抗生素 | 化药 | 仿制 | 6 | 15 年 |
| 盐酸莫西沙星 | 抗生素 | 化药 | 新药 | 3.1 | 15 年后 |
| 重酒石酸卡巴拉汀 | 阿尔茨海默病 | 化药 | 新药 | 3.1 | 15 年 |
| EVT201 | 镇静催眠 | 化药 | 新药 | 1.1 | |

*详细情况见附录“公司储备在研产品表”

资料来源：CDE 信息、中国中投证券研究总部

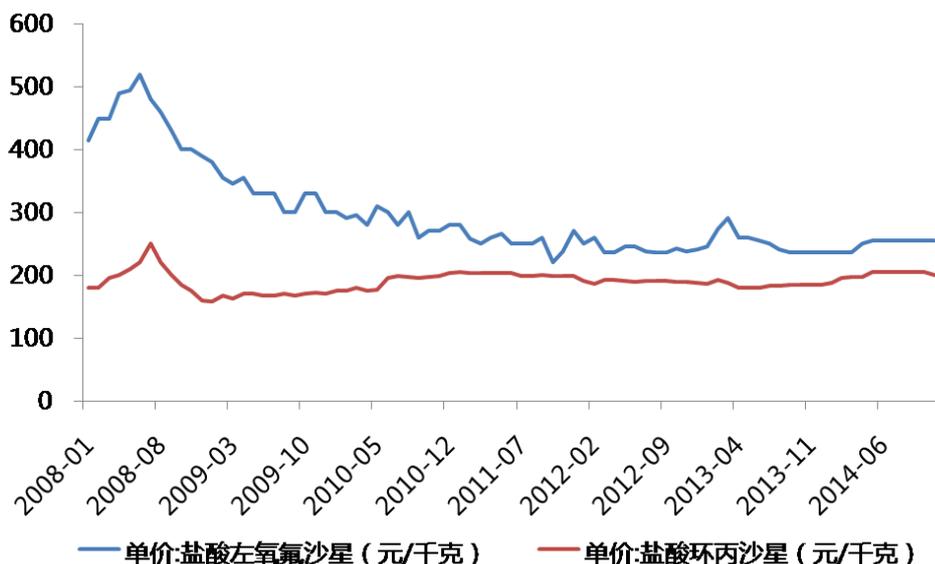
五、原料药业务企稳，不再拖累业绩

沙星类原料价格企稳。公司为全国喹诺酮类原料药行业的龙头企业，已占据市场领先地位，原料药业务主要由全资子公司上虞京新和广丰京新负责生产，其中最大的品种为左氧氟沙星，约占原料药业务一半的收入。2008年后左氧氟沙星价格一路下滑，近年来一直在200多元/千克的水平，未来大概率不会有大量厂家进入该领域竞争，价格平稳趋势将会继续维持。

增加他汀类原料生产比例。公司对原料药业务结构也在一直进行调整，增加他汀类原料的生产，提高这块业务的盈利能力，其中辛伐他丁已经大量出口英国。

我们判断公司原料药业务未来将保持个位数增长，基本维持盈亏平衡或微利状态。

图 17 2008 年以来左氧氟沙星和环丙沙星价格波动



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

六、外延整合及持续并购推动公司加速发展

1. 益和堂极具发展潜力

2013 年公司通过和天堂硅谷合作的收购基金 1.2 亿收购益和堂 100% 股权，未来在对该公司经过一段时间培育管理，达到约定条件条件后，京新药业将对其进行收购。

整合进展顺利。根据披露，益和堂 2012 年实现销售收入 5600 万元，2013 年上半年收入规模 2700 万元；2012 年净利润为 41 万元，2013 年上半年净利润为 16 万元，收入规模及盈利能力都比较有限，公司将逐步制定益和堂日常和管理方案，规范化内部控制管理体系和制度，重点在帮助其建立销售体系，未来有望 2-3 年内并入体内。

老字号凉茶极具发展潜力。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，共 186 个中药品种的生产批件，10 个中药保护品

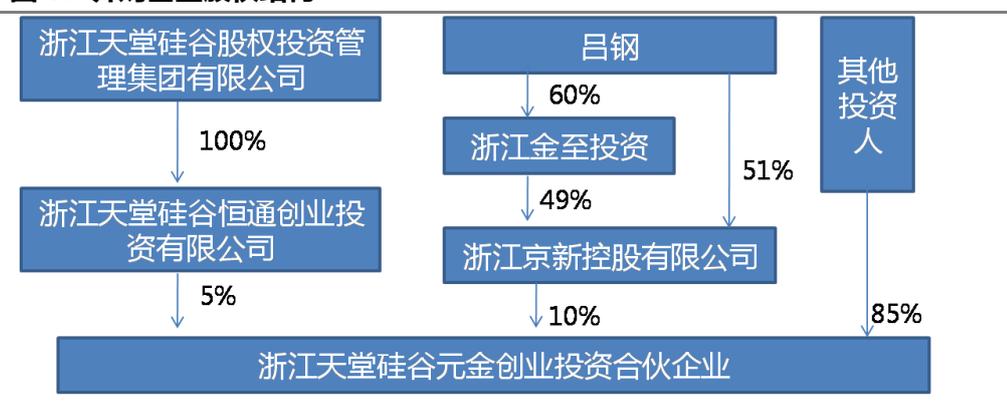
种。核心产品“沙溪凉茶”属国家非物质文化遗产，是为数极少以凉茶成为国家标准的药品品种。由于历史悠久，核心品种极具知名度，益和堂在几乎没有销售人员的情况下，收入就达到五千多万，因此我们认为如果经营得当，未来益和堂极具发展潜力。

2. 外延并购渐入佳境

2013 年公司与天堂硅谷合作设立并购基金，专门为京新药业的产业整合而服务，天堂元金专门从事股权投资、产业并购等业务，将成为公司外延发展的重要平台。除此之外，公司本身还有专门的并购部门，已经成功收购康复新液和地衣芽孢杆菌这样的优质品种。

目前公司一直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，通过外延式发展帮助公司享受更低的研究与发展成本，有效增强企业竞争力。

图 18 并购基金股权结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 14 公司外延并购项目

| | 收购事件 | 获得主要产品 | 进展 |
|-------------|-----------------------------------|------------------------------------|-------|
| 2007 年 11 月 | 以 330 万元收购内蒙古德默富方泰药业 100% 股权 | 康复新液等 | 完成 |
| 2011 年 12 月 | 以 4000 万元收购北京顺达四海生物药业有限公司 100% 股权 | 地衣芽孢杆菌活菌胶囊等 | 完成 |
| 2013 年 10 月 | 以 1.2 亿元收购广州益和堂制药有限公司 100% 股权 | 沙溪凉茶、沙溪凉茶颗粒、排石颗粒、润肠宁神膏等 10 个中药保护品种 | 处于培育期 |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

七、盈利预测

盈利预测的关键假设：

(1) 瑞舒伐他汀钙片 2014 年上半年已经销售 1 个亿,全年有望超过 2 亿销售额,同比增长 80%, 预计未来继续保持高于行业的增速, 达到 60%以上。

(2) 康复新液 2014 年预计增速为 20%, 公司该品种定位准确, 营销到位, 部分医院控费因素消除后, 未来有望保持 45-50%的增长。

(3) 地衣芽孢杆菌活菌胶囊 2013 年开始销售, 2014 年基药招标省份过半, 有望实现 5000 万销售额, 未来随着基药招标的落实, 且销售基数低, 未来有望达到 80-100% 的高速增长。

(4) 辛伐他汀受益 2012 版基药目录对剂型和规格的调整, 增长有望提振, 2015 年预计增长 50%。

(5) 沙星类原料价格稳定, 预计未来 2-3 年原料药业务将保持个位数增长。

表 15 公司主要产品收入预测 (单位: 百万元)

| 成药业务 | | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | |
|--------|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1、主力品种 | 瑞舒伐他汀 | 收入 | 40.0 | 120.0 | 216.0 | 367.2 | 605.9 |
| | | 同比增速 | 208% | 200% | 80% | 70% | 65% |
| | | 毛利率 | 95% | 95% | 95% | 90% | 85% |
| | 康复新液 | 收入 | 60.0 | 100.0 | 120.0 | 180.0 | 261.0 |
| | | 同比增速 | 88% | 67% | 20% | 50% | 45% |
| | | 毛利率 | 60% | 61% | 61% | 60% | 60% |
| 2、基药系列 | 地衣芽孢杆菌活菌胶囊 | 收入 | | 30.0 | 50.0 | 100.0 | 180.0 |
| | | 同比增速 | | | 67% | 100% | 80% |
| | | 毛利率 | | 93% | 93% | 90% | 87% |
| | 辛伐他汀 | 收入 | 43.0 | 53.0 | 53.0 | 80.0 | 104.0 |
| | | 同比增速 | -4% | 23% | 0% | 51% | 30% |
| | | 毛利率 | 90% | 90% | 90% | 85% | 80% |
| 原料药业务 | | 收入 | 474.4 | 452.2 | 488.4 | 512.8 | 538.4 |
| | | 同比增速 | 10% | -5% | 8% | 5% | 5% |
| | | 毛利率 | 16% | 22% | 20% | 20% | 20% |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

八、投资建议：首次覆盖，给予强烈推荐评级

在不考虑益和堂并表及外延并购的情况下，我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.37、0.63、0.90 元，对应当前股价 PE 为 53、32、22 倍。参考可比上市公司估值情况，考虑到公司已经成功转型制剂企业，市值小，未来主业持续高增长，且产品线将持续丰富，我们认为公司具有较大的投资价值。给予 2015 年 45 倍 PE，目标价 28.26 元。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

表 16 可比公司估值比较

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价(元) 2015-3-10 | 每股收益(元) | | | 市盈率(倍) | | |
|--------|------|---------------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2013 | 2014E | 2015E | 2013 | 2014E | 2015E |
| 300194 | 福安药业 | 22.24 | 0.22 | 0.27 | 0.50 | 101.09 | 83.30 | 44.67 |
| 600267 | 海正药业 | 19.67 | 0.36 | 0.33 | 0.42 | 54.64 | 59.50 | 46.98 |
| 600521 | 华海药业 | 15.28 | 0.48 | 0.40 | 0.53 | 31.83 | 38.21 | 28.84 |
| 300255 | 常山药业 | 38.00 | 0.61 | 0.71 | 0.96 | 62.30 | 53.45 | 39.60 |
| 603456 | 九洲药业 | 45.48 | 1.07 | 0.89 | 1.03 | 42.50 | 51.38 | 44.17 |
| 平均 | | | | | | 58.47 | 57.17 | 40.85 |

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

九、风险提示

1、招标推进不及预期

招标工作关系到药品在全国销售工作的展开，2014 年以来招标呈现稳步推进的态势，然而政策上仍存在一定不确定性，如果各省招标不能及时展开，则可能造成公司部分药品的销售低于预期。

2、新品获批不及预期

在研产品是企业长续发展的驱动力，公司新品储备丰富，如果部分新品的获批不及时，则会对业绩的持续提升产生负面影响。

3、原料药价格下跌

公司喹诺酮类原料药占比较大，若有其它竞争对手加入该领域，造成原料药价格下跌，将会导致企业销售额增速下滑。

附：公司储备在研产品表

| | 药品名称 | 治疗领域 | 药品类型 | 申请类型 | 注册分类 | 状态开始时间 |
|--------|----------|----------|------|------|------|-------------|
| 精神用药 | EVT201 | 镇静催眠 | 化药 | 新药 | 1.1 | 2013年4月11日 |
| | 帕利哌酮 | 精神分裂 | 化药 | 新药 | 3.1 | 2014年5月4日 |
| 心血管用药 | 盐酸伊伐布雷定 | 心绞痛 | 化药 | 新药 | 3.1 | 2009年11月11日 |
| | 卡维地洛分散片 | 高血压 | 化药 | 新药 | 5 | 2007年10月18日 |
| | 硫酸氢氯吡格雷片 | 抗血栓 | 化药 | 仿制 | 6 | 2012年1月10日 |
| | 阿托伐他汀钙片 | 调血脂 | 化药 | 仿制 | 6 | 2011年4月7日 |
| | 非洛地平缓释片 | 高血压、心绞痛 | 化药 | 仿制 | 6 | 2011年11月15日 |
| 抗感染用药 | 巴洛沙星 | 抗生素 | 化药 | 新药 | 3.1 | 2006年4月4日 |
| | 甲磺酸帕珠沙星 | 抗生素 | 化药 | 新药 | 3.1 | 2010年9月6日 |
| | 盐酸莫西沙星 | 抗生素 | 化药 | 新药 | 3.1 | 2013年3月22日 |
| | 注射用头孢美唑钠 | 抗生素 | 化药 | 仿制 | 6 | 2012年2月22日 |
| | 盐酸头孢他美酯片 | 抗生素 | 化药 | 仿制 | 6 | 2010年6月2日 |
| | 头孢丙烯分散片 | 抗生素 | 化药 | 仿制 | 6 | 2013年4月26日 |
| 老年痴呆用药 | 重酒石酸卡巴拉汀 | 阿尔茨海默病 | 化药 | 新药 | 3.1 | 2012年11月13日 |
| | 盐酸美金刚 | 阿尔茨海默病 | 化药 | 仿制 | 6 | 2014年9月15日 |
| 其它 | 盐酸普拉克索 | 帕金森 | 化药 | 新药 | 3.1 | 2012年11月29日 |
| | 盐酸西那卡塞 | 甲状旁腺功能亢进 | 化药 | 新药 | 3.1 | 2014年2月8日 |

资料来源：CDE 信息、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 557 | 731 | 969 | 1285 |
| 现金 | 197 | 319 | 454 | 624 |
| 应收账款 | 147 | 181 | 236 | 313 |
| 其它应收款 | 8 | 10 | 13 | 17 |
| 预付账款 | 12 | 12 | 14 | 18 |
| 存货 | 166 | 177 | 209 | 257 |
| 其他 | 27 | 33 | 42 | 56 |
| 非流动资产 | 768 | 719 | 671 | 620 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 385 | 404 | 387 | 352 |
| 无形资产 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| 其他 | 269 | 201 | 170 | 154 |
| 资产总计 | 1325 | 1451 | 1640 | 1905 |
| 流动负债 | 454 | 466 | 517 | 595 |
| 短期借款 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 应付账款 | 149 | 159 | 187 | 230 |
| 其他 | 192 | 195 | 217 | 251 |
| 非流动负债 | 53 | 51 | 51 | 51 |
| 长期借款 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 其他 | 41 | 40 | 40 | 40 |
| 负债合计 | 507 | 517 | 569 | 646 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 253 | 286 | 286 | 286 |
| 资本公积 | 401 | 401 | 401 | 401 |
| 留存收益 | 164 | 246 | 384 | 572 |
| 归属母公司股东权益 | 818 | 934 | 1071 | 1259 |
| 负债和股东权益 | 1325 | 1451 | 1640 | 1905 |

现金流量表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 111 | 118 | 184 | 247 |
| 净利润 | 64 | 107 | 180 | 258 |
| 折旧摊销 | 43 | 44 | 49 | 51 |
| 财务费用 | 8 | 6 | 6 | 6 |
| 投资损失 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 营运资金变动 | -12 | -45 | -55 | -74 |
| 其它 | 8 | 6 | 4 | 5 |
| 投资活动现金流 | -107 | 2 | 0 | 0 |
| 资本支出 | 108 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 2 | 2 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -67 | 2 | -49 | -77 |
| 短期借款 | -79 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 126 | 34 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -126 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 24 | -32 | -49 | -77 |
| 现金净增加额 | -63 | 122 | 135 | 170 |

利润表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 974 | 1202 | 1569 | 2078 |
| 营业成本 | 574 | 612 | 723 | 890 |
| 营业税金及附加 | 7 | 9 | 12 | 16 |
| 营业费用 | 205 | 278 | 387 | 555 |
| 管理费用 | 114 | 167 | 226 | 299 |
| 财务费用 | 8 | 6 | 6 | 6 |
| 资产减值损失 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 63 | 128 | 213 | 309 |
| 营业外收入 | 15 | 5 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 76 | 130 | 215 | 312 |
| 所得税 | 11 | 23 | 35 | 53 |
| 净利润 | 64 | 107 | 180 | 258 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 64 | 107 | 180 | 258 |
| EBITDA | 114 | 178 | 268 | 367 |
| EPS (元) | 0.25 | 0.37 | 0.63 | 0.90 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 13.6% | 23.4% | 30.5% | 32.4% |
| 营业利润 | 73.3% | 103.6% | 65.8% | 45.5% |
| 归属于母公司净利润 | 103.1% | 66.7% | 67.6% | 43.8% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 41.0% | 49.1% | 53.9% | 57.2% |
| 净利率 | 6.6% | 8.9% | 11.5% | 12.4% |
| ROE | 7.9% | 11.5% | 16.8% | 20.5% |
| ROIC | 9.2% | 16.8% | 27.7% | 38.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 38.2% | 35.6% | 34.7% | 33.9% |
| 净负债比率 | 26.85 | 26.31 | 23.93 | 21.07 |
| 流动比率 | 1.23 | 1.57 | 1.87 | 2.16 |
| 速动比率 | 0.86 | 1.19 | 1.47 | 1.73 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.74 | 0.87 | 1.02 | 1.17 |
| 应收账款周转率 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 应付账款周转率 | 4.59 | 3.98 | 4.18 | 4.26 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.25 | 0.37 | 0.63 | 0.90 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.39 | 0.41 | 0.64 | 0.86 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.86 | 3.26 | 3.74 | 4.40 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 77.78 | 52.91 | 31.56 | 21.95 |
| P/B | 6.94 | 6.08 | 5.30 | 4.51 |
| EV/EBITDA | 48 | 31 | 20 | 15 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镞,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

梅梅,中国中投证券研究总部医药行业研究员,澳门大学中药学硕士,3 年医药行业相关从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434