

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

双鹭药业 (002038)

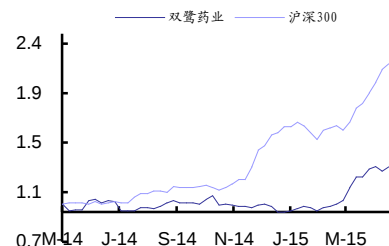
买入

2014 年年报及 2015 年一季报点评

(维持评级)

2015 年 04 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	457/377
总市值/流通 (百万元)	24,436/20,191
上证综指/深圳成指	4,477/14,872
12 个月最高/最低价	59.99/38.51

相关研究报告:

《双鹭药业-002038-重大事件快评: 扶济复凝胶获批, 助力长期发展》——2014-11-07
 《双鹭药业-002038-2014 年三季报点评: 业绩略低于预期, 期待新药进展》——2014-10-24
 《双鹭药业-002038-2014 年半年报点评: 业绩略低于预期, 下半年有望加速》——2014-08-20
 《双鹭药业-002038-2013 年报及 2014 一季报点评: 开局良好, 建议买入》——2014-04-27
 《双鹭药业-002038-2013 年业绩快报点评: 长期价值不变, 恐慌中布局》——2014-03-03

证券分析师: 林小伟

电话: 0755-22940022

E-MAIL: linxw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514070002

证券分析师: 邓周宇

电话: 0755-82133263

E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

重磅新药进入收获期, 新业务布局增添想象空间

● 14 年净利+20.4%, EPS1.52 元; 15Q1 净利+6.1%, EPS0.39 元, 平稳增长

2014 年, 公司实现营收 12.43 亿元 (+7.0%), 归母净利润 6.95 亿元 (+20.4%), 扣非净利润 6.38 亿元 (+16.6%), EPS1.52 元, 符合我们预期。公司业绩受医保控费及 GMP 认证产能转移影响有所放缓, 但因与代理商利润重新分配向公司倾斜带动主业综合毛利率同比提升 1.90pp 致 69.38%; 经营净现金流 4.65 亿元 (+33.9%), 经营质量较好。拟每 10 股派 3 元 (含税), 送 5 股 (含税)。

15Q1, 收入 2.77 亿元 (-3.8%), 归母净利润 1.79 亿元 (+6.1%), 扣非净利润 1.64 亿元 (+3.1%), EPS0.39 元, 平稳增长, 主要是受 14Q1 基数较高及医保控费影响。公司预计 2015 年 1-6 月净利同比增长 0-30%。

● 贝科能保持稳健增长, 产能恢复+招标推进促二三线产品放量

目前八大处与昌平基地已完成新版 GMP, 产能基本恢复。生化药: 预计贝科能 14 年平稳增长, 我们预计未来几年在进入“新版国家医保+销售渠道下沉+代理商利益分配变化”等带动下贝科能仍有望稳健增长。生物药: 胸腺五肽、欣吉尔、迈格尔等生物药增长良好, 预计保持在 20%-30%。化学药: 因生产转移三氧化二砷下滑较多, 阿德福韦酯略有下滑, 随着产能恢复+各地招标推进加快, 化药品种将进入放量过程。

公司新产品储备丰富, 扶济复凝胶已获批上市, 市场反应良好, 来那度胺胶囊、丙酸倍氯米松气雾剂、重酒石酸卡巴拉汀胶囊等 5 个品种申报生产, 长效立生素注射液获得临床批件, 泊马度胺、瑞格非尼、达格列净等 10 个品种申报临床研究, 公司未来重磅产品梯队极其丰富, 长期发展空间广阔。

● 布局互联网医疗, 打造慢病健康管理平台

公司拟出资不超过 3000 万元增资天津时代怡诺科技, 增资后持股比例不超过 30%, 时代怡诺是国内最早从事移动互联网健康管理公司之一, 致力于利用移动互联网新技术实现患者自我健康管理和医生移动专业指导, 在全球首创糖尿病移动健康管理新模式, 拥有“怡诺 m-Health 移动健康管理系统”。此次投资是公司探索慢病管理和互联网医疗的切入口, 为未来的创新盈利模式奠定基础。

● 重磅新药进入收获期, 新业务布局增添想象空间, 维持“买入”

预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.86/2.38/2.95 元, 目前股价对应 16PE 仅为 22X, 估值较具吸引力。公司已形成“研发+生产+投资+商业”一套完善的战略平台, 构成良性循环, 依托国内外优秀研发实力, 不断丰富血液病、糖尿病、抗感染及肝病、心脑血管等领域的产品储备, 重磅新药将陆续进入收获期; 同时布局细胞治疗、基因检测、互联网医疗、慢病管理等新领域潜力巨大, 增添未来想象空间, 给予 1 年期合理估值 67-71 元 (16 年 PE28-30X), 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,162	1,243	1,523	1,938	2,370
(+/-%)	15.4%	7.0%	22.6%	27.2%	22.3%
净利润(百万元)	577	695	850	1,089	1,347
(+/-%)	20.0%	20.4%	22.3%	28.2%	23.6%
摊薄每股收益 (元)	1.26	1.52	1.86	2.38	2.95
EBIT Margin	56.9%	63.7%	59.3%	60.7%	61.9%
净资产收益率 (ROE)	22.5%	22.1%	22.0%	22.7%	22.7%
市盈率 (PE)	42.3	35.2	28.1	22.0	17.8
EV/EBITDA	35.9	29.9	25.5	19.7	15.9
市净率 (PB)	9.5	7.8	6.2	5.0	4.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

贝科能仍有望保持稳健增长

我们认为，贝科能作为有疗效的辅助用药，其治疗功效已被众多医生认可，医保覆盖或将进一步扩大，并有望进入新版国家医保目录，销售端渠道下沉扩大医院终端，并且公司与代理商利益重新分配，逐步向公司倾斜利润，预计贝科能在未来几年仍有望保持稳健增长，为重磅新药的上量提供时间窗。

认可度高，已成全科室用药，面临新医保机遇

独家产品贝科能是优良的细胞保护剂和代谢调控剂，目前众多治疗方案已从简单的对症治疗（治表）转向祛除病因（治本）的治疗，而贝科能正是通过调节细胞代谢来从根本上改善组织器官功能。

贝科能从开始被认为是可有可无的辅助药物到被越来越多医生所认可，广泛应用于脂肪肝、急慢性肝炎等肝脏疾病、药物及酒精所致肝损害，冠状动脉硬化、心肌梗塞、心肌炎、慢性动脉炎等缺血性心脏病，原发性血小板减少性紫癜，肿瘤化疗或放疗引起的消化道和口腔粘膜溃疡、白血球和血小板减少症，纠正感染、创伤、休克及手术前后的代谢紊乱和负氮平衡，慢性肾功能不全引起的急性少尿、肾病综合症等临床治疗当中，逐步发展为全科用药。

IMS 样本医院终端销售数据显示复合辅酶位列单品种临床用药额前五。

图 1. 贝科能发展为全科用药



资料来源：国信证券经济研究所整理

贝科能目前共被 25 个省市纳入医保，2010 年以来新增天津与新疆两个地区，但仍有诸如上海、浙江、四川等医药大省重点地区未纳入医保，与此同时，山东、福建、北京、广东对于贝科能的医保使用仍存在部分限制。

表 1.贝科能全国各地医保纳入概况

乙类					甲类
无限制		限制			
2010 年 省级医保	湖北、湖南、辽宁、江西、重庆	山东	福建	北京	广东
	贵州、海南、青海、西藏、江苏				
	河南、安徽、陕西、黑龙江、 吉林、云南、广西、河北、山西	限急救	限肝病用药	限二级以上医院 2011 年 7 月执行	
新增	天津、新疆				
未纳入	上海、浙江、内蒙古、四川、宁夏、甘肃				

资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

贝科能作为一老牌用药，产品相对成熟，稳定性好，认可度高，且已被 25 省市纳入医保范围，若今年新版国家医保目录调整，贝科能大概率能进入，由此将进一步打开贝科能在基层医疗机构的使用，带动销量进一步增长。

销售渠道进一步下沉，终端医院覆盖不断扩大

尽管贝科能销售区域已经覆盖了大部分省份，但目前其主要销售网络仍局限于大中型城市的三级医院，目前公司代理商的策略是在积极主动将渠道下沉，更多地往基层医院开拓增量，终端医院覆盖的扩大有望为贝科能带来新的销售增量。

与代理商利益重新分配，盈利能力逐步提升

从目前各省份的招标情况看，贝科能在各地区历年招标中保持了相对稳定的价格体系。但长期来看，在医保控费大背景下贝科能终端价格或将稳中有降，但由于公司采取的是低价代理销售模式，公司从 13 年 Q4 开始与代理商进行利益重新分配，逐步向公司倾斜，因此招标致终端价格的小幅下降预计对贝科能产品的利润影响不大，而且终端价格的降低有可能会促进产品销量的提升。

表 2. 贝科能各省市中标价格一览表

地区	招标 年份	价格 (元)		地区	招标 年份	价格 (元)	
		100 单位	200 单位			100 单位	200 单位
2005 年进入医保目录省市				2010 年及以后进入医保目录省市			
贵州	2009	——	147.58	天津	2010	65	120
	2011		147.58		2013	63.8	114
海南	2009	61.74		安徽	2012	64.87	115.3
	2013	61.74	——	福建	2012	57.15	——
	2014	61.74		广西	2011	64.62	125.47
河北	2011	73	146	北京	2010	——	152
湖北	2008	64	109.06	云南	2010	67.64	126.29
	2013	63.29	109.03		2011	67.64	——
湖南	2010	61	115	江苏	2010	90	154.34
	2014	61	115		2014	81.39	138.26
江西	2010	60	102	黑龙江	2008	82	136
辽宁	2010	77.4	131.58	河南	2009	61.99	105.38
内蒙古	2007	101.5		新疆	2012	99.8	170.3
	2008	85	——		2013	87.82	149.56
	2009	98		吉林	2008	82	165
	2011	110.8	202.72		2014	73.43	131.3
青海	2012	77	154	广东	2009		125.92
山东	2009	73.19	151.34		2015	59.38	100.95
山西	2008	62.6		暂未进入医保目录省市			
	2009	62.6	——	四川	2011	——	108.8
	2011	61.99			2013	64	108.8
西藏	2013	115	——	甘肃	2009	73	161
重庆	2015	70.23	119.39	浙江	2010	102.3	192.8

资料来源：米内网，药智网，国信证券经济研究所整理

二线产品丰富，集团作战贡献利润

公司二线产品极其丰富，其中基因工程药增长势头良好，增速在 30%以上，新一代生化药竞争优势将更加明显，化学药基数较低，随着大范围招标的推进将迎来一轮放量增长。公司各类二线产品结构多元，布局广泛，且若干品种具备发展成为重磅产品的潜力，未来将形成集团作战贡献利润，摆脱贝科能单一大品种的限制。

生物药

欣吉尔（重组人白介素-2）是国际上唯一丙氨酸突变的白介素-2，属于国家二类新药，公司该产品规格、剂型齐全，水针和粉针为全国独家。

迈格尔（重组人白细胞介素-11）是全国首仿，两款生物药去年增幅在 30%以上，扶济复粉针 2014 年增速约为 40%，新上市的凝胶剂型适应症广，可用于烧伤创面（包括浅Ⅱ度、深Ⅱ度、肉芽创面）、慢性创面（包括慢性肉芽创面、溃疡和褥疮

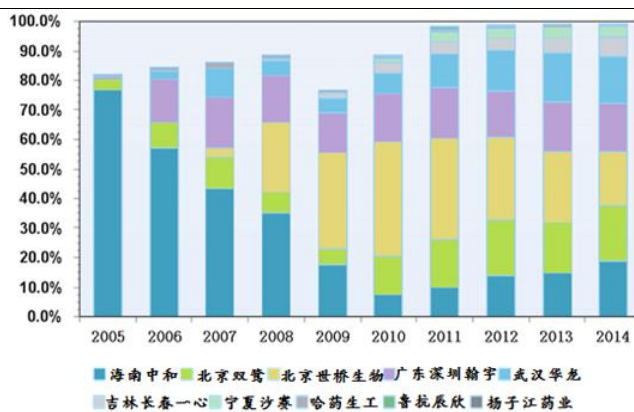
等)，同时使用方便，比较有优势，具备成为重磅品种的潜力，如果能够进入国家医保目录，将打开未来成长空间。

从战略层面，公司同时在逐步完善基因工程制药平台技术，重点拓展抗体等真核基因工程制药技术，推进药物制剂技术研究，并拓展产品覆盖面及技术升级。

生化药

胸腺五肽作为免疫调节药物，适用于慢性乙型肝炎的治疗及自身免疫性疾病、免疫缺陷和肿瘤的辅助治疗。公司产品市场份额逐年增加，2014年销售初步估计有 30% 左右的增幅，同时作为该产品较早上市的企业之一，公司产品规格配置较齐，招标时有一定优势，因此我们比较看好该产品近几年的增长空间。

图 2. 胸腺五肽历年市场份额



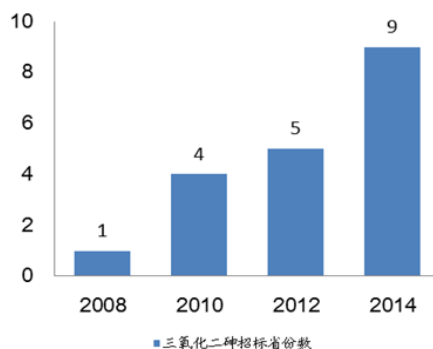
资料来源：PDB，国信证券经济研究所整理

化学药

替莫唑胺用于治疗成人顽固性多形性成胶质细胞瘤和间变性星形细胞瘤，目前国内主要生产者包括先灵葆雅、双鹭药业及天士力三家，具有较好的增长潜力。到目前为止，公司替莫唑胺已经在海南、吉林、上海和广东等地中标。

公司独家的三氧化二砷冻干粉针基本包揽了各地中标产品，砷对早幼粒细胞白血病的治疗作用已很明确，同时国内外科科研学者也早已开展针对实体瘤治疗的相关临床试验，随着医生与患者的认知与接受，三氧化二砷的销售范围也逐步扩大。由于去年三氧化二砷车间停产改造增速下滑，对企业盈利贡献微弱，而随着今年的产能恢复，利润将有很大的提升空间。

图 3.三氧化二砷招标情况



资料来源：药智网，国信证券经济研究所整理

表 3. 公司二线品种具广度

二线品种	名称	适应症	上市日	所处阶段	销售规模预期
肿瘤	替莫唑胺	多形性胶质母细胞瘤，间变性星形细胞瘤	2011 年 12 月	导入期	替莫唑胺是化疗治疗的首选口服药，先灵葆雅全球销售超 10 亿美元。我国医保乙类，04 年天士力帝益获 SFDA 批文，11 年 12 月双鹭拿到批文，加上外资的先灵葆雅，合计 3 家企业。天士力 13 年销售规模 3-4 亿元。预计公司产品 2015 年招标范围将扩大并快速上量
	三氧化二砷	急性早幼粒白血病，肝癌	2008 年 9 月	成长期	09 年全国医保乙类，冻干粉针剂型独家。2014 年三氧化二砷由于车间停产改造增速下滑较大，2015 年产能有较大的恢复，利润有很大的提升空间
	长春瑞滨	非小细胞肺癌，转移性乳腺癌，晚期卵巢癌，恶性淋巴瘤等	2006 年	成熟期	批文数量众多，竞争激烈
	紫杉醇	非小细胞肺癌，卵巢癌，乳腺癌等	NA	成熟期	批文数量众多，竞争激烈
	胸腺五肽	免疫调节药物。适用慢性乙型肝炎的治疗；用于自身免疫性疾病、免疫缺陷及肿瘤的辅助治疗	NA	成熟期	地方医保，生产企业较多，市场份额分散。其中海南中和，双鹭药业，北京世桥，翰宇药业，武汉华龙占有较大份额。公司市场份额逐年增加，2014 年增速 30%左右，预计今年增速也比较乐观
	G-CSF	化疗等原因导致中性粒细胞减少	1998 年	成熟期	全国医保，生产企业较多，市场份额分散。其中齐鲁、鲲鹏、九源基因、哈药生物、厦门特宝、双鹭药业等排在前列，增速 30%以上。
	新型白介素-2	恶性肿瘤的治疗，增强机体免疫功能	1999 年	成熟期	全国医保，生产企业较多，市场份额分散。公司产品不存在异构体，结构均一。比活性，半衰期，稳定性，安全性均较普通产品有提升。其中山东泉港、四环生物、双鹭药业占据主要地位，其他企业份额较小。增长 30%左右。
	白介素-11	化疗后血小板减少症的预防和治疗及其它原因引起的小血小板减少症的治疗	2003 年	成熟期	6 家企业，齐鲁、九源基因、山东阿华、厦门特宝、双鹭依次分享市场，双鹭份额最低，利润贡献有限，但增速保持在 30%左右
内科等	羟喜树碱、尼莫司汀、亚叶酸钙、门冬酰胺酶、格拉司琼、鲑降钙素、苦参素注射液、曲马多	各类肿瘤的治疗、辅助治疗、镇痛等	NA	成熟期	产品数量众多，但均属于竞争型产品，企业数量较多，市场格局已经稳固，不占据先发地位，稳定增长
	阿德福韦酯	乙肝	2008 年	成长期	乙肝一线药物，葛兰素、天津药物所、正大天晴主导市场，其他超过 10 家企业分割剩余少数份额，双鹭不占优势，平稳
	依托度酸、利塞磷酸钠	关节炎、骨质疏松等	NA	成熟期	竞争型品种，不具备优势，规模小
	奥美拉唑	胃溃疡	2009 年 3 月	成熟期	市场规模大的品种，市场格局形成，公司不具备优势

	生长抑素、奥曲肽	急、慢性胰腺炎、食管静脉曲张破裂出血、恶性肿瘤等	NA	成熟期	生产企业众多，外企主导市场，国内企业分割剩余份额，双鹭产品上市时间略晚，增速平稳
心脑血管	杏灵滴丸	血瘀型轻度脑动脉硬化引发的眩晕，冠心病，心绞痛	2009 年 12 月	导入期	口服心脑血管中成药，在目前市场上，此类口服品种很难再形成大品种，不给予过高预期。
	三磷酸胞苷二钠、果糖二磷酸钠、奥扎格雷、尼麦角林、阿魏酸钠氯化钠注射液、辛伐他汀、替米沙坦	心、脑血管相关疾病的治疗	NA	成熟期	均属于竞争型品种，市场格局稳固，公司不占据优势地位，给予平稳增长的预测
创伤	碱性成纤维细胞生长因子（扶济复）	促进烧伤、烫伤等的创面愈合	2002 年	成长期	独家品种，粉针剂型 2014 年增速超过 40%；随着凝胶剂型获批，潜在使用范围扩大，有望放量成为重磅产品，发展前景令人期待。
免疫抑制	环孢素软胶囊、吗替麦考酚酯分散片	免疫抑制剂	2008 年&2009 年	成熟期	外资主导，国内跟随，市场容量有限，公司不具备优势

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品储备丰富，重磅新品有望陆续上市

目前公司各个阶段的产品储备丰富，在肿瘤、血液病、抗感染及肝病、心脑血管、糖尿病等治疗领域形成有突出竞争优势的产品群。拥有众多潜力产品，包括长效蛋白药物、特色的专利药、高端疫苗、Me-too、Me better 重组药和特色生化药物等。

目前来那度胺、达沙替尼、富马酸替诺福韦、还原型谷胱甘肽肠溶胶囊、注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸等多项重磅产品已申报生产，等待审评，即将上市，这些产品均有成为大品种的条件。帕马度胺及聚乙二醇重组人干扰素 α -2b 注射液也已申报临床研究。

公司优势专利药物储备还包括烟酸氨氯地平及其复方品种、选择性醛固酮受体拮抗剂依普利酮、口服选择性活化 X 因子抑制剂阿哌沙班及噻吩吡啶二硫耦合物混合物（抗血小板药，用于急性冠脉综合征、冠脉支架术和冠心病的一级二级预防，可以减少心血管疾病患者心脏病发作、卒中以及死亡的风险），公司的噻吩吡啶二硫耦合物混合物无需肝脏 P450s 的酶解，更适合亚洲人群，各方面均凸显其优势所在，竞争力强大，同样是一个极具潜力的重磅品种。

除此之外，在预防和治疗厌氧菌感染用药方面公司拥有注册标准达到发达国家药典（USP、EP、BP、JP 等）水准的奥硝唑，其注射液依照 ICH 指南要求制定了本品在全球范围内最严格的产品标准及限度，公司层面预计该产品获批上市后将对未来几年业绩提升起到非常重要的推动作用。

预计公司今年开始将有多个重磅产品获批，这些重磅新品的获批上市将大大丰富公司长期的重磅产品梯队，成为其新的利润增长点，帮助公司进一步的降低单一品种依赖的格局而形成产品多元化并驾齐驱的增长模式。

表 4. 双鹭药业产品研发申报状态

受理号码	药品名称	注册分类	申请类型	办理状态	状态开始日
CYHS1401231 豫	伏立康唑	化药 6	仿制	在审评	2015/1/19
CXHS1400267 京	来那度胺胶囊	化药 3.1	新药	在审评	2015/1/14
CYHS1400265 京	注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	化药 6	仿制	在审评	2014/10/21
CXHS1300223 京	还原型谷胱甘肽肠溶胶囊	化药 5	新药	在审评	2014/10/21
CYHS1400264 京	丁二磺酸腺苷蛋氨酸	化药 6	仿制	在审评	2014/10/21
CYHS1400448 豫	富马酸替诺福韦二吡呋酯	化药 6	仿制	在审评	2014/9/26
CXHS1300273 京	达沙替尼片	化药 3.1	新药	在审评	2014/3/31
CYHS1300536 京	甲磺酸伊马替尼片	化药 6	仿制	在审评	2013/12/26
CXHL1300052 京	缬沙坦烟酸氢氯地平片	化药 1.5	新药	在审评	2013/5/14
CXHL1200289 京	盐酸氨基葡萄糖 硫酸软骨素钠片	化药 3.2	新药	在审评	2012/11/13
CYHS1101304 京	奥硝唑注射液	化药 6	仿制	在审评	2012/6/18
CYHS1001214 京	注射用盐酸吉西他滨	化药 6	仿制	在审评	2012/1/20
CXHL1402184 苏	卡格列净片	化药 3.1	新药	临床申请 在审评	2015/2/5
CXHL1401161 苏	依普利酮片	化药 3.1	新药	临床申请 在审评	2014/9/24
CXHL1400636 苏	泊马度胺胶囊	化药 3.1	新药	临床申请 在审评	2014/7/15
CXSL1300096 京	聚乙二醇重组 人干扰素α2b 注射液	治疗用 生物制品 9	新药	临床申请 在审评	2014/4/9
CXHL1400318 苏	阿哌沙班片	化药 3.4	新药	临床申请 在审评	2014/3/19
CXHL1300736 苏	对乙酰氨基酚注射液	化药 3.3	新药	临床申请 在审评	2013/9/11

资料来源：CFDA，药智网，公司公告，国信证券经济研究所整理

重磅新品来那度胺和达沙替尼有望今年获批

来那度胺与达沙替尼是公司参股公司南京卡文迪许研发申报的重磅潜力新药，从申

请进度来看，两者目前均处于在评审状态，年内有望获批上市。

来那度胺目前主要用于治疗 5q 缺失的骨髓增生异常综合征和多发性骨髓瘤，该产品是沙利度胺的加强版，相比不良反应少，作为罕见病用药，公司来那度胺的申请有望进入绿色通道，加速评审，在较短的时间内获批生产。同时来那度胺在原研厂家的市场教育下已经有了较好的市场基础，公司产品获批后预计将会和实力强劲的代理商合作而快速实现共赢，产品价格预计低于原研药价格以快速获得市场。2013 年原研厂家新基医药的来那度胺全球销售额达 43 亿美元，我们预计来那度胺的国内市场潜力至少在 20 亿元以上。

达沙替尼是酪氨酸激酶抑制剂，用于治疗甲磺酸伊马替尼耐药或不耐受的慢性髓性白血病。自 2013 年开始，正大天晴药业、润众制药（原料药）及南京圣和药业依次获得生产批件。公司于 2014 年 3 月底报产审批，预计今年年内能获批。2013 年原研厂家百时美施贵宝的达沙替尼全球销售额达 15 亿美元，近年来快速增长，我们预计达沙替尼的国内市场潜力在 10 亿元以上。

注重专利保护

南京卡文迪许在国内外申请了多个专利。最新的专利信息显示，来那度胺专利在欧洲获批，而达沙替尼在韩国、欧洲均已获得授权。这些都是公司后续在国内外专利挑战的筹码与保障。

专利的实质在于创新，挑战一个专利仅仅是一部分，建立起另一个稳固的自有的专利才能有效的保护更长的利润周期，才能有效地抵御第三方公司的专利侵权。因此这些专利布局是公司可持续发展中不可缺少的链条。近三年来，达沙替尼、来那度胺等药物已经成功建立了全球专利网，保障公司未来利润稳定增长。

表 5. 卡文迪许在国内外部分已授权专利

编号	时间	内容	地区
8,586,592	2013.11.19	伏立康唑制备	美国
8,324,373	2012.12.04	吉西他滨及中间体制备	美国
10-2009-7027471	2012.06.14	吉西他滨及中间体制备	韩国
10-2012-7022642	2014.11.03	达沙替尼及中间体合成	韩国
10-2012-7022643	2014.12.08	达沙替尼晶型	韩国
US2013018181 (A1)	2013.01.17	吉西他滨及中间体制备	欧洲
CN101791288 (A)	2010.08.04	一种稳定的来那度胺口服固体制剂	欧洲
CN101845045 (A)	2010.09.29	达沙替尼新合成方法	欧洲
CN101985442 (A)	2011.03.16	高纯度甲磺酸伊马替尼制备	欧洲
CN102086195 (A)	2011.06.08	达沙替尼晶型	欧洲
CN102070605 (A)	2011.05.25	甲磺酸伊马替尼晶型	欧洲
CN102086195B	2013.04.03	达沙替尼多晶型物及制备和药用组合物	中国
CN101812060A	2010.08.25	高纯度达沙替尼及中间体制备	中国
CN101845045A	2010.09.29	达沙替尼新合成方法	中国
CN102816145A	2012.12.12	甲磺酸伊马替尼多晶型物及其药用组合物	中国
CN102106831A	2011.06.29	地西他滨冻干制剂及其制备方法	中国
CN101791288A	2010.08.04	一种稳定的来那度胺口服固体制剂	中国
CN101096379A	2008.01.02	吉西他滨及中间体合成	中国

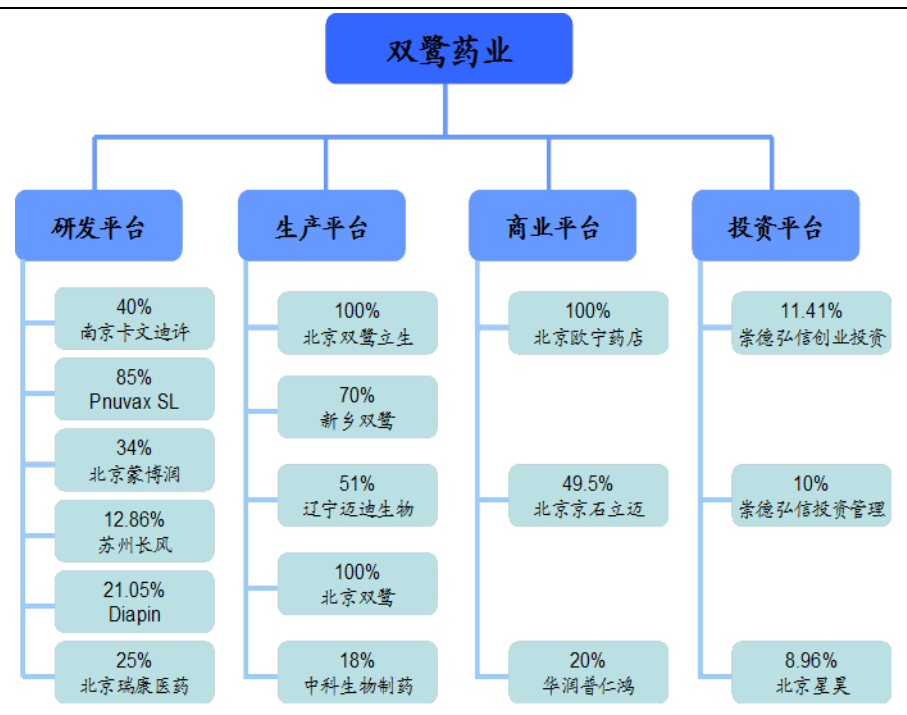
资料来源：国家专利局，欧洲专利局，韩国专利局，USPTO，国信证券经济研究所整理

产业战略布局结构完善，子公司开始发力

产业布局逐步完善

公司拥有前瞻的战略投资眼光，先后通过自身发展扩张并前瞻地参与各类子公司投资，已经逐步形成了一套完善的战略结构：研发平台能保证技术和专利支撑，以医药生产平台为核心，依托商业平台打造渠道及开拓市场，投资平台辅以对现金流的运作及市场技术热点的把握，从而形成一个良性循环的生态结构。虽然目前部分环节还略显单薄，但这一系统是保证公司未来长期健康高速发展的基石。

图 4. 双鹭药业公司业务架构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

各子公司业务进展顺利，业绩逐步向好

- 1) 加拿大子公司 2014 年上半年获得一部分委托加工的定单，该定单可确保未来三年有一部分稳定收益；公司正在申报 23 价肺炎球菌多糖疫苗的验证性临床研究，完成后即可报生产；同时公司希望引进境外背景的战略投资者，淡化中资背景，从而有利于今后申请政府补助等；此外公司在埃博拉等多种疫苗研发上获得了客观的政府和国际组织订单，发展势头良好。
- 2) 美国子公司 Diapin 合作开发的新型抗糖尿病化合物（GLP-1 类似物）目前已进入临床前安全性评价阶段，预计 2016 年上半年在国内外申报临床研究，产品权益公司在国内市场占据 100%，海外市场占据 30%，该项目有利于增强

公司在糖尿病药物治疗领域的研发实力，丰富公司的产品储备，另外近期双鹭将增资 Diapin 公司，并力争在心脑血管原创药物方面获得先机。

- 3) 北京蒙博润公司研制的“交联透明质酸钠凝胶”(用于人面部缺陷修复，医疗器械三类)进入市场反应良好，前期为打开市场以赠药为主，目前产能 1 万支，随后公司会逐步扩大产能，同时在产业链上公司也延伸至化妆品之类产品。
- 4) 公司持有新三板上市企业星昊医药 8.96% 股权，星昊医药总资产 6.8 亿元，员工总数 700 多人，在北京、广东建有生产基地，连续 11 年被评为高新技术企业，获得国家技术创新引导工程、创新型试点企业、全国工商联质量先进单位等 10 多项荣誉称号。今年来新三板标的逐步为大家接受与重视，优秀企业受到越来越多的关注，此项投资作为产业布局的一部分也将为公司创造很可观的投资收益。
- 5) 辽宁迈迪生物，是国内生物治疗的排头兵，其研发的脑梗诊断试剂已经上市，并纳入辽宁省医保目录，公司 2014 年销售额达 3584 万元，实现净利润 1269 万元，近年来，公司的销售收入每年都以 30% 以上的速度快速增长。
- 6) 加拿大 Pnuvax SL Biopharmaceuticals Inc、北京双鹭生物技术有限公司和北京瑞康医药技术有限公司大幅减亏，总计减亏 3400 余万元。加拿大公司十分有希望在今年实现盈利。与此同时，北京双鹭立生医药科技有限公司、北京欧宁药店有限公司、辽宁迈迪生物科技有限公司、华润普仁鸿医药有限公司等均保持较好的增速。
- 7) 公司于 4 月 7 日与武汉雷石久源投资合伙企业签订《股份转让协议》，将持有的中科生物制药股份有限公司 3000 万股（占其总股本 18%）股份以 108,000,000 元人民币（转让价格 3.6 元/股）的价格转让给雷石投资。该股份是公司在 2011 年底以 3.0 元/股认购的，因此将增厚公司 2015 年利润 1800 万元。

表 6. 双鹭药业子公司及其他参股公司一览表

公司名称	注册地	经营范围	注册资本	持股(%)	净利润(元)		
					2014	2013	2012
北京双鹭立生医药科技有限公司	北京市	生产大容量注射剂 小容量注射剂、冻干粉针剂	5600 万元	100	27,335,296	22,383,910	34,544,627
北京欧宁药店有限公司	北京市	零售化学药制剂、抗生素 生化药品、中成药	50 万元	100	12,535	8,028	990
北京双鹭生物技术有限公司	北京市	技术开发、技术转让、技术咨询	3000 万元	100	-727,883	-1,157,569	11,395
PNUVAX SL BIOPHARMACEUTICALS INC	加拿大	技术开发、技术转让	2000 万加元	85	-3,704,724	-36,695,115	-22,344,146
新乡双鹭药业有限公司	河南省 新乡市	原料药及制剂生产销售；生物工程 和新医药研究开发、技术咨询、技 术服务、技术转让；对外贸易经营	6000 万元	70	-4,610,459	-4,359,228	-735,906
辽宁迈迪生物科技 有限公司	辽宁省 本溪市	体外免疫诊断试剂、化学诊断试剂、 核酸诊断试剂及相配套的检验诊断 仪器研究开发、生产、销售	2000 万元	51	12,688,800	10,346,475	6,134,756
北京京石立迈 生物技术有限公司	北京市	经营活动	200 万元	49.5	74,928	4,023	6,029
南京卡文迪许生物 工程技术有限公司	南京市	医药产品、化工产品 生物制品的技术开发	1200 万元	40	2,077,531	7,383,450	4,060,264
北京蒙博润 生物科技有限公司	北京市	医疗器械	727.3 万元	34	126,333	—	—
北京瑞康医药 技术有限公司	北京市	医药技术、生物制品	1500 万元	25	-770,044	-1,334,784	619,643
Diapin Therapeutics, LLC	美国	糖尿病预防或治疗药物研究开发	950 万美元	21.05	—	—	—
华润普仁鸿 医药有限公司	北京市	批发中成药 化学药制剂	1600 万元	20	67,786,175	73,613,457	62,191,950
中科生物制药 股份有限公司	北京市	人用预防性疫苗、血液制品生产	16667 万元	18	—	—	—
苏州长风药业 有限公司	苏州市	肺部给药及药物输送技术开发	500 万元	12.86	—	—	—
北京崇德弘信 创业投资中心	北京市	股权投资	26292 万元	11.41	—	—	—
崇德弘信北京 投资管理有限公司	北京市	投资管理	500 万	10	—	—	—
北京星昊医药 股份有限公司	北京市	医药及相关产品的研发	5769 万元	8.96	—	—	—

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

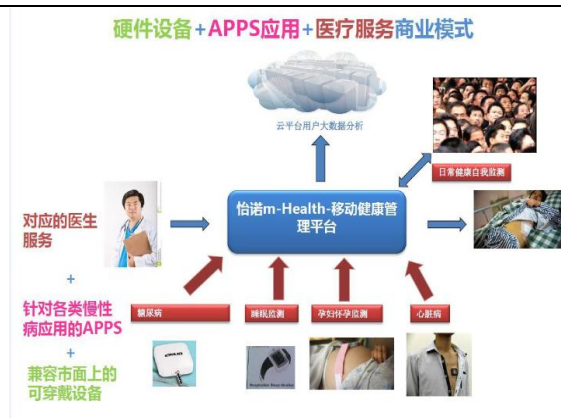
布局互联网医疗，搭建慢病健康管理平台

公司董事会第十二次会议公告，拟投资不超过 3000 万元参与天津时代怡诺科技有限公司增资扩股，增资后公司持股比例不超过 30%。

天津时代怡诺科技有限公司成立于 2012 年 9 月，注册资金 2000 万元人民币，是国内最早从事移动物联网健康管理公司之一，致力于利用移动互联网新技术实现患者自我健康管理和医生移动专业指导，从而真正实现慢病由点式的管理演变为线性管理。

天津时代怡诺在全球首创糖尿病移动健康管理新模式，拥有“怡诺 m-Health 移动健康管理系统”（相关发明、实用新型、外观设计等专利和著作权共 32 项）和开启智能控粮功能的全球首款手机——怡诺糖友手机（津食药监督械（准）字 2013 第 2400072 号），该手机 2013 年通过国家食品药品监督管理局验证，拥有血糖检测、运动管理、饮食管理、用药管理、糖友宝典、定时提醒、医生咨询、紧急求助等 8 项功能。怡诺移动健康管理系统将糖尿病患者健康数据“采集、分析、指导、管理”全流程贯通，使传统糖尿病“点”的管理模式转变为“线”的管理模式。时代怡诺拥有开放的移动健康管理平台，对外开放各类慢性病应用 APPS 的开发，其轻资产模式易于快速扩展，并能兼容市面上的可穿戴设备。其核心运营团队在互联网、通讯、医疗器械等行业有着丰富的经验和成功的案例，能协助第三方 apps 和穿戴设备开发商迅速获得国家相关认证。

图 5：怡诺 m-Health 移动健康管理系统



资料来源：时代怡诺、国信证券经济研究所整理

图 6：怡诺 m-Health 移动健康管理系统



资料来源：时代怡诺、国信证券经济研究所整理

怡诺作为新兴产业得到国家和地方政府的大力支持，同时也与多地区移动运营商通力协作开发了 3G 手机终端，采用网络共享，渠道共享，站点共享的全面合作模式。最重要的是，项目还获得国内众多三甲医院的大力支持，目前全国有 2000 多名内分泌专家和临床医生参与了怡诺的移动管理方案，得到北京 301 医院、305 医院、306 医院、中日友好医院的大力支持，较早地掌握了在移动健康管理中最稀缺的医疗资源。

图 7：怡诺糖友手机血糖伴侣



资料来源：时代怡诺、国信证券经济研究所整理

图 8：怡诺其他智能设备



资料来源：时代怡诺、国信证券经济研究所整理

公司近年来通过自主研发、合作研发，储备了十余个在糖尿病治疗领域有突出竞争优势的产品，本次投资可使公司与时代怡诺优势互补，为糖尿病管理搭建平台，同时获得移动医疗端的较成熟入口，为后续发展打下基石，此外还能为公司其它慢病管理领域如肝病、心脑血管等先行探索，积累经验。此次投资是公司探索慢病管理和互联网医疗的切入口，为未来的创新盈利模式奠定基础。

对“细胞治疗+基因检测”领域的前瞻投入增添未来想象空间

双鹭子公司及其所投企业业务有涉及肿瘤的细胞免疫治疗与基因测序等最前沿的生物技术，免疫治疗目前被认为是最有希望治愈肿瘤的医疗手段，而基因测序技术更是从根源探究解决问题的手段，两者都是未来个体化医疗、精准医疗最重要的组成部分，也是生物技术发展的方向。对“细胞治疗+基因检测”领域的前瞻投入增添未来想象空间。

辽宁迈迪生物：走在国内细胞免疫治疗前沿的排头兵

✓ 辽宁迈迪生物专注于免疫细胞生物治疗技术和体外诊断试剂的研发与生产。位于国家本溪生物医药科技产业基地，2009年3月注册成立，注册资金2000万，现有员工100余人，1000平GMP标准洁净实验室和近千平研发实验室，已经建成分子基因组学研究开发平台、蛋白组学研究开发技术平台、快速诊断平台、免疫细胞药物载体基础和临床研究平台。获得多项省市级科研成果和科技进步奖及二十余项成果转让，研究工作得到了各级政府的认可和支持，获国家和省市级科研课题经费资助超过1000万元。

✓ 公司的免疫细胞生物治疗技术已获专利，与国内十余家三甲医院联合开展科学研究和临床治疗，累计为2.4万人次以上肿瘤患者提供治疗，病情有效控制率达64%，显著提高患者生活质量。肿瘤免疫治疗是借助现代生物学技术，体外扩增并激活针对肿瘤的免疫杀伤细胞，回输病人体内，激发增强机体抗肿瘤免疫应答，清除微小残留病灶和肿瘤干细胞，从而达到清除肿瘤的目的。迈迪开展的肿瘤免疫细胞治疗包括：细胞因子诱导杀伤细胞（CIK）治疗、树突状细胞（DC）治疗、肿瘤浸润淋巴细胞（TIL）治疗、细胞毒性T淋巴细胞（CTL）治疗、自然杀伤细胞（NK）治疗及嵌合抗原受体T细胞（CAR-T）

治疗。

- ✓ 公司开发的体外诊断试剂包括免疫抗体、蛋白相关试剂、快速诊断试剂、核酸诊断试剂、生化诊断试剂等。国内首创预测心脑血管死的 TAFI 体外诊断试剂盒是血栓性疾病早期预警和早期诊断的创新产品，市场前景广阔。

涉足基因检测业务：双子星“安诺优达+泛生子生物”

双鹭药业目前未直接涉足该领域，但公司于 2013 年出资 3000 万元（持股 11.41%）参与设立的“崇德弘信基金”投资的安诺优达基因科技（北京）有限公司和北京泛生子生物科技有限公司均涉足了基因检测。两家生物科技公司均为 A 轮融资，“崇德弘信”投资持股不超过 10%，同时即将参与其 B 轮融资。

- ✓ **安诺优达**成立于 2012 年，是国内目前产前诊断基因检测领域已获许可的两家领先企业之一，专注于新一代基因组学技术在人类医学健康和生命科学研究两大领域的应用。安诺优达拥有自主研发的领先基因组测序和生物信息学技术，建立了领先的高通量测序平台和高性能计算平台，形成了强大的 Bio-IT 基础和产业化服务能力。在医学健康领域，已在生育生殖健康、肿瘤个性化诊疗、罕见遗传病和基因体检四大方向形成了优秀的产品体系和品牌效应。在科技服务领域，与国内外高校院所和研发机构广泛开展科研合作，涉及领域包括人类重大疾病基础研究、动植物分子育种、遗传与进化、环境微生物和生态等，为生命科学研究提供技术解决方案。
- ✓ **北京泛生子生物**于 2013 年成立，是世界上在脑癌、膀胱癌及肝癌基因诊断与个体化治疗领域最领先的公司，公司科学家阎海是脑癌相关基因的发现人，被西方列为诊断金标准，是世界脑癌基因诊断的奠基人。泛生子旨在为中国广大健康人群、癌症患者、癌症高危人群提供最优质的分子诊断分析，以及领先世界的精确个体化诊疗方案等高端服务。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	857	1234	1715	2433	营业收入	1243	1523	1938	2370
应收款项	668	819	1042	1274	营业成本	372	445	540	632
存货净额	112	132	160	189	营业税金及附加	16	18	23	28
其他流动资产	636	780	992	1213	销售费用	30	37	47	57
流动资产合计	2283	2974	3919	5119	管理费用	100	120	152	186
固定资产	414	466	494	487	财务费用	(21)	(26)	(37)	(52)
无形资产及其他	78	76	74	72	投资收益	44	50	50	50
投资性房地产	452	452	452	452	资产减值及公允价值变动	(8)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	92	87	81	75	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3319	4055	5019	6205	营业利润	780	974	1258	1564
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	32	35	35	35
应付款项	43	50	61	72	利润总额	812	1009	1293	1599
其他流动负债	73	70	86	102	所得税费用	111	151	194	240
流动负债合计	116	120	146	174	少数股东损益	6	7	9	12
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	695	850	1089	1347
其他长期负债	22	25	28	31					
长期负债合计	22	25	28	31	现金流量表 (百万元)				
负债合计	138	145	175	205		2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	33	40	48	58	净利润	695	850	1089	1347
股东权益	3148	3870	4796	5941	资产减值准备	7	4	1	0
负债和股东权益总计	3319	4055	5019	6205	折旧摊销	31	41	50	55
					公允价值变动损失	8	5	5	5
					财务费用	(21)	(26)	(37)	(52)
					营运资本变动	(558)	(303)	(432)	(452)
					其它	(2)	2	7	10
					经营活动现金流	181	600	720	965
					资本开支	(81)	(101)	(81)	(51)
					其它投资现金流	(3)	0	0	0
					投资活动现金流	42	(95)	(75)	(45)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(91)	(128)	(163)	(202)
					其它融资现金流	53	0	0	0
					融资活动现金流	(129)	(128)	(163)	(202)
					现金净变动	94	377	481	718
					货币资金的期初余额	763	857	1234	1715
					货币资金的期末余额	857	1234	1715	2433
					企业自由现金流	17	405	536	799
					权益自由现金流	70	427	567	843

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.52	1.86	2.38	2.95
每股红利	0.20	0.28	0.36	0.44
每股净资产	6.89	8.47	10.50	13.01
ROIC	23%	23%	26%	28%
ROE	22%	22%	23%	23%
毛利率	70%	71%	72%	73%
EBIT Margin	58%	59%	61%	62%
EBITDA Margin	61%	62%	63%	64%
收入增长	7%	23%	27%	22%
净利润增长率	20%	22%	28%	24%
资产负债率	5%	5%	4%	4%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	34.4	28.1	22.0	17.8
P/B	7.6	6.2	5.0	4.0
EV/EBITDA	31.9	25.5	19.7	15.9

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇 彬	021-6093 3155	闫 莉	010-88005316
林 虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶 川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕 翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化/零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵 婧	021-60875174	朱 元	021-60933162	郑 剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
邓周宇	0755-82133263	曾 光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟 潇	0755-82132098		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程 成	0755-22940300	刘 翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘 洵	021- 60933151	徐 强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
军工		机械		非金属及建材	
梁 铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王 东	010-88005309			刘 宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		银行	
区瑞明	0755-82130678	刘 鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备/新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	邱 波	0755-82133390
		苏 淼	021-60933150	刘 萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵 达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周 琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
李忠谦	010-88005325				
邹 璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				