



Research and
Development Center

技术领先的研发型生化药公司
—— 赛升药业（300485.SZ）深度报告

2015年10月22日

李惜浣 行业分析师
吴临平 行业分析师

证券研究报告

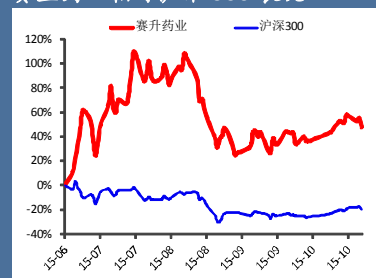
公司研究——首次覆盖

赛升药业 (300485.sz)



首次评级

赛升药业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2015.10.21)

收盘价(元)	81.50
52周内股价 波动区间(元)	50.77- 125.80
最近一月涨跌幅(%)	9.55
总股本(亿股)	1.20
流通 A 股比例(%)	25.0
总市值(亿元)	97.8

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

李惜澹 行业分析师

执业编号：S1500512040001

联系电话：+86 10 63081424

邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 行业分析师

执业编号：S1500514070004

联系电话：+86 10 63081101

邮箱：wuliping@cindasc.com

技术领先的研发型生化药公司

2015年10月22日

本期内容提要：

- ◆公司主营业务为心脑血管类疾病、免疫性疾病和神经系统疾病三大用药领域的生物生化药品，主要产品包括薄芝糖肽注射液、脱氧核苷酸钠注射液、单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液、注射用胸腺肽、纤溶酶注射剂等五大品种；前三个品种对于公司毛利润的贡献超过 80%。
- ◆核心品种所处市场具有较好的成长性。公司的核心品种处于免疫系统疾病、心脑血管类疾病和神经系统疾病三大用药领域，分别是我国医院用药金额中排名第一、第三和第六的用药大类；各大类的市场规模仍处于快速增长中，市场空间较大。
- ◆核心品种具有较好的竞争格局。公司的五个核心品种生产厂家较少、市场份额领先、议价能力较强，保证了公司主要产品在招标中的价格稳定。薄芝糖肽注射液、注射用纤溶酶仅有 2 家生产企业，脱氧核苷酸钠注射液为独家剂型，公司保持着较高的市场占有率；100mg 注射用胸腺肽为独家规格，市场份额第一的西安迪赛受违规生产影响将带来注射用胸腺肽市场格局的重新划分，公司有望获得更多市场份额；纤溶酶注射剂作为国家医保乙类药品，目前医保使用受限、只能作为抢救用药，我们认为使用限制有望在新版医保目录调整时放开，对于纤溶酶注射剂整体市场扩容公司将最为受益。
- ◆公司拥有自主研发、国内领先的生物纯化技术。公司拥有国内领先的生物纯化技术，形成了生物大分子纯化技术平台，核心技术均为自主研发；尤其在蛋白质分离纯化技术方面具有较高水平，核心技术包括亲和层析技术、单克隆抗体（结构域）纯化技术、分子酶切技术等。
- ◆与经销商建立了长期稳定的深度合作关系。公司主要采取“驻地招商+学术推广”的营销策略，目前已经基本构建了覆盖全国的销售网络，通过 1000 余家代理商产品进入了全国 2500 余家医院。公司最大的经销商为誉衡药业子公司誉衡经纬，是公司脱氧核苷酸钠注射液产品除辽宁、吉林、北京、福建以外其他省市地区的独家经销商。公司与誉衡经纬的合作关系已持续十余年，长期稳定的合作关系使双方达到共赢，也成为公司与经销商良好合作关系的典范。
- ◆盈利预测与投资评级：我们预测 2015-2017 年公司年营业收入分别为 6.60 亿元、8.05 亿元和 9.69 亿元，同比增长 11.84%、22.10%和 20.26%；归属母公司净利润分别为 2.23 亿元、2.99 亿元和 3.62 亿元，同比增长 10.32%、33.61%和 21.21%，对应 EPS(摊薄)分别为 1.86 元、2.49 元和 3.02 元。可比公司 2015 年平均 PE 为 54.3 倍，考虑到公司产品所处市场具有较好的成长性和竞争格局，以及公司拥有行业领先的研发实力，我们认为公司 2015 年 54 倍 PE 较为合理，给予公司 100.0 元的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ **风险因素：**行业政策风险；主要产品价格下降的风险；新药研发的不确定性。

主要财务指标

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	480.21	589.85	659.69	805.46	968.64
增长率 YoY %	21.26%	22.83%	11.84%	22.10%	20.26%
归属母公司净利润(百万元)	160.79	202.57	223.47	298.58	361.92
增长率 YoY%	21.29%	25.99%	10.32%	33.61%	21.21%
毛利率%	60.53%	61.85%	60.50%	60.55%	61.17%
净资产收益率 ROE%	37.82%	35.63%	17.23%	14.23%	14.90%
每股收益 EPS(元)	1.79	2.25	1.86	2.49	3.02
市盈率 P/E(倍)	61	48	44	33	27
市净率 P/B(倍)	14.9	11.4	5.0	4.4	3.7

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2015年10月21日收盘价

目 录

一、公司概况	1
二、公司核心竞争力分析	2
1、五大品种所处市场具有较好的成长性	2
2、五大品种具有较好的竞争格局	7
3、拥有自主研发、国内领先的生物纯化技术	9
4、与经销商建立了长期稳定的深度合作关系	10
三、盈利预测、估值与投资评级	11
盈利预测及假设	11
估值与投资评级	11
风险因素	12

表 目 录

表 1: 公司主要产品情况	1
表 2: 公司主要产品所处大类的市场份额	2
表 3: 常用的免疫增强剂类型	3
表 4: 2010 年免疫增强剂主要品种市场份额及市场集中度	4
表 5: 重点城市神经系统药物医院市场前 5 名品种的市场份额	5
表 6: 常用的抗血栓药物类型	6
表 7: 2012-2014 年全国脱氧核苷酸钠注射剂主要品牌销售市场份额	7
表 8: 2012-2014 年全国单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液主要品牌销售市场份额	7
表 9: 2012-2014 年全国薄芝糖肽注射液主要品牌销售市场份额	8
表 10: 2012-2014 年全国纤溶酶注射剂主要品牌销售市场份额	8
表 11: 2012-2014 年全国注射用胸腺肽主要品牌销售市场份额	8
表 12: 公司核心技术及主要产品应用	9
表 13: 公司 6 类以上在研品种情况	9
表 14: 可比公司估值	11

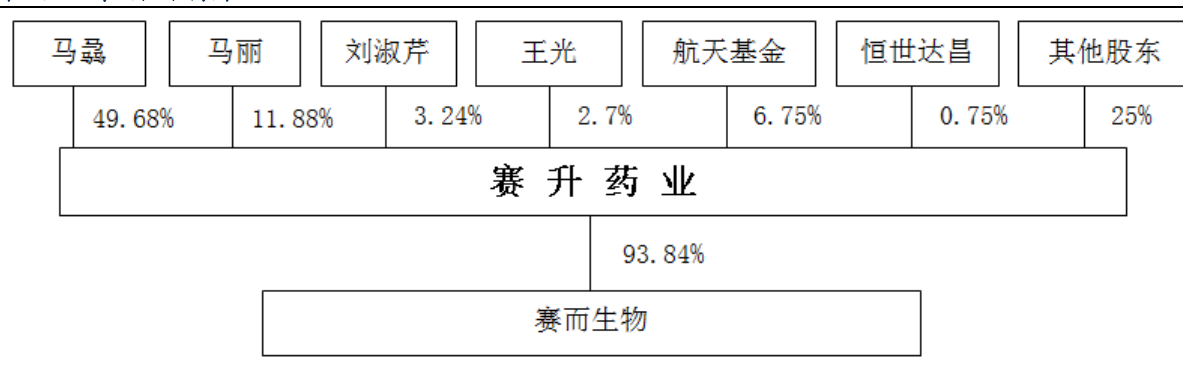
图 目 录

图 1: 公司股权结构图	1
图 2: 2014 年公司营业收入构成	2
图 3: 2014 年公司毛利润构成	2
图 4: 2009-2017E 年国内免疫增强剂市场规模	3
图 5: 2011-2014 年重点城市神经系统药物医院市场规模	4
图 6: 2009-2014 年国内单唾液酸 GM-1 注射剂市场总体规模	5
图 7: 2011-2014 年重点城市心血管系统药物医院市场规模	6
图 8: 2011-2014 年重点城市抗血栓药物医院市场规模	6
图 9: 2012-2015E 年誉衡经纬代理公司脱氧核苷酸钠注射液的销售量	10

一、公司概况

公司控股股东、实际控制人为董事长马磊博士。

图 1: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理;

公司主营业务为心脑血管类疾病、免疫性疾病和神经系统疾病三大用药领域的生物生化药品, 主要产品包括薄芝糖肽注射液、脱氧核苷酸钠注射液、注射用胸腺肽、纤溶酶注射剂、单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液 (GM-1) 等五大品种。

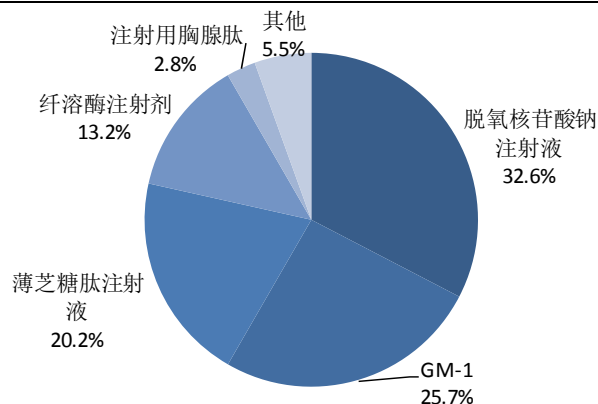
表 1: 公司主要产品情况

产品系列	主要产品	适应症	医保
免疫调节药物	薄芝糖肽注射液	用于进行性肌营养不良, 萎缩性肌强直, 及前庭功能障碍、高血压等引起的眩晕和植物神经功能紊乱、癫痫、失眠等症; 亦可用于肿瘤、肝炎的辅助治疗。	
	脱氧核苷酸钠注射液	用于急、慢性肝炎, 白细胞减少症, 血小板减少症及再生障碍性贫血等的辅助治疗。	
心脑血管药物	注射用胸腺肽	用于治疗各种原发性或继发性 T 细胞缺陷病, 某些自身免疫性疾病, 各种细胞免疫功能低下的疾病及肿瘤的辅助治疗。	乙类, 限重症乙肝患者的住院治疗
	纤溶酶注射剂	用于脑梗死、高凝血状态及血栓性脉管炎等外周血管疾病。	乙类, 限抢救
神经系统药物	单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	用于治疗血管性或外伤性中枢神经系统损伤; 帕金森病。	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理;

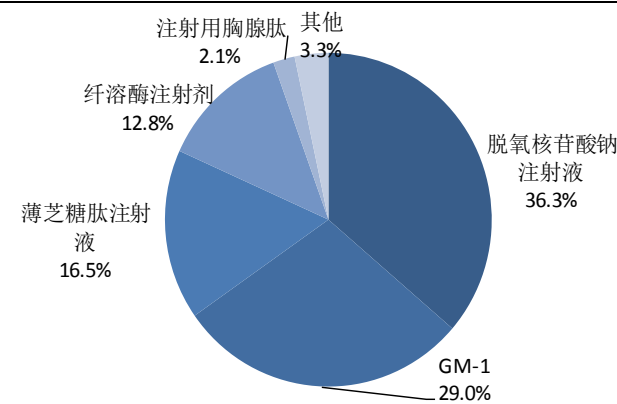
在公司的三大系列五大品种中, 脱氧核苷酸钠注射液在收入和利润中的占比最高, 其次为 GM-1 和薄芝糖肽注射液, 以上三个品种对于公司毛利润的贡献超过 80%。

图 2：2014 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 3：2014 年公司毛利润构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

二、公司核心竞争力分析

1、五大品种所处市场具有较好的成长性

公司的核心品种处于免疫系统疾病、心脑血管类疾病和神经系统疾病三大用药领域，分别是我国医院用药金额中排名第一、第三和第六的用药大类；各大类的市场规模仍处于快速增长中，市场空间较大。

表 2：公司主要产品所处大类的市场份额

排序	用药大类	市场份额
1	抗肿瘤和免疫调节剂	18.86%
2	全身用抗感染药物	15.31%
3	心血管系统药物	14.47%
4	消化系统及代谢药	14.11%
5	血液和造血系统药物	11.76%
6	神经系统药物	10.89%
7	肌肉-骨骼系统	3.37%
8	呼吸系统用药	3.14%
9	全身用激素类制剂	1.92%
10	生殖泌尿系统和性激素药物	1.40%

资料来源：《医药经济报》；信达证券研发中心整理；

(1) 免疫调节药物市场

免疫增强剂主要适用于肿瘤及病毒性肝炎患者，常用的免疫增强剂分为五类，公司产品脱氧核苷酸钠注射液和注射用胸腺肽属于生物类免疫增强剂，薄芝糖肽注射液属于聚合糖类免疫增强剂。

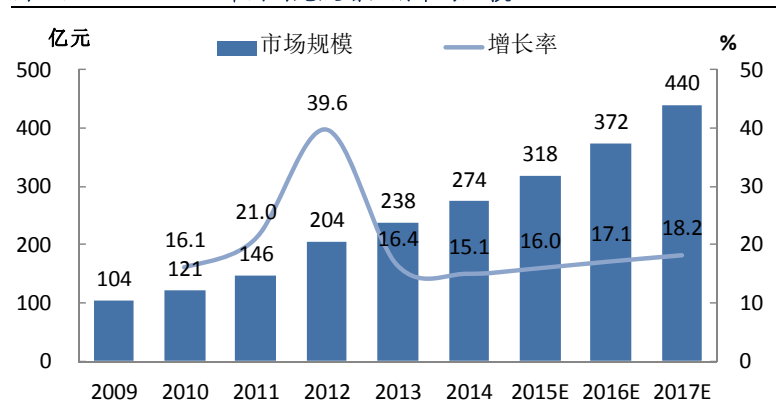
表 3: 常用的免疫增强剂类型

排序	用药大类	市场份额
1	生物类	胸腺激素类、转移因子、免疫核糖酸、干扰素、白细胞介素等
2	微生物来源的制剂	利用细菌抗原做成的制剂，类似菌苗类，如哮喘疫苗等
3	化学合成药物	左旋咪唑、异丙肌苷、羟壬嘌呤、二乙胺基硫代甲酸钠等
4	聚合糖类	微生态制剂、香菇多糖、云芝多糖k、银耳多糖、灵芝多糖等
5	中药及植物来源类	人参、刺五加、枸杞子、黄芪、白芍、淫羊藿、蜂王浆、植物血凝素、刀豆素α、胎盘脂多糖等

资料来源：公司招股说明书；信达证券研发中心整理；

南方所数据显示，2009-2014 年我国免疫增强剂总体市场规模从 104 亿增至 273.7 亿，复合增长率达到 21.3%；预计到 2017 年，免疫增强剂总体市场规模将达到 440 亿元，预计 2014-2017 年的复合增长率为 17.1%。

图 4: 2009-2017E 年国内免疫增强剂市场规模



资料来源：南方所，信达证券研发中心整理；

表 4: 2010 年免疫增强剂主要品种市场份额及市场集中度

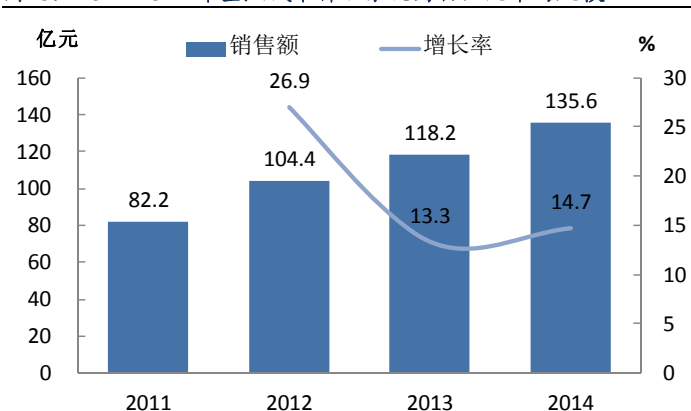
排序	品种	市场份额	市场集中度 CR4
1	重组人粒细胞集落刺激因子	11.69%	62.13%
2	干扰素	10.95%	63.88%
3	胸腺肽 α1	10.3%	100%
4	胸腺五肽	8.83%	72.91%
5	康艾注射液	7.01%	100%
9	胸腺肽	4.39%	74.14%
13	薄芝糖肽	3.26%	100%

资料来源:《医药经济信息》; 信达证券研发中心整理;

(2) 神经系统用药市场

神经系统用药是全球第二大药品市场,是增长最快的市场之一;随着我国人口老龄化的加剧,以及城市居民生活压力的加大,国内神经系统用药市场规模呈快速增长趋势。南方所数据显示,2011-2014 年我国重点城市神经系统药物医院市场规模从 82 亿增至 135.6 亿,三年的复合增长率为 18.1%。

图 5: 2011-2014 年重点城市神经系统药物医院市场规模



资料来源:南方所 HDM, 信达证券研发中心整理; 注:重点城市包括北京、成都、广州、哈尔滨等 16 个城市。

单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液 (GM-1) 近五年都是神经系统药物医院市场中市场份额最高的品种,在南方所重点城市中成药与化学药医院监测分析系统 (HDM) 中,2014 年单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液整体市场份额为 8.57%。

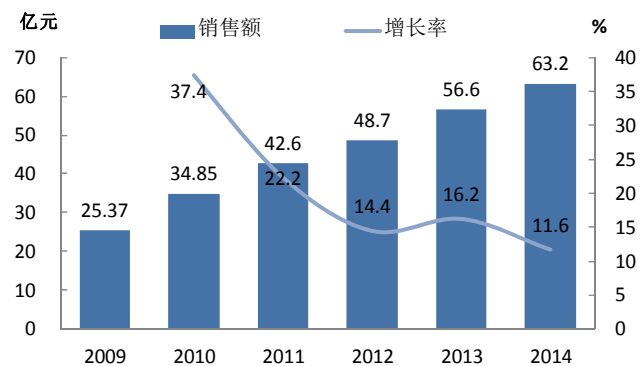
表 5: 重点城市神经系统药物医院市场前 5 名品种的市场份额

排序	通用名	2014 年	2013 年	2012 年
1	单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	8.57%	10.75%	10.71%
2	小牛血清去蛋白注射液	5.35%	4.83%	4.66%
3	丙泊酚注射液	5.21%	5.10%	5.40%
4	注射用鼠神经生长因子	5.02%	4.71%	4.57%
5	奥拉西坦注射液	4.53%	5.08%	5.26%

资料来源: 南方所 HDM, 信达证券研发中心整理;

南方所数据显示, 2009-2014 年单唾液酸 GM-1 注射剂市场总体规模从 25.4 亿增至 63.2 亿, 复合增长率达到 20.0%; 总体规模呈现较快的增长。

图 6: 2009-2014 年国内单唾液酸 GM-1 注射剂市场总体规模

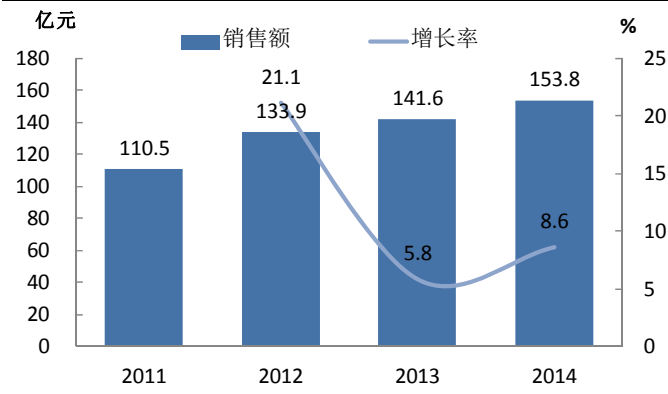


资料来源: 南方所, 信达证券研发中心整理;

(3) 心脑血管用药市场

随着居民生活水平的提高、生活方式的改变以及人口老龄化的加剧, 我国心脑血管类疾病患病人数快速增长、市场持续扩容, 心脑血管用药也是产生单品销售额超过 5 亿元重磅品种最多的领域。南方所数据显示, 2007-2010 年我国心脑血管疾病用药市场总规模由 700 亿元增至 1414.7 亿元, 复合增长率达到 26.4%; 我们预测未来几年心脑血管药物市场仍将保持 15% 以上的增速稳定增长。

图 7：2011-2014 年重点城市心血管系统药物医院市场规模



资料来源：南方所 HDM，信达证券研发中心整理；

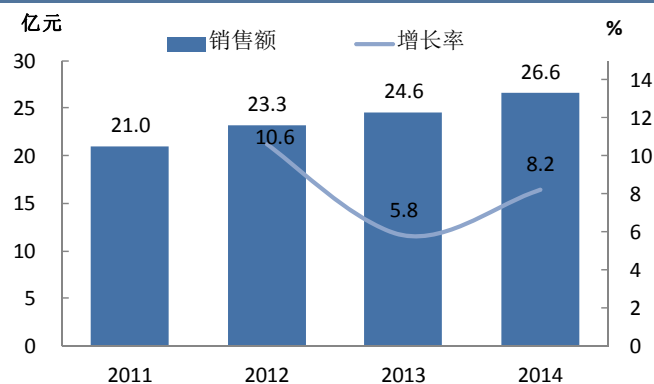
心血管系统用药包括高血压药、调脂药、抗心绞痛、血管扩张药、抗心律失常药、强心剂、抗休克升压药、抗血栓药及其他药。其中，抗血栓药一般包括抗血小板药、抗凝血药和溶血栓药。

表 6：常用的抗血栓药物类型

分类	典型药品	应用范围
1 抗血小板药	以化学药为主，如氯吡格雷、阿司匹林、替罗非班、奥扎格雷等；	主要用于预防动脉血栓和静脉血栓的形成
2 抗凝血药	以化学药和生化药为主，如华法林、肝素钠、低分子肝素钠、水蛭素等；	主要用于预防动脉血栓和静脉血栓的形成
3 溶血栓药	以生化药为主，如尿激酶、链激酶、降纤酶、纤溶酶等；	用于血栓的溶解

资料来源：公司招股说明书；

图 8：2011-2014 年重点城市抗血栓药物医院市场规模



资料来源：南方所 HDM，信达证券研发中心整理；

2、五大品种具有较好的竞争格局

公司的五个核心品种均具有较好的竞争格局，生产厂家较少、市场份额领先、议价能力较强，保证了公司主要产品在招标中的价格稳定；薄芝糖肽注射液、注射用纤溶酶仅有 2 家生产企业，脱氧核苷酸钠注射液为独家剂型，100mg 注射用胸腺肽为独家规格。

(1) 脱氧核苷酸钠注射液

目前全国仅有两家生产企业，公司市场份额处于绝对领先地位。

表 7: 2012-2014 年全国脱氧核苷酸钠注射剂主要品牌销售市场份额

排名	生产企业	通用名	2012 年	2013 年	2014 年
1	赛升药业	脱氧核苷酸钠注射液	94.04%	95.37%	95.37%
2	丽珠集团	注射用脱氧核苷酸钠	5.96%	4.63%	4.63%
		合计	100%	100%	100%

资料来源：南方所，信达证券研发中心整理；

(2) 单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液 (GM-1)

截至 2015 年 2 月，FDA 共批准 23 个单唾液酸 GM-1 注射剂生产批文（不含原料药），2014 年市面上销售产品的企业有 8 家；GM-1 注射液市场集中度较高，山东齐鲁制药产品的市场份额处于绝对领先地位，而第二梯队各品牌的市场份额差距逐渐缩小，2014 年公司产品市场份额居第三位，但近三年销售收入增长迅速、市场份额逐年提升，增势良好。

表 8: 2012-2014 年全国单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液主要品牌销售市场份额

排名	生产企业	商品名	2012 年	2013 年	2014 年
1	山东齐鲁制药	申捷	59.20%	59.56%	62.44%
2	哈尔滨医大药业	博司捷	14.33%	12.30%	11.07%
3	赛升药业	赛典	6.67%	8.84%	10.81%
4	四环制药	澳苷	11.74%	11.95%	9.94%
5	长春翔通药业	-	8.05%	7.34%	5.74%
		合计	100%	100%	100%

资料来源：南方所，信达证券研发中心整理；

(3) 薄芝糖肽注射液

目前全国仅有两家生产企业，公司的市场份额近三年均处于领先地位。

表 9: 2012-2014 年全国薄芝糖肽注射液主要品牌销售市场份额

排名	生产企业	商品名	2012 年	2013 年	2014 年
1	赛升药业	赛升	57.36%	58.02%	56.80%
2	扬州制药	扶尔泰	42.64%	41.98%	43.20%
	合计		100%	100%	100%

资料来源: 南方所, 信达证券研发中心整理;

(4) 纤溶酶注射剂

全国仅有两家生产企业, 公司一直保持着较高的市场占有率。纤溶酶注射剂是国家医保乙类药品, 但是目前医保使用受限——只能作为抢救用药, 我们认为使用限制有望在新版医保目录调整时放开, 对于纤溶酶注射剂整体市场扩容公司将最为受益。

表 10: 2012-2014 年全国纤溶酶注射剂主要品牌销售市场份额

排名	生产企业	通用名	2012 年	2013 年	2014 年
1	赛升药业	纤溶酶注射液/注射用纤溶酶	63.07%	61.57%	65.71%
2	四环药业	注射用纤溶酶	36.93%	38.43%	34.24%
	合计		100%	100%	100%

资料来源: 南方所, 信达证券研发中心整理;

(5) 注射用胸腺肽

2012-2014 年公司在注射用胸腺肽市场中的市场份额居第二位, 西安迪赛生物处于市场绝对领先地位, 公司与迪赛占据了 90% 以上的市场份额、注射用胸腺肽市场的 CR4 由 2012 年的 89.33% 升至 2014 年的 98.05%, 市场集中度极高。

表 11: 2012-2014 年全国注射用胸腺肽主要品牌销售市场份额

排名	生产企业	商品名	2012 年	2013 年	2014 年
1	西安迪赛生物	迪赛	53.87%	59.45%	64.88%
2	赛升药业	赛威	26.40%	29.60%	25.12%
3	南京新百	-	5.07%	4.98%	4.88%
4	吉林玉皇药业	-	4.00%	3.98%	3.17%
5	湖南一格制药	-	4.27%	1.74%	1.71%
6	其他厂家	-	7.73%	6.40%	0.25%
	合计		100%	100%	100%

资料来源: 南方所, 信达证券研发中心整理;

2015年7月FDA对西安迪赛生物进行了飞行检查时发现其在未通过新版GMP认证的车间生产注射用胸腺肽，FDA决定收回西安迪赛生物的GMP证书并召回2014年以来生产的注射用胸腺肽，我们认为此事件将带来注射用胸腺肽市场格局的重新划分，公司有望获得更多市场份额。此外，注射用胸腺肽分为50mg、80mg、100mg三种规格，大规格100mg注射用胸腺肽为公司独家生产。

3、拥有自主研发、国内领先的生物纯化技术

公司拥有国内领先的生物纯化技术，形成了生物大分子纯化技术平台，核心技术均为自主研发，拥有自主知识产权；尤其在蛋白质分离纯化技术方面具有较高水平，核心技术包括亲和层析技术、单克隆抗体（结构域）纯化技术、分子酶切技术、切向流膜分离技术、高浓度多肽溶液浓缩技术、脂类制备技术等，以上技术都已成熟应用于主要产品的制备过程，服务于产业化生产。

表 12: 公司核心技术及主要产品应用

核心技术	技术来源	主要产品应用
亲和层析技术	自主研发	纤溶酶注射液、注射用纤溶酶、薄芝糖肽注射液
单克隆抗体（结构域）纯化技术	自主研发	纤溶酶注射液、注射用纤溶酶、降纤酶注射剂
分子酶切技术	自主研发	脱氧核苷酸钠注射液、注射用胸腺肽
切向流膜分离技术	自主研发	薄芝糖肽注射液、注射用胸腺肽、脱氧核苷酸钠注射液、GM-1
高浓度多肽溶液浓缩技术	自主研发	注射用胸腺肽 100mg
脂类制备技术	自主研发	GM-1

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心整理；

表 13: 公司 6 类以上在研品种情况

项目名称	注册类别	主要用途	进展情况
脱端基纤维蛋白原及其制备方法和应用	化药 1 类	用于先天性低纤维蛋白原血症、原发性和继发性纤溶引起的低纤维蛋白原血症	公司已取得发明专利证书
一种蛇毒丝氨酸蛋白酶、其编码基因及应用	化药 1 类	功能与凝血、溶血栓相关，有可能开发出治疗脑血栓和各种心血管疾病的药物	发明专利初审合格，正在进行立项前准备
一种异丙基苷的制备方法及其口服制剂	化药 3 类	免疫调节药物，具有抗病毒和抗肿瘤活性，多发性口角炎，局灶性生殖器炎等	已取得发明专利证书，2015年7月与优效（北京）签订技术服务合同，开展临床试验
精氨酸酮洛芬	化药 4 类	用于风湿性关节炎、类风湿性关节炎、强直性脊椎有、痛风、骨关节炎、血友病关节炎、外伤和手术后疼痛等疾病	申报生产，已获得受理通知书，完成现场核查及检验

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理；

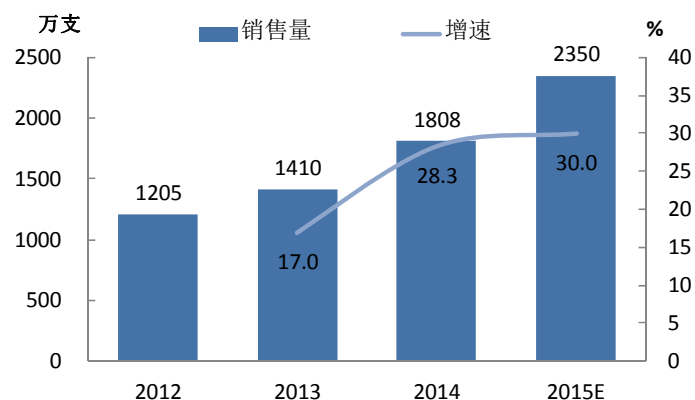
此外，在公司 IPO 募投项目中拟投资 6000 万元用于“HM 类多肽产品项目”，“HM 类多肽”产品是整合素阻断剂类合成多肽，单独使用可以有效抑制人的肺癌、肝癌和胃癌的发生和发展，该产品生物活性显著，能有效抑制人的非小细胞肺癌、肝癌、胃癌增殖，还能够显著抑制黑色素瘤及乳腺癌的转移。该产品已经获得 1 类新药临床批件，有望成为我国首个整合素阻断剂类抗肿瘤药物。公司计划该项目总投资 1.5 亿元，其中包括 1 类新药临床批件转让费 5000 万元及 I 期临床试验费 1000 万元，II、III 期临床试验及中试生产 9000 万元。

4、与经销商建立了长期稳定的深度合作关系

公司产品以医院为主要销售终端，公司主要采取“驻地招商+学术推广”的营销策略，近几年合作的经销商数量稳定在 1000 家以上，2014 年经销商数量为 1092 家。目前公司已经基本构建了覆盖全国的销售网络，产品进入了全国 2500 余家医院，与经销商建立了长期稳定的深度合作关系。

公司最大的经销商为誉衡药业（002437）的子公司誉衡经纬医药发展有限公司，近三年公司每年对其销售金额约占公司营业收入比重的 18%；誉衡经纬是公司脱氧核苷酸钠注射液产品除辽宁、吉林、北京、福建以外其他省市地区的独家经销商。公司与誉衡经纬的合作关系已持续十余年，长期稳定的合作关系使双方达到共赢，也成为公司与经销商合作关系的典范。2015 年公司与誉衡经纬签署的销售合同中，代理销售量为 2350 万支。

图 9：2012-2015E 年誉衡经纬代理公司脱氧核苷酸钠注射液的销售量



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心整理；

三、盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

- 1、假设脱氧核苷酸钠注射液 2015-2017 年保持 15%-25%的增速；
- 2、假设 GM-1 2015-2017 年保持 20%左右的增速；
- 3、假设纤溶酶注射剂 2015-2017 年保持 25%-30%的增速；
- 4、假设注射用胸腺肽 2015-2017 年增速分别为 10%、30%、20%；
- 5、假设 2015-2017 年公司主要产品毛利率基本稳定；
- 6、假设 2016 年公司销售费用率小幅提升，其他期间费用率基本稳定。

根据以上假设，我们预测 2015-2017 年公司营业收入分别为 6.60 亿元、8.05 亿元和 9.69 亿元，同比增长 11.84%、22.10% 和 20.26%；归属母公司净利润分别为 2.23 亿元、2.99 亿元和 3.62 亿元，同比增长 10.32%、33.61%和 21.21%，对应 EPS（摊薄）分别为 1.86 元、2.49 元和 3.02 元。

估值与投资评级

表 14：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	市盈率			
				2014A	TTM	2015E	2016E
300204.SZ	舒泰神	29.91	100.5	51.5	41.1	42.3	34.2
300255.SZ	常山药业	16.90	79.6	59.5	57.1	47.5	36.9
300199.SZ	翰宇药业	20.56	183.0	106.7	86.4	51.2	39.2
300009.SZ	安科生物	23.00	86.8	79.0	68.5	57.9	43.5
300439.SZ	美康生物	34.27	116.5	84.6	78.4	69.5	56.5
300463.SZ	迈克生物	81.10	150.8	66.7	62.1	52.4	42.0
300482.SZ	万孚生物	81.98	72.1	73.3	68.4	59.5	46.5
	平均值			74.5	66.0	54.3	42.7

资料来源：Wind，信达证券研发中心整理；注：股价为 2015 年 10 月 21 日收盘价；预测市盈率为 wind 一致预期平均值；

可比公司 2015 年平均市盈率 54.3 倍，考虑到公司产品所处市场具有较好的成长性和竞争格局，以及公司拥有行业领先的研发实力，我们认为公司 2015 年 54 倍 PE 较为合理，给予公司 100.0 元的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

- 1、行业政策风险；
- 2、主要产品价格下降的风险；
- 3、新药研发的不确定性。

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	364.58	550.80	1,868.08	2,185.53	2,567.94
货币资金	325.08	482.13	1,789.09	2,089.23	2,453.64
应收票据	1.41	6.46	7.23	8.82	10.61
应收账款	4.97	6.35	7.10	8.67	10.43
预付账款	8.33	9.71	11.24	13.71	16.23
存货	24.64	45.99	53.26	64.94	76.88
其他	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
非流动资产	176.46	167.55	162.12	158.11	154.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	113.65	103.55	101.19	101.66	99.66
无形资产	58.48	56.84	54.67	52.51	50.34
其他	4.33	7.16	6.26	3.95	4.05
资产总计	541.04	718.35	2,030.20	2,343.65	2,722.00
流动负债	47.33	70.02	77.45	92.32	108.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	7.83	8.53	9.88	12.05	14.26
其他	39.50	61.49	67.57	80.27	94.49
非流动负债	0.00	1.69	1.69	1.69	1.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.69	1.69	1.69	1.69
负债合计	47.33	71.71	79.14	94.01	110.44
少数股东权益	1.64	1.50	1.50	1.50	1.50
归属母公司股东权益	492.07	645.14	1,949.56	2,248.14	2,610.06
负债和股东权益	541.04	718.35	2030.20	2343.65	2722.00

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	480.21	589.85	659.69	805.46	968.64
同比(%)	21.26%	22.83%	11.84%	22.10%	20.26%
归属母公司净利润	160.79	202.57	223.47	298.58	361.92
同比(%)	21.29%	25.99%	10.32%	33.61%	21.21%
毛利率(%)	60.53%	61.85%	60.50%	60.55%	61.17%
ROE(%)	37.82%	35.63%	17.23%	14.23%	14.90%
每股收益(元)	1.79	2.25	1.86	2.49	3.02
P/E	61	48	44	33	27
P/B	14.9	11.4	5.0	4.4	3.7
EV/EBITDA	36.66	28.99	36.06	27.25	22.58

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	480.21	589.85	659.69	805.46	968.64
营业成本	189.52	225.03	260.58	317.74	376.12
营业税金及附加	5.92	7.35	8.26	10.08	12.12
营业费用	63.15	76.75	72.57	108.74	130.77
管理费用	45.48	62.91	62.67	88.60	106.55
财务费用	-7.90	-16.21	-17.35	-64.46	-75.28
资产减值损失	0.17	0.10	-0.12	0.09	0.03
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	183.87	233.91	273.10	344.68	418.33
营业外收入	5.52	2.18	4.87	4.87	4.87
营业外支出	2.57	0.01	18.11	2.36	2.36
利润总额	186.82	236.08	259.85	347.19	420.84
所得税	26.07	33.65	36.38	48.61	58.92
净利润	160.75	202.43	223.47	298.58	361.92
少数股东损益	-0.03	-0.14	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	160.79	202.57	223.47	298.58	361.92
EBITDA	200.10	253.01	271.25	358.96	433.16
EPS (摊薄)	1.34	1.69	1.86	2.49	3.02

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	196.82	214.23	249.72	309.85	374.63
净利润	160.75	202.43	223.47	298.58	361.92
折旧摊销	13.28	16.92	11.40	11.77	12.32
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	20.60	-4.60	-2.76	-2.54	-1.60
其它	2.19	-0.53	17.60	2.03	1.98
投资活动现金流	-19.42	-7.05	-23.70	-9.71	-10.21
资本支出	-19.42	-9.05	-23.70	-9.71	-10.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-27.64	-50.13	1,080.94	0.00	0.00
吸收投资	0.00	0.00	1,080.94	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	27.00	49.50	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	149.76	157.05	1306.96	300.14	364.41

医药生物研究小组简介

李惜浣，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，现任职于信达证券研究开发中心，从事医药行业研究。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券研究开发中心。

2014年“天眼”分析师评选“医药生物行业最佳选股分析师”第二名；2013年“天眼”分析师评选“医药生物行业盈利预测最准分析师”第三名。

医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
誉衡药业	002437	康恩贝	600572	天坛生物	600161	利德曼	300289
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	博晖创新	300318	乐普医疗	300003
同仁堂	600085	昆明制药	600422	天士力	600535	羚锐制药	600285

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。