

业绩改善，前景可期

增持（维持）

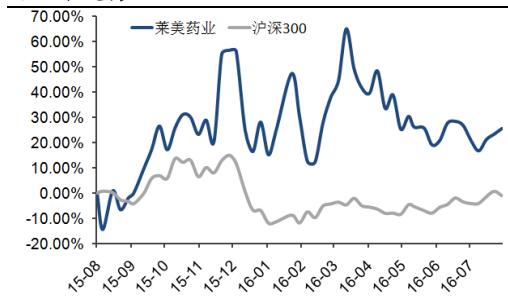
2016年10月31日

投资要点

- **业绩拐点明确：**公司2016年特色专科产品进入快速放量期，传统优势产品保持稳健增长，度过低谷期后，公司业绩拐点已现，快速增长趋势明确。
- **全国首仿—埃索美拉唑：**莱美药业2013年推出埃索美拉唑肠溶胶囊(莱美舒)，2014年取得0.17%的市场份额(阿斯利康99.8%)，2015年市场份额上升至1.1%。目前莱美舒正处于进口替代风口期。我们预测该产品2016—2018年销售复合增长率达241.59%(以2015年销售0.18亿元为基准)。
- **独家品种—纳米炭：**纳米炭混悬注射液是公司自主研发且是唯一获得CFDA批准的淋巴示踪剂。根据南方医药经济研究所数据显示，2015年销售额1.20亿元。公司将申请扩大纳米炭混悬注射液的适应症，未来该产品将有希望将治疗范围扩大到头颈部、乳腺、直肠等部位相关淋巴癌领域。我们预测纳米炭2016—2018年销售复合增长率27.85%(以2015年销售1.20亿元为基准)。
- **独家免疫增强剂—乌体林斯：**乌体林斯由中国金星健康药业有限公司生产，为独家品种。金星药业由莱美药业控股90%，德国制药企业沙奴姆·凯贝克持股10%。金星药业从德国引进乌体林斯后，获得该产品在国内独家生产销售权，2009年进入国家医保乙类目录。我们预测该产品2016—2018年销售复合增长率达19.81%。
- **传统优势产品保持稳健增长：**受政策影响前，公司业绩保持平稳增长，增长率稳定于20%以上，我们保守估计，2016—2018年其传统优势产品保持10%的增长率。
- **盈利预测及投资评级：**我们预测莱美药业(300006)2016—2018年营业收入分别为12.26亿、14.10亿、16.27亿元，归属母公司净利润为0.90亿、1.12亿、1.29亿元；折合2016—2018年EPS分别为0.11元、0.14元、0.16元；对应PE分别为70.00、65.00、67.00倍。因此我们给予“维持”评级。
- **风险提示：**外延并购风险，产品市场拓展风险，政策风险。

首席证券分析师：洪阳
执业资格证书号码：S0600513060001
Hongyang614@gmail.com
0512-62938572

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.74
一年最低价/最高价	7.73/12.07
市净率	4.28
流通A股市值(亿元)	50.83

基础数据

每股净资产(元)	2.05
资产负债率(%)	33.62
总股本(百万股)	8.12
流通A股(百万股)	5.63

相关研究

特色专科用药放量销售，TVM创新平台
打开成长空间
2015.07.14

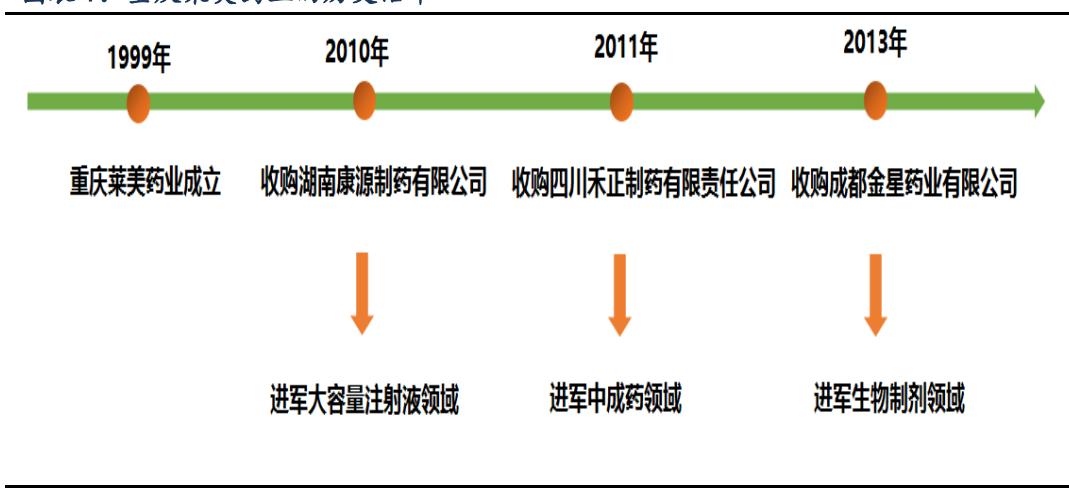
目录

1. 公司沿革	3
1.1 公司股权情况-股东增持	3
1.2 公司旗下子公司-业务整合，优势互补协同发展	4
2. 公司经营情况	5
2.1 公司业绩持续优化，业绩拐点明显	5
2.2 公司经营情况	6
2.2.1 抗感染药品情况	7
2.2.2 特色专科药情况	8
2.2.3 大输液产品情况	8
2.2.4 中药产品情况	9
3. 公司核心竞争力分析	9
3.1 公司的研发体系和研发能力	9
3.2 积极投资，领先布局国外临床三期药物	10
4. 专科用药领域重点产品分析	14
4.1 埃索美拉唑-首仿抢占大市场	14
4.1.1 PPI 抑制剂总体市场	15
4.1.2 新一代 PPI 抑制剂的销售情况	16
4.1.3 埃索美拉唑市场情况	16
4.2 乌体林斯	17
4.3 纳米炭	19
5. 投资重庆信同，涉足远程医疗	21
6. 盈利预测与投资建议	22
7. 风险提示	22

1. 公司沿革

1999 年，重庆莱美药业有限公司由成都市药友科技发展有限公司和重庆市制药六厂共同出资成立。2007 年，重庆莱美药业有限公司整体变更设立重庆莱美药业股份有限公司。2009 年，公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市。经上市后多年发展，公司由品种单一的注射剂生产厂家成长为布局多个医药子行业的创新型医药企业，主营产品由抗感染注射液逐渐拓展至特色专科药、大输液、中成药及饮片及生物制品等，公司在抗感染药物及特色专科药领域多个品种处于独家优势地位。

图表 1：重庆莱美药业的历史沿革

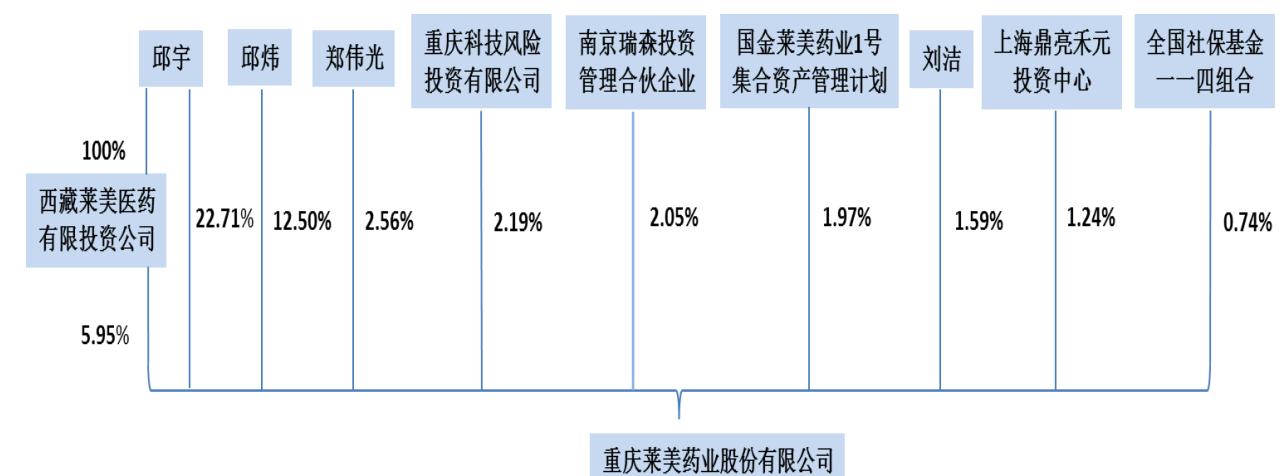


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1 公司股权情况-股东增持

截至 2016 年 6 月，邱宇先生合计持有共 2.33 亿股，占总股本的 28.66%，为公司的第一大股东及实际控制人。公司原副董事长邱炜（系数邱宇之兄）先生（2015 年 8 月离任）持有公司 1.01 亿股，占公司总股本的 12.50%，为公司的第二大股东。

图表 2：重庆莱美药业前十大股东情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2 公司旗下子公司-业务整合，优势互补协同发展

目前，公司旗下共有 13 家全资或控股子公司，业务涉及化学药、中药、医疗器械、生物制品的研发生产销售及医疗服务，产业布局完整。

图表 3：公司子公司情况

子公司名称	持股比例	主要业务	注册地	主要经营地
重庆市莱美医药有限公司	100%	抗生素制剂销售	重庆	重庆
湖南康源制药有限公司	93.94%	生产销售大容量注射剂	浏阳	湖南
四川禾正制药有限责任公司	100%	生产、销售中成药	四川	四川
重庆莱美金鼠中药饮片有限公司	70.00%	生产、销售中药切片	重庆	重庆
重庆莱美医疗器械有限公司	100%	生产、销售 I 类医疗器械	重庆	重庆
云南莱美生物科技有限公司	55.00%	生物技术开发	昆明	云南
成都禾正生物科技有限公司	100%	生产、销售生物制品	成都	四川
成都金星健康药业有限公司	90.00%	生产、销售免疫制剂	成都	四川
莱美（香港）有限公司	100%	投资、贸易、咨询	香港	香港
重庆莱美健康产业有限公司	70.00%	健康、保健咨询	重庆	重庆
重庆莱美隆宇药业有限公司	100%	生产、销售原料药	重庆	重庆
北京莱美甲状腺医学研究有限公司	80.00%	医药研究	北京	北京
北京莱美健康管理有限公司	65.00%	健康管理、健康咨询	北京	北京

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在保持原有业务稳定发展的同时，也积极成立并购基金，并基于公司自身发展战略进行相应的投资和并购，协助公司进行产业布局和技术升级。

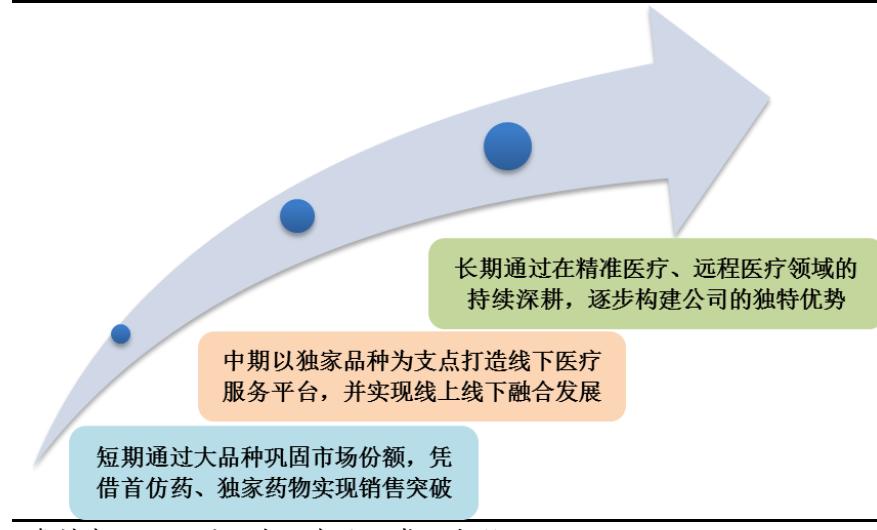
图表 4：莱美药业投资情况

合营/联营企业	持股比例	主要业务	注册地	主要经营地
安生投资控股公司	20. 00%	健康食品研发生产销售	美国	美国
深圳天毅莱美医药产业投资基金合伙企业（有限合伙）	14. 55%	投资	深圳市	深圳市
重庆有点牛网络科技有限公司	45. 45%	技术咨询、技术开发	重庆	重庆

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 公司经营情况

公司以医疗大健康为战略发展方向，基于多年的技术积累和销售渠道建设，正逐步成长为引领先进医疗技术、布局医疗服务的平台型公司。短期内通过大品种药物巩固市场份额；凭借首仿药、独家药物优势实现销售突破，并积极布局国外临床三期药物。中期以独家品种药品为支点打造线下医疗服务平台，结合线上医疗服务平台，实现线上线下融合发展；长期则通过在精准医疗、远程医疗领域的持续深耕，逐步构建公司在医疗服务领域独特的竞争优势。

图表 5：重庆莱美药业的发展策略

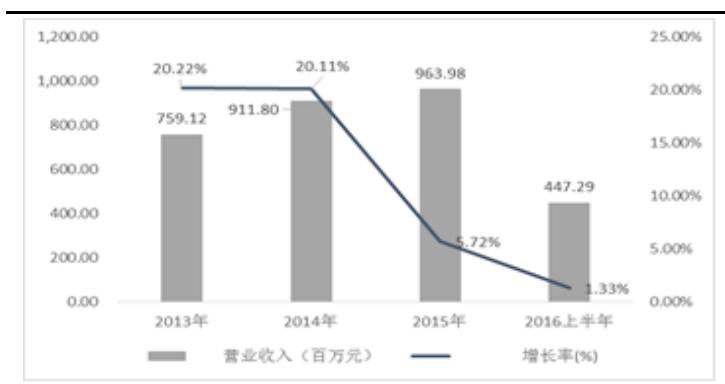
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1 公司业绩持续优化，业绩拐点明显

2015 年，由于重点产品上市营销工作、国际化进程等工作取得积极进展，公司经营业绩也呈现出稳健上升的发展态势，公司实现营业总收入 9.64 亿元，同比增长 5.72%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.21 亿元，同比增长 122.15%。

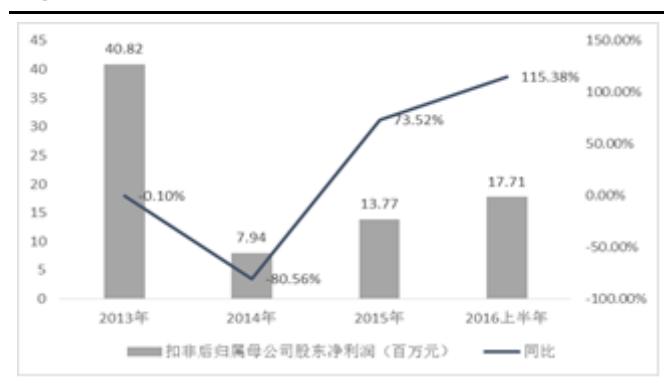
2014 年，公司药品注册批件转移、新产品上市进度推迟、全国各省份招标进度延后等因素对销售构成了较大的影响，导致公司净利润出现大幅下滑，随后净利润迅速回升。2016 上半年，因产品销售市场拓展，产品结构优化，财务费用同比大幅下降，公司盈利情况明显改善。公司实现营业总收入 4.47 亿元，同比增长 1.33%；实现属于上市公司股东的净利润 0.32 亿元，同比增长 192.06%，属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.18 亿元元，同比增长 115.38%。

图表 6：2013-2016 上半年重庆莱美药业营收及增长情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7：2013-2016 上半年重庆莱美净利润及增长情况



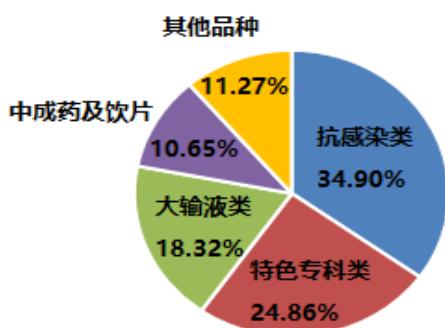
资料来源：Wind，东吴证券研究所

2.2 公司经营情况

公司 2015 年医药制造总营收 9.01 亿元，占总营业收率的 93.52%，主营产品分为抗感染类、特色专科类、大输液类、中成药及饮片类及其他品种，共五大类。其中，抗感染类药物营收 3.33 亿元，毛利润 0.98 亿元；特色专科药营收 2.38 亿元，毛利润 1.68 亿元，大输液类药物营收 1.75 亿元，毛利润 0.31 亿元。

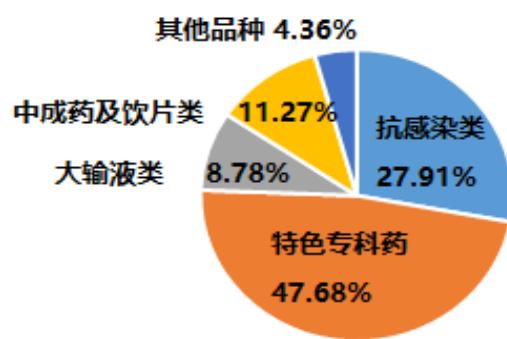
2016 年上半年医药制造业营业收入 4.35 亿元，同比增长 6.41%，占总营业收率的 97.24%。公司出售重庆莱美广亚医药有限公司剩余 30% 股权，从而进一步聚焦主业。其中特色专科药营收 1.50 亿元，同比增长 71.44%，中成药及饮片类营业收入 0.51 亿元，同比增长 68.25%，特色专科药与中成药及饮片类放量增长趋势明显。受限制抗生素及大输液使用的相关政策影响，抗感染及大输液板块销售下滑，抗感染类药物营收 1.67 亿元，同比下降 11.19%。由于高毛利品种销量大幅上调，公司实现净利润大幅上升。

图表 8：2015 年公司分产品营业收入构成



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 9：2015 年公司分产品营业利润构成



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

2.2.1 抗感染药品情况

抗感染药类药物为公司当前的主营产品，包括以盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液为代表的 16 个抗菌药，以伏立康唑片为代表的 2 两个抗真菌药，以注射用炎琥宁为代表的 4 个抗病毒药物。

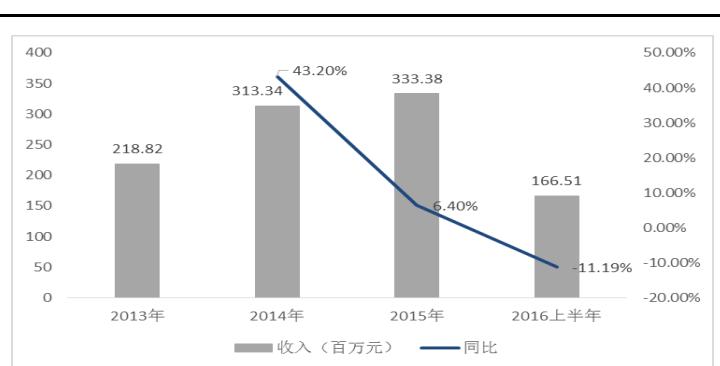
图表 10：重庆莱美药业抗感染类药物主要品种

药品通用名	商品名	医保	特点
盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液	莱美兴	甲类	首家引进德国 Bosch 公司输液生产线，高度自动化，人流污染趋于零，减少物流污染。
注射用氨曲南	安乙昔美	乙类	原料药为公司自产，是目前全国唯一一家通过氨曲南混粉无菌原料 GMP 认证的原料，工艺要求更高。
伏立康唑	莱立康	乙类	第二代三唑类抗真菌药物，氟康唑的替代产品。24 小时达稳态浓度；抗菌谱广，并有杀菌作用。
注射用炎琥宁	/	乙类	无耐药性的植物单体抗感染药，抗菌、抗病毒双重功效，快速解热、消炎。首批批准的全国中医院急诊科必备中成药

资料来源：公司官网

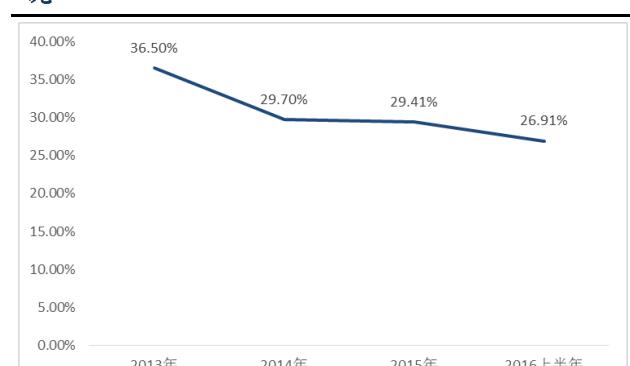
公司抗感染药品品类丰富，适应症广泛，近三年来销售持续增长，2016 年上半年有所下滑，盈利水平基本保持稳定。

图表 11：2012–2015 年抗感染产品营收及增长率情况



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表 12：2012–2016 年抗感染产品毛利率变化情况



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

2.2.2 特色专科药情况

公司的特色专科药涉及肿瘤、消化系统用药等 9 个领域，共 26 个品种。其中纳米炭混悬注射液为公司自主研发的独家品种，埃索美拉唑为全国首仿，乌体林斯为全国独家品种。特色专科药正逐步成为公司的销量增长点，2016 年销售将会有较大突破。

图表 13：重庆莱美药业特色专科类药物主要品种

药品通用名	商品名	医保	特点
纳米炭混悬注射液	卡纳琳	/	唯一获得 SFDA 批准的淋巴示踪剂。具有良好的淋巴趋向性，还可作为药物载体，将药物载入淋巴系统。可术中或术前注射，使用方便。
埃索美拉唑肠溶胶囊	莱美舒	乙类	新一代质子泵抑制剂，具有快速、持久、稳定抑制胃酸及较高的 Hp 根除率等特点。
草分枝杆菌 F.U. 36 注射液	乌体林斯	乙类	源自德国全球独家。通过主动免疫方式，激活人体免疫系统。

资料来源：公司官网

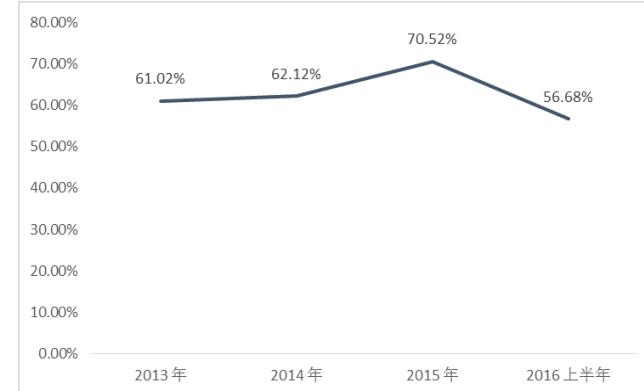
公司特色专科药品销售逐步放量增长，2015 年增长率为 43.54%。2016 年上半年公司加大特色专科用药营销力度，重点产品市场份额逐步扩大，营收增长率为 171.46%。毛利率长期维持在较高水平。

图表 14：三年来特色专科药产品营收及增长率情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 15：三年来特色专科药产品毛利率变化情况

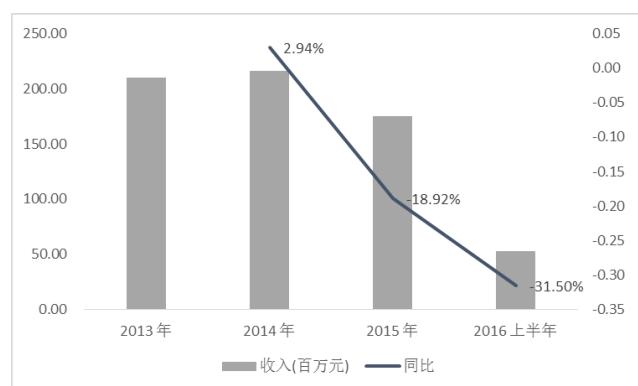


资料来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.3 大输液产品情况

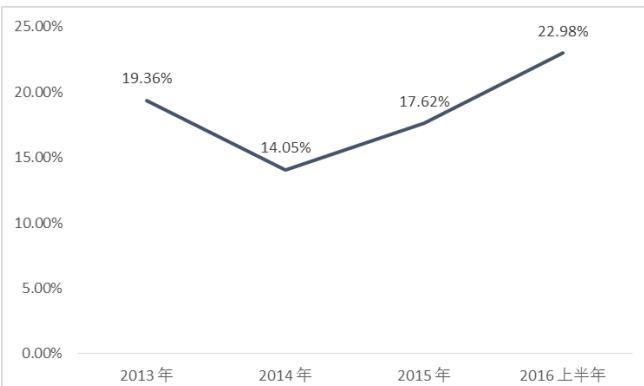
公司大输液产品主要包括 10% 葡萄糖注射液及 5% 葡萄糖注液。2016 年上半年，大输液类实现的主营业务收入较去年同期减少 31.50%，是由于公司从传统输液向特殊输液方向转换，着力于拓展无缝软袋销售市场，但目前该产品尚处于市场开拓期，销售基数较低所致。2014 年输液产业在新版 GMP 认证潮之后产能过剩，同时国家基药及医保政策影响下，塑料包装输液产品价格及毛利率大幅下降，自 2014 年大输液板块毛利率持续回升。

图表 16：2013-2016H1 大输液产品营收及增长率情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 17：2013-2016H1 大输液产品毛利润变化情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.4 中药产品情况

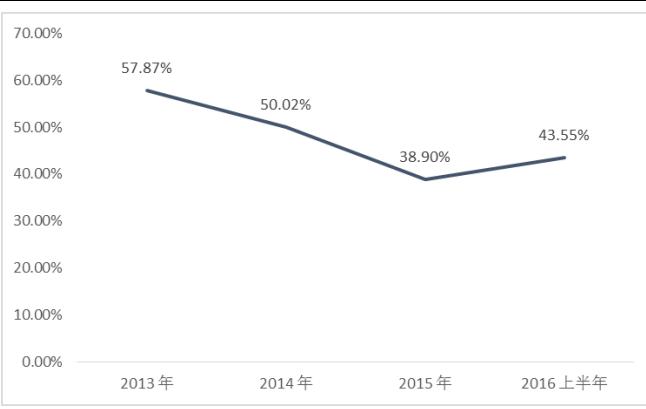
公司中药产品包括五酯胶囊、五酯滴丸、抗病毒丸（浓缩丸）、肾苓颗粒、独一味丸（浓缩丸）等产品。产品销售额稳健较快增长，其中 2016 年上半年销售额同比增长 68.28%，毛利率触底回升。

图表 18：近三年中药产品销售及增长情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 19：近三年重要产毛利率情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

3. 公司核心竞争力分析

3.1 公司的研发体系和研发能力

公司基于自身优势，立足无菌原料药抗感染和特色专科用药的研发及产业化，并逐步建立了肿瘤靶向化疗纳米技术药物研发平台为代表的多个技术平台。公司先后承担科技部火炬计划项目 2 项，承担重庆市政府项目 12 项。拥有垂直物流和全无菌对接技术、果胶药物载体技术、输液混药技术等 336 项专利，国内药品注册已提交 221 个药品注册申请。其中 92

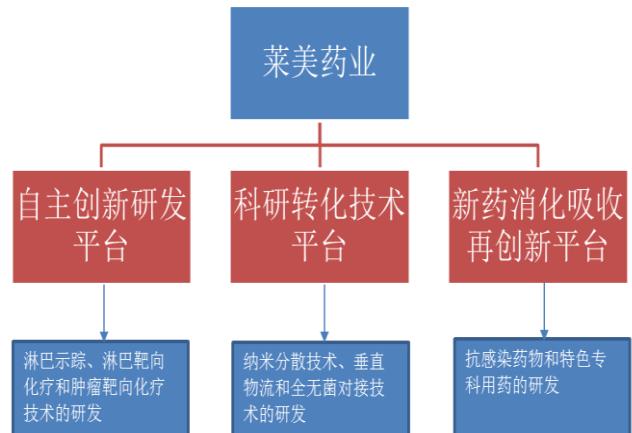
个药品注册批件，51 个新药注册批件。

图表 20：公司研发发展历程



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 21：公司的技术平台



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司拥有雄厚的研发实力，目前 6 个品种在审评中，9 个品种在临床研究，5 个品种处于临床前阶段。

图表 22：莱美药业部分在研品种情况

药品名	药品类型	适应症	当前情况	近期目标
盐酸吉西他滨原料及注射用盐酸吉西他滨	原化药 6+6 类	抗肿瘤药	审评中	获得注册批件
注射用盐酸表柔比星	原化药 6 类	抗肿瘤药	审评中	获得注册批件
甲磺酸伊马替尼及甲磺酸伊马替尼片	原化药 6+6 类	抗肿瘤药	审评中	获得注册批件
伏立康唑片	原化药 6 类	抗感染药	审评中	获得注册批件
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	原化药 6 类	糖皮质激素	审评中	获得注册批件
氨磺必利及氨磺必利片	原化药 3.1+6 类	精神障碍疾病药物	临床研究	完成临床研究及 申报注册
来那度胺原料及来那度胺胶囊	原化药 3.1+3.1 类	抗肿瘤药物	临床研究	完成临床研究及 申报注册

资料来源：公司官网

3.2 积极投资，领先布局国外临床三期药物

公司在注重自身内生性成长的同时，也积极与国外医药企业合作，借助外力实现技术跨越。2015 年与 TVM 资本（中国）合作，共享其资金及专家团队优势，实现对国外领先技术的孵化和转移。

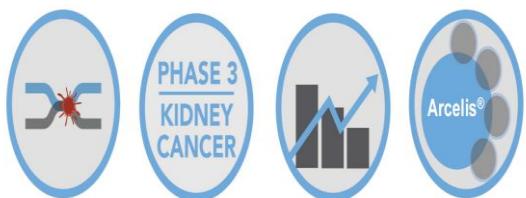
2015 年 4 月 14 日，莱美香港、中国生物医药基金 I 期（莱美（香港）有限公司投资）及天毅莱美国际控股集团公司（深圳天毅莱美医药产业并购投资基金合伙企业（有限合伙）之全资子公司）以每股 10.11 美元（Argos 4 月 13 日 12.5% 的股价溢价）认购 Argos 1000 万美元的普通股。

同期，Argos 与莱美香港签订了许可经营权协议，莱美香港将获得在中国大陆、香港、台湾和澳门地区生产、开发和商业化运作 AGS-003 (Argos

治疗癌症的细胞免疫疗法产品) 的权利。

Argos 是一家专注于开发和商业化运作个性化免疫疗法，在美国纳斯达克上市的生物制药公司(Nasdaq 股票代码:ARGS)。Argo 的“Arcelis”创新技术平台是基于诺贝尔奖获得者、Argos 联合发起人 Ralph Steinman 教授的基础研究，将 mRNA 重组树突细胞用于个性化免疫疗法的治疗平台，其追踪每个病人的病症特殊及免疫细胞，重新调整免疫系统功能，从而治疗疾病，目前核心产品主要用于治疗癌症和艾滋病感染性疾病。

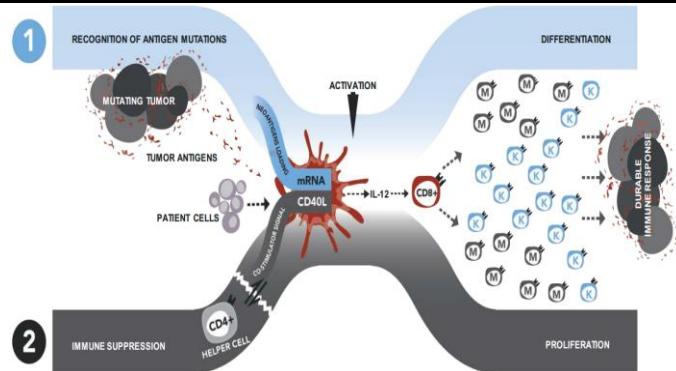
图表 23: Argos 公司的优势



ARCELIS® 领先的临床
技术平台 在研项目
先进的工艺 制备技术
技术平台 广泛的应用领域

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 24: Arcelis 技术平台原理图



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

AGS-003 主要用于治疗转移性肾细胞癌 (mRCC)，肾癌占成人恶性肿瘤的 2%-3%。国家癌症谱统计显示，在过去 20 年间肾癌发病率以平均每年 6.5% 的速度增长，在泌尿系统肿瘤相关疾病中，死亡率已经接近膀胱癌，位列第二。

目前，针对尚未转移的原位肾癌外科手术还是治疗肾癌的主要手段，但对于晚期转移性肾癌外科手术没法根治扩散的癌细胞，因此靶向治疗及细胞因子治疗还是主流。

图表 25: mRCC 患者一线治疗策略

一线疗法	靶向治疗	
		舒尼替尼 吉非替尼 培唑帕尼 贝伐珠单抗+IFN- α
		替西罗莫司 阿西替尼 IFN- α IL-2

资料来源：2015 版中国肾癌诊治指南，东吴证券研究所

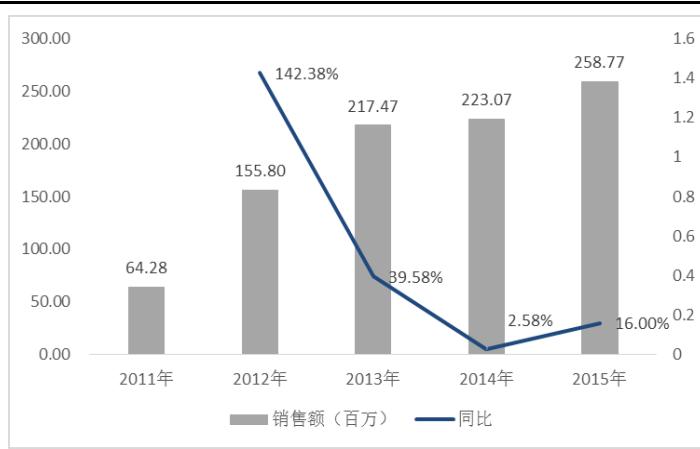
当前治疗 mRCC 的一线用药，舒尼替尼及贝伐珠单抗 2015 年在重点城市公立医院销售额分别达到 6145 万元及 25877 万元，且 5 年来保持平稳较快增长，该市场潜力巨大。

图表 26：重点城市公立医院舒尼替尼销售情况



资料来源：米内网，东吴证券研究所

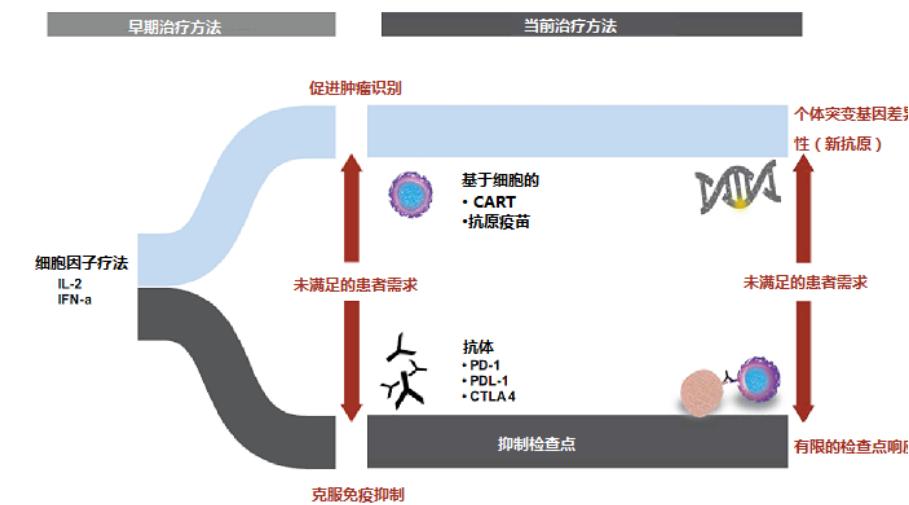
图表 27：重点城市公立医院贝伐珠单抗销售情况



资料来源：米内网，东吴证券研究所

但因转移性肾细胞癌的靶点具有多样性，特异性，虽然肿瘤具有免疫响应，但仍需多种治疗手段联合治疗。当前美国国家癌症治疗准则推荐的治疗方案为一线治疗用药辅助肾切除术及舒尼替尼/酪氨酸激酶抑制剂。但因酪氨酸激酶抑制剂较大的副作用，导致患者的顺应性较差，影响治疗进程，且叠加的毒副作用导致后续治疗方案中只能进行单独的舒尼替尼/酪氨酸激酶抑制剂治疗。由于治疗手段受限，新近诊断出的转移性肾细胞癌患者的生存期只有 15 个月。

图表 28：转移性肾细胞癌当前治疗策略的缺陷

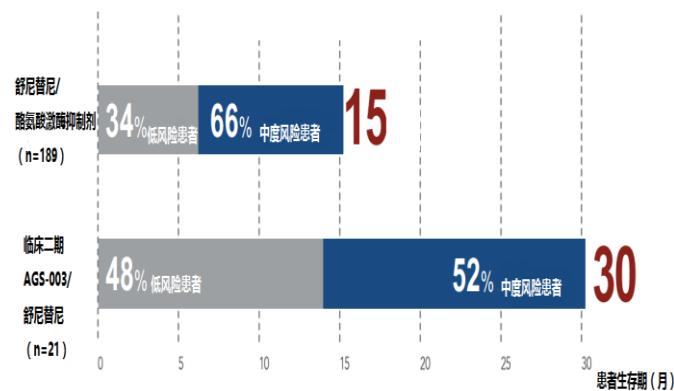


资料来源：2015 版中国肾癌诊治指南，东吴证券研究所

在临床二期实验中，AGS-003 联合舒尼替尼治疗新近诊断的转移性肾细胞癌患者，患者生存期得以延长至 30 个月。且在实验中，AGS-003 展现出良好的耐受特性，无 AGS-003 相关的严重不良反应报告，AGS-003 相关的不良反应多为一过性，多为注射处的轻度及中度不良反应。针对中度

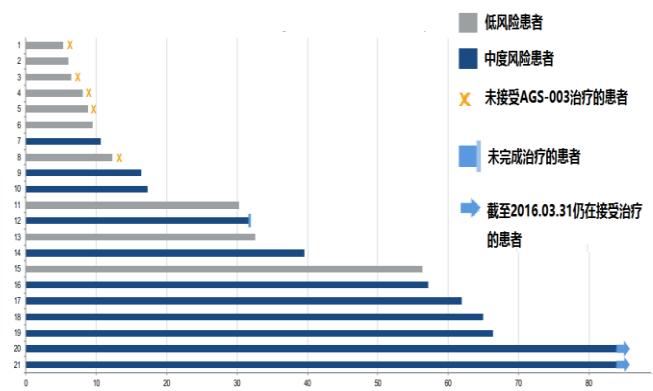
风险患者，舒尼替尼作为一线治疗用药给药，只有 13% 的患者生存期超过 30 个月，而 AGS-003 与舒尼替尼联合给药，患者的生存期则提升至 62 个月。

图表 29：AGS-003 二期临床生存期对比图



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

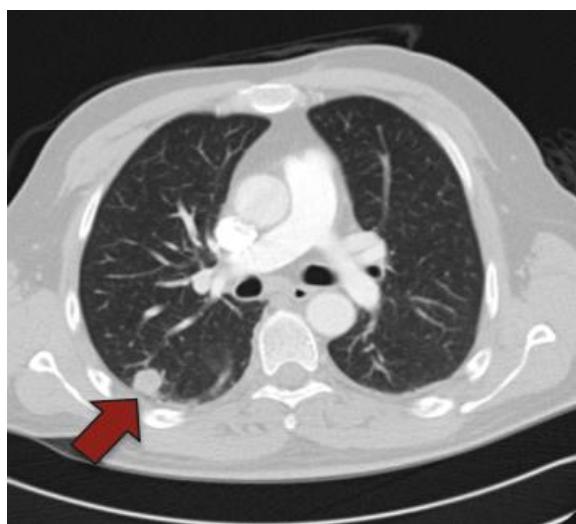
图表 30：AGS-003 长期生存率情况



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

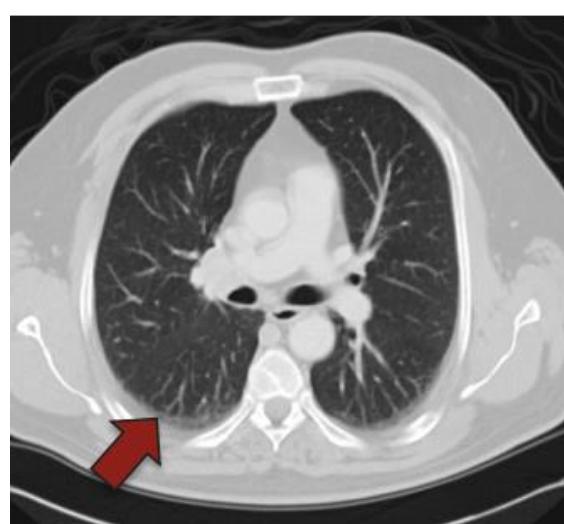
在二期长期生存实验中，给药 AGS-003 患者的肺部转移肿瘤体积明显减小。

图表 31：肺部转移肿瘤治疗前情况



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

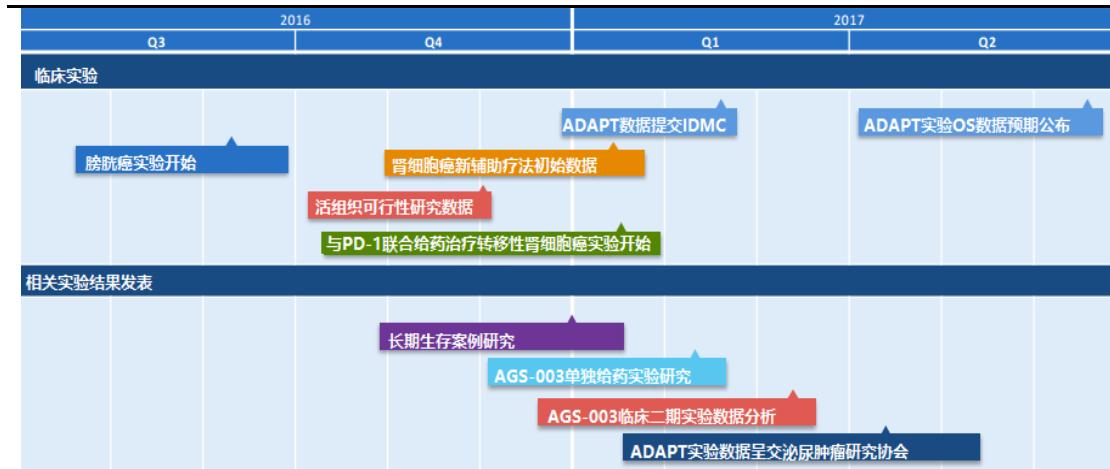
图表 32：肺部转移肿瘤治疗后情况



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

当前，AGS-003 目前正在进行三期临床（ADAPT 实验）。

图表 33：AGS-003 研发进程图



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

与此同时，公司也积极着手开发 AGS-003 新的适应症，用于肾细胞癌，非小细胞肺癌，浸润性膀胱癌等疾病的治疗。

图表 34：AGS-003 新适应症研发情况



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 专科用药领域重点产品分析

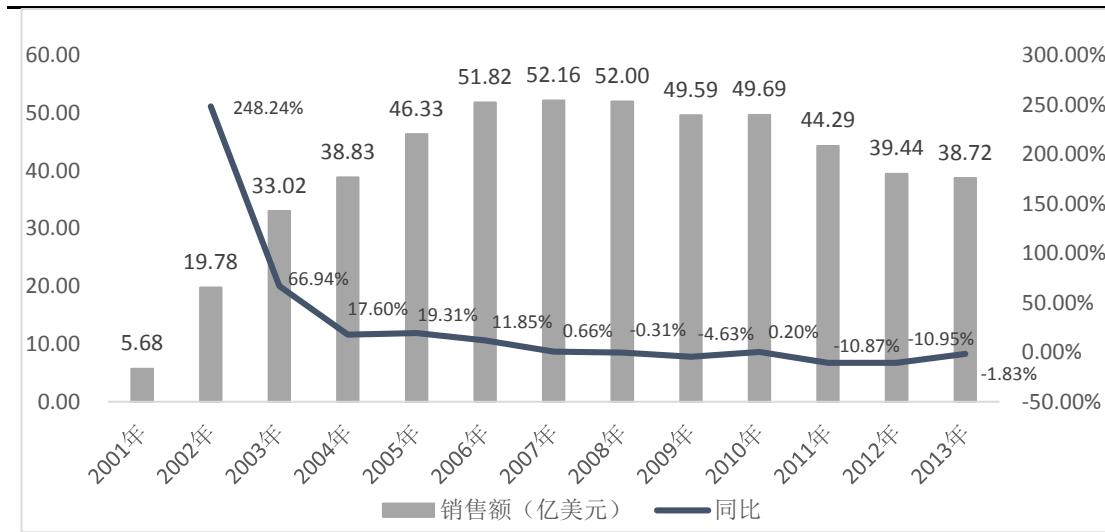
4.1 埃索美拉唑-首仿抢占大市场

埃索美拉唑由英国阿斯利康公司研制的第二代质子泵（PPI）抑制剂，商品名为耐信（Nexium），用于治疗胃食管反流病（GERD），与抗菌疗法联合用药根除幽门螺杆菌及上消化道出血。原研剂型为片剂（20mg, 40mg, 2002 年获批进口）及注射剂（40mg, 2007 年获批进口）。

埃索美拉唑肠溶片 2000 年首先于瑞典上市，2001 年美国上市。2002 年即实现全球销售额 19.78 亿元，迅速成为“重磅炸弹”品种，2005 年实现销售额 46.33 亿元，销量居质子泵抑制剂之首，并连续 7 年保持第

一位。2007 年销售额高达 52.2 亿美元，全球药品销售排名第三。随着专利到期，自 2008 年开始该产品全球销量逐步下降。

图表 35：埃索美拉唑 2001-2013 年全球销售情况



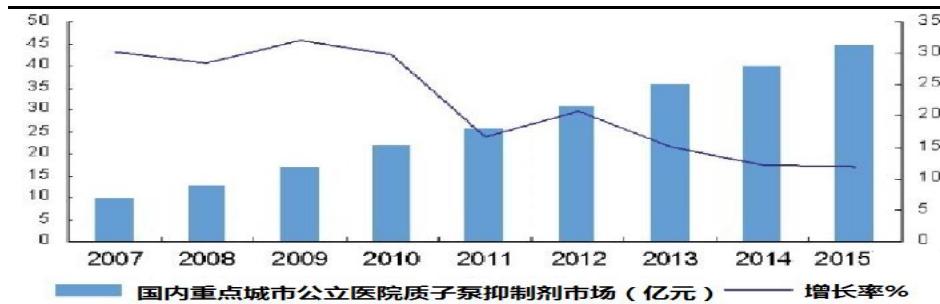
资料来源：阿斯利康年报，东吴证券研究所

莱美公司经 16 年研发，通过剂型及工艺创新，成功规避原研厂商的相关专利，其产品埃索美拉唑肠溶胶囊，于 2013 年 8 月获得了国家药监局下发的新药证书及药品注册批件，人体生物等效性试验结果显示，埃索美拉唑肠溶胶囊与原研肠溶片人体生物等效。本品为国家 4 类新药、医保乙类品种。

4.1.1 PPI 抑制剂总体市场

据 HDM 数据，2014 年，国内重点城市公立医院质子泵抑制剂用药金额达 40 亿元，同比增长 12.30%，保持持续较快增长。销售额前五依次为药物是兰索拉唑、泮托拉唑、奥美拉唑、埃索美拉唑和雷贝拉唑。估测 2015 年全年公立医院质子泵抑制剂用药金额接近 50 亿元，同比增长 12.50%。2016 年上半年在重点城市公立医院中质子泵抑制剂已占据抗胃酸用药 89.5% 的市场份额。

图表 36：2007-2015 年国内样本医院 PPI 市场

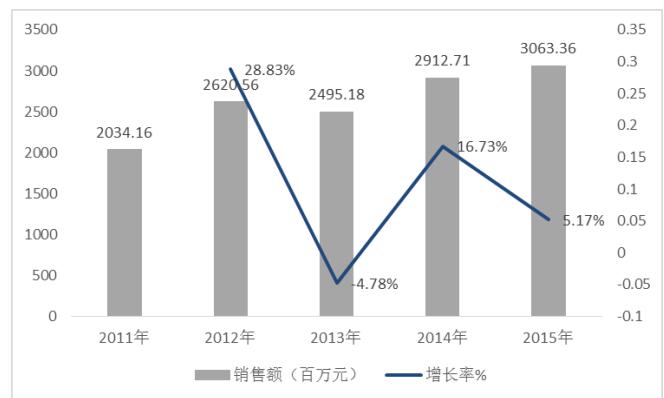


资料来源：HDM 系统，东吴证券研究所

4.1.2 新一代 PPI 抑制剂的销售情况

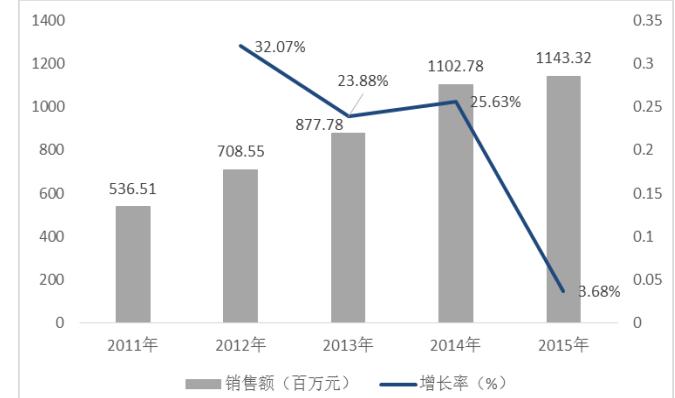
以埃索美拉唑为代表的第二代 PPI 抑制剂相对于兰索拉唑、奥美拉唑等一代产品，具有对胃酸分泌抑制及幽门杆菌抑制作用强，起效快、昼夜抑酸水平均衡，药物安全性提高，不良反应少等特点。在市场上增速较快，正逐步取代一代产品。

图表 37：重点城市公立医院第一代 PPI 抑制剂销量及增速情况



资料来源：米内网，东吴证券研究所

图表 38：重点城市公立医院第二代 PPI 抑制剂销量及增速情况

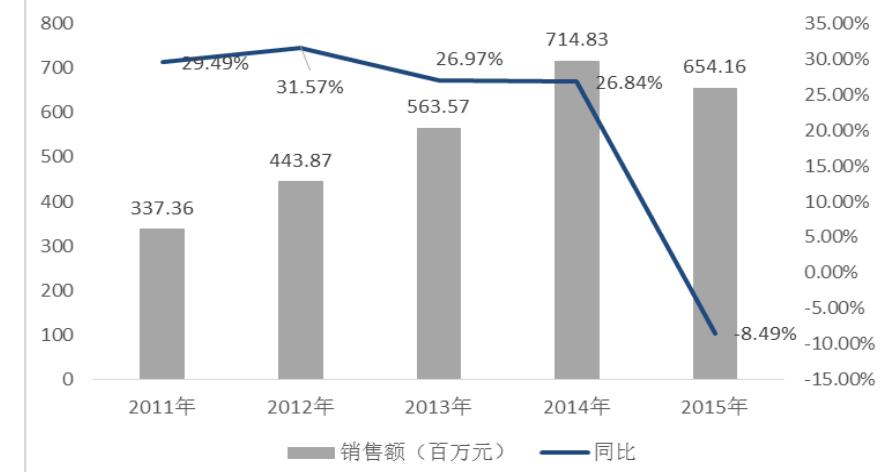


资料来源：米内网，东吴证券研究所

4.1.3 埃索美拉唑市场情况

在第二代 PPI 抑制剂中，埃索美拉唑适应症广，不良反应少及对胃酸分泌的抑制作用明显高于雷贝拉唑，艾普拉唑。但因至 2016 年，仅有 4 家获批上市（阿斯利康、莱美药业、2016 年正大天晴和江苏奥赛康埃索美拉唑注射剂获批上市），仍有较大的市场开拓空间。

图表 39：2011-2015 年重点城市公立医院埃索美拉唑销售情况



资料来源：米内网，东吴证券研究所

根据样本医院数据，2005 年埃索美拉唑用药金额仅为 2540 万元，2009 年，该产品再次进入新版医保目录，销量增长较为迅猛，2015 年已达 8.1 亿元，近 10 年增长 32 倍。目前国内市场竞争只有 4 家企业参与竞争，竞争程度相对缓和。其中，阿斯利康的产品在样本医院 2015 年用药金额为 7.3 亿元，重庆莱美药业的产品用药金额为 893 万元。进口企业的产品占据绝对优势，而重庆莱美药业的产品正处于市场培育期，成长空间巨大。由于公司为国内唯一一家生产埃索美拉唑口服制剂的厂家，竞争环境相对缓和。在新一轮招标中，因“一品双规”政策的影响，便于抢占市场先机，后续厂家面临较高的准入门槛。

图表 40：莱美药业埃索美拉唑肠溶胶囊 2016 年招标情况

药品名	规格	中标价（元/盒）	中标省份	发布日期
埃索美拉唑肠溶胶囊	20mg×7粒/盒	76.52	重庆	2016/9/2
埃索美拉唑肠溶胶囊	20mg×7粒/盒	71.87	四川	2016/8/25
埃索美拉唑肠溶胶囊	20mg×7粒/盒	71.87	四川	2016/8/1
埃索美拉唑肠溶胶囊	20mg×7粒/盒	68.53	天津	2016/3/21
埃索美拉唑肠溶胶囊	20mg×7粒/盒	76.52	湖北	2016/1/29

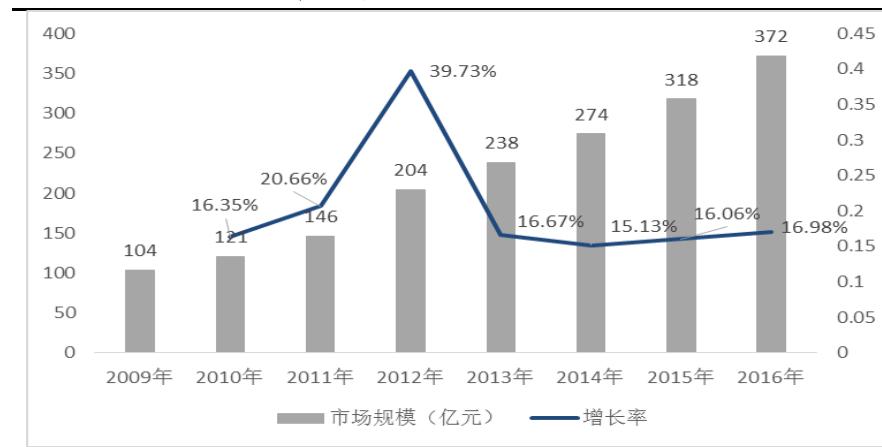
资料来源：药智网，东吴证券研究所

4.2 乌体林斯

乌体林斯注射液是德国沙奴姆-凯贝（Sanum-Kehlbeck）公司研发的多功能免疫增强剂，其主要成分是灭活的草分支杆菌 F.U. 36，剂型为注射剂。乌体林斯通过刺激淋巴细胞，释放多种作用于单核巨噬细胞系统的淋巴因子，淋巴因子向病灶聚集、活化，杀伤、吞噬和清除病原菌。因乌体林斯能够通过细胞膜的脂肪从而持久地介入免疫过程，长期刺激免疫系统分泌出更多的免疫因子。达到抑菌或杀菌作用。对免疫功能低下、结核、呼吸道感染等多种疾病有疗效，目前主要用于肺和肺外结核的辅助治疗。

2009-2014 年，我国免疫增强剂总体市场规模从 104.0 亿增至 273.7 亿，复合增长率达到 21.3%；预计到 2016 年，免疫增强剂总体市场规模将达到 372 亿元。

图表 41：免疫增强剂市场情况



资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

据世界卫生组织评估，目前我国结核病年发病人数约为 130 万，占全球发病人数的 14%，位居全球第二位。近年来，我国每年报告肺结核发病人数约 100 万，始终位居全国甲乙类传染病的前列；且耐多药肺结核危害日益凸显，每年新发患者人数约 12 万，市场需求旺盛。

金星药业设立于 1994 年，德国沙奴姆出资 181.25 万元，占注册资本的 25%，德国 Sanum-Kehlbeck 制药股份公司授权其独家生产、经营的灭活的草分枝杆菌悬浮液。2008 年至今，四川成都金星健康药业有限公司生产的乌体林斯独占全国销售份额，为独家品种。2013 至 2014 年，莱美药业通过收购，取得金星药业 90% 的股权。

金星药业乌体林斯项目于 2014 年 12 月获得国家新版 GMP 证书。由于乌体林斯注册批件于 2015 年 6 月到期，2015 年前三季度乌体林斯处于批件再注册阶段（目前上述工作已经完成），因此乌体林斯前三季度尚未形成销售。

当前，乌体林斯已在多省中标，乌体林斯逐步进入放量成长阶段。2016 年将会实现较大的销售突破。

图表 42：乌体林斯 2016 年中标情况

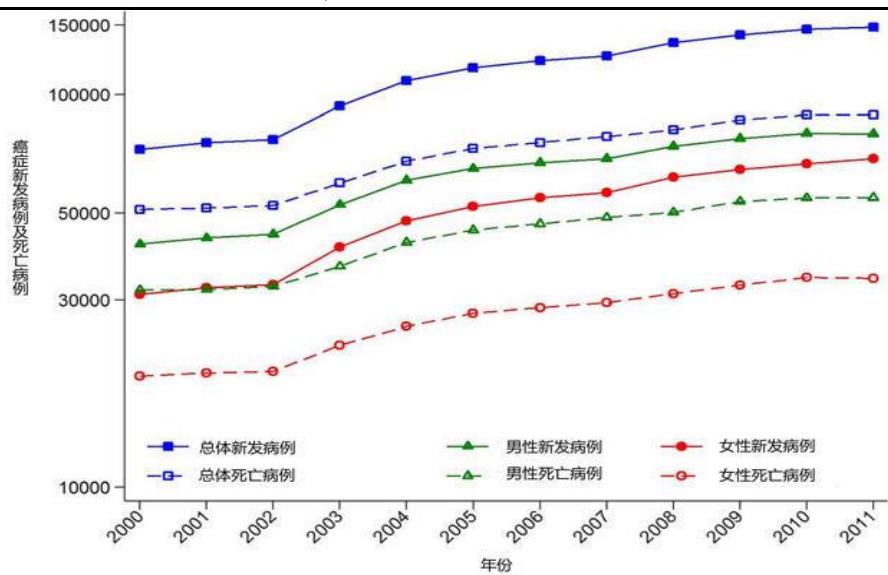
通用名	商品名	规格	中标价 (元)	中标省份	发布日期
草分枝杆菌 F.U.36 注射液	乌体林斯	1ml : 1.72 μg * 5 支	46.96	重庆	2016/9/2
草分枝杆菌 F.U.36 注射液	乌体林斯	1ml : 17.2 μg * 5 支	287.08	重庆	2016/9/2
草分枝杆菌 F.U.36 注射液	乌体林斯	17.2 μg/ml	295.00	四川	2016/8/25
草分枝杆菌 F.U.36 注射液	乌体林斯	1.72 μg/ml	45.69	四川	2016/8/25
草分枝杆菌 F.U.36	乌体林斯	1ml : 1.72 μg	41.84	广东	2016/8/2
草分枝杆菌 F.U.36 注射液	乌体林斯	1.72 μg/ml	45.69	四川	2016/8/1
草分枝杆菌 F.U.36 注射液	乌体林斯	17.2 μg/ml	295.00	四川	2016/8/1
草分枝杆菌 F.U.36	乌体林斯	1ml : 17.2 μg	287.82	广东	2016/7/4
草分枝杆菌 F.U.36	乌体林斯	1ml : 1.72 μg	41.84	广东	2016/7/4

资料来源：药智网，东吴证券研究所

4.3 纳米炭

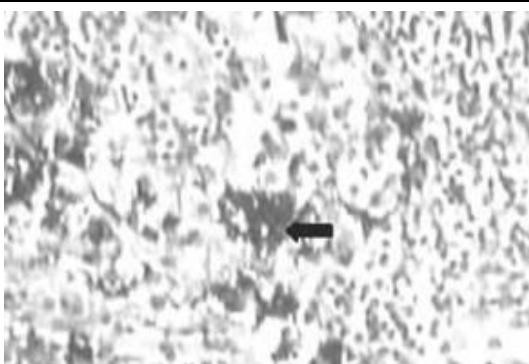
恶性肿瘤的转移扩散一直是肿瘤治疗的难点。肿瘤细胞一旦发生淋巴转移，就标志着癌症已经从早期进入中、晚期。目前临床中，实体癌治疗的首选方案为肿瘤组织的手术切除，同时为了避免肿瘤细胞经淋巴转移复发或原位复发，同时需要清扫周围的淋巴结。由于在手术过程中淋巴结很难用肉眼辨别，加之患者存在个体差异，导致淋巴清扫不彻底，肿瘤手术后的复发率较高，我国目前实体癌手术后复发率（包括原位复发和引流淋巴区域复发）高达 60-90%，肿瘤手术后复发已成为引起癌症死亡的主要原因之一。

图表 43：肿瘤发病和死亡率情况

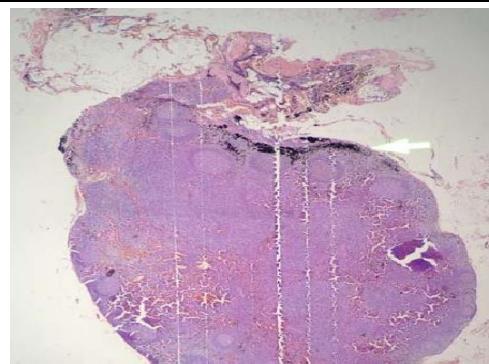


资料来源：*CA Cancer J Clin.*, 东吴证券研究所

纳米炭混悬液是由平均直径为 150nm 的碳颗粒组成新型的淋巴结示踪剂。将其注射到肿瘤周围组织，纳米级的炭颗粒被巨噬细胞吞噬。由于组织间液和淋巴液之间存在压力差，纳米炭能够立即进入毛细淋巴管（直径 500nm）而不进入毛细血管（直径 30~50nm），滞留于淋巴结，淋巴结和淋巴管因被染成黑色而显现，易于同周围组织区别，通过良好的淋巴示踪效果，通过将肿瘤组织周围的淋巴结染色，指导肿瘤外科医生确定肿瘤组织周围的淋巴清扫范围。因其高度的淋巴系统趋向性，在甲状腺癌、乳腺癌、胃癌等手术中已得到较多应用，有效的提高患者生存质量，减少肿瘤原位复发率。

图表 44：纳米炭在转移淋巴结的显微镜形态

资料来源：中国知网，东吴证券研究所

图表 45：纳米炭染色的淋巴结

资料来源：中国知网，东吴证券研究所

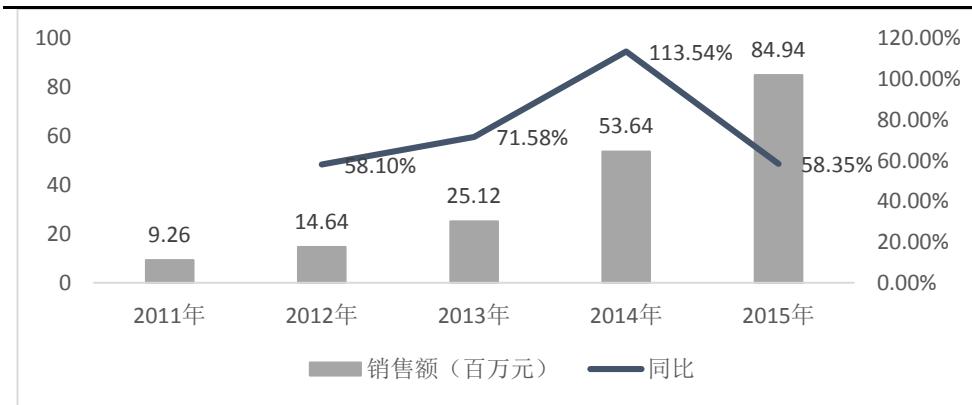
通过近 10 年的不懈努力，公司成功研发出纳米炭混悬注射液，作为淋巴示踪剂，于 2004 年底获得国家食品药品监督管理局生产注册批件，并于 2005 年投入生产并在国内上市。该产品为公司独家品种。因纳米炭拥有较强的综合市场竞争力，3 年来一直维持着较高的中标价格。

图表 46：纳米炭 2014-2016 年中标情况

药品通用名	剂型	规格	中标价 (元)	中标省份	发布日期
纳米炭混悬注射液	小容量注射液	25mg	1579.74	重庆	2016/9/2
纳米炭混悬注射液	小容量注射液	50mg	2685.55	重庆	2016/9/2
纳米炭	注射液	25mg	1416.60	湖南	2015/8/18
纳米炭混悬注射液	注射用混悬剂	50mg	2566.80	浙江	2015/3/19
纳米炭混悬注射液	注射用混悬剂	25mg	1509.75	浙江	2015/3/19
纳米炭	注射液	50mg	2690.00	湖南	2014/12/30
纳米炭	注射液	25mg	1553.00	湖南	2014/12/30
纳米炭混悬注射液	注射液	50mg	2700.05	海南	2014/10/31
纳米炭混悬注射液	注射液	50mg	2700.05	海南	2014/8/8
纳米炭混悬注射液	注射液	25mg	1562.00	吉林	2014/5/26
纳米炭混悬注射液	注射液	50mg	2660.25	吉林	2014/5/26
纳米炭混悬注射液	注射液	25mg	1570.31	吉林	2014/4/3
纳米炭混悬注射液	注射液	50mg	2681.58	吉林	2014/4/3

资料来源：药智网，东吴证券研究所

随着临床研究的进一步深入，纳米炭在临床中的使用也日渐广泛。5 年以来纳米炭的销售额保持平稳较快增长，年均增长率达 74.17%。

图表 47：近五年来重点城市公立医院纳米炭销售情况

资料来源：米内网，东吴证券研究所

借助纳米炭在甲状腺肿瘤诊疗中的重大作用，公司积极向产业链下游拓展，开展甲状腺医患管理（大数据）平台项目。2016年3月，公司与实际控制人邱宇等共同投资设立北京莱美甲状腺医学研究有限公司，北京莱美甲状腺医学研究有限公司并与实际控制人邱宇等共同投资设立北京莱美健康管理中心（有限合伙），由该健康管理中心负责公司甲状腺医患管理（大数据）平台项目。

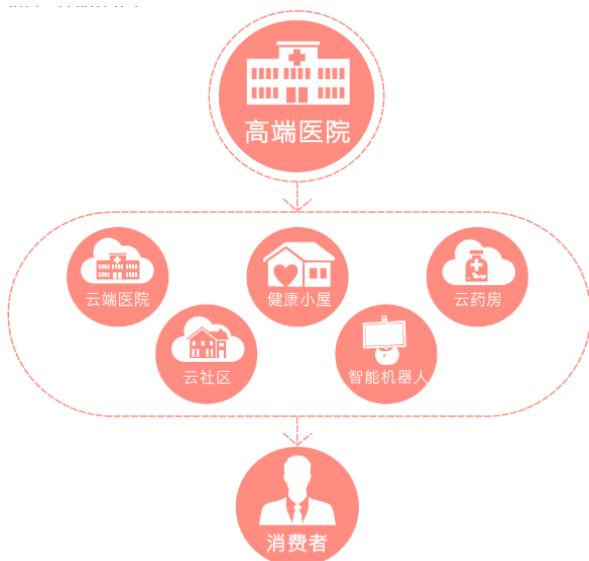
甲状腺医患管理（大数据）平台，将打造围绕甲状腺疾病患者的全周期医疗和健康管理综合服务体系，将患者的预防、治疗、用药、术后康复、膳食营养、心理干预等各环节连为一体，从而实现有效闭环，达到提升病患生存质量的目的；同时，沉淀诊疗数据形成大数据资产，并利用该平台首先在甲状腺疾病这一垂直领域反哺研发，协助医生进行前沿的学术课题开发和深入研究。

5. 投资重庆信同，涉足远程医疗

重庆莱美药业股份有限公司的控股子公司云南莱美生物科技有限公司于 2015 年 11 月莱美生物拟投资人民币 3,000 万元对重庆信同增资，增资完成后，莱美生物将持有重庆信同 15% 的股权。

重庆信同是一家致力于远程医疗健康服务的专业化公司，凭借其领先的远程医疗技术和设备，向病患提供便捷的就医渠道，在病患居住的生活小区内即可享有全国乃至全球的医疗专家资源以及享受药品配送服务。随着技术的进步以及政策的放开，远程医疗直接从患者最为核心的诊断治疗环节切入，可实现患者一站式就医服务闭环，发展潜力巨大。

图表 48：重庆信同医疗服务体系



资料来源：重庆信同官网，东吴证券研究所

图表 49：重庆信同智能健康家庭



资料来源：重庆信同官网，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

基本假设：

目前莱美舒正处于进口替代风口期，埃索美拉唑在 2017-2018 年延续良好的增长态势，2016-2018 增长率为 720%，45%，35%。

随着全国各省市招投标工作的完成、销售网络建设、销售团队激励机制的完善，纳米炭 2016-2018 增长率为 45%，15%，15%。乌体林斯 2016-2018 年均增长率有望达 20%。

受政策影响前，公司业绩保持平稳增长，增长率稳定于 20%以上，我们保守估计，2016-2018 年其传统优势产品保持 10%的增长率。

我们预测莱美药业（300006）2016-2018 年营业收入分别为 12.26 亿、14.10 亿、16.27 亿，归属母公司净利润为 0.90 亿、1.12 亿、1.29 亿；折合 2016-2018 年 EPS 分别为 0.11 元、0.14 元、0.16 元；对应 PE 分别为 70.00、65.00、67.00 倍。因此我们给予“维持”评级。

图表 50：重庆莱美药业盈利预测

(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	954.81	1226.27	1410.46	1626.55
抗感染类药品	333.38	366.72	396.06	427.74
特色专科类药品	237.00	426.80	535.16	659.54
大输液类药品	175.03	192.54	207.94	239.13
中成药及饮片类	101.75	127.19	152.63	175.52
其他品种	107.64	113.02	118.68	124.61
营业收入增速		28.00%	15.00%	15.00%
归属母公司净利润	20.60	90.00	112.00	128.50
EPS(元)	0.03	0.11	0.14	0.16
PE	70.00	70.00	65.00	67.00

资料来源：东吴证券研究所

7、风险提示

- (1)、外延并购风险
- (2)、产品市场拓展风险
- (3)、政策风险

莱美药业(300006) 主要财务数据

资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
	流动资产	1522	1106	1390		营业收入	964	1226	1410
现金	786	416	445	749	营业成本	606	715	825	952
应收款项	299	305	389	410	营业税金及附加	6.06	7.7	8.9	10.2
存货	347	211	432	309	销售费用	100	128	147	170
其他	28	28	28	28	管理费用	152	195	224	258
非流动资产	1524	1333	1141	955	财务费用	8.7	0	0	0
长期股权投资	13	13	13	13	资产减值损失	21	21	21	21
投资性房地产	3.4	2.7	2.1	1.4	投资净收益	-0.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	908	796	648	500	其他	1.1	1.1	1.1	1.1
无形资产	148	297	259	221	营业利润	17	144	183	218
其他	23	23	23	23	营业外净收支	8.4	0.0	0.0	0.0
资产总计	3047	2439	2531	2636	利润总额	25	145	183	218
流动负债	1178	538	586	634	所得税费用	5	22	28	33
短期借款	676	0	0	0	少数股东损益	-0.21	-1.29	-1.64	-1.96
应付账款	239	265	317	355	归属母公司净利润	20.6	90.00	112.00	128.50
其他	194	194	194	194	EBIT	75	159	183	215
非流动负债	179	179	179	179	EBITDA	183	329	354	380
长期借款	179	179	179	179					
其他	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2015	2016	2017E	2018E
负债总计	1357	716	764	813	每股收益(元)	0.03	0.11	0.14	0.16
少数股东权益	49	48	47	45	每股净资产(元)	2.02	2.02	2.02	2.02
归属母公司股东权益	1640	1640	1640	1640	ROIC(%)	3.5	7.9	11	13.1
负债和股东权益总计	3047	2405	2451	2498	ROE(%)	1.3	5.5	6.8	7.8
					毛利率(%)	37	41	41	41
现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率(%)	44.5	29.3	30.2	30.8
经营活动现金流	-16.7	411	142	429	收入增长率(%)	5.7	27.2	15	15.3
投资活动现金流	-140	0	0	0	净利润增长率(%)	81	502	27	19
筹资活动现金流	833	-780	-113	-125	P/E	342	70	65	67
现金净增加额	677	-370	29	304	P/B	4.3	4.3	4.3	4.3
折旧和摊销	108	171	171	165	P/S	7.3	5.7	5	4.3

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>