

京新药业 (002020)

强烈推荐

行业：化药

内生增长势头强劲，外延并购持续发力

公司目前主营业务已经从原料药生产成功转型升级为制剂生产，制剂产品涉及心脑血管、消化系统、精神神经等大病种领域。公司三大核心品种增势强劲，二线品种增长拐点已现。此外，公司通过外延并购积极布局医疗器械领域，尝试多元化发展。

投资要点：

◇ **三大核心品种增势强劲。**瑞舒伐他汀作为超级他汀，临床疗效好、安全性高、性价比高，市场空间有望进一步扩大。公司该品种产业链布局完善，有望通过国际认证后在招标中享受单独质量层次，提高盈利能力。该品种 2016 年销售收入 4-4.5 亿元，预计未来 1-2 年将保持 30%左右的增速。**康复新液**适应症广，竞争格局好，由于中药没有差比价，公司 30ml 独家规格相比于 100ml 主流规格推广优势更强，未来公司将加大推广力度。该品种 2016 年销售收入 2 亿元左右，预计未来 1-2 年将保持 20%-30%左右的增速。**地衣芽孢杆菌**是双跨品种、2012 版国家基药目录品种，并且在新版国家医保目录中由乙类调整为甲类。该品种只有两个生产厂家，市场竞争格局好，我们认为京新以标志性医院带动基层医院以及 OTC 市场的营销策略有望促其快速提升市占率。该品种 2016 年销售收入近 1 亿元，预计未来 1-2 年将保持 40%左右的增速。

◇ **二线品种增长拐点已现。**匹伐他汀在他汀类药物中单日用药剂量最低，用药安全性高，可用于伴有高血脂症的糖尿病患者。该品种此番新进入 2017 版国家医保目录，快速放量可期。**辛伐他汀**是唯一进入全国基药目录的他汀类药物，公司作为国内生产厂家中唯一通过欧盟认证的企业，可在基药招标中享受价格优惠政策，有利于实现快速放量。公司是**盐酸舍曲林**的首仿厂家，针对该品种公司调整了销售策略，将推广重点由原来的精神病专科医院转到综合医院精神科、消化科、肿瘤科等抑郁症患者较多的科室；此外，公司该品种已通过欧盟认证，招标时享受加分或单独质量层次的优惠政策；最后，公司分散片剂型有望抓住竞争对手短期内无法生产的契机，快速提升市占率。

◇ **外延并购动作不断，积极布局医疗器械领域。**2015 年 7 月，公司收购巨峰科技 90%股权，进军医用显示器领域；2017 年 3 月，公司收购 Perflow 公司 16%股权，获得 Stream™ 在中国市场的权益。Stream™ 是一款用于缺血性脑卒中的革新型的取栓介入器械，目前已获得 CE 认证，完成 CCC 认证后即可进入中国市场销售。此外，2017 年 3 月公司还通过外延并购获得帕金森综合征治疗药物 P2B001 在中国市场的权益，结合公司现有的上市以及在研品种，我们发现公司在精神神经管线的产品布局已十分丰富，未来公司在该领域将逐步步入产品收获期。

◇ **投资建议：**在考虑巨峰科技业绩并表的情况下，我们预测 17/18/19 年的

作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与：夏璐

S0960116080070

0755-88320849

xialu@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 14.35

当前股价： 11.41

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	639
流通股本(百万股)	452
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	52
成交量(百万股)	3.94
成交额(百万元)	44.82

股价表现



相关报告

EPS 分别为 0.41/0.50/0.63，对应当前股价 PE 为 28/23/18。给予公司 2017 年 35 倍 PE，对应目标价为 14.35，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

✧ **风险提示**：产品招标情况不达预期，研发进展不顺利

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1875	2179	2528	2895
收入同比(%)	32%	16%	16%	15%
归属母公司净利润	212	260	320	403
净利润同比(%)	28%	23%	23%	26%
毛利率(%)	53.9%	54.6%	55.2%	57.0%
ROE(%)	8.9%	9.8%	10.8%	12.0%
每股收益(元)	0.33	0.41	0.50	0.63
P/E	34.41	28.09	22.81	18.10
P/B	3.06	2.76	2.46	2.17
EV/EBITDA	21	18	15	13

资料来源：中国中投证券财富研究部

目 录

一、原料药升级，转型制剂生产企业.....	6
二 三大核心品种.....	7
1. 瑞舒伐他汀.....	7
1.1 他汀类药物市场方兴未艾.....	8
1.2 疗效佳+安全性高+性价比高，助力瑞舒伐他汀市场扩张.....	9
1.3 原研药独占鳌头，仿制药四强割据.....	11
2. 康复新液.....	12
2.1 适应症广泛，内服外敷均可.....	12
2.2 配合三联疗法使用，疗效更佳.....	12
2.3 市场三足鼎立，公司独家规格推广优势强.....	13
3. 地衣芽孢杆菌.....	错误!未定义书签。
3.1 微生态制剂整体市场空间广阔.....	14
3.2 菌种优越性有望助其开疆辟土.....	错误!未定义书签。
3.3 竞争格局好，市场份额有望快速提升.....	错误!未定义书签。
三 二线品种迎来成长拐点.....	错误!未定义书签。
1. 匹伐他汀：糖尿病患者可用，新进医保促进放量增长.....	错误!未定义书签。
2. 辛伐他汀：欧盟认证利好招标，存量增长放量在即.....	错误!未定义书签。
3. 盐酸舍曲林：市场空间大，公司首仿竞争优势强.....	错误!未定义书签。
四 储备品种丰富，外延并购积极推进.....	20
五 收购巨烽科技，积极布局医疗器械领域.....	21
六 盈利预测与投资建议.....	24
七 风险提示.....	25

图目录

图 1 公司股权结构	6
图 2 医药制造业务收入（亿元）及增速	6
图 3 医药制造业务历年毛利率	6
图 4 公司历年营业收入（亿元）及增速	7
图 5 公司历年净利润（亿元）及增速	7
图 6 公司上市以来股价波动情况	7
图 7 健康人血管与高血脂患者血管对比	8
图 8 国内他汀类药物市场规模（亿元）及增速	8
图 9 血脂异常流行病学患病率调查结果	9
图 10 2015 年他汀类药物公立医院市场格局	9
图 11 他汀类药物降低 LDL-C 效果比较	10
图 12 中国城市公立医院瑞舒伐销售额（亿元）	11
图 13 中国城市公立医院瑞舒伐市场格局	11
图 14 三联疗法加入康复新液后的疗效对比	13
图 15 两组患者疗效比较	13
图 16 城市公立医院康复新液销售额（亿元）	13
图 17 城市公立医院康复新液市场格局	13
图 18 2016-2017 年京新药业康复新液在部分省份的中标价（元）	14
图 19 公立医院止泻药销售规模（亿元）及格局	15
图 20 公立医院微生态制剂销售额（亿元）	15
图 21 2013-2015 年城市公立医院地衣芽孢杆菌销售规模（亿元）及格局	16
图 22 京新药业与东北制药地衣芽孢杆菌（0.25MG*36）部分省份中标价（元）	16
图 23 匹伐他汀治疗前后各糖尿病生化指标变化情况	17
图 24 城市公立医院匹伐他汀销售额（亿元）	错误!未定义书签。
图 25 城市公立医院匹伐他汀市场格局	错误!未定义书签。
图 26 2015 年中国城市公立医院辛伐他汀格局	19
图 27 京新药业辛伐他汀营收（万元）及增速	19
图 28 城市公立医院京新舍曲林销售额（亿元）	19
图 29 城市公立医院舍曲林格局	错误!未定义书签。
图 30 公司历年研发费用（百万元）及其占成品药营业收入比重	20
图 31 巨烽科技分业务收入预测及总收入增长率预测	23

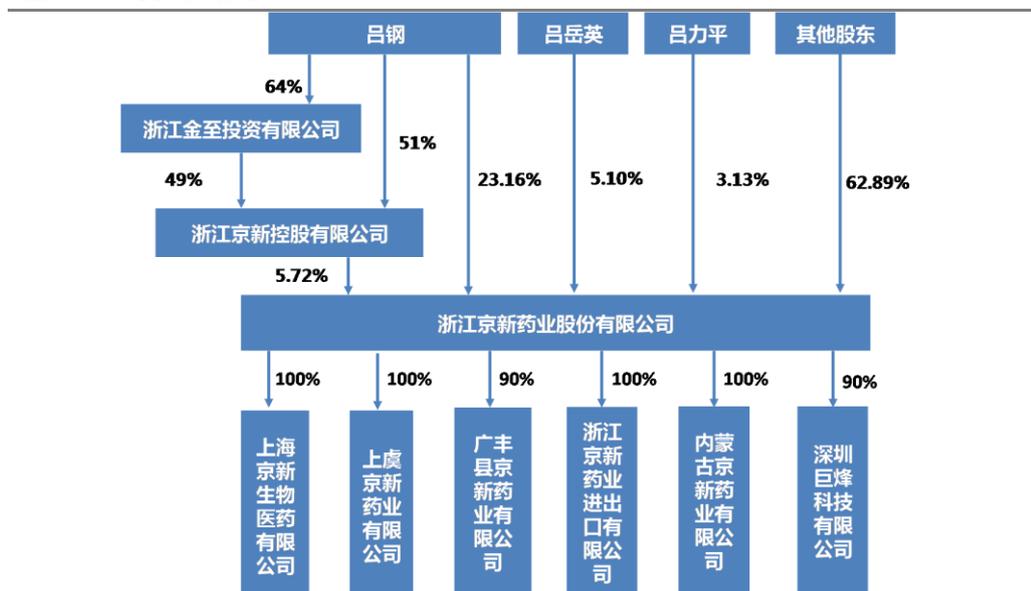
表目录

表 1 他汀类药物特点比较.....	9
表 2 他汀类原研药物特点比较.....	错误!未定义书签。
表 3 2016 年瑞舒伐他汀 (10MG*7) 各省中标价.....	9
表 4 康复新液主要临床应用一览表.....	错误!未定义书签。
表 5 中国城市公立医院终端主要微生态制剂一览表.....	错误!未定义书签。
表 6 几种主要益生菌性质对比.....	错误!未定义书签。
表 7 京新药业精神神经管线主要产品布局一览表.....	21
表 8 普通显示器与医用显示器区别.....	22
表 9 巨烽科技主要业务介绍.....	22
表 10 京新药业收入拆分表.....	24

一、原料药升级，转型制剂生产企业

公司前身浙江新昌京新药业初建于 1974 年，于 2001 年整体变更为浙江京新药业股份有限公司。董事长吕钢通过直接持股与京新控股有限公司共持有公司股份 28.87%，是公司的实际控制人。公司于 2004 年在深交所中小板上市，目前市值约为 73 亿元。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

公司上市之初发展缓慢，主要系喹诺酮类抗生素原料药附加值不高，发展空间有限。2007 至 2008 年公司原料药业务受贸易出口减少的冲击，收入骤降，与此同时三项费用大幅增长，最终导致 2008 年净利润降为负值。以此为转折点，公司开始谋求转型，拓展制剂业务。2010 年起，公司开始陆续推出瑞舒伐他汀、康复新液、地衣芽孢杆菌三大核心品种，开启高速增长态势。随着制剂业务比重不断提高，公司毛利率也随之提升。2013 年公司成品药收入首次超过原料药，同年净利润实现 103% 的大幅增长，可见公司此轮转型正日趋显效，未来几年制剂业务将成为拉动公司高速增长的主要动力。

图 2 医药制造业务收入（亿元）及增速

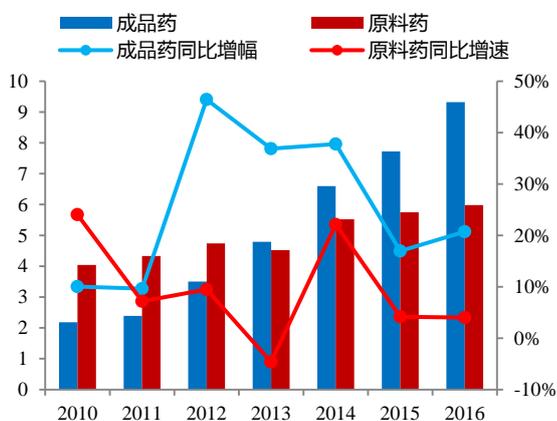
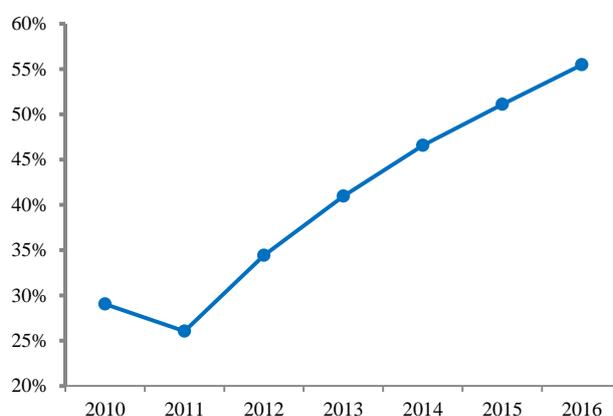


图 3 医药制造业务历年毛利率



资料来源：公司年报、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司年报、中国中投证券财富研究部

图 4 公司历年营业收入（亿元）及增速

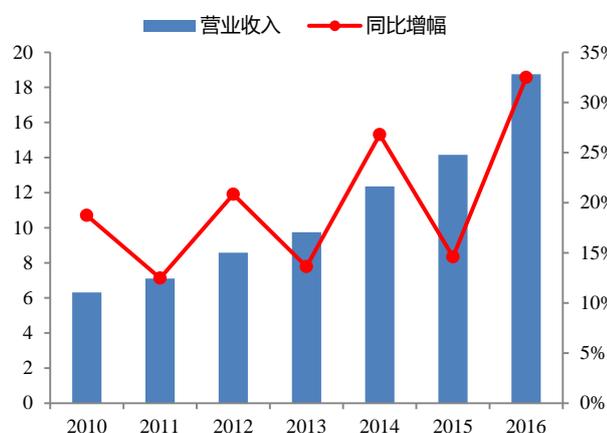
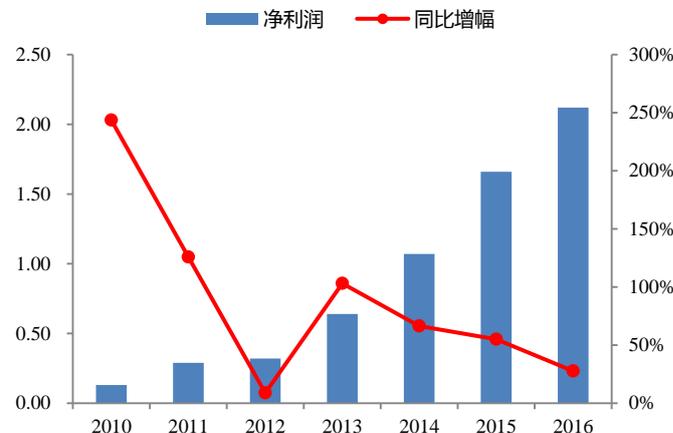


图 5 公司历年净利润（亿元）及增速

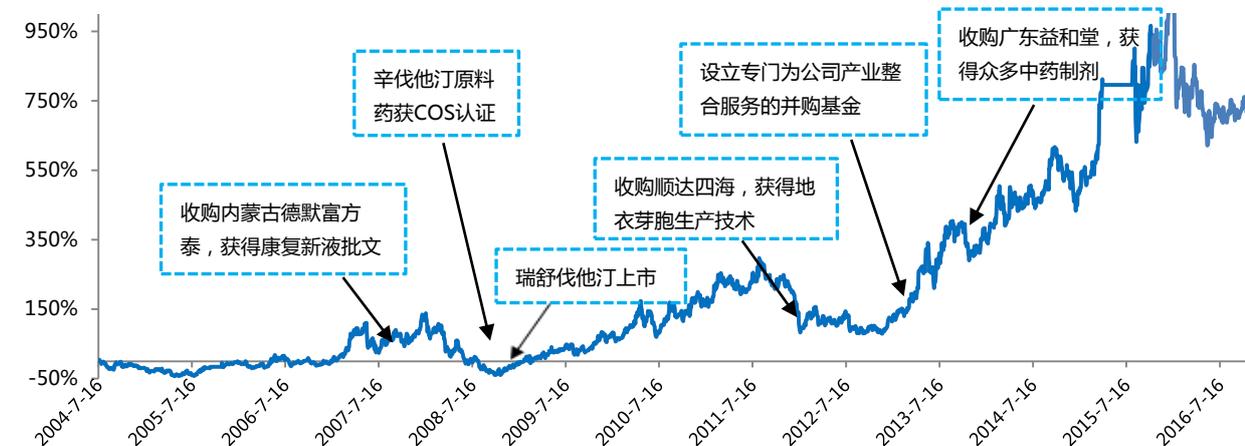


资料来源：公司年报、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司年报、中国中投证券财富研究部

2016 年公司实现营业收入 18.75 亿元，同比增幅 32.48%；归母净利润 2.12 亿元，同比增幅 27.64%；归母扣非净利润 1.92 亿元，同比增幅 34.37%。公司发展如此迅猛，与其兼并收购策略以及获得的国际认证是分不开的，这一点在公司股价上也有所体现。

图 6 公司上市以来股价波动情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

目前公司已转型为“原料药+制剂”的生产企业，拥有心脑血管、消化系统、精神神经、抗生素四条产品线。2016 年，瑞舒伐他汀、康复新液、地衣芽孢杆菌这三种药品的收入合计占到公司成品药总收入的 50%以上，是公司名副其实的核心品种。

二、三大核心品种

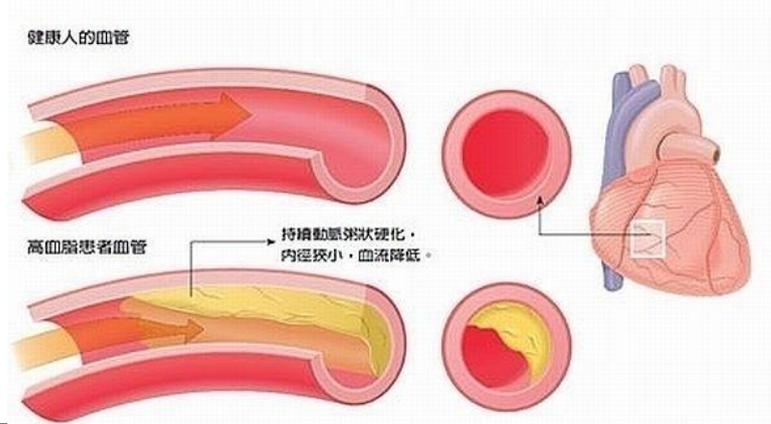
1. 瑞舒伐他汀

1.1 他汀类药物市场方兴未艾

瑞舒伐他汀的适应症为高血脂。血浆中的脂质以胆固醇、甘油三酯等为主，脂质通常不溶或微溶于水，它们通过与蛋白质结合以脂蛋白的形式存在和运输于血浆中。

脂蛋白中的低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）是“坏胆固醇”，是动脉粥样硬化和多种心脏疾病的祸首；高密度脂蛋白胆固醇（HDL-C）是“好胆固醇”，能够收集血液中多余的胆固醇送回肝脏，并排出体外。以低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）或总胆固醇（TC）升高为特点的血脂异常是动脉粥样硬化性心血管疾病（ASCVD）重要的危险因素，因此，降低 LDL-C 水平可显著减少 ASCVD 的发病以及死亡危险。

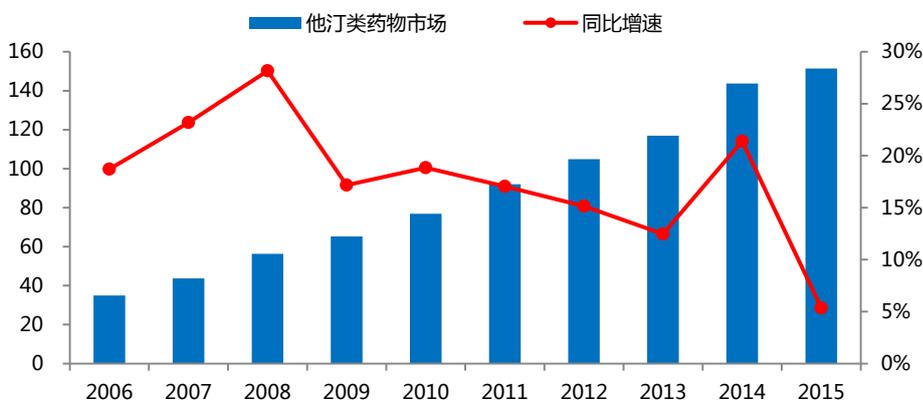
图 7 健康人血管与高血脂患者血管对比



资料来源：中国中投证券财富研究部整理

《中国成人血脂异常防治指南（2016 年修订版）》推荐将中等强度的他汀作为中国血脂异常人群的常用药物。根据中康 CMH 的数据，2015 年国内他汀终端零售价市场达到 151.43 亿元，占整个降血脂用药市场近 80% 的市场份额，国内调血脂类药物总体市场已经超过 200 亿人民币。

图 2 国内他汀类药物市场规模（亿元）及增速



资料来源：中康 CMH、中国中投证券财富研究部整理

中国慢性肾病工作组的调查显示，2010 年中国大于 18 岁的成人居民中有

33.97%的人血脂异常，相比于 2002 年成人血脂异常患病率 18.6%，可见近十年来国人血脂异常患病率大幅提升。此外，血脂异常患者的知晓率仅为 31%，治疗率为 19%。因此，我们认为他汀类药物市场仍然存在较大发展空间。

图 9 血脂异常流行病学患病率调查结果

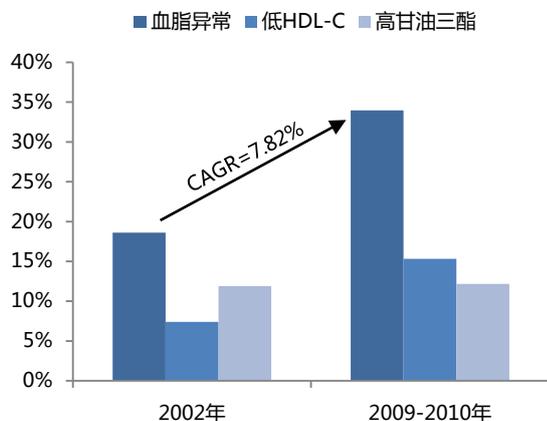
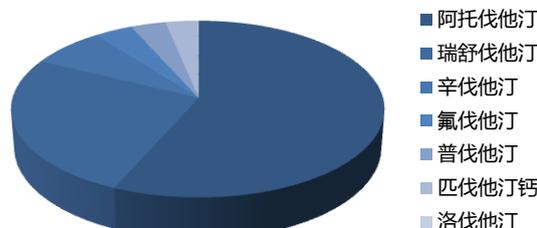


图 10 2015 年他汀类药物公立医院市场格局



资料来源：中国慢性肾病工作组、中国中投证券财富研究部

资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

他汀类药物一直广受市场欢迎，默克的辛伐他汀 (Zocor) 于 1992 年进入全球药物销量前十，之后十余年位居全球销量前两位，峰值销售额达到 67 亿美元。辉瑞的阿托伐他汀从 2002 至 2010 年连续九年占据全球药物销量第一名，峰值销售额 130 亿美元。阿斯利康的瑞舒伐他汀于 2003 年在美国上市，自上市以来全球销量一直保持高速增长，先后超过辛伐他汀与阿托伐他汀，于 2012 年成为全球他汀类药物市场中市场份额最高的药物。

目前，在发达国家市场中，瑞舒伐他汀的销售额已经超过阿托伐他汀，但在发展中国家市场，阿托伐他汀仍然占据主要市场份额。以下，我们将从药学特点、临床疗效、治疗费用三个层面说明瑞舒伐他汀在他汀类药物市场中市占率进一步提高是大势所趋。

1.2 疗效佳+安全性高+性价比高，助力瑞舒伐他汀市场扩张

首先，亲水性他汀易被肝脏摄入，降脂效果更好。其次，血浆蛋白结合率越高、半衰期越长，药物作用维持时间越长。再次，我们知道血脂异常患者通常同时患有多种疾病，需要同时服用多种药物，从而发生药物相互作用的几率较大，临床上有众多药物经 CYP450 代谢，一旦他汀类药物与此类药物合用，便会提高相互作用发生的风险。因此，药物越少发生代谢，或代谢不经 CYP450 酶，用药的安全性则越高。最后，我们知道，他汀类降脂药的副作用主要是高血糖、肌病等，单日用药剂量越小，产生副作用的风险越低。

表 1 他汀类药物特点比较

特点	亲脂性	血浆蛋白结合率 (%)	代谢酶	剂量范围 (mg/d)	半衰期 (h)	医保限制
----	-----	-------------	-----	-------------	---------	------

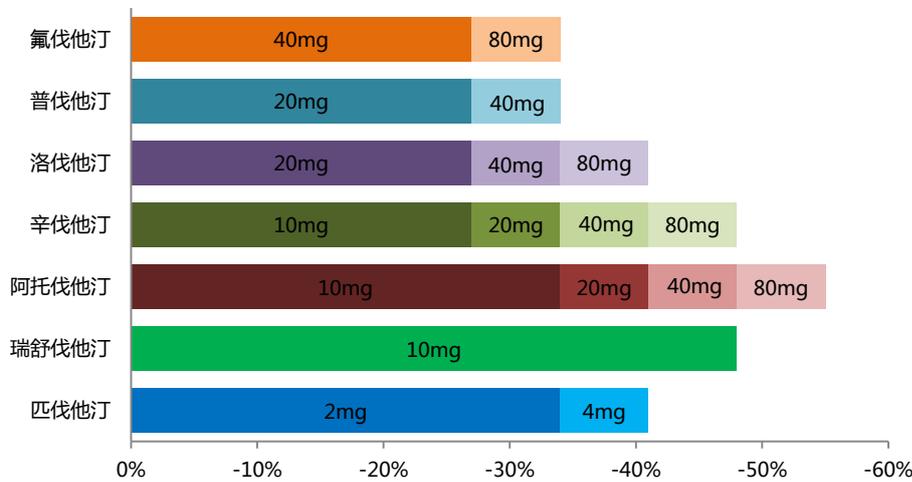
洛伐他汀	亲脂	≥95	CYP3A4	10~80	3	-
辛伐他汀	亲脂	>95	CYP3A4	10~80	3	一线用药
普伐他汀	亲水	50	经肝脏,但不经 P450	10~40	1.3~2.7	二线用药
氟伐他汀	亲脂	98	主要 CYP2C9	20~80	1.2	二线用药
阿托伐他汀	亲脂	≥98	CYP3A4	10~80	14	二线用药
瑞舒伐他汀	亲水	90	主要 CYP2C9	5~20	19	二线用药
匹伐他汀钙	亲脂	99.5	CYP2C9	1~4	11	二线用药

资料来源：《临床用药须知（2010年版）》、《心血管药理学（第三版）》、《中国医师药师临床用药指南》、中国中投证券财富研究部

研究发现，瑞舒伐他汀属于亲水性他汀，半衰期长，仅约 10% 发生代谢，其他以原型排出体外，并且单日用药剂量小。综合以上各点，我们认为就药理学而言，瑞舒伐他汀相比于其他他汀类药物降脂效果更好、用药安全性更高。

临床上以降低 LDL-C 为核心治疗目标，不同种类与剂量的他汀降胆固醇幅度的能力有较大差别，但任一品种他汀剂量增倍时，LDL-C 进一步降低的幅度仅为约 6%。研究表明，治疗六周后，瑞舒伐他汀 10mg 能够强效降低 46% 的 LDL-C，疗效好于 20mg 阿托伐他汀、80mg 辛伐他汀、以及 40mg 普伐他汀。此外，瑞舒伐他汀 10mg 能够有效地提高 HDL-C 达 7.7%，效果好于其他他汀的任何剂量。

图 11 他汀类药物降低 LDL-C 效果比较



资料来源：中国中投证券财富研究部整理

从治疗费用看，相比于其他他汀类药物，瑞舒伐他汀单日用药剂量较低、见效快、疗效好、并且单日用药金额适中，结合药理、临床因素考虑，我们认为瑞舒伐他汀相比于其他他汀类药物具有较强的市场竞争力，未来发展潜力大。

表 2 他汀类原研药物特点比较

化学名	商品名	包装规格	中标价	中等强度每日用药剂量	单日用药金额 (元)
-----	-----	------	-----	------------	------------

阿托伐他汀	立普妥	10mg*7	43.40~46.87	20mg	12.40~13.40
瑞舒伐他汀	可定	10mg*7	49.25~54.52	10mg	7.04~7.78
匹伐他汀钙	力清之	2mg*7	45.207~53.5	4mg	12.92~15.29
辛伐他汀	舒降之	20mg*7	20.79~21.74	40mg	5.96~6.20
普伐他汀	普拉固	20mg*5	34.12~35.30	40mg	13.64~14.12
氟伐他汀	来适可	40mg*7	23.94~29.61	80mg	6.84~8.48

资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

1.3 原研药独占鳌头，仿制药四强割据

瑞舒伐他汀的原研药（可定）由阿斯利康研制，国内的三家生产企业，即山东鲁南、京新药业、正大天晴分别于 2008 年先后获得生产批文，与原研厂家阿斯利康国内批文获得的时间相近。其中，山东鲁南的瑞旨为首仿药，价格较其他仿制药高，目前份额在国内公立医院市场中占比第一，略高于京新药业。

图 12 中国城市公立医院瑞舒伐销售额（亿元）

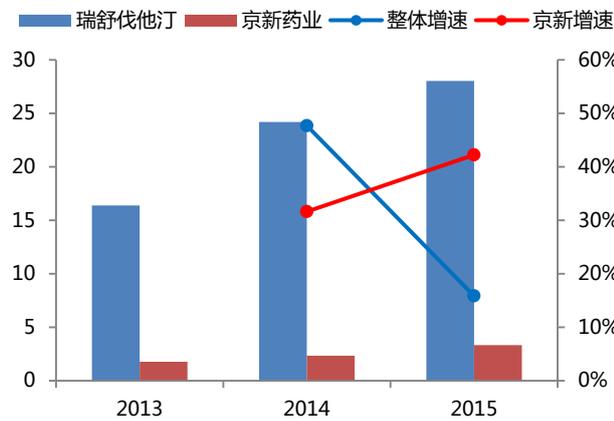
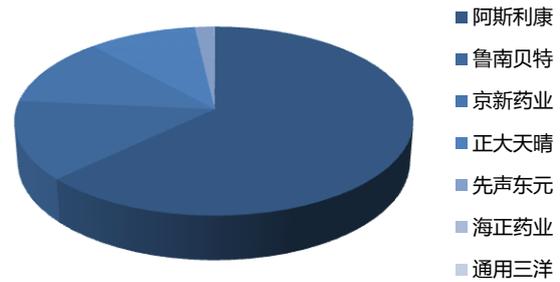


图 13 中国城市公立医院瑞舒伐市场格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

中国医药工业信息中心重点城市样本医院购药数据显示，京新于 2009 年进入瑞舒伐他汀市场，2010 年起便一直稳居该产品市场的前 3 位，近 3 年快速增长，公立医院终端市场的复合增速为 38%的，高于该产品的整体增速水平（31%）。

我们选取市占率前五名公司的相同规格（10mg）、转换系数均调整为 7 的瑞舒伐他汀来比较中标价，得出目前京新平均中标价高于先声制药，低于阿斯利康、鲁南贝特以及正大天晴。鉴于京新生产瑞舒伐他汀的原料药，产业链布局完善的优势有利于提高公司盈利能力。未来 2-3 年内，公司瑞舒伐他汀有望通过国际认证，届时该品种将在招标中享受单独质量层次，有利于提高盈利能力。目前，该品种的一致性评价工作正在积极推进中，2016 年实现销售收入 4-4.5 亿元，预计未来 1-2 年将保持 30%左右的增速。

表 3 2016 年瑞舒伐他汀（10mg*7）各省中标价

	阿斯利康	鲁南贝特	京新药业	正大天晴	先声东元
上海			27.71	25.44	28.02

广西	54.52		28.33		20.51
山东	49.25			20.58	18.62
江西	54.52	44.35	27.63	25.58	19.39
四川		44.35	30.25	32.72	27.81
河北	49.25		25.73	29.96	
天津	49.25		25.73	29.96	
福建	49.25				
湖北	54.52			34.29	31.58
平均中标价	51.51	44.35	27.56	28.36	24.32

资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

2. 康复新液

2.1 适应症广泛，内服外敷均可

康复新液为美洲大蠊干燥虫体提取物，主要成分为多种氨基酸和多肽类物质。该产品内服可用于瘀血阻滞，胃痛出血，胃、十二指肠溃疡，以及阴虚肺癆，肺结核的辅助治疗；外用可用于金疮、外伤、溃疡、瘰疬、烧伤、烫伤、褥疮之创面。康复新液与相关药品配合使用，可显著提高治疗的有效率，或缩短治疗时间，降低复发率，大大提高患者的生活质量。

表 4 康复新液主要临床应用一览表

适应症	改进疗法	对照疗法	改进效果
溃疡性结肠炎	康复新液灌肠+口服水杨酸偶氮磺胺吡啶	口服水杨酸偶氮磺胺吡啶	有效率提高近 10%，至 92.31%
	康复新液灌肠+中药内服	中药内服	有效率 100%，治愈病例中随访 21 例，停药 1 年以上均无复发
消化性溃疡	康复新液灌肠+康复新液口服	-	有效率提高 17%，提高至 99%
	康复新液+法莫替丁口服	法莫替丁+丽珠得乐口服	幽门螺杆菌根除率提高，痊愈率提高，复发率降低
慢性糜烂型胃炎	康复新液口服	溃疡宁口服	有效率提高 20%，至 90%以上
胃食管反流病	康复新液+奥美拉唑+胶体果胶铋+克拉霉素	奥美拉唑+胶体果胶铋+克拉霉素	有效率提高 15%，提高至 92.86%
糖尿病足	康复新液外敷	利凡诺外敷	3 个疗程后有效率提高 20%，提高至 95%，创面愈合更快
口腔溃疡	康复新液含漱	氯己定液含漱	治疗时间缩短，复发率下降
肛裂	康复新液外敷	硝酸银外敷	治愈率提高 25%，提高至 91.67%，有效率提高至 100%
化脓性扁桃体炎	康复新液+头孢呋辛+15%葡萄糖注射液	头孢呋辛+15%葡萄糖注射液	有效率提高 15%，提高至 95%
宫颈糜烂	康复新液+波姆光治疗	波姆光治疗	有效率提高 10%，提高至 92%

资料来源：CNKI、中国中投证券财富研究部

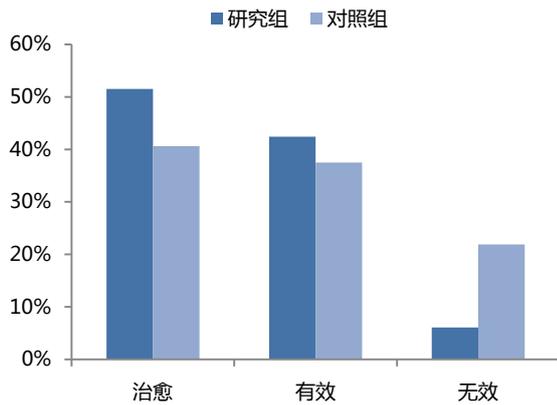
需要注意的是，虽然康复新液可以用于配合其他药品使用，但其不是辅助用药，不在医管局列示的辅助用药限制名单上，生产、销售均不受限制。

2.2 配合三联疗法使用，疗效更佳

三联疗法是指 2 种抗生素加 1 种护胃药物的治疗方法，通常是由 1 种质子泵抑制剂（奥美拉唑）或胶体铋剂（胶体果胶铋）加上 2 种抗生素（阿莫西林/克拉霉素+替硝唑/甲硝唑）组成。

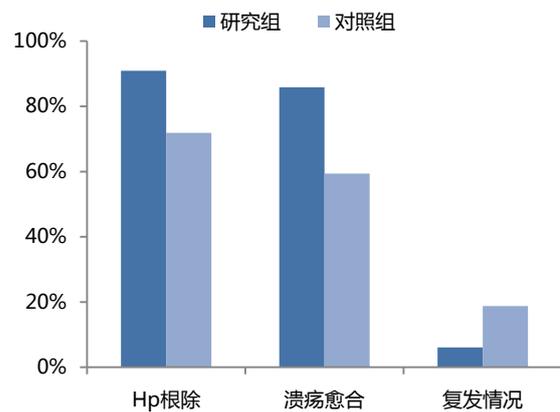
三联疗法加入康复新液之后有两点显著优势：第一，疗效显著提高，综合有效率从 78% 提高到 94%；第二，复发率降低，用药安全性提高，对比两组患者可以发现使用康复新液之后复发率从 19% 降低到 6%。研究表明长期使用西药毒副作用巨大，停药后更有病情反复的危险。停药一年的反复率为 65%-80%，两年反复率为 100%。康复新液作为一种中药，可以通过与三联疗法中的西药联合使用，有效解决西药治疗周期长、反复性明显的状况。

图 14 三联疗法加入康复新液后的疗效对比



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

图 15 两组患者疗效比较



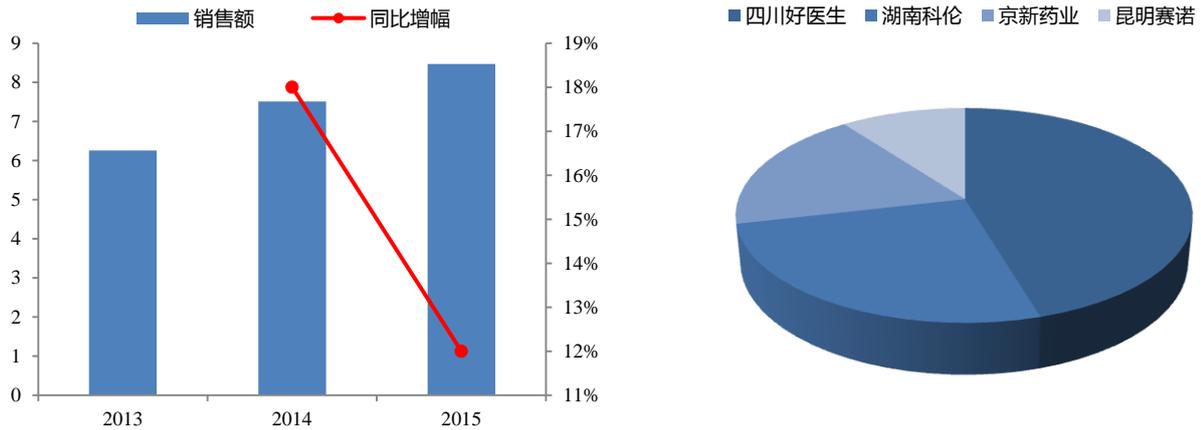
资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

2.3 市场三足鼎立，公司独家规格推广优势强

根据米内网的数据，2015 年康复新液公立医院终端市场规模约为 8.5 亿元，临床上主要用于烧烫伤治疗。该品种是地方医保乙类品种，市场起步较晚，四川好医生、昆明赛诺、京新药业、湖南科伦均在 2010 年先后拿到生产批文。四川好医生于 2011 年最先进入市场，目前市场份额约为 45.4%，占比最高，京新药业占比 18.45%，排名第三。康复新液一般的药品规格为 10ml、50ml、100ml，以上三家公司均有这三种规格。除这三种规格外，京新药业还有 30ml 的独家规格。

图 16 城市公立医院康复新液销售额（亿元）

图 17 城市公立医院康复新液市场格局

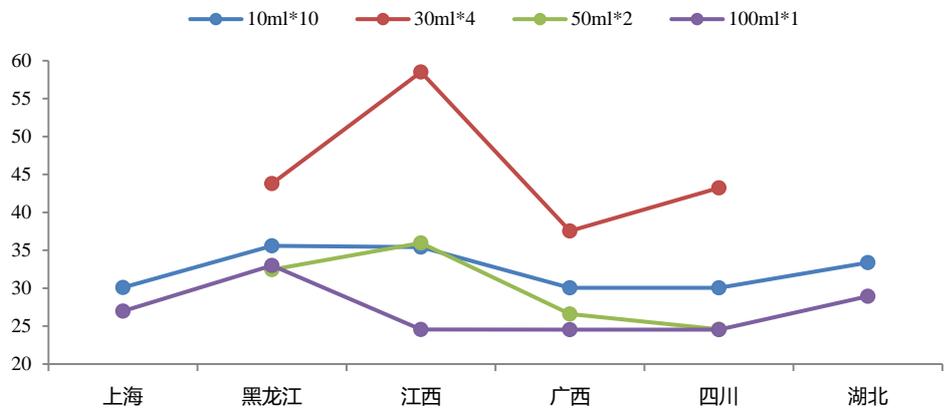


资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

比较各省中标价可以发现，相比于其他生产厂家，京新药业 100ml*1 规格康复新液的平均中标价格是最低的，但随着优质优价不再作为招投标区分层次的标准，京新与其他厂家的中标价格差有望缩小。此外，京新 30ml*4 规格的产品平均中标价格在公司所有规格中是最高的，鉴于中药没有差比价，30ml*4 规格相对于 100ml*1 规格竞争力更强，推广优势更大。30ml 的独家剂型公司以前没有推广过，中标记录较好，未来公司加大推广力度之后增速将会进一步提升。该品种 2016 年销售收入 2 亿元左右，预计未来 1-2 年将保持 20%-30% 的增速。

图 18 2016-2017 年京新药业康复新液在部分省份的中标价（元）



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部整理

3. 地衣芽孢杆菌

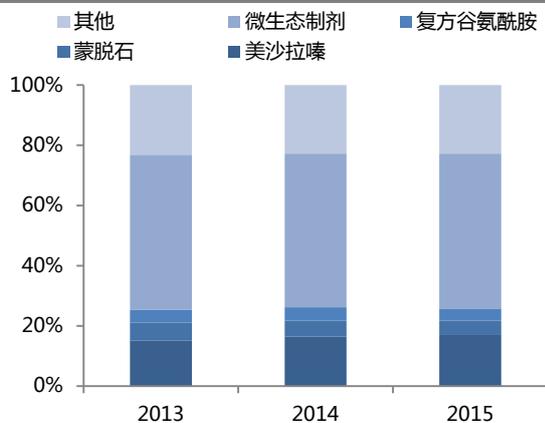
3.1 微生物制剂整体市场空间广阔

地衣芽孢杆菌是一种微生物制剂，临床上主要用于调整肠道菌群平衡、抑菌或杀菌，可治疗肠道疾病，包括因肠道菌群失调引起的腹泻、便秘、胀气、消化不良等。

目前共有三代肠道用药。第一代肠道用药以中成药为主，但其缺点在于疗效相对较慢；第二代肠道用药以抗生素为主，其缺点在于毒副作用大。肠道微生物制剂作为

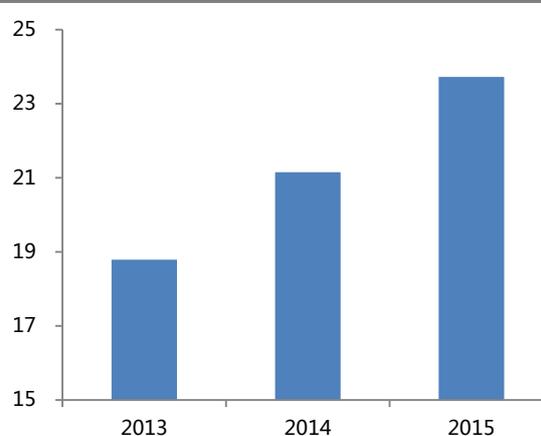
第三代肠道用药，优势在于在保证疗效的同时降低了用药的毒副作用，因此未来发展潜力较大。近几年医院终端的止泻药市场上，微生态制剂的市占率最高，基本稳定在51%左右。

图 19 公立医院止泻药销售规模(亿元)及格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

图 20 公立医院微生态制剂销售额(亿元)



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

日本是世界上研制开发和利用微生态制剂较早的国家之一，其产品主要是双歧杆菌活菌制剂。在上世纪 70 年代初，日本已将双歧杆菌活菌制剂用于临床治疗腹泻，至上世纪 80 年代中期已有 26 种产品，90 年代已达饱和状态。在 1.3 亿人口的日本，微生态产业已拥有 300 亿元人民币的市场。在我国，以肠道发病率每年 10 亿人次，每个患者用药 30 个单位（粒/片/袋）计算，如果每个患者用药金额平均为 31 元，仅用于肠道病一项的微生态药品市场约为 310 亿元，发展前景十分广阔。

此外，地衣芽孢杆菌活菌胶囊在 2017 版国家医保目录中由乙类调为甲类，我们认为此次调整将推动该品种市场规模的进一步扩张。目前，国内市场上的主要肠道微生态制剂品牌所含益生菌成分有所不同，但均可用于治疗因肠道菌群失调引起的腹泻、便秘、消化不良等症状，因此市场竞争非常激烈。

表 5 中国城市公立医院终端主要微生态制剂一览表

菌种	主要生产厂家	市占率
双歧杆菌三联活菌	上海谊信、晋城海斯制药	20.35%
复方嗜酸乳杆菌	通化金马	18.44%
酪酸梭菌活菌	米雅利桑制药、青岛东海药业、重庆泰平药业	11.08%
枯草杆菌二联活菌	韩美药品	8.69%
双歧杆菌四联活菌	杭州远大生物制药	8.33%
地衣芽孢杆菌活菌	东北制药、京新药业	6.73%
布拉氏酵母菌	法国百科达制药	6.04%
复合乳酸菌	江苏美通制药	5.24%
双歧杆菌乳杆菌三联活菌	内蒙古双奇药业	4.68%

资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

3.2 菌种优越性有望助其开疆辟土

地衣芽孢杆菌相比于其他益生菌有 4 个优点：第一，用途广泛且无毒副作用。对各种原因引起的腹泻、消化不良均有效；第二，疗效高，起效快。独有的芽孢结构能抵抗胃内高强度的酸性环境，直接进入肠道（双歧杆菌，容易被胃酸杀死）；第三，易保存。常温下处于休眠状态，打破生物制剂需低温保存及活菌易死亡现状。相比于其他需要冷链运输的菌种，地衣芽孢杆菌的运输成本低，保存成本低，产品性能稳定，有效期长；第四，可与抗生素联用，用于预防广谱抗生素致抗生素相关性腹泻。基于这 4 点，我们认为未来地衣芽孢杆菌在微生态制剂市场中的比重将进一步提高。

表 6 几种主要益生菌性质对比

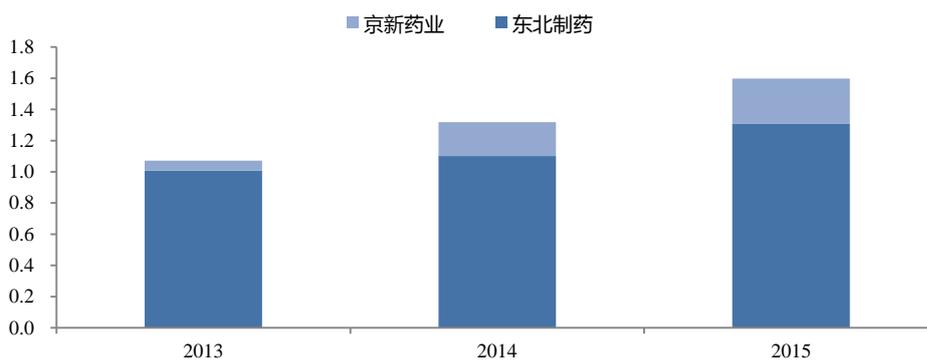
菌种	活菌量	保存条件	胃酸作用	抗生素联合
地衣芽孢杆菌	2.5 亿个/粒	常温保存，2 年	耐胃酸	可以
双歧杆菌三联活菌	1.0 亿个/粒	冰箱保存，2 年	易受影响	不可以
酪酸梭菌	350 万个/粒	常温避光，2 年	耐酸	不可以
枯草杆菌	1.5 亿个/克	低温保存	受胃酸影响	不可以
双歧杆菌	0.5 亿个/粒	冰箱保存，1 年	易受影响	不可以

资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

3.3 竞争格局好，市场份额有望快速提升

地衣芽孢杆菌是双跨品种，该市场过去一直被东北制药整肠生垄断。东北制药整肠生于 1992 年上市，1993 年成为主打品种，至今已有 20 多年的历史。京新药业于 2013 年 10 月拿到地衣芽孢杆菌的生产批文，与东北制药一起成为地衣芽孢杆菌市场上仅有的两家拿到批文的企业。之后地衣芽孢杆菌进入 2012 版国家基药目录，销售额实现较大幅度的增长，2015 年公立医院销售额为 1.6 亿元，其中京新的产品销售额约 2900 万元，市占率 18.2%。

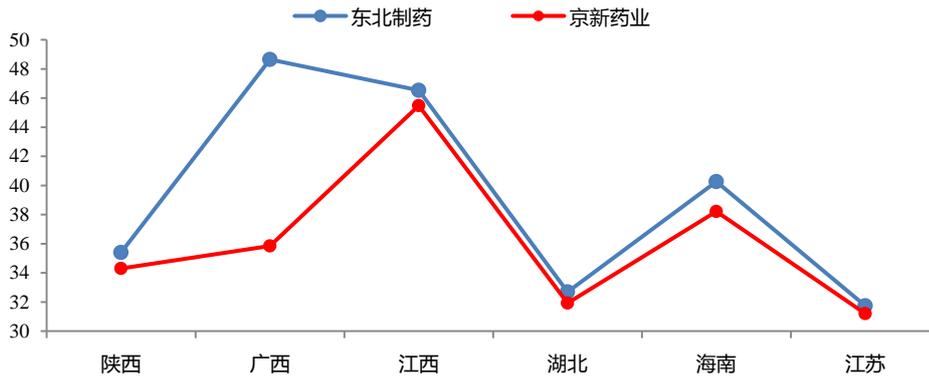
图 21 2013-2015 年城市公立医院地衣芽孢杆菌销售规模（亿元）及格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部整理

比较发现，京新药业与东北制药相同规格（0.25mg*36）的地衣芽孢杆菌在多数省份的中标价非常接近，可见京新作为后进入市场的品种，价格维护能力较强。

图 22 京新药业与东北制药地衣芽孢杆菌（0.25mg*36）部分省份中标价（元）



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部整理

营销策略上，京新的布局与整肠生存在较大差异。整肠生的布局是从 OTC 市场开始进行推广，期望通过 OTC 市场带动医院市场。京新的布局主要是从县级以上医院等标志性医院进行推广，期望通过标志性医院去影响基层医院以及 OTC 市场。医院市场带动 OTC 市场明显更加容易，目前京新的地衣芽孢杆菌在医院市场与 OTC 市场的销售规模占比大约是 8:2，2016 年销售收入近 1 亿元，预计未来 1-2 年将保持 40%左右的增速。

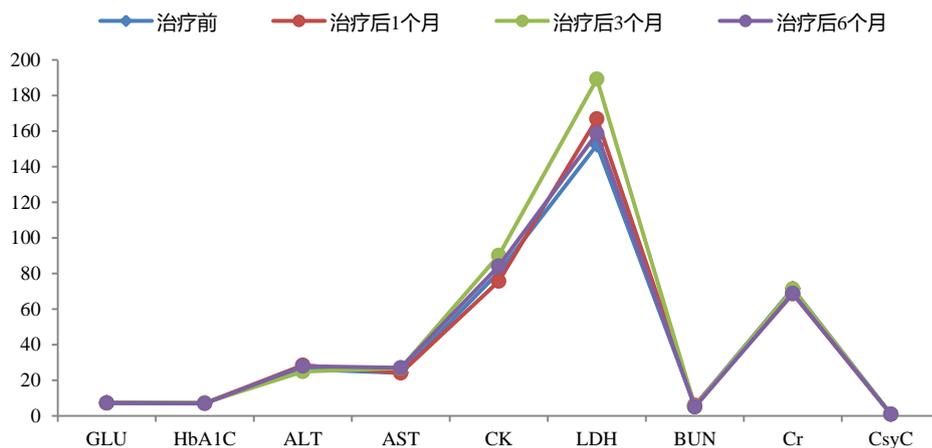
三、二线品种迎来成长拐点

1. 匹伐他汀：糖尿病患者可用，新进医保促进放量增长

近年来，关于他汀类药物安全性的讨论引起广泛关注，特别是他汀类药物可能增加新发糖尿病的话题。事实上，这一他汀类药物的副作用早已被公之于众，阿托伐他汀的药品说明书中早已列出这一点，瑞舒伐他汀的一级预防试验数据显示，与安慰剂对照，较大剂量的瑞舒伐他汀会增加新发糖尿病的风险。研究表明，经过 3 年的他汀类药物治疗，糖尿病的累计发病率为 6.25%，对应的超额风险为 2.25%，使用他汀类药物后，糖尿病的风险约上升 20%~30%。

学术界对 2 型糖尿病合并高血脂症的患者使用匹伐他汀后的血糖指标进行分析，结果表明服用匹伐他汀进行治疗期间患者血糖控制基本平稳，未出现转氨酶明显升高，各糖尿病生化指标相比于治疗前无统计学显著差异。

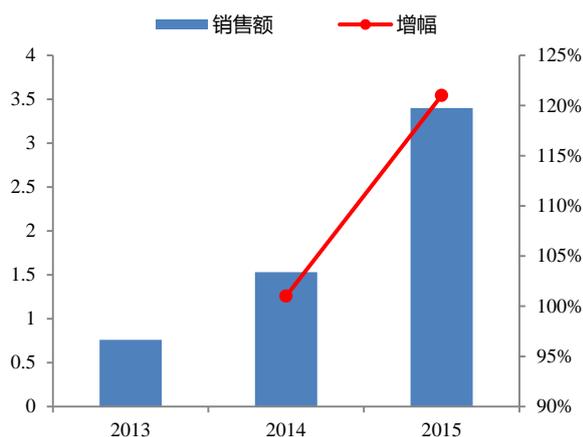
图 23 匹伐他汀治疗前后各糖尿病生化指标变化情况



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部整理

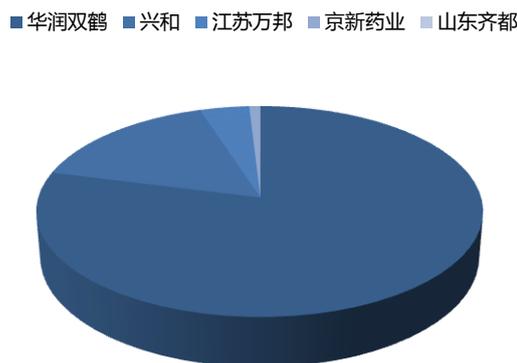
数据分析表明，匹伐他汀是目前唯一未见增加新发糖尿病的他汀类药物，主要原因在于匹伐他汀单日使用剂量小（1mg、2mg、4mg），因此更为安全。研究表明，糖尿病患者多伴有高血脂，因此匹伐他汀的市场空间十分巨大。

图 24 城市公立医院匹伐他汀销售额（亿元）



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

图 25 城市公立医院匹伐他汀市场格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

匹伐他汀的原研厂家为日本兴和，原研药商品名为力清之，2004 年获批进入中国市场，随后各仿制药陆续上市。匹伐他汀近几年在国内增势迅猛，2015 年在我国城市公立医院市场的规模达到 3.4 亿元。

京新药业 2013 年获批生产匹伐他汀，目前市占率 0.88%，排名第四，公司拥有匹伐他汀的独家分散片剂型。我们认为，随着此次匹伐他汀新进入 2017 年版医保乙类目录，京新的匹伐他汀将借助行业东风，加持独家剂型优势，作为瑞舒伐他汀的补充品种，实现放量增长，贡献较高业绩弹性。

2. 辛伐他汀：欧盟认证利好招标，存量增长放量在即

辛伐他汀市场竞争十分激烈，生产厂家已超过百家，其中，默沙东市场份额最高，占比 51%。京新药业市场份额在国产厂家里排名在广州南新、福建兴安、鲁抗医药之

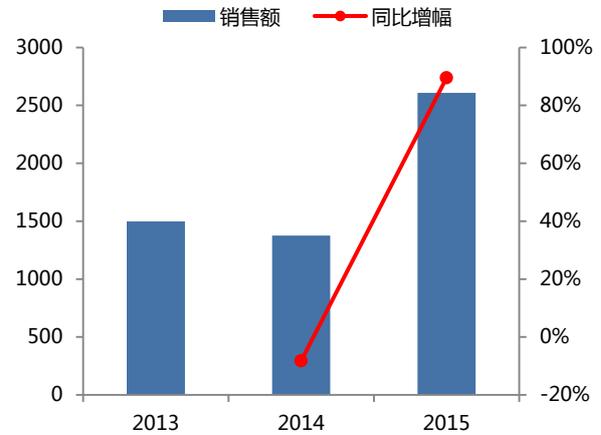
后,占比仅为 3.3%。2015 年,辛伐他汀医院端市场规模约 8 亿元,在他汀类药物中排名第三,位列阿托伐他汀与瑞舒伐他汀之后,市占率约 7%。

图 26 2015 年中国城市公立医院辛伐他汀格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

图 27 京新药业辛伐他汀营收(万元)及增速



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

辛伐他汀作为唯一进入全国基药目录的他汀类药物,瞄准的是基层医疗服务机构,重心是在基层降脂市场。因此,谁能在招标中获得成功,谁就能分得这一部分的蛋糕。京新药业作为国内生产厂家中唯一通过欧盟认证的企业,可以在基药招标中享受一系列价格优惠政策。比如,公司在湖南、安徽、浙江招标时可分别获得 24 分、39 分、10 分的技术标加分,在其他相关省市可享受高于普通 GMP 药品的质量层次。目前该品种的一致性评价工作正在积极推进中,未来公司销量快速增长可期。

3. 盐酸舍曲林：市场空间大，公司首仿竞争优势强

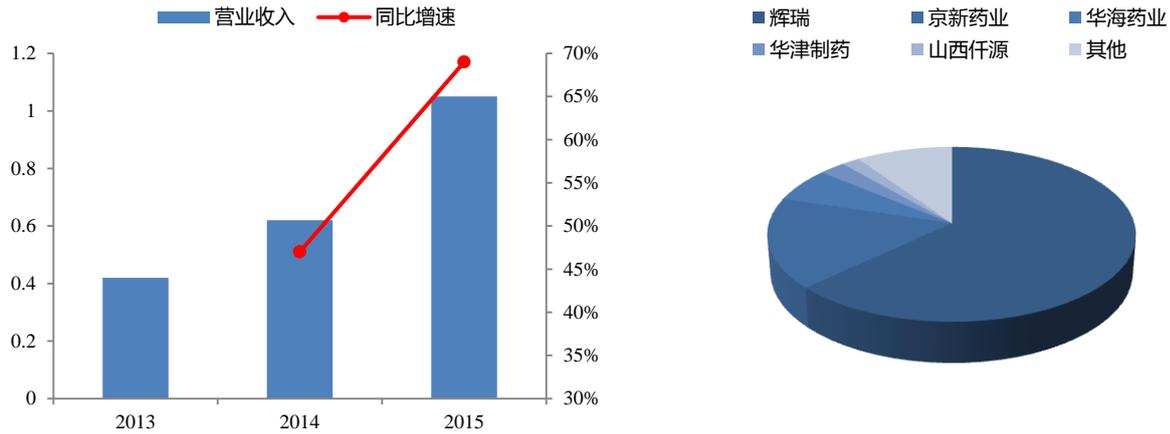
盐酸舍曲林是一种选择性的 5-羟色氨再摄取抑制剂,主要用于治疗抑郁症,疗效满意后,继续服用可有效地防止抑郁症的复发和再发。

据不完全统计,目前我国抑郁症发病率高达 5%-6%。但由于诊疗技术的落后以及国内百姓对抑郁症的认识不足,我国抑郁症患者的治疗比例不足 10%,远远落后于世界抑郁症病人的治疗率(近 50%)。由此可见,抗抑郁药在我国有着近 4 倍的市场发展空间,目前我国公立医院抗抑郁药市场规模约为 210 亿,未来有望成为千亿市场。

舍曲林由辉瑞于 20 世纪 90 年代研发,辉瑞该药 2004 年全球销量达到 33.6 亿美元的销售峰值,2006 年失去专利保护权之后从 2007 年起销售额稳定在 4-5 亿美元区间内浮动。2008 年京新药业获得舍曲林的生产批文,成为国内首仿生产企业,2015 年占据公立医院终端 17% 的市场份额。

图 28 城市公立医院京新舍曲林销售额(亿元)

图 29 城市公立医院舍曲林格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

我们认为未来公司销量高保持快速增长的动力有三个：第一，公司调整了销售策略，将推广重点由原来的精神病专科医院转到综合医院精神科、消化科、肿瘤科等抑郁患者较多的科室，市场空间得到大幅拓展；第二，公司舍曲林片于 2013 年通过欧盟认证，招标时享受加分或单独质量层次的优惠政策，有利于价格维护；第三，公司是舍曲林剂型最全的厂家，有胶囊、普通片、分散片。

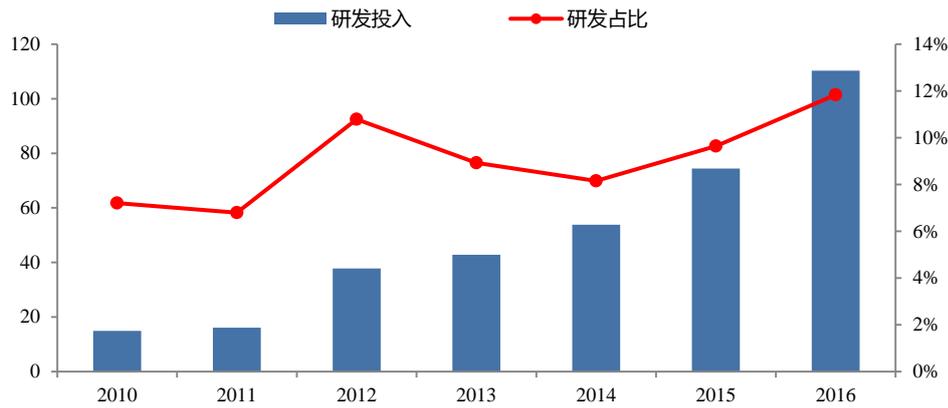
近几年由于普通片价格的下降，公司推广重心调整为分散片剂型，而分散片市场上的竞争对手哈尔滨好博药业由于没有通过 GMP 认证，短期内无法进行正常生产，京新将有望利用此契机快速抢占市场，实现市占率的大幅提升。目前该品种的一致性评价工作正在积极推进中，我们认为，该品种能够为公司未来的精神神经管线品种进入市场提供较好的营销资源。

四、储备品种丰富，外延并购积极推进

新药业的研究定位在未被满足的健康需求这一块，目前主要以精神神经类、心脑血管类、消化类以及肿瘤类药物为主要研发方向。在新的领域里面，公司已主动实现从原有的跟随仿制到现在改良型新药。

研发布局方面，公司研究院总部位于浙江新昌，分部位于上海张江。此外，公司在英国、以色列和美国分别成立相应的分部，以整合国外的高端研发资源。几个研发中心各有侧重，上海的中心针对前期探索部分，新昌针对产业化的研究及注册申报，深圳的中心更关注药品与器械的结合，美国和英国的中心关注在美国及欧洲的政策理解及注册工作，以及关注知识产权相关的问题。

图 30 公司历年研发费用（百万元）及其占成品药营业收入比重



资料来源：公司年报、中国中投证券财富研究部整理

研究院的投入集中在成品药，因此剥离原料药的收入，可以得出 2016 年研发费用占成品药营业收入比重约 12%。与同行业竞争对手比较，京新药业研发成品药收入比重远高于行业平均水平；与公司自身相比，该比重逐年稳步提高。

公司十分重视对精神神经管线产品的研发布局，主要产品如下表所列。

表 7 京新药业精神神经管线主要产品布局一览表

通用名	适应症	研发进度	医保
盐酸舍曲林	抑郁症	已上市	国家医保乙类
左乙拉西坦	癫痫	已上市	国家医保乙类
卡巴拉汀	中重度阿尔茨海默型痴呆	批准临床	国家医保乙类
盐酸美金刚	轻中度阿尔茨海默型痴呆	批准临床	国家医保乙类
帕利哌酮	精神分裂	批准临床	国家医保乙类
EVT201	失眠	批准临床，临床 II 期	非医保

资料来源：米内数据库、中国中投证券财富研究部

2017 年 3 月 22 日，公司公告称以自有资金 500 万美金投资以色列制药公司 P2B，取得 P2B 不超过 5% 的股权以及帕金森综合征治疗药物 P2B001 在中国市场的权益。该产品为革新型的复方制剂，现处于临床试验阶段。

同一日，公司公告称以自有资金 400 万美金投资以色列 Perflow 公司，取得 Perflow 不超过 16% 的股权以及 Stream™ 在中国市场的权益。该产品适应症为缺血性脑卒中，目前已获得 CE 认证，完成 CCC 认证后即可进入中国市场销售。

由此可见，公司以自主研发加上外延并购双轮驱动，积极布局精神神经、心脑血管等热门领域，布局产品涉及药品与医疗器械多个品种，研发梯队结构良好，未来几年将逐步进入收获期。

五、收购巨烽科技，积极布局医疗器械领域

2015 年 7 月 28 日，公司公告拟以发行股份及支付现金的方式购买巨烽科技 90% 股权，收购标的作价 6.93 亿元，正式进军医疗器械行业。巨烽科技承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 4500 万、5850 万、7605 万元。巨烽科技是一家主要从事医用

请务必阅读正文之后的免责条款部分

显示器研发、生产与销售的高科技公司。

医用显示器行业技术门槛高，与普通显示器相比有以下几点区别：

表 8 普通显示器与医用显示器区别

	普通显示器	医用显示器
灰阶	256 灰阶 (8bit) , 用于显示彩色图像, 无灰阶要求	1024 (10bit) ~4096 (12bit)
显卡	普通显卡	专用显卡
亮度	200-300cd/m ² , 无亮度恒定的要求	1000cd/m ² , 要求 3 万小时甚至 10 万小时亮度值保持不变
分辨率	1024*768,1280*1024, 基本上是横屏显示, 不需要横/竖屏转换	根据影像的需要, 可以横/竖屏转换: 1024*1280/1280*1024, 1200*1600/1600*1200, 1536*2048/2048*1536, 2048*2560/2560*2048
响应时间	-	动态影像的系统配置首选响应时间在 25ms 以下
认证要求	环保、电磁学相关认证	环保、电磁学、医疗行业相关认证
安全性	无专业液晶屏的保护屏, 电源为内置方式无特殊要求	专配有液晶屏的保护屏, 有针对医用环境配有医疗专用电源
对比度	300:1~400:1	600:1~1000:1
校准方式	-	外置式、内置式

资料来源：中国中投证券财富研究部整理

巨烽科技的核心业务有两个：

第一，定制化医用显示器，这是一种设备配套业务，是针对超声、CT、核磁以及各种各样的影像的配套显示，由于每个定制厂家的要求不一样，所以需要单独定制。巨烽是该市场的主要生产厂家之一，市场份额虽不及日本的 Eizo、NEC，但增势强劲，成长空间巨大。

第二，标准化医用显示器，这是公司的自有品牌业务，医院采购该产品作为医学影像诊断显示终端使用，近几年该业务的利润率持续增高。标准化显示器市场中，市占率最高的两家企业依次为 Eizo、Barco。

公司目前有 200 个左右的技术人员，包括 100 多位研发人员以及其他的技术支持人员。研发人员从业经验丰富，深圳研发中心的核心技术团队从事医用显卡业务超过 20 年。公司现有两个生产基地，分别是深圳大板龙华和沈阳。公司拥有多项处于行业领先水平的技术，产品更是获得美国、德国、中国多个权威机构的认证。公司产品线非常丰富，包括了放射类、超声类、内窥与手术类等设备，并应用于诊断、临床、综合会诊等方面。此外，公司还为医疗设备生产商、医院等客户提供医用显示器从售前研发到售后维护的全过程服务。

表 9 巨烽科技主要业务介绍

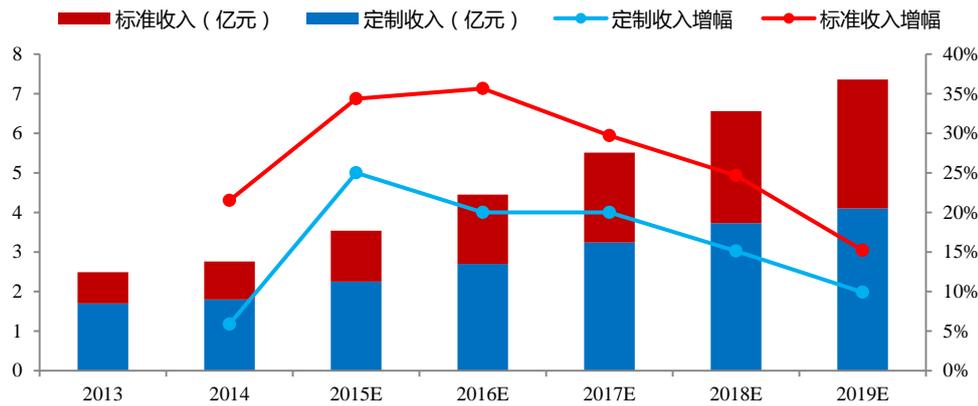
	产品	功能、特点	客户	毛利率	市占率
定制化医用显示器	放射类医疗设备定制显示器	进行可视化透视检查,包括 CR、DR, CT、MRI、数字乳腺诊断设备等	GE、Philips、Siemens 等	30%	-
	超声类医疗设备定制显示器	应用较广,无辐射、成本低	迈瑞医疗		75%
	内窥镜与手术类医疗设备定制显示器	提供特定部位的实时图像,可用于微创等手术	迈瑞医疗、麦迪斯顿		-
	医疗设备定制人机界面产品	为医疗器械设备配置个性化的控制平台以便医生操作	医院		15%
标准化医用显示器	诊断级医疗专用显示器(灰阶、彩色、一体化双屏)	供放射科医生阅读 PACS 系统内医疗影像使用,可作为出具诊断报告的依据	国外市场由代理商负责,代理商签订承诺保底销量;国内市场可直接参与招标、与代理商合作参与招标,或者销售给医院信息化服务商	>50%	60%
	临床级医疗专用显示器	方便医生随时调阅病人的历史信息,无需保存及传递胶片,公司在原有基础上加入图像对比、局部旋转等多项功能			50%
	综合会诊级医疗专用显示器	屏幕较大、分屏显示、分区显示不同医疗影像信息,方便多名医生同时观看不同医疗影像			50%
	内窥镜手术专用医疗显示器	多种手术			40%

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

销售方面,定制化医用显示器在国内市场与大部分医疗影像设备厂家保持长期战略合作,国内 90%以上显示的模块均由公司提供,作为中国医疗影像的标杆企业的迈瑞是公司前五大客户之一,未来公司也将深化与其的合作。在国际市场公司已经成为 GE、飞利浦、西门子和东芝等著名医疗影像设备战略供应商,合作关系稳定。目前来看,相比于 Eizo、Barco 等国际定制化医用显示器巨头,巨烽的市场份额仍然不大,有望通过深化与 GE、Philips 的合作提高市场份额。

公司标准化医用显示器产品种类丰富,覆盖所有医疗影像设备,因此有能力为医院提供整体配套服务,有利于快速抢占医院终端市场。在国内医院方面,巨烽从 2012 年和巨鲨分开并且开始建立自己的团队,目前自有品牌医院终端市场份额约为 3%左右,排在巴可、巨鲨之后。考虑到全院信息化以后三甲医院配置医用显示器需求量将大幅增加,我们预计公司在医院招标市场具有较大的发展空间。

图 31 巨烽科技分业务收入预测及总收入增长率预测



资料来源：公司年报、中国中投证券财富研究部整理

公司 2015 年实现营业收入 2.90 亿元，净利润 3584.64 万元；2016 年公司实现营业收入 3.21 亿元，净利润 4491.96 万元，两年业绩均低于承诺数额，2016 年主要是因为对新产品 3D 解剖学系统推广费用的增加以及对阅片中心、手术影像解决方案、人机交互界面等新产品的投入加大，我们预计巨峰未来市占率将得到进一步提升。

六、盈利预测与投资建议

在考虑巨峰业绩并表的情况下，我们预测 17/18/19 年的 EPS 分别为 0.41/0.50/0.63，对应当前股价 PE 为 28/23/18，给予 2017 年倍 35 倍 PE，对应股价为 14.35，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

表 10 京新药业收入拆分表

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
瑞舒伐他汀	收入	450.00	585.00	760.50	950.63
	yoy		30.00%	30.00%	25.00%
	毛利		514.80	654.03	808.03
	毛利率		88.00%	86.00%	85.00%
康复新液	收入	200.00	260.00	325.00	390.00
	yoy		30.00%	25.00%	20.00%
	毛利		143.00	178.75	214.50
	毛利率		55.00%	55.00%	55.00%
地衣芽孢杆菌	收入	100.00	140.00	189.00	245.70
	yoy		40.00%	35.00%	30.00%
	毛利		119.00	160.65	208.85
	毛利率	90.00%	85.00%	85.00%	85.00%
其他制剂	收入	182.00	200.20	220.22	237.84
	yoy		10.00%	10.00%	8.00%
	毛利		50.05	55.06	59.46
	毛利率		25.00%	25.00%	25.00%
成品药	收入	932.00	1185.20	1494.72	1824.16

	yoy	20.00%	27.17%	26.12%	22.04%
	毛利		826.85	1048.49	1290.84
	毛利率	65.00%	69.76%	70.15%	70.76%
原料药	收入	598.00	621.92	640.58	659.79
	yoy	4.00%	4.00%	3.00%	3.00%
	毛利		186.58	160.14	164.95
	毛利率		30.00%	25.00%	25.00%
医药制造	收入	1530.10	1807.22	2135.38	2483.96
	yoy		18.11%	18.16%	16.32%
	毛利		1013.43	1208.63	1455.78
	毛利率	55.47%	56.08%	56.60%	58.61%
医疗器械	收入	321.00	346.68	367.48	385.85
	yoy		8.00%	6.00%	5.00%
	毛利		156.01	165.37	173.63
	毛利率	44.11%	45.00%	45.00%	45.00%
其他	收入	25.00	25.00	25.00	25.00
	yoy		0%	0%	0%
	毛利	21.00	21.00	21.00	21.00
	毛利率	83.21%	83.21%	83.21%	83.21%
合计	收入	1876.10	2178.90	2527.86	2894.81
	yoy	32.48%	16.14%	16.02%	14.52%
	毛利		1190.43	1395.00	1650.42
	毛利率	50.64%	54.63%	55.18%	57.01%

七、风险提示

产品招标情况不达预期。受到各地招标政策的影响，降价幅度超预期，使得核心品种的销售业绩低于预期。

研发进展不顺利。公司精神神经管线的若干在研品种研发进展不顺利。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1563	1602	1888	2329
现金	262	320	446	644
应收账款	307	365	434	589
其它应收款	26	31	36	53
预付账款	15	15	18	25
存货	254	294	336	368
其他	700	578	618	650
非流动资产	1728	1821	1858	1902
长期投资	114	114	114	114
固定资产	614	674	714	747
无形资产	174	181	188	195
其他	825	851	841	845
资产总计	3291	3423	3746	4231
流动负债	798	668	664	736
短期借款	200	93	20	20
应付账款	176	174	202	232
其他	423	401	442	484
非流动负债	66	63	63	64
长期借款	0	0	0	0
其他	66	63	63	64
负债合计	864	731	727	800
少数股东权益	45	51	58	67
股本	639	639	639	639
资本公积	1208	1208	1208	1208
留存收益	533	793	1113	1516
归属母公司股东权益	2381	2641	2960	3363
负债和股东权益	3291	3423	3746	4231

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	253	317	303	308
净利润	217	266	327	412
折旧摊销	87	65	76	86
财务费用	0	-1	-12	-21
投资损失	-9	0	0	0
营运资金变动	-59	-17	-96	-185
其它	17	4	8	16
投资活动现金流	253	-153	-115	-131
资本支出	95	150	100	117
长期投资	-317	-5	0	0
其他	31	-7	-15	-14
筹资活动现金流	89	-106	-61	21
短期借款	148	-107	-73	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	320	0	0	0
资本公积增加	-320	0	0	0
其他	-60	1	12	21
现金净增加额	-79	58	126	198

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1875	2179	2528	2895
营业成本	864	988	1133	1244
营业税金及附加	27	24	28	35
营业费用	502	575	669	776
管理费用	241	280	326	376
财务费用	0	-1	-12	-21
资产减值损失	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
营业利润	236	312	385	485
营业外收入	21	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	255	312	385	485
所得税	39	47	58	73
净利润	217	266	327	412
少数股东损益	5	6	7	9
归属母公司净利润	212	260	320	403
EBITDA	323	377	449	549
EPS (元)	0.33	0.41	0.50	0.63

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	32.5%	16.2%	16.0%	14.5%
营业利润	27.0%	32.2%	23.1%	26.0%
归属于母公司净利润	27.6%	22.5%	23.1%	26.0%
获利能力				
毛利率	53.9%	54.6%	55.2%	57.0%
净利率	11.3%	11.9%	12.6%	13.9%
ROE	8.9%	9.8%	10.8%	12.0%
ROIC	10.0%	12.5%	14.1%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	26.3%	21.4%	19.4%	18.9%
净负债比率	23.14	12.68	2.75%	2.50%
流动比率	1.96	2.40	2.84	3.16
速动比率	1.64	1.95	2.33	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.65	0.71	0.73
应收账款周转率	6	6	6	5
应付账款周转率	5.26	5.65	6.02	5.74
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.41	0.50	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.50	0.47	0.48
每股净资产(最新摊薄)	3.73	4.13	4.63	5.26
估值比率				
P/E	34.41	28.09	22.81	18.10
P/B	3.06	2.76	2.46	2.17
EV/EBITDA	21	18	15	13

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

张镛,中国中投证券财富研究部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
夏璐,中国中投证券财富研究部医药行业分析师,北京大学金融学硕士

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财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
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	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434