

众生药业(002317)

内生外延加速布局，积极谋求创新型综合型药企转型

增持(首次)

2017年10月22日

证券分析师 全铭

执业证书编号: S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证书编号: S0600516120001

jiadzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1692	1920	2191	2511
同比(%)	7.3%	13.5%	14.1%	14.6%
净利润(百万元)	414	487	570	670
同比(%)	39.7%	17.6%	16.9%	17.7%
ROE(%)	12.2%	12.9%	13.6%	14.2%
每股收益(元)	0.51	0.60	0.70	0.82
P/E	26	22	19	16
P/B	3.1	2.8	2.5	2.3

投资要点

■ 近年整体业绩增长稳健，公司积极谋求全方位战略转型

经过十余年发展，公司目前已全面覆盖中成药、化学药、化学原料药和中药饮片的研发、生产和销售，产品线十分丰富。截至2017上半年，公司共拥有360个中西药产品批文，其中29%入选国家基药目录，63%入选新版医保目录，整体资质良好。2012-2016年，公司营收、净利润分别实现17.5%、22.9%的复合增长，高于行业平均水平。三大过亿品种复方血栓通、众生丸、脑栓通在加强渠道拓展后亦持续稳健增长。与此同时，2016年开始公司围绕“十三五”战略规划向营销+研发创新双驱动、药品制造+健康服务型药企开启了全面战略转型，已取得阶段性成果。

■ 持续加强研发力度，储备肺纤维化、肿瘤等临床重大领域 pipeline

为配合研发创新战略，公司持续加强研发投入，研发费用率已由5%水平增至2016年的8.7%。截至目前，公司与药明康德合作研发的10个一类化学创新药中，特发性肺纤维化药物ZSP1603和小细胞肺癌药物ZSP1602已于下半年获批临床。同时，公司二类新药多西他赛聚合物胶束临床申请于近日获得受理。此外，公司针对老产品的二次开发(血栓通增加糖网适应症)及18个化学仿制药项目正积极推进。

■ 积极外延布局眼科全产业链，打造药械+服务眼科大健康生态圈

为打造眼科一体两翼的布局，上半年公司以2.1亿元全资收购奥理德眼科医院，同时整合内外部资源成立眼科投资领域全资子公司前景眼科。未来叠加公司丰富的眼科产品线和品牌优势，眼科全产业链有望成为公司重要的战略支撑。

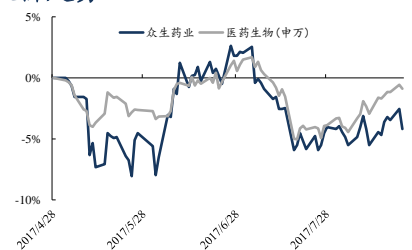
■ 盈利预测与投资建议

我们预计2017-2019年公司营业收入分别为19.20亿元、21.91亿元和25.11亿元，归母净利润分别为4.87亿元、5.70亿元和6.70亿元，对应EPS分别为0.60元、0.70元和0.82元，当前股价对应PE分别为22倍、19倍和16倍。我们认为公司积极布局肺纤维化、肿瘤等领域化药创新品种研发，多品种进入新版医保目录，未来看点颇多。因此，首次覆盖给予公司“增持”评级。

■ 风险提示

药品降价风险，新药研发进度不达预期，奥理德眼科医院整合不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.01
一年最低/最高价	10.99/13.88
市净率(倍)	3.00
流通A股市值(亿元)	84.55

基础数据

每股净资产(元)	4.34
资本负债率(%)	15.77
总股本(亿股)	8.14
流通A股(亿股)	6.50

相关研究

目录

1. 近年整体业绩增长稳健，公司积极谋求全方位战略转型.....	4
1.1 63%产品品规入选医保目录，整体资质优良；产品线丰富，大品种稳健增长.....	4
1.2 多品种新增进入 2017 版医保目录，贡献业绩弹性；公司积极开展一致性评价，已取得阶段性成果.....	5
1.3 历史整体业绩增长稳健，公司积极谋求全方位战略转型	6
2. 持续加强研发力度，储备肺纤维化、肿瘤等重大领域 pipeline.....	8
2.1 持续加强研发投入，化学创新药、大品种二次开发、仿制药研发全面开花.....	8
2.2 一类新药 ZSP1603：特发性肺纤维化药物竞争格局良好，公司产品药代特性优良，市场前景广阔.....	9
2.3 一类新药 ZSP1602：小细胞肺癌患者基数庞大，分子靶向治疗药开发方面公司已步入前列.....	12
2.4 二类新药注射用多西他赛聚合物胶束临床申请获得受理，成为又一重要产品储备.....	13
3. 积极外延布局眼科全产业链，打造眼科大健康生态圈.....	14
4. 盈利预测与投资建议.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 公司主要产品线.....	4
图表 2: 公司复方血栓通样本医院销售额 (万元)	5
图表 3: 公司盐酸氮卓斯汀滴眼液样本医院销售额 (万元)	6
图表 4: 公司营收、归母净利润变化 (百万元)	6
图表 5: 公司毛利率、净利率变化.....	7
图表 6: 公司销售费用率、管理费用率变化.....	7
图表 7: 公司经营现金净流量变化 (百万元)	7
图表 8: 公司前十大股东任职及持股情况 (截至 2017 半年报)	8
图表 9: 公司研发费用及研发费用率 (百万元)	8
图表 10: 公司化药一类创新药研发进展.....	9
图表 11: 两种 IPF 推荐治疗药物全球主要市场上市情况	10
图表 12: 吡非尼酮我国样本医院销售额.....	11
图表 13: ZSP1603 的临床前研究结果	11
图表 14: 《重大新药创制科技重大专项 2018 年度课题》中“器官纤维化防治药物研发”项目的具体内容	12
图表 15: SCLC 化疗药物的一线有效率	12
图表 16: 全球在研的 SCLC 分子靶向药及研发进展.....	13
图表 17: 多西他赛注射液 2016 年国内样本医院销售额分布.....	14
图表 18: 奥里德的主要财务指标 (万元)	15
图表 19: 先强药业收入及增速情况 (百万元)	15
图表 20: 先强药业净利润及增速情况 (百万元)	15
图表 21: 分产品收入预测数据 (百万元)	16
图表 22: 可比公司估值.....	16

1. 近年整体业绩增长稳健，公司积极谋求全方位战略转型

1.1. 63%产品品规入选医保目录，整体资质优良；产品线丰富，大品种稳健增长

众生药业成立于2001年12月，2009年12月于深交所上市。上市之初，公司以眼科&心脑血管中成药为主导，已形成包含295个中西药批件、覆盖全国2600余家一级以上医疗机构的药品生产销售布局。经过十余年发展，公司已形成丰富的产品群，全面覆盖中成药、化学药、化学原料药和中药饮片的研发、生产和销售。截至2017上半年，公司共拥有片剂、胶囊剂、滴眼液、冻干粉针等25个剂型、360个药品生产批文，其中104个产品品规入选国家基药目录、226个产品品规入选新版医保目录，整体资质良好。同时，公司拥有复方血栓通胶囊、众生丸、脑栓通胶囊等独家品种12个、独家剂型产品7个、独家规格产品7个，均具有较大的市场潜力。

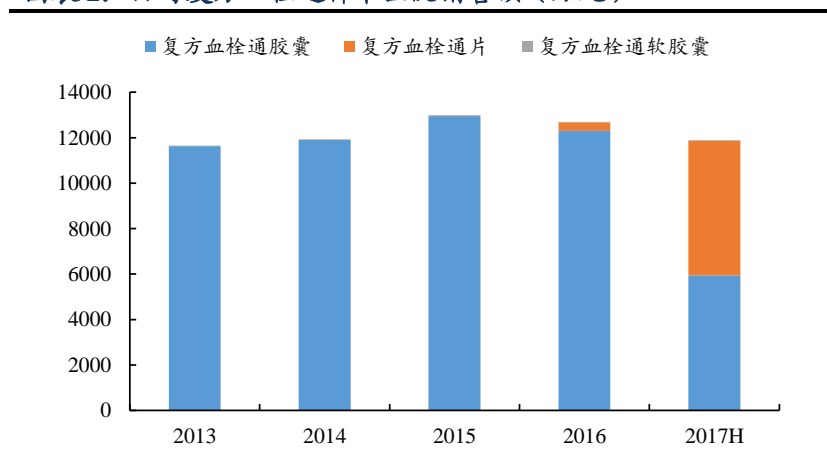
图表1：公司主要产品线

类别	疾病类别	药品名称	用途
中成药	眼科&冠心病	复方血栓通系列产品	临床用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞等眼底疾病的治疗；用于血瘀兼气阴两虚证的冠心病心绞痛。
	心脑血管疾病	脑栓通胶囊	用于风痰瘀血痹阻络引起的缺血性中风病中经络急性期和恢复期。
		复方丹参片	用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛见上述证候者。
	清热解毒类	众生丸系列产品	用于上呼吸道感染，急慢性咽喉炎，急性扁桃腺炎等症。
		清热祛湿颗粒	用于暑湿病邪引起的四肢疲倦、食欲不振，身热口干。
化药	抗生素	注射用单磷酸阿糖腺苷	抗病毒药物，主要适用于治疗疱疹病毒感染引起的口炎、皮炎、脑炎及巨型细胞病毒感染。
		头孢克肟分散片	抗生素药物，用于治疗慢性支气管炎急性发作、急性支气管炎并发细菌感染、肺炎；肾盂肾炎、膀胱炎、淋球菌性尿道炎；胆囊炎、中耳炎、鼻窦炎等。
	胃肠疾病	硫糖铝口服混悬液	用于治疗胃溃疡及十二指肠溃疡。
眼科		盐酸氮卓斯汀滴眼液	季节性过敏性结膜炎症状的治疗和预防。
		普拉洛芬滴眼液	外眼及眼前节炎症的对症治疗（眼睑炎、结膜炎、角膜炎、巩膜炎、浅层巩膜炎、虹膜睫状体炎、术后炎症）。
皮肤炎症		复方醋酸地塞米松乳膏	用于局限性搔痒症、神经性皮炎、接触性皮炎、脂溢性皮炎以及慢性湿疹。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

目前公司销售过亿的大品种分别为复方血栓通、众生丸、脑栓通胶囊。其中复方血栓通包括胶囊、片剂及软胶囊 3 个剂型，2016 年 PDB 样本医院合计销售额达到 1.3 亿元，而今年上半年样本医院片剂的销售额大幅增加，上半年公司血栓通的样本医院销售额已接近去年整年水平。公司血栓通目前已具备眼底疾病和冠心病两大适应症，今年 4 月份又获得增加糖尿病视网膜病变临床适应症的临床批件，预计获批后将进一步打开产品市场空间。

图表 2：公司复方血栓通样本医院销售额（万元）



数据来源：PDB，东吴证券研究所

脑栓通胶囊也是公司的过亿产品，我们估计 2016 年销售额接近 2 亿规模。脑血管市场容量巨大，而近年来相关中药注射制剂产品面临招标降价等风险，公司质量优秀的品牌胶囊产品有望充分拓展市场空间。同时，公司公告将继续加大对脑栓通胶囊的培育力度，欲借助血栓通胶囊累积的推广经验和市场资源，将脑栓通发展成为公司的第二增长极。

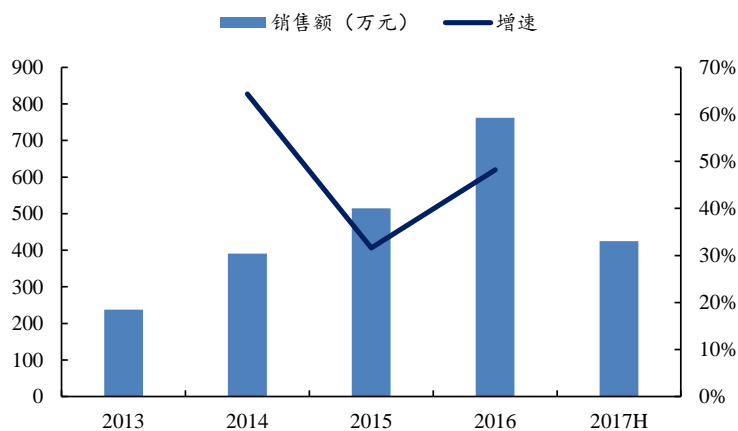
众生丸为公司 OTC 市场的重要产品，我们预计 2016 年为 1.8 亿左右销售规模。据我们实地调研，目前众生丸在两广地区拥有较高的品牌认可度，我们认为未来在销售区域充分扩张、包括公司加强互联网销售渠道拓展后，众生丸产品将继续获得较快增长。

1.2. 多品种新增进入 2017 版医保目录，贡献业绩弹性；公司积极开展一致性评价，已取得阶段性成果

公司及全资子公司华南药业、先强药业共有 226 个产品品规入选 2017 版医保目录，其中甲类 117 个，乙类 109 个。本次新入选目录共计 5 个产品品规，分别为盐酸氮卓斯汀滴眼液（眼科核心品种）、复方血栓通软胶囊（眼科品种）、对乙酰氨基酚栓（儿科，2 个规格）和烟酰胺片，未来有望为公司贡献业绩弹性。公司核心品种复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊、硫糖铝混悬液等，以及公司的十二个战略普药均在 2017 版医保目录之列。

2016 年，公司盐酸氮卓斯汀滴眼液国内样本医院销售额已达到 762 万元，2013-2016 年复合增速超过 47%，预计盐酸氮卓斯汀新增进入 2017 版医保目录后，随着各省招标情况的推进有望进一步为公司贡献业绩。

图表 3: 公司盐酸氮卓斯汀滴眼液样本医院销售额 (万元)



数据来源: PDB, 东吴证券研究所

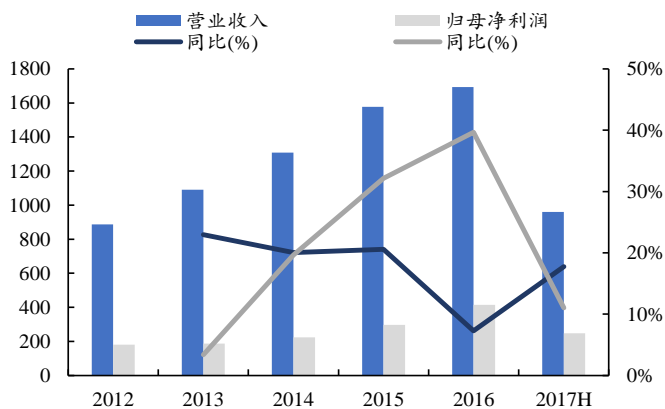
公司积极开展仿制药一致性评价工作,取得了阶段性成果。上半年,公司开展仿制药一致性评价的品种 21 个,其中正在进行中试研究的有 10 个,已经完成中试研究进入 BE 试验的有 3 个,公司仿制药一致性评价工作按序进行。同时,21 个品种中已申请参比制剂备案的达到 16 个,其中 13 个备案参比制剂与 CFDA 已经发布的参比制剂一致。

1.3. 历史整体业绩增长稳健,公司积极谋求全方位战略转型

2012 年至 2016 年,公司营业收入、归母净利润的复合增长率分别为 17.5%、22.9%,均高于药品行业平均水平。

2017 年上半年公司实现营业收入 9.61 亿元,同比增长 17.75%;实现归母净利润 2.48 亿,同比增长 11.02%;实现扣非归母净利润 2.42 亿,同比增长 10.36%。其中,公司 Q2 单季度实现营业收入 5.24 亿元,同比增长 31.20%,环比一季度增长 19.80%;实现归母净利润 1.37 亿元,同比增长 5.03%,环比一季度增长 23.56%。二季度收入增长明显加快。

图表 4: 公司营收、归母净利润变化 (百万元)

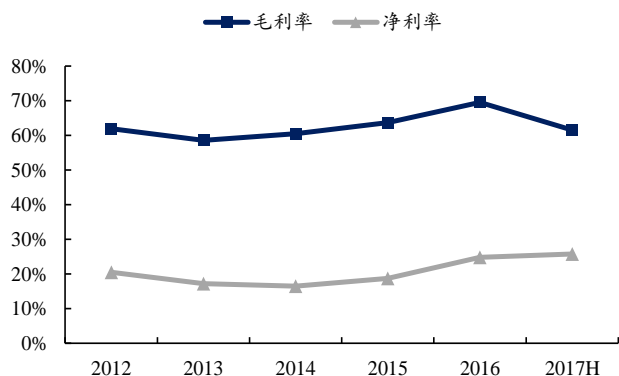


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司历年毛利率保持稳定,净利率稳中有升。2017 年上半年公司毛利

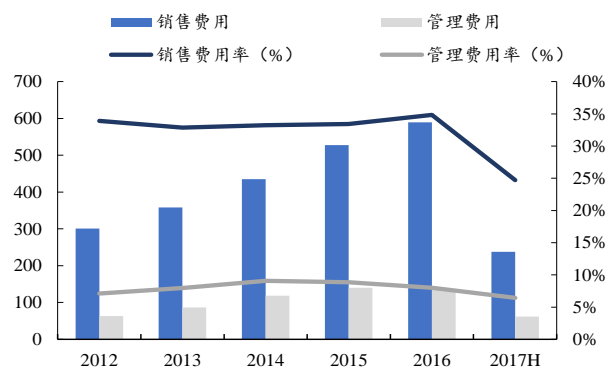
率 61.54% (-6.97pp), 主要原因为医药贸易业务占比提升及药品成本升高所致。公司费用管理情况良好, 近年销售费用率和管理费用率均保持稳定水平, 2017 上半年两项费用率均有所下降。

图表 5: 公司毛利率、净利率变化



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

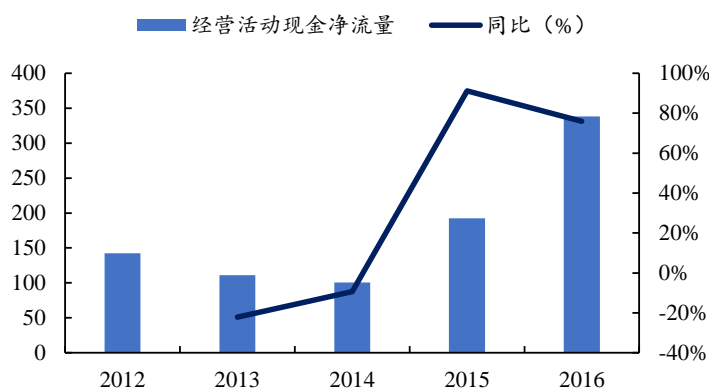
图表 6: 公司销售费用率、管理费用率变化



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

公司现金流充裕, 历年财务费用率不到 0.5%, 2015、2016 年经营现金净流量显著增加。

图表 7: 公司经营现金净流量变化 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2016 年是公司的“十三五”开局之年, 公司拟围绕“十三五”规划开启全面的战略转型, 进一步提升自身医药产业布局的广度和深度。公司的 3 个战略转型方向如下:

- 从中成药制剂企业向综合型制药企业转变, 未来的核心产品除中成药制剂外, 还有中药饮片、原料药、化药、创新生物药等;
- 从营销驱动型发展模式向营销加研发创新双驱动的发展模式转变, 加强与专业 CRO 公司的战略合作, 开展创新化药的研发;
- 从药品制造型企业向药品制造加健康服务型企业转型, 公司将重点打造眼科核心业务板块, 形成以药品为主, 医疗服务和健康管理为辅助板块的一体两翼格局。

为实现战略转型, 公司于 2016 年 12 月董事会换届选举时宣布, 由

陈永红先生取代张绍日先生担任公司董事长职务，张绍日先生将站在更为宏观的层面寻找更多的产业机会。截至目前，以陈永红先生的新一届年轻化、专业化领导团队已经组建完毕，包括董事长在内的多位核心高管在上市公司持股，公司有望在新管理团队的带领下于“十三五”期末成功实现医药健康产业集团的转型目标。

图表 8: 公司前十大股东任职及持股情况 (截至 2017 半年报)

排名	股东名称	职务	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	张绍日	原董事长	22,070	27.10
2	叶惠棠	原副董事长、财务负责人	2,579	3.17
3	东鼎国际财富管理 投资有限公司	-	1,538	1.89
4	龙超峰	原总工程师，现董事、 副总经理	1,420	1.74
5	赵希平	原工程部部长，现副 总经理	1,380	1.69
6	陈永红	原营销中心总经理， 现任董事长、总经理	1,350	1.66
7	黄仕斌	原监事、助理总经理、 工会主席	1,313	1.61
8	李煜坚	退休	1,140	1.40
9	肖艳	原董事会秘书	1,069	1.31
10	曹家跃	原监事会主席	1,005	1.23
合计			34,864	42.80

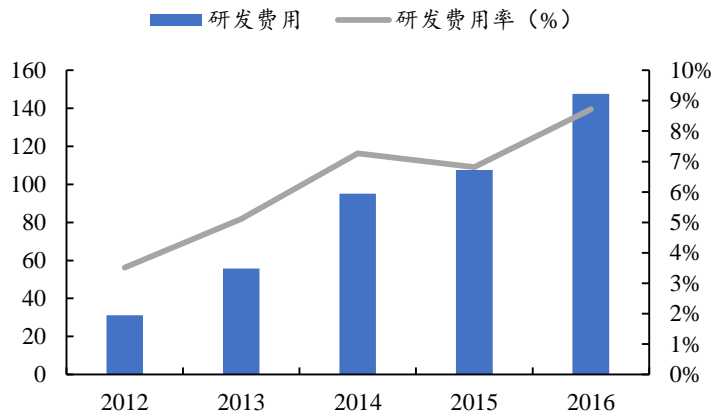
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 持续加强研发力度，储备肺纤维化、肿瘤等临床重大领域 pipeline

2.1. 持续加强研发投入，化学创新药、大品种二次开发、仿制药研发全面开花

为配合研发战略，公司建立了“新产品开发中心”，实验室面积超过 5,000 平方米，搭建了“国家博士后科研工作站”、“广东省创新药物产业化工程技术研究中心”等专门从事药物研发的科研机构 and 平台；研发中心拥有一支不同学历层次构成并且具有丰富药品研发经验的新产品研发队伍，各类研究与试验开发人员已超过 200 人。公司近年持续加大研发力度，研发投入不断提高，2016 年公司研发费用率已达到 8.7%。

图表 9: 公司研发费用及研发费用率 (百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司的研发方向主要集中于三方面：其一为针对临床重大疾病与药明康德开展小分子化学创新药的合作研发（下段详述）；其二为针对已上市的品种展开二次开发，进行已上市产品的再评价和增加临床适应症的工作。目前，复方血栓通胶囊针对糖网适应症的临床试验已获得 CFDA 批准；其三仿制药研发方面，公司目前在研的 18 个 3 类、4 类项目正在积极有序推进。

与药明康德合作开发的小分子创新药研发项目已取得阶段性进展。截至目前，与药明康德签订的 10 个创新药合作研发项目中，共计 4 个项目完成了临床前研究并获得 CFDA 临床注册申请受理。获得受理的 4 个项目中，2 个项目于今年下半年获得临床试验批件，分别是治疗小细胞肺癌、胃癌、食管癌等恶性肿瘤的一类创新药 ZSP1602 和治疗特发性肺纤维化（IPF）及恶性肿瘤的一类创新药 ZSP1603。此外，公司在非酒精性脂肪肝炎（NASH）、流感等领域亦储备了重要 pipeline。

图表 10：公司化药一类创新药研发进展

药品名称	注册类别	适应症	进度
ZSYM001	1 类化药	治疗心脑血管疾病	临床前研究
ZSYM002	1 类化药	治疗特发性肺纤维化，抗肿瘤	已获临床批件
ZSYM003	1 类化药	抗肿瘤	申报临床
ZSYM004	1 类化药	抗肿瘤	已获临床批件
ZSYM005	1 类化药	治疗甲型流感和人禽流感	临床前研究
ZSYM006	1 类化药	抗肿瘤	临床前研究
ZSYM007	1 类化药	治疗非酒精性脂肪肝炎	临床前研究
ZSYM008	1 类化药	治疗非酒精性脂肪肝炎	临床前研究
ZSYM009	1 类化药	治疗非酒精性脂肪肝炎	申报临床
ZSYM010	1 类化药	抗肿瘤	临床前研究

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 一类新药 ZSP1603：特发性肺纤维化药物竞争格局良好，公司产品药代特性优良，市场前景广阔

肺纤维化是以成纤维细胞增殖及大量细胞外基质聚集并伴炎症损伤、组织结构破坏为特征的一类肺疾病，其中特发性肺纤维化（IPF）专指一种导致肺功能进行性丧失的严重病变，主要表现为进行性加重的呼吸困难，重则导致低氧血症、甚至呼吸衰竭。此疾病预后较差，诊断后的5年生存率为15%~20%，平均生存期仅2.8年，病人平均损失寿命达7年，死亡率高于大多数肿瘤，因此，IPF也被称为一种“类肿瘤疾病”。

目前绝大部分IPF病人病因尚不明确，多见于中老年男性群体且伴既往吸烟史者。据在百度百科对“特发性肺纤维化”词条的搜索结果，每年整体人群中特发性肺纤维化的患病率约（2~29）/10万，且呈逐年增长趋势。目前，在美国IPF患者约为10万人，欧盟地区约有11万人，且欧盟地区年新增IPF患者达35000人。此外IPF患者肺癌的发病率高达9.8%~38.0%，较普通人群发生肺癌的发病率（2.0%~6.4%）明显增高。我国作为一个老龄化严重的国家，加之环境因素与不健康的生活方式等，IPF患病人数呈逐年增加趋势，保守估计目前在50万人左右。

根据美国胸科医师学会（ATS）、欧洲呼吸学会（ERS）、日本呼吸学会（JRS）和拉丁美洲胸科医师学会（ALAT）于2015年更新的《特发性肺纤维化临床治疗推荐指南》，目前全球已上市药物中推荐治疗IPF的药物仅吡啡尼酮和尼达尼布，二者同于2014年10月15日在美国获批上市；其余为改善疾病症状的药物如N-乙酰半胱氨酸（用于改善IPF患者的咳嗽症状）、抗酸药物（用于减轻胃食管反流造成的肺损伤）。目前两种针对IPF的治疗性药物中，我国市场上仅吡啡尼酮获批上市；同时总局注册信息显示，今年9月份勃林格殷格翰的乙磺酸尼达尼布软胶囊已获生产批件，而其尼达尼布胶囊目前仍在审批中（已于7月份递交了补充临床资料）。

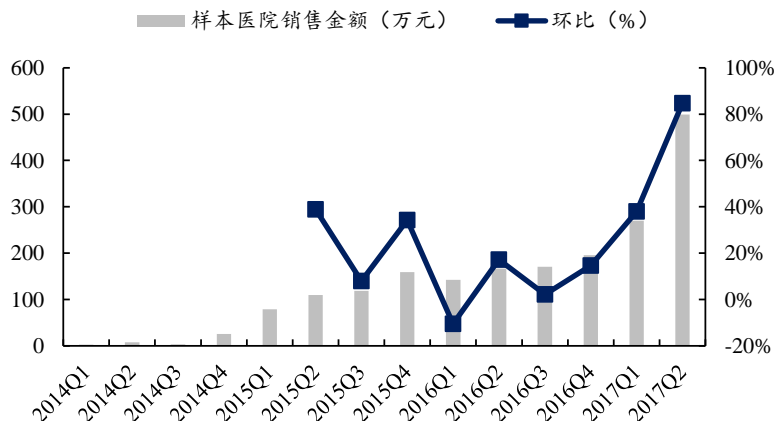
图表 11：两种 IPF 推荐治疗药物全球主要市场上市情况

通用名	国家	上市时间	商品名	剂型	规格	上市公司	国内在研企业
吡啡尼酮	日本	2008.12	Pirespa	片剂	200mg	盐野义制药	正大天晴、连云港润众、凯因科技、方明药业等数十家
	欧盟	2011.3.11	Esbriet	胶囊	267mg	InterMune	
	中国	2013.12.25	艾思瑞	胶囊	100mg	北京康蒂尼	
				胶囊	267mg		
	美国	2014.10.15	Esbriet	片剂	267mg, 801mg	InterMune	
乙磺酸尼达尼布	美国	2014.10.15	Ofev	软胶囊	100mg, 150mg	勃林格殷格翰	济川药业、科伦药业、石药集团中奇制药、泰州朗润、正大天晴等十余家（包括尼达尼布胶囊的仿制药企）
	欧洲	2014.11.21	Vargatef	软胶囊	100mg, 150mg	勃林格殷格翰	
	日本	2015.7.3	Ofev	软胶囊	100mg, 150mg	勃林格殷格翰	

数据来源：药智网，东吴证券研究所

吡非尼酮于 2013 年 12 月在我国获批上市后，销售额实现迅猛增长。根据 PDB 样本医院监控数据，2015 年、2016 年、2017 上半年吡非尼酮国内样本医院销售额分别达到 467 万元、676 万元和 769 万元，我们预计 2017 年国内整体市场规模将接近 1 亿元。

图表 12: 吡非尼酮我国样本医院销售额



数据来源: PDB, 东吴证券研究所

吡非尼酮和尼达尼布的问世虽然缓解了 IPF 无药可医的尴尬局面，但两种药品尚存在部分缺点需要改进。吡非尼酮的主要作用机理为调节 TGF- β 、CTGF、PDGF 和 TNF- α 因子，可抑制细胞外基质增殖和表达，具有抗炎、抗氧化及抗纤维化的作用。但其不良反应较广，部分反应较严重，且治疗费用昂贵，疗效维持时长尚不明确，目前在《IPF 治疗指南》中仅为有条件推荐使用药品。而尼达尼布是一种三联血管激酶抑制剂，作用于 PDGF、VEGF 和 bFGF 三个靶点，其能够显著减少 IPF 患者 FVC 下降的绝对值，在一定程度上减缓疾病进展。实验证明，在安全性和耐受性方面尼达尼布要优于吡非尼酮，但其同样存在费用昂贵、药效维持时间不明确的问题，因此在《IPF 治疗指南》中亦为有条件推荐使用药品。

众生与药明康德合作开发的小分子新药 ZSP1603 属于三联血管激酶抑制剂，已于今年 10 月份获得 CFDA 下发的临床批件（包括 12.5mg、50mg、100mg 三个规格）。其作用机制类似于尼达尼布，但与尼达尼布相比，IND 阶段的研究表明：ZSP1603 具有更好的成药性方面优势，具备优异的抗肺纤维化效果，且在大鼠及犬上表现了更优的安全性。即 ZSP1603 不仅具有同样的三靶点协同作用所产生的高药效性和低耐药性，而且其在药代特性和安全性方面较尼达尼布进一步有所提高。鉴于 ZSP1603 国内同靶点竞争小，体内外活性及药代特性优于参考化合物，并可与其它不同作用机制药物联用，预计未来上市后将弥补 IPF 及恶性肿瘤疾病治疗领域的不足，市场前景巨大。

图表 13: ZSP1603 的临床前研究结果

- 在肺癌、肝癌和结直肠癌小鼠移植瘤动物模型上展现出显著抗肿瘤作用；
- 在大鼠、小鼠的治疗、预防等多种特发性肺纤维化模型上展现明确量效关系的抗肺纤维化作用，其抗肺纤维化作用优于阳性化合物尼达尼布；
- GLP 毒理研究结果表明安全性良好。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同时，公司 ZSP1603 所属的“器官纤维化防治药物研发”项目已入选 7 月份科技部公布的《重大新药创制科技重大专项 2018 年度课题》中。“重大新药创制”科技重大专项（以下简称专项）工作于 2008 年启动，由国家卫生计生委和军委后勤保障部牵头组织实施，每年开展一次。在已公布的 2018 年度课题中，“结合特发性肺纤维化等疾病治疗药物新靶点的研究成果开展创新研究”被纳入定向择优课题，拟支持课题数目 2-3 项，预计获得 2-3 个新药证书、至少 8 项临床批件。定向择优课题采取两轮申报方式，原则上申报单位所在地方政府相关部门与中央财政经费比例不低于 1:1，企业自筹经费与申报中央财政经费比例不低于 1:1。

图表 14:《重大新药创制科技重大专项 2018 年度课题》中“器官纤维化防治药物研发”项目的具体内容

2.定向择优课题

2.1.器官纤维化防治药物研发

研究内容: 针对脂肪肝的发病机制，开展防治非酒精性脂肪肝及肝纤维化等创新药物研发；结合特发性肺纤维化等疾病治疗药物新靶点研究成果，开展相关创新品种研发，鼓励开展固定剂量复方以及新型给药技术和新制剂研发。

考核指标: 获得 2-3 个新药证书或生产批件，至少 8 个品种获得临床批件，突破关键技术 10 项以上。

拟支持课题数: 2-3 项。

有关说明: 遴选优势单位牵头，组织相关单位联合实施。

数据来源：科技部，东吴证券研究所

2.3. 一类新药 ZSP1602: 小细胞肺癌患者基数庞大，分子靶向治疗药开发方面公司已步入前列

众生与药明康德合作开发的另一小分子新药 ZSP1602 也于今年 6 月份获得临床批件，用于治疗小细胞肺癌等恶性肿瘤。肺癌在我国为发病率、死亡率双率第一的疾病，2013 年新发病数 368 万例，2015 年达到 429 万例，呈快速增长态势。肺癌患者中约 15%-20% 为小细胞肺癌（SCLC）患者，SCLC 疾病恶性程度高、预后较差，5 年生存率（SR）仅 10-20%。

目前，小细胞肺癌的治疗以化疗为主，虽化疗药物品种众多，但大部分药品对 SCLC 的一线化疗有效率低，且易产生耐药性、副反应较重。

图表 15: SCLC 化疗药物的一线有效率

药物名称	一线化疗有效率	药物名称	一线化疗有效率
依托泊甙	45%	甲氨蝶呤	>30%

环磷酰胺	25%	伊立替康	35-40%
顺铂	35%	紫杉醇	30-35%
卡铂	35%	拓泊替康	40%
阿霉素	40%	多西他赛	8-26%
表阿霉素	>30%	氟柔比星	75%

数据来源：百度百科，东吴证券研究所

分子靶向药方面，目前全球市场尚未有 SCLC 相关靶向产品获批上市，各大国际制药巨头正在针对不同的基因突变位点进行积极研究和实验，靶向治疗位点包括以酪氨酸激酶信号传导受体，Ras, PI3K / AKT / mTOR 信号 (PAM) 通路, Hedgehog 通路等。众生的 ZSP1602 紧跟国外新药的研究步伐，临床前研究结果显示，同等剂量下 ZSP1602 无论单独用药还是联合用药，对肿瘤的抑制药效明显优于参考化合物，显示了良好的体内活性和安全性。

图表 16: 全球在研的 SCLC 分子靶向药及研发进展

ID ClinicalTrials.gov	Phase	Drug	Single agent/combination	Status
<i>Targets: receptor tyrosine kinases</i>				
NCT00052949	2	Imatinib	Single agent	Completed
NCT00248482	2	Imatinib	+Cisplatin/irinotecan	Completed
NCT00156286	2	Imatinib	+Cisplatin/irinotecan	Completed
NCT00193349	2	Imatinib	+Carboplatin/irinotecan	Completed
NCT00298588	2	Iressa	Single agent	Completed
NCI00066313	2	Vandetanib	Single agent	Completed
<i>Targets: Ras</i>				
NCT00452534	2	Simvastatin	+Cisplatin/irinotecan	Completed
<i>Targets: PI3K/Akt/mTOR</i>				
NCT00028028	2	Temsirolimus	Single agent	Completed
NCT00374140	2	Everolimus	Single agent	Completed
<i>Targets: Src</i>				
NCT00470054	2	Dasatinib	Single agent	Completed
NCT00528545	2	Saracatinib	Single agent	Completed
<i>Targets: angiogenesis</i>				
NCT00698516	2	Bevacizumab	+Topotecan	Completed
NCT00317200	2	Bevacizumab	+Paclitaxel	Completed
NCT00403403	2	Bevacizumab	+Cisplatin/etoposide	Completed
NCT00930891	2, 3	Bevacizumab	+Comb. chemotherapy	Completed
NCT00193375	2	Bevacizumab	+Irino/carboplat/radiat	Completed
NCI00118235	2	Bevacizumab	+Cisplatin/irinotecan	Completed
NCT00079040	2	Bevacizumab	+Cisplatin/etoposide	Completed
NCT00308529	2	Bevacizumab	+Irino/carboplat/radiat	Completed
NCT00245063	2	Cediranib	Single agent	Completed
NCT00182589	2	Sorafenib	Single agent	Completed
NCT00620347	2	Sunitinib	Single agent	Completed

数据来源: clinicaltrials.gov, 东吴证券研究所

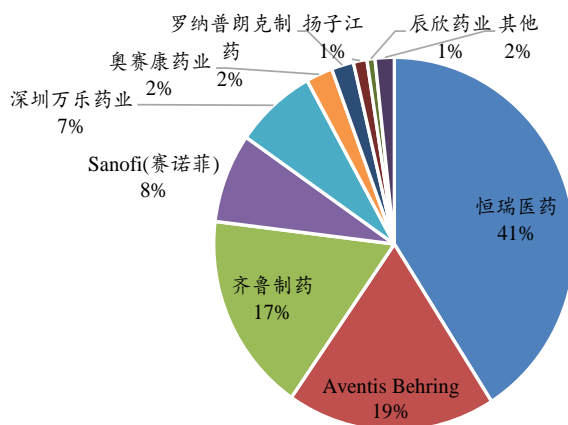
2.4. 二类新药注射用多西他赛聚合物胶束临床申请获得受理, 成为又一重要产品储备

10月17日晚, 公司公告其二类新药注射用多西他赛聚合物胶束及药用辅料“甲氧基聚乙二醇-聚乳酸嵌段共聚物”的临床申请获得总局受理。甲氧基聚乙二醇-聚乳酸嵌段共聚物(简称“mPEG-PDLLA”)是一种具有两亲性的嵌段共聚物, 而公司研发的注射用多西他赛聚合物胶束是采用

mPEG-PDLLA 对多西他赛进行物理包裹制备而成的具有核-壳结构的多西他赛注射药物。多西他赛聚合物胶束与单纯的注射液相比，具有组织被动靶向性及增效减毒作用，同时还可避免多西他赛注射液中增溶剂吐温、乙醇等造成的体液滞留和过敏反应，具有更好的临床使用安全性。

多西他赛是经典广谱抗肿瘤药物，适应症为肺癌、乳腺癌、胃癌、胰腺癌、前列腺癌等实体瘤，临床和市场价值巨大。2016 年，多西他赛注射液 PDB 样本医院销售额超过 13 亿元，我们根据经验判断对应国内市场整体规模已超过 50 亿元。同时在 2016 年样本医院销售数据中，恒瑞医药、Aventis Behring、齐鲁制药分别以 41%、19%、17% 的份额位列多西他赛注射液市场的前三位。

图表 17: 多西他赛注射液 2016 年国内样本医院销售额分布



数据来源: PDB, 东吴证券研究所

新型给药系统历来是全球药品研发的热点和重点领域。公司一直致力于新型制剂技术、微粒载药系统平台技术的研究及产业化，注射用多西他赛聚合物胶束为公司递交临床试验注册申请的第一个新型纳米制剂，是公司在特殊制剂领域迈出的重要一步。多西他赛聚合物胶束临床优势显著，如能成功上市，预计将迅速抢占多西他赛注射液的市场份额，未来市场前景巨大。

3. 积极外延布局眼科全产业链，打造眼科大健康生态圈

“十三五”期间，公司将重点打造眼科核心业务版块，打造以药品生产为主、医疗服务和健康管理为辅助版块的“一体两翼”眼科全生态圈。

2017 年 6 月，公司以 2.1 亿元全资收购湛江奥理德视光学中心有限公司（简称“奥理德”），拓展眼科医疗服务领域。奥理德全资拥有两家眼科专科医院，分别为湛江奥理德眼科医院及中山奥理德眼科医院。未来

叠加公司丰富的眼科产品线、专家资源及品牌优势，眼科全产业链有望实现进一步的资源整合、成为公司重要的战略支撑。

- 湛江奥理德眼科医院位于广东省湛江市中心的商业区，是集医疗、科研、保健、学术交流于一体的大型现代化智能眼科医院。医院设有六大中心：白内障治疗中心、眼底病治疗中心、准分子激光近视治疗中心、青光眼治疗中心、儿童视力矫治中心、验光配镜中心，拥有湛江市城镇职工医保定点、市教育局中小学视力保健合作医院、广东医学院临床教学基地等资质，目前已成为粤西地区最具综合优势的眼科专科医院之一。
- 中山奥理德眼科医院位于广东省中山市，开设九大眼病专科，为中山市社会医疗保险定点医疗机构、工伤保险眼科医疗服务机构、劳动能力医疗鉴定定点眼科医院、中山市白内障复明手术定点医院。同时，该医院的医学验光配镜中心也是中山首家医学验光、专业配镜机构。

图表 18: 奥理德的主要财务指标 (万元)

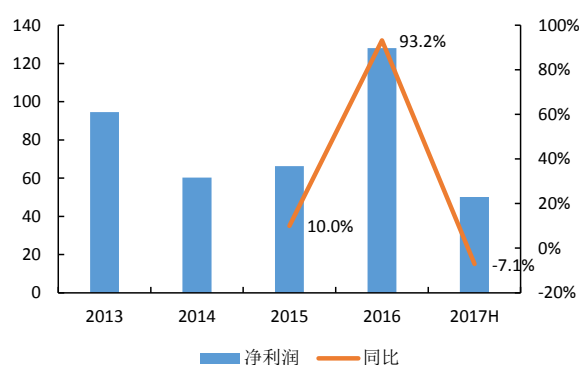
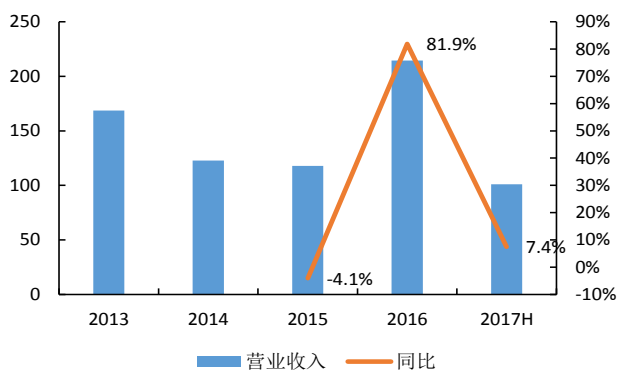
项目	2016年度	2017年1-2月
营业收入	4582.68	618.08
营业利润	2009.70	232.51
净利润	1517.12	152.44
经营活动产生的现金流量净额	11.04	95.41

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司已拥有较强的并购整合经验。2015 年公司完成对先强药业的全资收购，迈出外延战略的重要一步。先强由原管理团队管理运营，2017 上半年实现营业收入 1.01 亿元，同增 7.4%，实现净利润 5014 万元，同比降低 7.1%。我们认为，先强业绩下滑主要受国家对中药注射剂的政策影响缘故。根据当时收购公告，先强 2017 年承诺扣非净利润为 1.15 亿元。

图表 19: 先强药业收入及增速情况 (百万元)

图表 20: 先强药业净利润及增速情况 (百万元)



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

为充分发掘眼科医药、医疗、健康领域的投资机会，整合内外部资源，公司于 2016 年投资设立全资子公司广东前景眼科投资管理有限公司。前景眼科以眼科 CSO 平台为基础，将进一步完善公司在眼科药物、医疗器械、医疗服务市场以及眼科健康管理领域的

战略布局，增强公司在国内眼科市场的整体实力和市场竞争优势。

同时，公司积极响应分级诊疗政策，去年参股设立广州糖网医疗科技有限公司，在医疗+互联网模式下公司在国内率先开展以工业为背景的糖尿病并发症（主要为糖尿病视网膜膜病变）管理，糖网医疗科技为公司实现在眼科领域垂直化全业态发展、丰富眼健康生态圈提供了数据、渠道和整合的平台。

4. 盈利预测与投资建议：

公司为传统中西药生产、销售企业，立足眼科、心脑血管等重大疾病领域，拥有丰富的产品布局。且公司 360 个药品批文中 29% 的产品入选国家基药目录、63% 的产品入选新版医保目录，整体资质良好。在核心大品种的带动下，近年公司整体业绩实现了高于行业平均的增速水平。与此同时，公司加快布局，积极寻求向营销+研发创新双驱动、药品制造+健康服务的全面战略转型，目前已取得阶段性进展。

核心假设：1) 三大品种复方血栓通、脑栓通、众生丸分别保持 20%、25% 和 15% 的复合增长，引领中成药板块；2) 化药板块维持稳健增长；3) 中药饮片及中药材业务今年回升至 14 年水平，18、19 年维持 20% 的稳健增长；4) 原料药中间体增速有所回落，其他业务保持历史增长水平。

图表 21: 分产品收入预测数据 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
中成药	1070.90	1132.62	1211.90	1296.74	1387.51
化学药	271.96	405.61	547.57	700.89	911.16
中药饮片	72.98	30.19	45.29	54.34	59.78
中药材	28.40	16.74	24.27	29.13	32.04
原料药中间体	70.27	15.80	20.54	24.65	27.11
其他业务	26.33	44.24	70.78	84.94	93.43

数据来源: wind, 东吴证券研究所

基于以上假设，我们预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 19.20 亿元、21.91 亿元和 25.11 亿元，归属母公司净利润为 4.87 亿元、5.70 亿元和 6.70 亿元。对应 EPS 分别为 0.60 元、0.70 元和 0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 22 倍、19 倍和 16 倍。我们认为公司积极布局肺纤维化、肿瘤等领域化药创新药品种研发，多品种进入新版医保目录，未来看点颇多。结合可比公司估值，我们给予公司 2018 年 25 倍 PE，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 22: 可比公司估值

	净利润增速			市值 (亿元)	PE		
	2016A	2017E	2018E		LYR	2017E	2018E
天士力	-20.43%	18.27%	18.36%	389	33	28	24
康弘药业	26.14%	31.08%	30.06%	380	76	58	45

众生药业	39.70%	17.60%	16.90%	106	26	22	19
平均	15.14%	22.32%	21.77%	292	45	36	29

数据来源: wind, 东吴证券研究所

备注: 部分盈利预测参考wind 一致性预期

5. 风险提示:

1) 药品降价风险

当前医保控费、招标降价政策大环境下, 各类药品存在不同程度的降价风险。2017 年, 尚未招标的省份将陆续开展招标工作, 各地招标政策的变化, 可能会对公司药品的中标结果产生影响。

2) 新药研发进度不达预期

创新产品自主/合作研发存在前期投入大、研发周期长、临床实验结果不确定性高的特点, 公司与药品康德合作研发以及公司自主研发的产品有可能存在研发进度不达预期的风险。

3) 奥里德眼科医院整合不达预期

众生药业三大财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2201	2550	3003	3640	营业收入	1692	1920	2191	2511
现金	294	399	777	1123	营业成本	516	663	745	829
应收账款+应收票据	754	963	996	1249	营业税金及附加	23	23	26	29
其它应收款	2	4	3	5	营业费用	590	615	712	829
预付账款	28	22	34	28	管理费用	136	134	153	176
存货	263	303	334	375	财务费用	4	-5	-13	-21
其他	860	859	859	859	资产减值损失	5	5	5	5
非流动资产	2024	1934	1874	1829	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	15	75	153	246	投资净收益	39	60	78	94
固定资产	479	425	343	261	营业利润	458	546	641	759
无形资产	271	366	320	275	营业外损益	25	25	25	25
其他	1259	1068	1057	1046	利润总额	483	571	666	784
资产总计	4225	4485	4877	5469	所得税	63	77	88	104
流动负债	754	683	634	707	净利润	420	495	578	680
短期借款	73	0	0	0	少数股东损益	6	7	8	10
应付账款	18	71	29	83	归母净利润	414	487	570	670
其他	663	612	605	625	EBITDA	555	700	787	896
非流动负债	47	0	0	0	EPS（元）	0.51	0.60	0.70	0.82
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
其他	47	0	0	0	营业收入增速	7.3%	13.5%	14.1%	14.6%
负债合计	801	683	634	707	营业利润增速	37.7%	19.2%	17.4%	18.3%
少数股东权益	30	37	45	55	归母净利润增速	39.7%	17.6%	16.9%	17.7%
归属母公司股东权益	3395	3765	4197	4706	毛利率	69.5%	65.5%	66.0%	67.0%
负债和股东权益合计	4225	4485	4877	5469	净利率	24.8%	25.8%	26.4%	27.1%
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	12.2%	12.9%	13.6%	14.2%
经营活动现金流	338	374	480	465	ROIC	17.9%	14.2%	16.0%	18.4%
净利润	420	495	578	680	资产负债率	16.7%	15.2%	13.0%	12.9%
折旧摊销	68	134	134	133	净负债比率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	6	-5	-13	-21	流动比率	3.1	3.7	4.7	5.1
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.4	2.0	2.9	3.4
营运资金变动	557	383	502	564	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
其它	-714	-633	-720	-891	应收帐款周转率	2.2	2.0	2.2	2.0
投资活动现金流	-994	21	21	21	应付帐款周转率	14.8	14.8	14.8	14.8
其他投资产生现金流	0	0	0	0	每股收益	0.51	0.60	0.70	0.82
筹资活动现金流	812	-185	-124	-140	每股经营现金	0.42	0.46	0.59	0.57
短期借款	73	0	0	0	每股净资产	4.17	4.62	5.15	5.78
长期借款	0	0	0	0	P/E	26	22	19	16
现金净增加额	156	210	377	346	P/B	3.1	2.8	2.5	2.3

数据来源：wind 资讯，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、意见及推测不一致的报告。

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,并注明出处为东吴证券研究所,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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

