

景峰医药 (000908)

顺应行业大势，开启“仿制+创新”之门

推荐（首次）

现价：5.80 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.jfzhiyao.com
大股东/持股	叶湘武/19.80%
实际控制人	叶湘武
总股本(百万股)	880
流通 A 股(百万股)	767
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	51.03
流通 A 股市值(亿元)	44.49
每股净资产(元)	2.70
资产负债率(%)	42.70

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

张熙 一般从业资格编号
S1060117020002
021-20632019
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点：

■ 各地招标基本完成，营销改革有望促进主营业务持续回暖：2017 年公司销售收入同比下降 2.15%，主要由于参芎葡萄糖注射液及玻璃酸钠注射液招标降价及策略性弃标导致。公司及时进行了营销改革，整合销售团队，2018 年一季度在销售价格持续承压的情况下，实现收入增长 8.4%，具有回暖迹象。随着各地招标基本完成，2018 年公司两个主要产品的价格将有望维持平稳，预计公司全年收入将继续维持较好增速。

分产品线来看，参芎葡萄糖注射液及玻璃酸钠注射液预计维持平稳，榄香烯产品有望继续保持 30%左右的增速，心脑血管等中成药将有望达到 50%增速，锦瑞制药和慧聚原料药企业由于具有新增品种也将维持可观增长。

■ 产业链布局完善，国际接轨的仿制药企业整装待发：公司定位为走与国际接轨的仿制药产业化道路，从上市之初起，通过收购不断完善仿制药整个产业链平台，目前已布局的环节包括：原料药生产销售、仿制药生产销售、高端制剂研发、海外仿制药产业化平台。

子公司锦瑞制药主要做国内仿制药研发生产，2016 年至今获得了 19 个临床批件，并有四个注射剂一致性评价正在进行中，这些前期工作均有望推动公司未来的业务高速增长。

高端制剂研发领域，公司搭建了脂质体、乳剂研发平台，目前有 5 个药物在研，包括抗肿瘤药和心血管药物，其中进展最快的 JZB28 抗肿瘤药物即将进入三期临床。

海外仿制药产业化平台 Sunken Pharma 由公司持股 51%，邀请知名华人科学家刘洪斌和黄河为合伙人，两位创始人及团队成员合计持股 49%，团队成员激励动力充足。现有约 30 名的技术团队成员，2018 年 Sunken 将完成 6-8 个 ANDA 申报以及 4-6 个产品的工艺及配方研究，目前推进顺利。随着 ANDA 产品的上市销售，预计 Sunken 在 2019-2020 年可实现收益。

■ 生物药重磅产品在研，支撑公司长远发展：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2641	2584	2775	3132	3561
YoY(%)	7.4	-2.2	7.4	12.9	13.7
净利润(百万元)	340	162	206	259	329
YoY(%)	4.9	-52.3	27.3	25.4	27.0
毛利率(%)	78.8	78.6	79.0	79.5	80.0
净利率(%)	12.9	6.3	7.4	8.3	9.2
ROE(%)	14.9	7.1	7.2	8.2	9.5
EPS(摊薄/元)	0.39	0.18	0.23	0.29	0.37
P/E(倍)	15.0	31.5	24.7	19.7	15.5
P/B(倍)	2.13	2.1	1.7	1.5	1.4

公司重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液预计 2018 年 6 月开始三期临床，其对标产品爱必妥在全球最高销售峰值达到 18 亿美金，在国内的销售预计约为 8 亿元。目前公司研发进度排在前三家，具有一定先发优势。

公司具有一个生物 1 类新药处于临床一期，用于治疗中至重度哮喘，其对标产品是奥马珠单抗（茁乐），2017 年在全球的销售额达到 25 亿美金。目前国内尚无类似产品在申报，该品种竞争格局良好。

公司具有一个生物类似药已拿到临床批件，其对标产品为新活素，2005 年 4 月上市，现在仍为独家品种，其 2016 年销售额为 5.4 亿元人民币。其他在申报的公司只有苏州兰鼎一家，进度为在审，该品种竞争格局良好。

此外，公司骨关节炎长效品种 HA1 也开展一期临床，未来有望替代常规玻璃酸钠注射液，在全国 8 亿市场规模中获得更多份额。

- **给予“推荐”评级：**公司 2017 年受行业环境变化的影响，业绩有所下降，2017 年底及时进行改革，调整营销团队，梳理公司发展规划。2018 年一季度收入增长回暖，预计全年的业绩也有望重回增长轨道。公司在仿制药领域布局已完善，且加大了创新药的投入，中长期发展具有可持续性。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.23/0.29/0.37 元，对应 PE 分别为 25/20/16 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ 风险提示

- 1、政策风险：医药行业政策频出，药品降价、两票制、零加成等政策均在短期内对公司业务造成影响。
- 2、产品不能中标的风险：公司产品基本为处方药，需要进院销售，若重要品种在某些省份缺标，则可能对销售收入造成影响。
- 3、研发进度不及预期：药物研发在整个流程中均有失败的可能，公司多个在研项目，其中有重要品种进入临床阶段，若失败则可能造成一定负面影响。

正文目录

一、布局完善的医药产业平台	5
二、佰塞通短期承压，二线品种发力增长	6
2.1 参芎葡萄糖注射液（佰塞通）受招标降价拖累短期业绩，预计未来维持平稳	6
2.2 玻璃酸钠注射液受招标降价影响短期业绩，预计未来维持平稳或上升	7
2.3 抗癌药物榄香烯增长良好	8
2.4 心脑血管胶囊等口服中成药开始发力	10
三、走与国际接轨的仿制药产业化道路	11
3.1 锦瑞制药已获多个临床批件，化药仿制药平台即将进入快速发展期	12
3.2 国内高端制剂研发平台，多个抗肿瘤新药在研	13
3.3 海外高端仿制药业务顺利推进	13
3.4 原料药公司发展良好，打牢制剂发展的基础	14
四、生物药重磅产品在研，支撑公司长远发展	15
4.1 JZB28（重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液）	15
4.2 JZB34（生物 1 类新药，用于治疗中至重度哮喘）	16
4.3 JZB01（生物类似药，注射用重组人 B 型利钠肽）	16
五、盈利预测与估值	17
5.1 主要假设	17
5.2 给予“推荐”评级	18
5.3 风险提示	18

图表目录

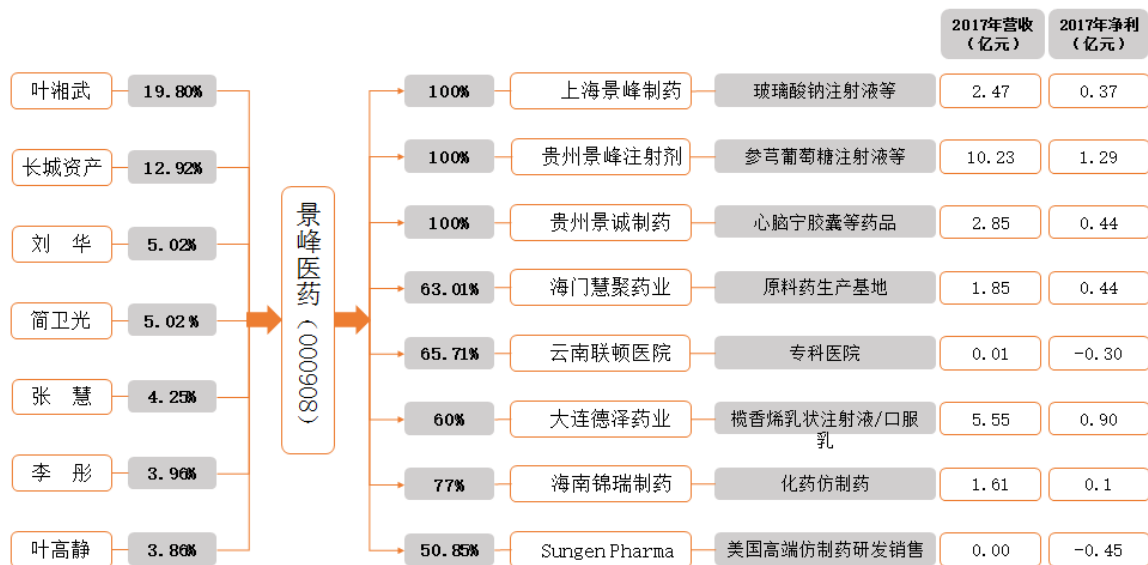
图表 1	公司股权结构	5
图表 2	公司收入构成	5
图表 3	公司收入利润及增速	6
图表 4	公司业务构成	6
图表 5	2017 年参芎葡萄糖注射液市场格局	6
图表 6	佰塞通在各年的新招标省份数量	7
图表 7	贵州景峰注射剂有限公司历年收入和净利润	7
图表 8	玻璃酸钠注射液样本医院近年收入及增速	7
图表 9	玻璃酸钠注射液样本医院近年数量及增速	7
图表 10	玻璃酸钠注射液在样本医院的格局	8
图表 11	上海景峰制药历年收入和净利润	8
图表 12	榄香烯分子式	9
图表 13	榄香烯样本医院近年收入及数量	9
图表 14	2017 年榄香烯样本医院份额	9
图表 15	大连德泽历年收入和净利润	10
图表 16	贵州景诚制药历年收入和净利润	10
图表 17	心脑宁与主要竞品的用药金额比较	11
图表 18	公司自上市以来的收购项目	11
图表 19	公司在化药领域的布局	12
图表 20	锦瑞制药自 2016 年以来获得的临床试验批件	12
图表 21	注射剂一致性评价品种	13
图表 22	公司在研创新药	13
图表 23	海门慧聚收入及利润	14
图表 24	公司业务构成	14
图表 25	海门慧聚药业主要在售产品	14
图表 26	西妥昔单抗全球销售额（单位：百万美元）	15
图表 27	西妥昔单抗在国内样本医院销售额及数量	15
图表 28	抗 EGFR 单抗在国内研发进度	15
图表 29	奥马珠单抗全球销售额（单位：百万美元）	16
图表 30	新活素销售额（单位：百万元）	17
图表 31	公司各产品线预测	17

一、 布局完善的医药产业平台

公司是控股型公司，下属子公司主要包括上海景峰（主要产品玻璃酸钠注射液），贵州景峰（主要产品参芎葡萄糖注射液），大连德泽药业（主要产品榄香烯乳状注射液、榄香烯口服乳），海门慧聚（原料药生产基地，主要供出口），海南锦瑞制药（研发生产化药仿制药），位于美国的 Sungen Pharma（美国高端仿制药研发销售）。

公司 2014 年底借壳天一科技登录 A 股市场，实际控制人为叶湘武，张慧和叶高静为其一致行动人，合计持有股份占比为 27.91%。刘华、李彤为公司前高管，简卫光为公司现任高管。长城资产是国有四大资产管理公司之一，早在天一科技的时候已是公司大股东，2014 年至今持股稳定。

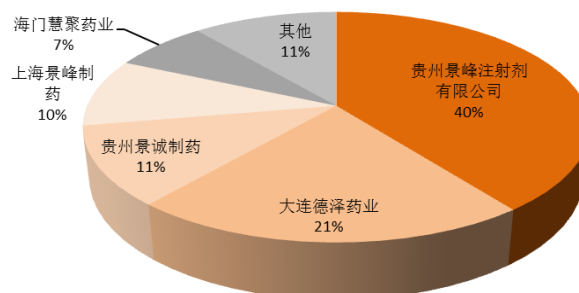
图表1 公司股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

从收入构成来看，主营产品为参芎葡萄糖注射液的贵州景峰占比 40%，其次是主营榄香烯产的大连德泽药业占比 21%，主营心脑血管胶囊的贵州景诚占比 11%，主营玻璃酸钠注射液的海门慧聚占比 10%。各子公司利润贡献与收入占比相适应，其中 2017 年亏损的公司是云南联顿骨科医院和美国 Sungen Pharma，合计亏损约 7500 万元。

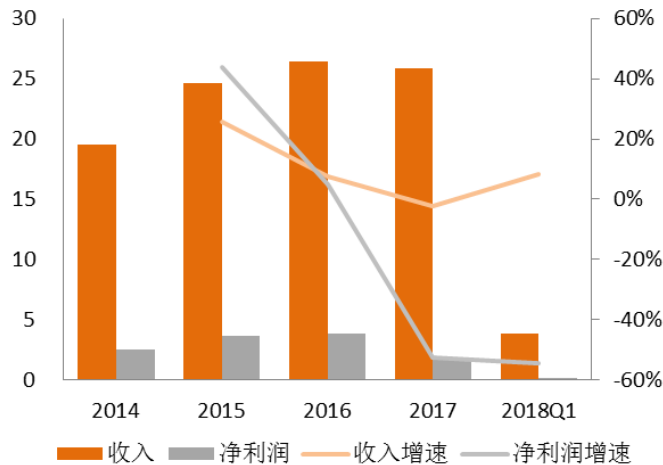
图表2 公司收入构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

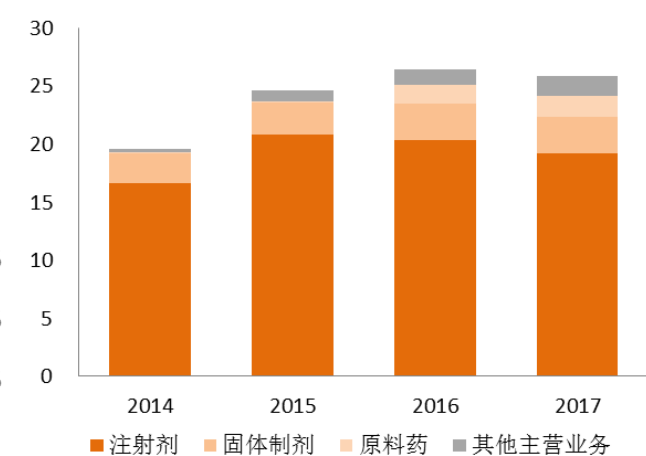
公司 2014 年上市，2015 年业绩增长良好，近两年由于主要品种参芎葡萄糖注射液和玻璃酸钠注射液增速下降，导致公司收入增速下降，同时公司在美国和国内加大研发投入，拖累了利润。到目前各地招标基本完成，因此预计 2018 年价格将有望维持平稳，2018 年一季度收入增速开始回暖，随着营销改革的执行，预计公司全年收入将继续维持较好增速，利润增速也有望重回增长。

图表3 公司收入利润及增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 公司业务构成



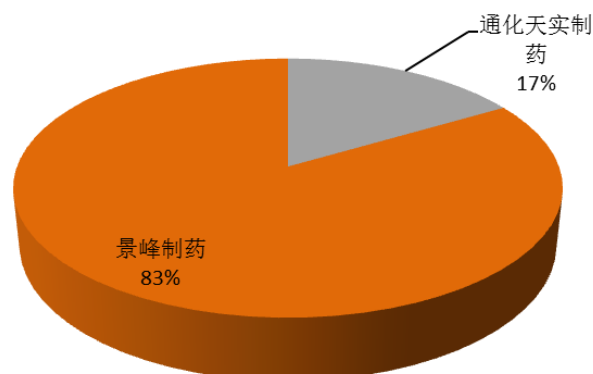
资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

二、 佰塞通短期承压，二线品种发力增长

2.1 参芎葡萄糖注射液（佰塞通）受招标降价拖累短期业绩，预计未来维持平稳

参芎葡萄糖注射液用于闭塞性脑血管疾病及其他缺血性血管疾病，公司拥有 100ml 规格，其竞争对手通化天实拥有 50ml 和 100ml 两个规格。2017 年公司的参芎葡萄糖注射液销售收入约为 10.2 亿元，市场份额为 83%，远超过其竞争对手。

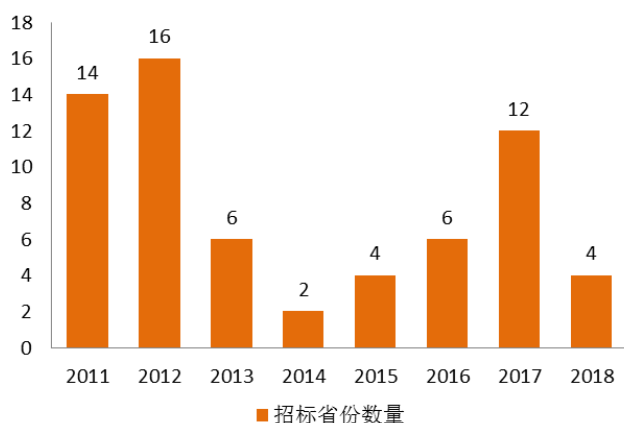
图表5 2017 年参芎葡萄糖注射液市场格局



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

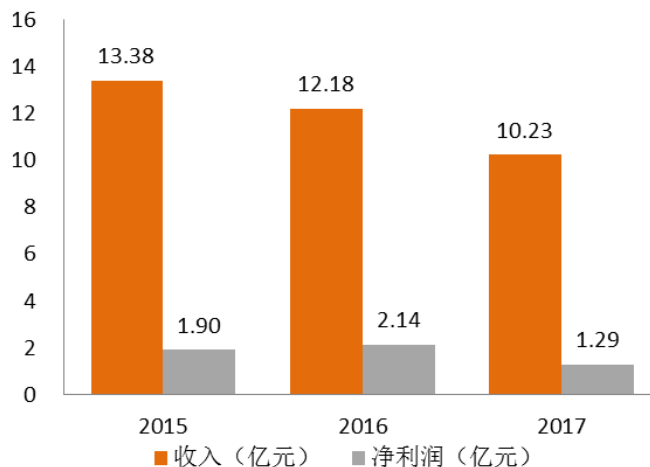
过去 8 年里，佰塞通已在 26 个省份中标销售，由于受医保控费的影响，佰塞通的价格有所下降。2016-2017 年招标了 17 个省份，大部分的省份已经执行新标，所以预计价格对佰塞通的影响将会逐渐减弱。同时，公司积极优化销售模式，增加自营销售力度，维持销售量的稳步提升。预计该产品在 2018 年持平，2019 年后逐渐回升。

图表6 佰塞通在各年的新招标省份数量



资料来源：医药魔方，平安证券研究所

图表7 贵州景峰注射剂有限公司历年收入和净利润

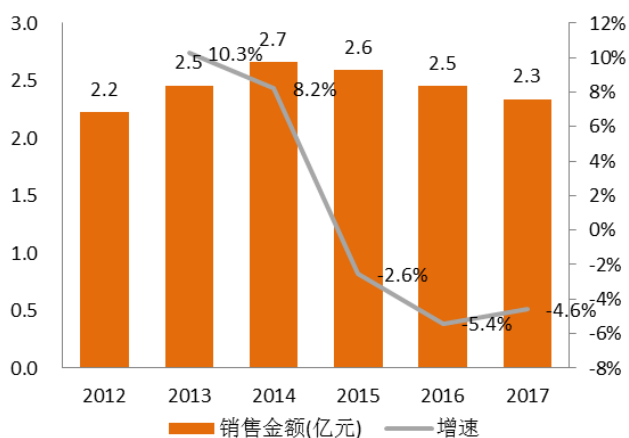


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 玻璃酸钠注射液受招标降价影响短期业绩，预计未来维持平稳或上升

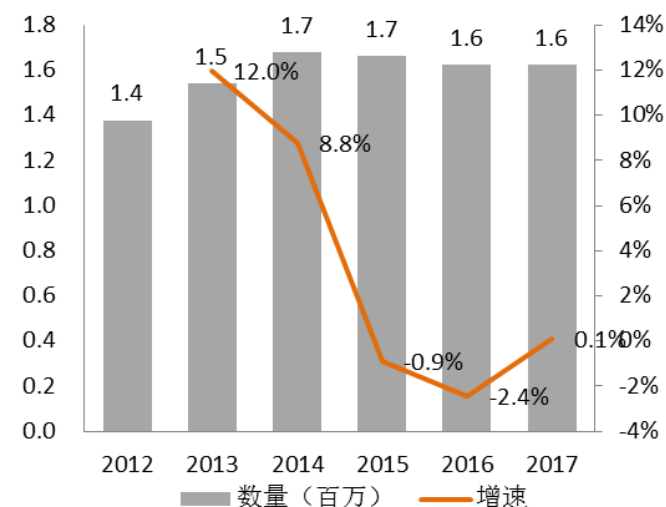
预计玻璃酸钠注射液在医药的市场规模约为 8 亿左右，该产品在样本医院用量平稳，近两年价格下滑，总体收入也有所下降。公司玻璃酸钠注射液（用于骨科的佰备和用于眼科的佰奔）在样本医院的市占率为 19%，名列第三，近几年市场格局稳定，市场份额占比高于景峰的公司有日本生化和山东博士伦福瑞达。

图表8 玻璃酸钠注射液样本医院近年收入及增速



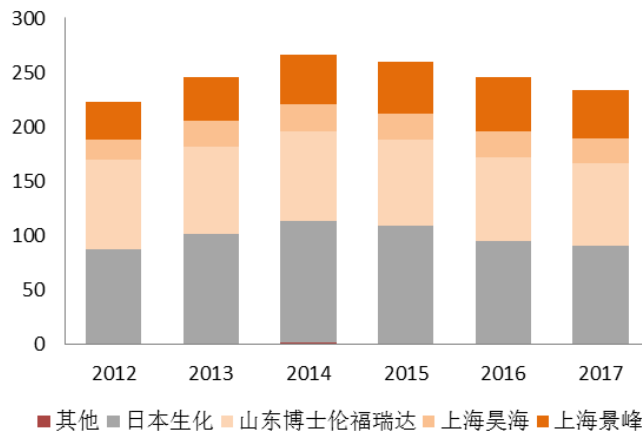
资料来源：PDB数据库，平安证券研究所

图表9 玻璃酸钠注射液样本医院近年数量及增速



资料来源：PDB数据库，平安证券研究所

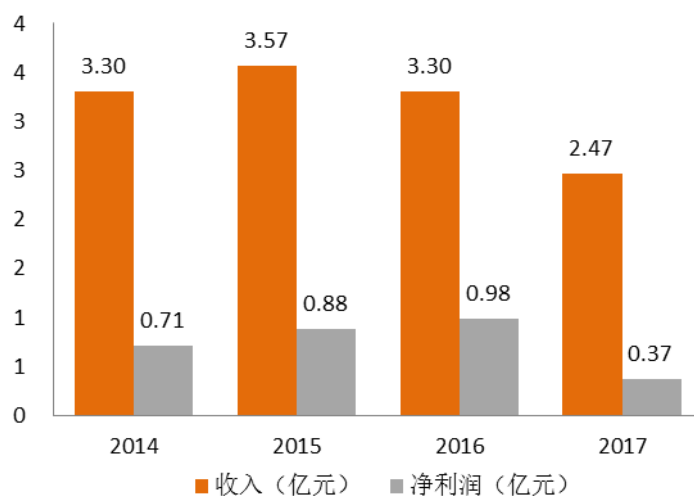
图表10 玻璃酸钠注射液在样本医院的格局



资料来源: PDB 数据库, 平安证券研究所

上海景峰制药的收入主要来自玻璃酸钠注射液, 受招标降价的影响, 近两年收入和利润有所下降。由于 2016 年及 2017 年是招标大年, 多数省份已完成招标, 预计在 2018 年价格下降的影响将有望缓和, 公司玻璃酸钠注射液的销售预计持平。

图表11 上海景峰制药历年收入和净利润



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

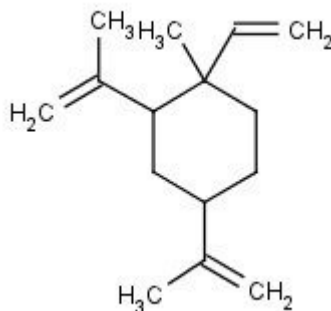
从中长期来看, 公司长效骨关节炎产品 JZC11 (1 类新药) 已开展一期临床, 今后将对佰备实现良好的产品线补充, 有望凭借更好的患者依从性获得更多市场份额。

2.3 抗癌药物榄香烯增长良好

榄香烯注射液是具有特定分子式的萜类抗癌药物。从植物 (温) 莪术中提取出来, 其药理作用为抑制细胞有丝分裂, 从而诱发肿瘤细胞凋亡。因此榄香烯注射液属于化药, 其批准文号也是以 H 开头的化药文号。

榄香烯不属于中药注射剂，与紫杉醇一样是植物提取物，具有明确抗癌作用。榄香烯对胸腔积液和抗癌作用的研究也是学术研究热门方向，万方数据库显示从 2010 年以来以榄香烯为标题的文章共有 951 篇。据浙江衢州市人民医院研究，纳入 100 例肝癌患者，放疗联合榄香烯治疗组总有效率达到 92%，高于单纯放疗组。大连友谊医院研究显示，50 例胸腔积液患者，榄香烯治疗组有效率 87.5%，明显高于化疗治疗组 61.54%。此外，多篇文章研究了榄香烯在其他癌症中的治疗作用，包括肝癌、胃癌、食管癌等，结果显示榄香烯单药治疗或是联合放疗、化疗治疗的效果均较好。

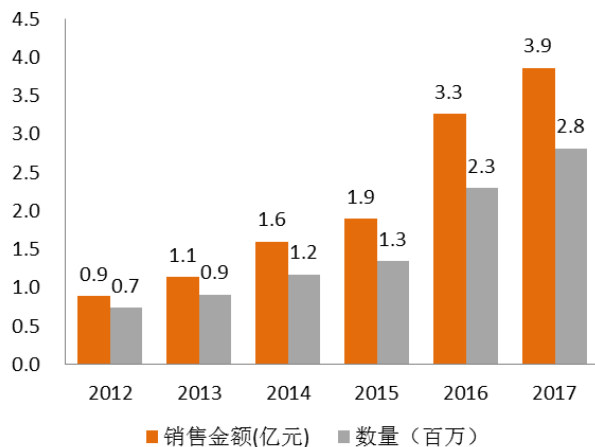
图表12 榄香烯分子式



资料来源：百度百科，平安证券研究所

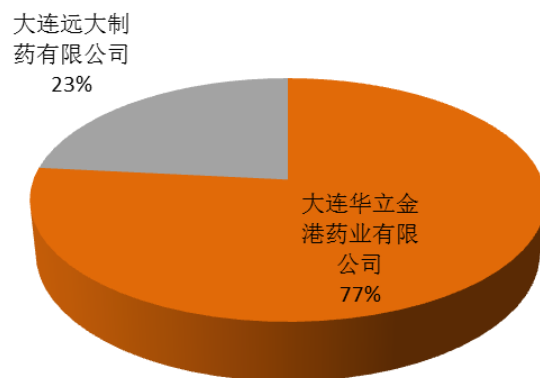
随着肿瘤人数的增加以及对榄香烯的持续推广，越来越多的医生开始推荐患者使用榄香烯治疗方案。榄香烯近几年市场增长良好，2017 年榄香烯在样本医院的收入和数量增速分别达到 18%和 22%。公司子公司大连金港榄香烯产品市场份额为 77%，远超过其竞争对手大连远大制药。

图表13 榄香烯样本医院近年收入及数量



资料来源：PDB数据库，平安证券研究所

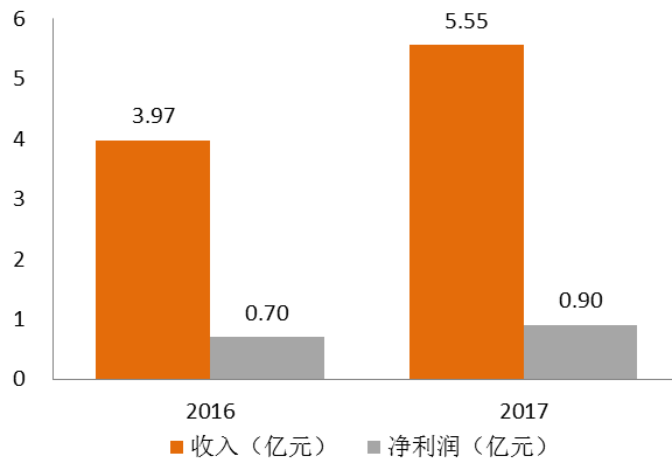
图表14 2017 年榄香烯样本医院份额



资料来源：PDB数据库，平安证券研究所

大连德泽为大连金港的母公司，其收入和利润基本都来自于榄香烯产品。2017 年德泽的收入增长 40%，净利润增长 29%，增长迅速，预计今后该子公司的业绩在榄香烯的带动下也将维持较高增长。

图表15 大连德泽历年收入和净利润

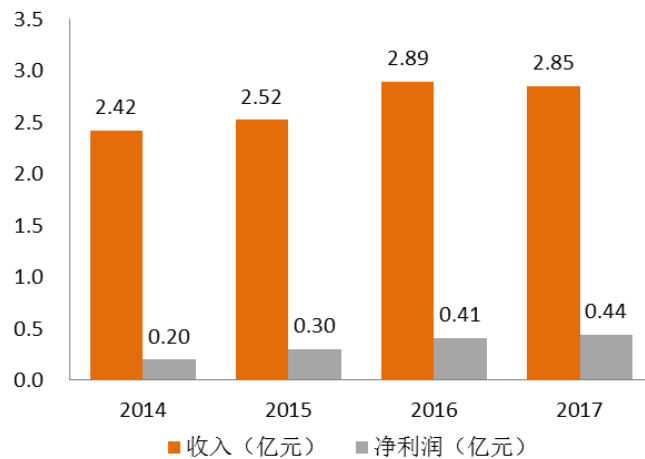


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.4 心脑宁胶囊等口服中成药开始发力

子公司贵州景诚制药主要生产心脑宁胶囊、乐脉丸、金鸡丸、儿童回春颗粒等经典中成药。从 2017 年年底开始，公司调整营销策略，全面重视小品种和口服品种的开发覆盖，加大考核力度，倾斜资源，成效显著。预计今年一季度贵州景诚收入增速达 100%以上，由于一季度基数较小，全年景诚有望维持较高增速。

图表16 贵州景诚制药历年收入和净利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

心脑宁胶囊的作用为活血通络，可用于冠心病、脑动脉硬化、胸闷、心悸等疾病。其竞争对手为血塞通胶囊、脑心通胶囊等，从日用药金额来看，心脑宁胶囊比其竞品稍高，这在产品推广早期便于将规模做大。

据《中国心血管病报告 2017》推算，我国心血管疾病患者高达 2.9 亿人，且发病率呈上升趋势。因此心脑血管中成药是大品种诞生之地，脑心通市场规模达 30 亿以上，参松养心胶囊的市场规模也在 10 亿以上，公司心脑宁胶囊目前市场规模仅为 2 亿，尚有较大上升空间。

图表17 心脑宁与主要竞品的用药金额比较

产品	厂家	治疗理念	日用药金额（元）
心脑宁胶囊	贵州景诚制药有限公司	活血行气	9.5
血塞通胶囊	云南维和药业股份有限公司	活血化瘀	8.5
银杏叶胶囊	上海信谊百路达药业有限公司	活血化瘀	6.7
步长脑心通	陕西步长制药有限公司	活血益气	5.6
参松养心胶囊	北京以岭药业有限公司	益气养阴	4.0

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

三、 走与国际接轨的仿制药产业化道路

公司通过收购进行医药产业的布局，自 2014 年借壳上市以来陆续进行了多项收购，获得了榄香烯、心脑宁等重要中药品种，为公司提供了持续的现金流。此外，化药领域完善了从创新药研发、仿制药、原料药整个产业链的布局，为公司未来走与国际接轨的仿制药产业化道路奠定了良好的基础。

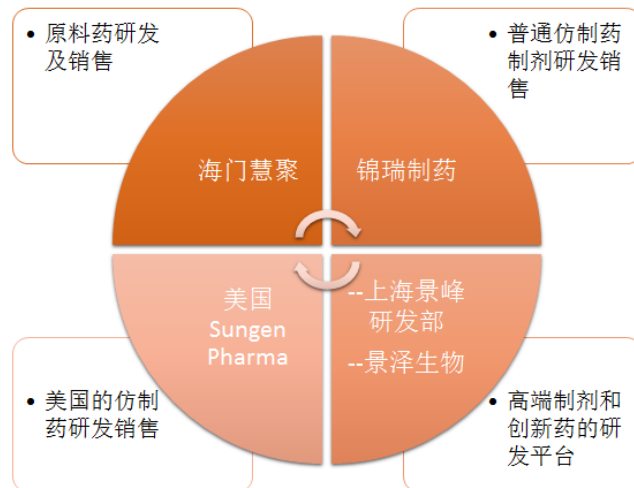
图表18 公司自上市以来的收购项目

投资时间	投资标的	投资方式	持股比例	投资金额（亿）	收入（万）	利润（万）	主要业务
2013 年 1 月	安泰药业（现景诚制药）	收购	70.00%	1.96	14212 (2013)	-3262 (2013)	心脑宁胶囊等药品
2014 年 8 月	锦瑞制药	收购	51.00%	1.12	4804 (2014)	-708 (2014)	化药仿制药研发销售
2014 年 12 月	金沙医院	收购	90.00%	0.51	2558 (2014)	42 (2014)	妇产科医院
2015 年 2 月	德泽药业	收购	53.00%	4.77	25685 (2015)	5066 (2015)	榄香烯等产品
2015 年 12 月	慧聚药业	增资	36.00%	0.12	13257 (2015)	1760 (2015)	化药原料药企业
2015 年 4 月	景泽生物	收购	40.00%	0.25	1650 (2016)	249 (2016)	创新药研发
2016 年 3 月	联顿骨科医院	新设	55.00%	0.59	81 (2017)	-2960 (2017)	骨科医院
2016 年 1 月	锦瑞制药	收购	77.00%	0.44			化药仿制药研发销售
2016 年 1 月	慧聚药业	收购	63.01%	0.60	15341 (2016)	3075 (2016)	化药原料药企业
2016 年 1 月	海慧医药	收购	69.01%	0.12		-348 (2016)	医药制造
2016 年 9 月	方楠生物	收购	49.00%	0.60			中间体及原料药开发
2017 年 3 月	景诚制药	收购	100.00%	1.80	28549 (2017)	4374 (2017)	心脑宁胶囊等药品
2017 年 9 月	德泽药业	收购	60.00%	0.88	55464 (2017)	8995 (2017)	榄香烯等产品

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司在仿制药领域的规划分为四个层次：一是在原料药方面，丰富原料药出口品种，逐步实现原料药的自给自足；二是做大做强片剂及注射剂仿制药规模，借助一致评价的契机，提高公司在该领域的市占率；三是打造公司高端制剂研发平台；四是大力发展在美国的仿制药研发销售平台 Sungen Pharma，与国内制剂平台形成良好协同效应。

图表19 公司在化药领域的布局



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.1 锦瑞制药已获多个临床批件，化药仿制药平台即将进入快速发展期

海南锦瑞制药是公司的化药仿制药平台，主要产品包括注射用克林霉素磷酸酯、注射用托拉唑钠、盐酸伊立替康注射液等。2015 年，国家出台口服仿制药一致性评价的政策，鼓励企业进行仿制药一致性评价，此举将重新分配市场，优先完成一致性评价的企业有望抢占更多市场份额。锦瑞制药抓住这一机遇，积极进行布局，自 2016 年来，锦瑞制药获得多个片剂的临床试验批件。

图表20 锦瑞制药自 2016 年以来获得的临床试验批件

时间	批文号	品种	适应症	治疗领域
2016/1/20	2015L05793	甲磺酸伊马替尼		原料药
2016/1/20	2015L05834	甲磺酸伊马替尼片	Ph+CML/GIST	抗肿瘤
2016/1/20	2015L05641	瑞格列奈二甲双胍片	2 型糖尿病	糖尿病
2016/1/28	2016L00199	硫酸氢氯吡格雷片	动脉粥样硬化血栓、急性冠脉综合征	心脑血管
2016/1/28	2016L00230	盐酸乐卡地平片	高血压	降压降脂
2016/1/28	2016L00224	阿卡波糖咀嚼片	2 型糖尿病	糖尿病
2016/3/7	2016L01399	来曲唑片	绝经后早期乳腺癌	抗肿瘤
2016/3/7	2016L01742	依折麦布片	高胆固醇血症	降压降脂
2016/3/16	2016L01486	吉非替尼		原料药
2016/3/16	2016L01565	吉非替尼片	非小细胞肺癌	抗肿瘤
2016/3/16	2016L02801	阿齐沙坦		原料药
2016/3/16	2016L02770/2016L02771	阿齐沙坦片	高血压	降压降脂
2016/8/8	2016L06427	盐酸厄洛替尼		原料药
2016/8/8	2016L06325/2016L06326	盐酸厄洛替尼片	非小细胞肺癌	抗肿瘤

时间	批文号	品种	适应症	治疗领域
2016/9/6	2016L07996	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	HIV 感染	抗感染
2016/9/19	2016L08142	卡培他滨片	结肠癌、结直肠癌、乳腺癌、胃癌	抗肿瘤
2016/10/31	2016L09036/2016L09037/2016L09038	他达拉非片	勃起功能障碍	其他
2016/11/1	2016L09192/2016L09193	卡培他滨颗粒	结肠癌、结直肠癌、乳腺癌、胃癌	抗肿瘤
2016/11/1	2016L09286/2016L09287/2016L09288/2016L09289	奥氮平口崩片	精神分裂症、躁狂发作、预防双相情感障碍	精神类

资料来源：公司公告，平安证券研究所

除了口服制剂以外，锦瑞也提前进行注射剂一致性评价工作，目前有四个产品进行注射剂一致性评价，其中三个为抗肿瘤药物，一个是全身抗感染药物。三个肿瘤产品均为大品种，公司产品尽早通过一致性评价，有望抢占可观市场份额。

图表21 注射剂一致性评价品种

品种	领域	适应症	PDB 样本医院市场规模（千万元）	厂家数量	公司市场份额
注射用克林霉素磷酸酯	抗感染	革兰阳性菌和厌氧菌引起的感染	6.7	55	0.10%
盐酸伊立替康注射液	肿瘤	晚期大肠癌	49.6	5	0.28%
注射用培美曲塞二钠	肿瘤	抗肿瘤	142.5	13	0.26%
注射用盐酸吉西他滨	肿瘤	非小细胞肺癌、胰腺癌、乳腺癌	67.0	13	0.03%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 国内高端制剂研发平台，多个抗肿瘤新药在研

2017 年，公司引入海外科学家，搭建起高端制剂平台，主攻方向是脂质体、乳剂。目前有五个在研项目，其中三个为抗肿瘤脂质体，两个为乳剂。进展最快的 JZB28 即将进入三期临床试验。

图表22 公司在研创新药

研发项目	产品类别	注册分类	研发所处阶段	进展情况
JZC23	抗肿瘤类	5+1.6 类	临床	取得临床批件
JS01	抗肿瘤类	4 类	药学研究	小试放大完成
JZB28	抗肿瘤类	2 类	临床	三期临床准备中
JZC13	心、脑血管类	4 类	临床	在审批
JZB01	抗肿瘤类	15 类	待发临床批件	I 期临床准备及临床策略制定中

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 海外高端仿制药业务顺利推进

公司的海外战略依托于美国的 Sunken Pharma 公司，Sunken Pharma 公司成立于 2016 年，邀请知名华人科学家刘洪斌和黄河成为公司合伙人，刘博入选国家千人计划，黄河曾任知名仿制药企业 Endo Pharmaceuticals INC. 副总裁，具有丰富的高端制剂仿制药研发及公司管理经验。

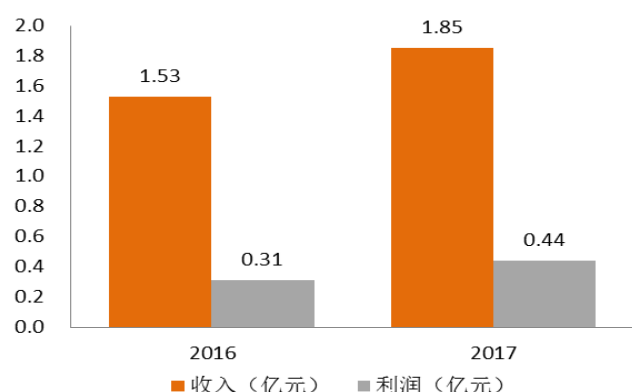
Sunken Pharma 的股权结构中，公司持股 51%，两位创始人及 30 名技术团队成员合计持股 49%，团队成员激励动力充足。2018 年，Sunken 预计完成 6-8 个 ANDA 申报，以及 4-6 个产品的工艺及配方研究，目前推进顺利。随着 ANDA 产品的上市销售，预计 Sunken 在 2019-2020 年可实现收益。

建立 Sunken Pharma 对于公司具有重要意义：一是可以在美国直接进行生产销售，增加公司业绩；二是帮助提高公司整体研发水平，利于国内子公司增强长期竞争力。

3.4 原料药公司发展良好，打牢制剂发展的基础

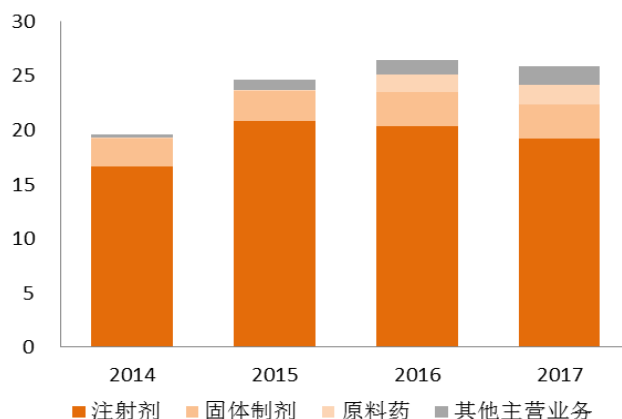
海门慧聚是公司的原料药及中间体研发销售平台，具有丰富的原料药品种，其产品达到国际标准，不少品种已销往欧美日发达市场。慧聚药业是公司 2016 年通过收购获得，近两年业绩增长良好，2017 年收入增长 21%，利润增长 42%。目前海门慧聚在售约 20-30 个品种，同时有十几个 CDMO 的创新药 API 已进入临床后期，新品种的上市确保了业绩的不断增长。

图表23 海门慧聚收入及利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 公司业务构成



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

海门慧聚的原料药品种丰富，是公司实现化药原料药自给自足的基础，也是公司转型高端仿制药企业的重要一环。

图表25 海门慧聚药业主要在售产品

产品名称	执行标准	注册情况
盐酸贝那普利	USP/ EP	DMF: 025738
盐酸替罗非班	In-house	DMF: 026942
盐酸法舒地尔	Ch.P./ JP	DMF: 026740
盐酸决奈达隆	USP	DMF: 026593
恩替卡韦	EP/USP	DMF:027444
马来酸氟吡汀	In-house	DMF:026931
匹莫苯丹	USP/EP	VMF: V-006007-A-0000-OT
克利贝特	JP	AG10500422
利拉利汀	In-house	DMF:031294

资料来源：公司公告，平安证券研究所

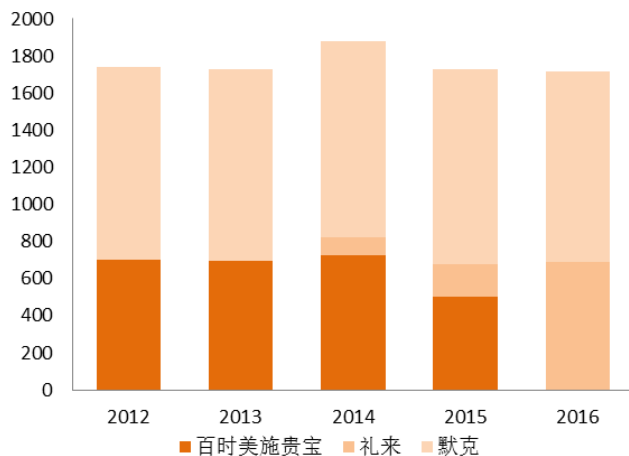
四、生物药重磅产品在研，支撑公司长远发展

4.1 JZB28（重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液）

该产品用于治疗以结直肠癌、头颈部癌为代表的肿瘤疾病，对标品种是默克公司的爱必妥（西妥昔单抗）。爱必妥在全球的销售先后由百时美施贵宝、礼来、默克负责，最高销售峰值达到 18 亿美金。

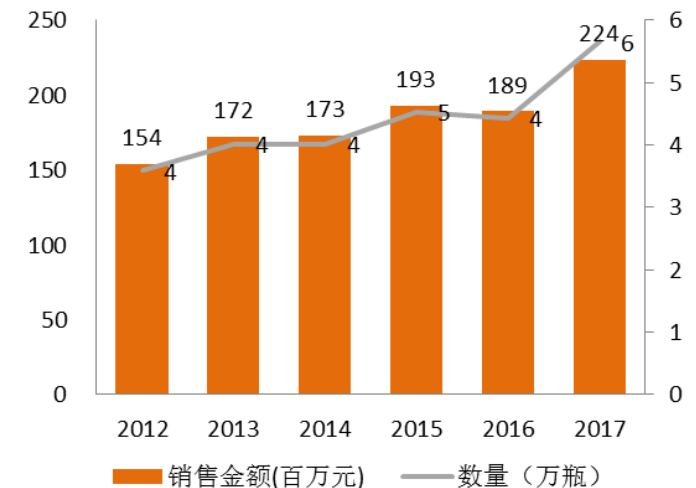
西妥昔单抗在国内由默克和勃林格殷格翰负责销售，2017 年样本医院销售额为 2.2 亿元，预计国内总市场规模约为 8 亿元。爱必妥在国内的专利于 2017 年到期，目前尚无可以替代的国内产品上市。

图表26 西妥昔单抗全球销售额（单位：百万美元）



资料来源：医药魔方，平安证券研究所

图表27 西妥昔单抗在国内样本医院销售额及数量



资料来源：PDB数据库，平安证券研究所

公司的 JZB28 项目来自下属子公司景泽生物，目前处于临床一期，预计 2018 年 6 月开始三期临床。该项目由景泽从复宏汉霖购买得来，于 2015 年 6 月申报临床，处于国内申报的第一梯队。目前国内在研的公司中，进度最快的是张江生物和科伦药业，正在开展临床三期，其他公司均处于临床一期。公司的该项目于 6 月开展三期临床，有望成为第三个开展三期临床的单位。

图表28 抗 EGFR 单抗在国内研发进度

药品名称	企业名称	进度
重组抗表皮生长因子受体(EGFR)人鼠嵌合单克隆抗体注射液	四川科伦药物研究院有限公司	三期
重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	泰州迈博太科药业有限公司	三期
重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	上海复宏汉霖生物技术有限公司（景泽已受让该项目）	一期
重组全人源抗 EGFR 单克隆抗体注射液	重庆智翔金泰生物制药有限公司 智翔（上海）医药科技有限公司	一期
重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	桂林三金药业股份有限公司 宝船生物医药科技(上海)有限公司	一期
重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	上海中信国健药业股份有限公司	一期
重组全人源抗 EGFR 单克隆抗体注射液	上海赛伦生物技术股份有限公司 中国人民解放军军事医学科学院生物工程研究所	一期

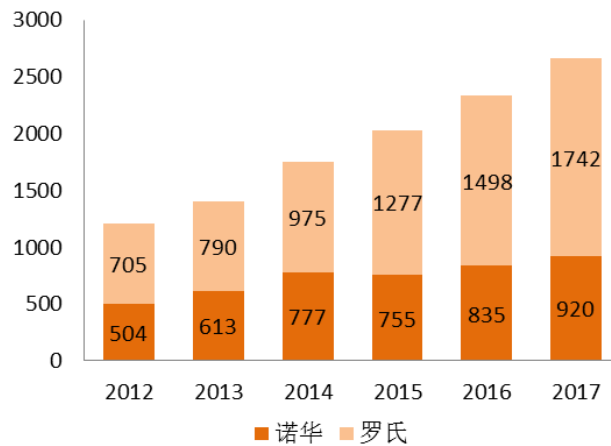
药品名称	企业名称	进度
重组抗 EGFR 单克隆抗体注射液	深圳龙瑞药业有限公司 兴盟生物科技（北京）有限公司	一期
重组抗 EGFR 全人单克隆抗体注射液	齐鲁制药有限公司 齐鲁制药有限公司	一期
西妥昔单抗注射液	佛山安普泽生物医药股份有限公司	一期

资料来源：CDE，CFDA，平安证券研究所

4.2 JZB34（生物 1 类新药，用于治疗中至重度哮喘）

JZB34 的对标产品是诺华的奥马珠单抗（茁乐），2003 年上市，全球首个哮喘靶向治疗药物。其在全球的销售由诺华和罗氏负责，销售增长迅速，2017 年销售额达到 25 亿美金。

图表29 奥马珠单抗全球销售额（单位：百万美元）



资料来源：医药魔方，平安证券研究所

据《中华结核和呼吸杂志》和《中国医刊》等专业刊物记载，我国大概有 3000 万哮喘患者，其中 5%为中重度哮喘，因此可推测奥马珠单抗的适应人群高达 150 万人。

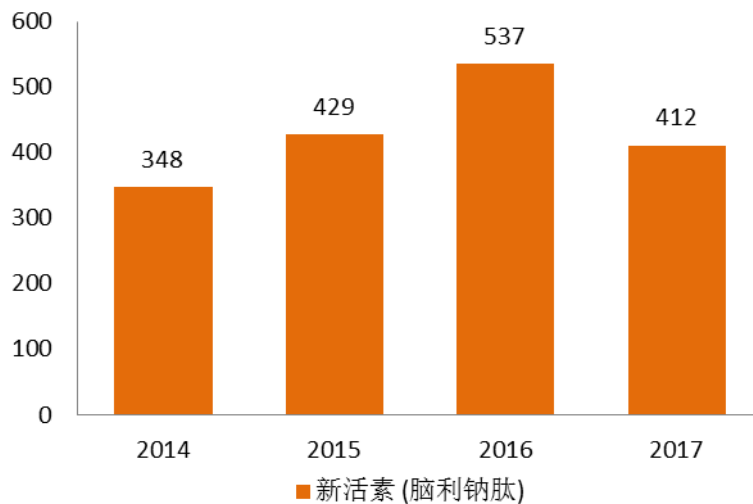
公司的 JZB34 项目目前正处在一期临床，预计 2020 年可开展三期临床，2022 年上市。目前国内尚无与奥马珠单抗类似的生物药在申报中。

4.3 JZB01（生物类似药，注射用重组人 B 型利钠肽）

注射用重组人 B 型利钠肽，用于急性失代偿心力衰竭患者，其对标产品为西藏诺迪康的新活素，2005 年 4 月上市，现在仍为独家品种，其 2016 年销售额为 5.4 亿元人民币。

公司的 JZB01 项目已拿到临床批件，其他在申报的公司只有苏州兰鼎一家，进度为在审。

图表30 新活素销售额（单位：百万元）



资料来源：医药魔方，平安证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 主要假设

1、注射剂业务主要是参芎葡萄糖注射液和玻璃酸钠注射液，预计这两个品种维持稳定；榄香烯产品增长迅速，将继续带动注射液业务增长；锦瑞瑞制药从 2015 年以来拿到了 33 个临床批件，且 4 个注射剂一致性评价正在进行中，这些产品大概率将在明后年上市，所以从明年起，公司注射剂业务将有望回暖。

2、公司固体制剂业务（主要是贵州景诚）在销售改革的推动下继续维持一季度的高增速，全年达到约 4.5 的收入。由于心脑血管胶囊、金鸡丸、儿童回春颗粒、乐脉丸等品种市场空间较大，因此给予今后三年内较高增长。

3、原料药企业海门慧聚目前有十几个品种进入了临床最后阶段，将在明后年上市，推动公司收入增长。

图表31 公司各产品线预测

单位：亿元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
注射剂							
收入	16.59	20.84	20.30	19.21	19.40	20.37	21.39
增速		25.62%	-2.59%	-5.37%	1.00%	5.00%	5.00%
固体制剂							
收入	2.59	2.75	3.18	3.08	4.47	6.48	9.07
增速		6.2%	15.6%	-3.1%	45.00%	45.00%	40.00%
原料药							
收入	0.06	0.02	1.59	1.82	1.98	2.38	2.86
增速		-66.7%	7850.0%	14.5%	9.00%	20.00%	20.00%
其他							
收入	0.33	0.98	1.34	1.73	1.90	2.09	2.30
销售总收入	19.57	24.59	26.41	25.84	27.75	31.32	35.62
增速					7.4%	12.9%	13.7%

销售费用率	55.40%	49.67%	47.09%	52.24%	51.00%	51%	50%
管理费用率	11.41%	10.74%	10.81%	12.24%	11.76%	11.92%	11.87%

资料来源: wind, 平安证券研究所

5.2 给予“推荐”评级

公司 2017 年受行业环境变化的影响, 业绩有所下降, 2017 年底及时进行改革, 调整营销团队, 梳理公司发展规划。2018 年一季度收入增长回暖, 预计全年的业绩也有望重回增长轨道。公司在仿制药领域布局已完善, 中长期发展具有可持续性。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.23/0.29/0.37 元, 对应 PE 分别为 25/20/16 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5.3 风险提示

- 1、政策风险: 医药行业政策频出, 药品降价、两票制、零加成等政策均在短期内对公司业务造成影响。
- 2、产品不能中标的风险: 公司产品基本为处方药, 需要进院销售, 若重要品种在某些省份缺标, 则可能对销售收入造成影响。
- 3、研发进度不及预期: 药物研发在整个流程中均有失败的可能, 公司多个在研项目, 其中有重要品种进入临床阶段, 若失败则可能造成一定负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2582	3234	3641	4054
现金	472	957	984	1119
应收账款	650	869	845	1104
其他应收款	19	74	31	88
预付账款	292	220	358	299
存货	276	265	331	330
其他流动资产	873	850	1093	1115
非流动资产	2287	2428	2594	2774
长期投资	319	427	534	641
固定资产	703	708	731	766
无形资产	249	278	316	365
其他非流动资产	1017	1016	1013	1002
资产总计	4869	5662	6235	6829
流动负债	1047	1367	1861	2298
短期借款	530	650	1123	1489
应付账款	114	123	138	152
其他流动负债	403	593	600	657
非流动负债	1221	1001	789	577
长期借款	1183	963	751	539
其他非流动负债	39	39	39	39
负债合计	2269	2368	2650	2875
少数股东权益	221	251	288	335
股本	417	880	880	880
资本公积	733	733	733	733
留存收益	1228	1460	1750	2118
归属母公司股东权益	2378	3044	3297	3618
负债和股东权益	4869	5662	6235	6829

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	152	315	142	389
净利润	185	236	296	376
折旧摊销	90	104	119	137
财务费用	92	90	90	90
投资损失	4	3	3	3
营运资金变动	-225	-118	-365	-217
其他经营现金流	6	0	0	0
投资活动现金流	-605	-248	-288	-320
资本支出	303	33	59	73
长期投资	12	-107	-107	-107
其他投资现金流	-290	-322	-336	-354
筹资活动现金流	-275	418	-251	-250
短期借款	-249	120	50	50
长期借款	13	-220	-212	-212
普通股增加	0	463	0	0
资本公积增加	-176	0	0	0
其他筹资现金流	137	55	-89	-88
现金净增加额	-730	485	-396	-182

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2584	2775	3132	3561
营业成本	552	583	642	712
营业税金及附加	43	46	52	59
营业费用	1350	1415	1582	1781
管理费用	316	325	366	417
财务费用	92	90	90	90
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	-3	-3	-3
营业利润	258	313	396	499
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	9	7	8	8
利润总额	250	306	389	492
所得税	65	71	93	117
净利润	185	236	296	376
少数股东损益	23	29	37	47
归属母公司净利润	162	206	259	329
EBITDA	436	467	566	702
EPS (元)	0.18	0.23	0.29	0.37

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-2.2	7.4	12.9	13.7
营业利润(%)	-41.5	21.3	26.6	26.0
归属于母公司净利润(%)	-52.3	27.3	25.4	27.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	78.6	79.0	79.5	80.0
净利率(%)	6.3	7.4	8.3	9.2
ROE(%)	7.1	7.2	8.2	9.5
ROIC(%)	6.1	5.7	6.2	7.3
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	46.6	41.8	42.5	42.1
净负债比率(%)	51.2	27.2	31.7	29.5
流动比率	2.5	2.4	2.0	1.8
速动比率	2.2	2.2	1.8	1.6
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标 (元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.23	0.29	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.36	0.16	0.44
每股净资产(最新摊薄)	2.70	3.46	3.75	4.11
估值比率	-	-	-	-
P/E	31.48	24.74	19.72	15.53
P/B	2.15	1.68	1.55	1.41
EV/EBITDA	15.4	13.5	11.6	9.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033