



战略聚焦高端仿制药，持续并购整合升级制药版图

2018.06.05

唐爱金(分析师)

电话: 020-88836115

邮箱: tangaij@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

● 战略聚焦“高端仿制药”，2015-2017 持续并购、整合、升级、优化制药资产，取得阶段性成果

公司走与国际接轨的仿制药产业化道路，不断完善制药产业链，2015-2017 年持续并购和整合制药资产，转型为高端仿制药企业，取得较好成果。

(1)**上海景峰**:玻璃酸钠注射液在骨科和眼科市场的增速约 20%，2017 年景峰玻璃酸钠营收规模约 2.3 亿，占 PDB 样本医院市场份额约 10%，在国产企业中排名第二；目前已经完成长效玻璃酸钠生产线技改及产能扩建项目，其中长效玻璃酸钠 JZC11 已获得临床试验批件；上海景峰创新药和高端仿制药丰富，JS01 抗肿瘤脂质体项目完成药学研究阶段小试及中试，产品质量达到预期水准，预计 2018 年可以进行注册批的生产；JZC23 抗肿瘤脂质体已经获得了 1.6 类及 5 类 2 个临床批件；JZB01 项目已通过 CDE 的技术审评、处于 I 期临床准备；JZB28 项目一期临床研究已完成 50%受试者入组；JZC13 乳剂项目完成注册申报和现场核查，处于临床审批中。

(2)**贵州景峰**:参芎葡萄糖注射液 2017 年营收销售约 10.5 亿，增速有所放缓，过去一年中标省份累计达 13 个，没有明显降价趋势，预计 2018 年维持稳定；研发产品盐酸替罗非班注射液、盐酸替罗非班氯化钠注射液已处审评生产阶段，预计 2018 年有望实现上市；

(3)**大连德泽**:2017 年榄香烯营收规模约 5.55 亿，过去五年复合增速高达 25.45%。考虑到榄香烯注射液为唯一脂质体口服剂型，靶向作用于肿瘤细胞，我们认为未来三年有望维持约 20%增速；

(4)**贵州景诚**:2017 年营收达 2.8 亿，产品主要是固体口服制剂，2018 年初流感高发期，尤其儿童占据流感人数大部分比例，拉动儿童回春颗粒销量上升+加大营销推广力度推动乐脉/心脑宁等口服制剂增长景气，预计景诚 2018 年有望实现 30%增长；(5)**海南锦瑞**:启动 4 个注射剂产品一致性评价工作，分别是克林霉素磷酸酯、盐酸伊立替康注射液、注射用培美曲塞二钠和注射用盐酸吉西他滨，后 3 个为抗肿瘤领域权威指南推荐的临床一线治疗用药；吉西他滨一致性评价于 2018 年 4 月 26 日率先获得 CDE 承办，如一致性评价通过有望在中标价、销量等方面迎良机；

(6)**慧聚药业**:拥 14 条 GMP 原料药生产线，预计陆续分批通过 FDA 认证，环保达标优，近年积极与创新药企业合作推动原料药和兽药研发上市。

● 投资/合营研发创新企业，大力丰富公司产品管线，为公司中长期发展铺路

(1)近四年研发投入增速均 20%以上，2017 年研发投入达 1.84 亿元，同比增长 22.78%；(2)**美国尚进**:目前已完成速溶口服固体制剂仿制药 SG100 的 ANDA 申报，该产品用于抑制中枢神经系统兴奋。预计未来两年完成 6-8 个包含注射剂、口服固体制剂和外用制剂等仿制药 ANDA 申报、以及 4-6 个产品的工艺及配方研究，2020 年产品陆续美国上市销售，实现约 1500 万美元利润；(3)**科新生物**:研发创新药融合蛋白 AAFP，其是从分子结构到作用机制完全创新的品种，适用根治所有过敏原引起的过敏疾病，如过敏性哮喘和过敏性鼻炎，目前在 I 期临床，市场前景广阔。

● **盈利预测与估值**:公司主业整体经营稳定，我们假设公司 2018 年下半年开始逐步剥离亏损的联顿医疗资产，减少亏损预计 2018-2020 年公司 EPS 分别可达到 0.23/0.25/0.28，对应 PE 分别为 24/22/20，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

● **风险提示**:行业政策风险；产品中标不达预期风险；研发不达预期风险。

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E
营业收入(百万)	2583.65	2767.24	3011.54	3331.34
同比(%)	-2.15%	7.11%	8.83%	10.62%
归母净利润	162.09	199.76	217.78	243.35
同比(%)	-52.33%	23.24%	9.02%	11.74%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.25	0.28
P/E	30.40	24.66	22.62	20.25
P/B	2.07	1.62	1.52	1.42
EV/EBITDA	8.89	12.82	12.70	12.15

强烈推荐(首次)

现价: 5.6

目标价: 8.2

股价空间: 50%

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
景峰医药	5.39	4.81	-6.90
医药生物	4.01	14.06	12.03
沪深 300	-0.89	-8.04	-8.20

基本资料

总市值(亿元)	49.88
总股本(亿股)	8.80
流通股比例	87.16%
资产负债率	42.66%
大股东	叶湘武
大股东持股比例	19.80%

相关报告



目录

目录	2
图表目录	3
1. 公司概况：走与国际接轨的仿制药产业化道路	5
1.1 主要产品有心脑血管用药、抗肿瘤用药、骨科用药和妇儿用药	5
1.2 实际控制人叶湘武先生，积极外延产业链	6
1.3 积极推动战略转型，短期业绩有所下降	6
2. 战略聚焦“高端仿制药”，持续整合、升级、优化外延收购的子公司	8
2.1 上海景峰：推动玻璃酸钠改造升级，聚焦研发生物仿制药	9
2.1.1 玻璃酸钠市场 20%左右增长，近三年市场规模有望超 100 亿	9
2.1.2 玻璃酸钠市场格局分散，样本医院市场中景峰为市场第五，市占率约 10%	11
2.1.3 玻璃酸钠改造升级，长效化+预灌装的剂型设计，优势突出	11
2.1.4 上海景峰在研项目丰富，创新药及高端仿制药为公司长远发展铺路	12
2.2 贵州景峰：参芎葡萄糖注射液销售规模有望保持稳定，替罗非班注射剂 2018 年有望获批上市	12
2.2.1 参芎葡萄糖注射液受国家政策下滑，近年有望保持稳定或略有下降	13
2.2.2 替罗非班正申报生产，有望 2018 年上市为公司业绩增长添新动力	14
2.3 大连德泽：营收从并购当年 2.5 亿规模增长至 5.5 亿，未来有望稳定 20%增长	15
2.3.1 榄香烯注射液、口服乳为抗肿瘤植物药，大连华立金港占 6.74%份额	15
2.3.2 榄香烯注射液为脂质体剂型，能靶向用药作用于肿瘤细胞，过去五年复合增速 25 %	16
2.3.3 榄香烯口服乳为唯一脂质体剂型的口服抗肿瘤药，样本医院 2017 年增速超 100%	17
2.4 贵州景诚：口服制剂受益流感爆发，预计 2018 年实现 30%增长	18
2.5 海南锦瑞：四个产品启动一致性评价工作，吉西他滨有望率先通过	18
2.5.1 盐酸吉西他滨有望率先通过一致性评价，受益国家政策红利抢占市场份额	19
2.5.2 加速抗肿瘤领域的仿制药研发项目推进，未来 1-2 年有望陆续上市	20
2.6 慧聚药业：推进仿制药研发，拥 14 条 GMP 生产线，环保达标优	21
2.6.1 海门慧聚有 14 条 GMP 生产线，陆续分批过 FDA 认证，环保达标优	22
2.6.2 研发中心化学合成在化合物储备及人才方面优势突出	22
2.6.3 与创新药企业合作积极推进原料药和兽药研发	23
3. 战略布局：投资/合营研发企业，延伸丰富公司产品线	24
3.1 持续加大研发力度，未来五年研发项目预计投入 14 亿元	24
3.2 美国尚进：制剂国内外同步申报，预计未来两年有望落地 6-8 个仿制药 ANDA 制剂申报	25
3.3 科新生物：融合蛋白 AAFP 适用过敏原疾病，正处 I 期临床	25
4. 盈利预测与投资建议	26
5. 风险提示	28



图表目录

图表 1.	景峰医药发展历程	5
图表 2.	公司主要产品线聚焦四大领域	5
图表 3.	景峰医药股权结构	6
图表 4.	2017 年营收 25.84 亿元，同比下降 2.15%	7
图表 5.	2017 年净利润 1.62 亿元，同比下降 52.33%	7
图表 6.	公司营收主要来自注射剂和固体制剂	7
图表 7.	注射剂毛利率水平显著高于其他产品	8
图表 8.	近年来费用率基本稳定，销售费用率水平较高	8
图表 9.	景峰医药主要控股子公司分析	9
图表 10.	近年来上海景峰营业收入及增长情况	9
图表 11.	近年来上海景峰净利润及增长情况	9
图表 12.	玻璃酸钠应用范围广泛	10
图表 13.	近年来骨科注射凝胶-玻尿酸市场规模情况及预测	10
图表 14.	近年来眼科注射凝胶市场规模情况及预测	11
图表 15.	样本医院玻璃酸钠销售规模占比	11
图表 16.	升级改造长效缓释玻璃酸钠注射液	12
图表 17.	上海景峰主要产品研发进展	12
图表 18.	近年来贵州景峰营业收入及增长情况	13
图表 19.	近年来贵州景峰净利润及增长情况	13
图表 20.	2017 年 PDB 样本医院参芩葡萄糖注射液市场份额	13
图表 21.	贵州景峰参芩葡萄糖注射液近年来在样本医院销售额及增长趋势	14
图表 22.	参芩葡萄糖注射液近一年来中标价格稳定	14
图表 23.	贵州景峰主要产品研发进展	15
图表 24.	榄香烯产品简况	15
图表 25.	近年来大连德泽药业营业收入及增长情况	15
图表 26.	近年来大连德泽药业净利润及增长情况	15
图表 27.	2017 年各类别抗肿瘤药市场份额	16
图表 28.	2017 年植物碱类抗肿瘤药各企业份额占比	16
图表 29.	近年来 PDB 样本医院榄香烯注射液注射液销售额	16
图表 30.	近年来 PDB 样本医院榄香烯口服乳销售额	17
图表 31.	榄香烯近一年中标省份及价格	17
图表 32.	近年来贵州景瑞制药营业收入及增长情况	18
图表 33.	近年来贵州景瑞制药净利润及增长情况	18
图表 34.	海南锦瑞主要产品	18
图表 35.	海南锦瑞制药产品一致性评价品种	19
图表 36.	近年来 PDB 盐酸吉西他滨销售额增长情况	19
图表 37.	2017 年 PDB 盐酸吉西他滨市场竞争格局	20
图表 38.	海南锦瑞盐酸吉西他滨中标省份	20
图表 39.	海南锦瑞制药在研品种	21
图表 40.	近年来慧聚药业营业收入及增长情况	21
图表 41.	近年来慧聚药业净利润及增长情况	21
图表 42.	慧聚药业主要原料药申报进展	21
图表 43.	2017 年慧聚药业污染物排放环保达标情况优良	22
图表 44.	慧聚药业研发配置强	23



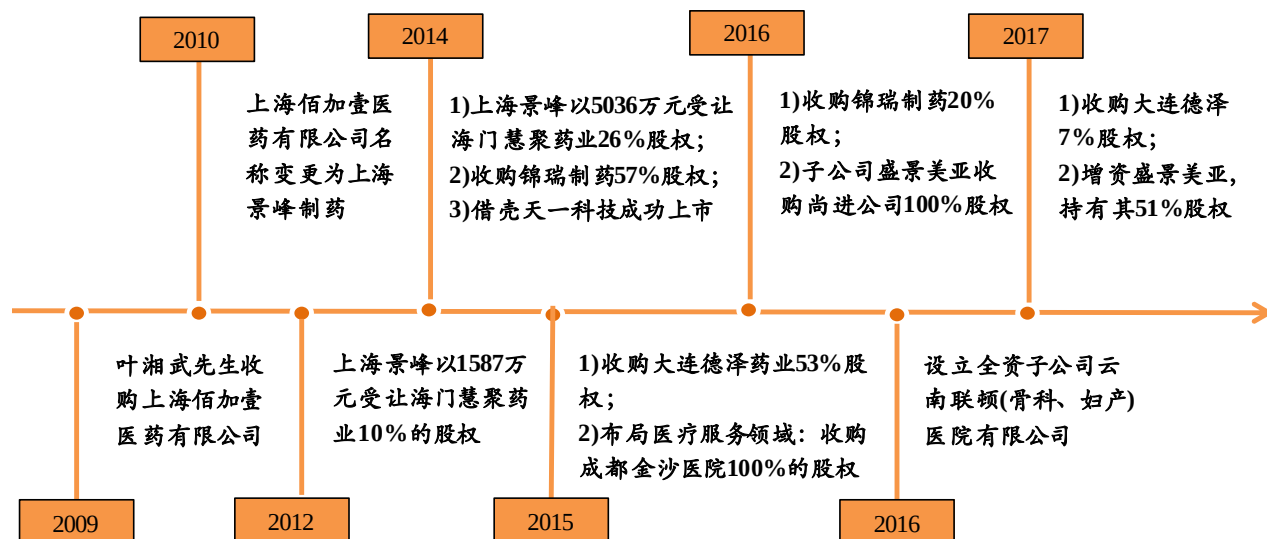
图表 45.	公司主要原料药研发情况	23
图表 46.	公司研发投入持续加大，占营收比重达 7.11%	24
图表 47.	景峰医药未来五年预计研发投入约 14 亿元.....	24
图表 48.	景峰医药与美国 Sunken Pharma, LLC 的控股关系	25
图表 49.	美国尚进研发情况	25
图表 50.	融合蛋白 AAFP 药物作用机制	26
图表 51.	我国发达地区过敏疾病发生率	26
图表 52.	营业收入假设与测算（单位：亿元）	27
图表 53.	分子公司业务拆分及盈利预测	27

1. 公司概况：走与国际接轨的仿制药产业化道路

1.1 主要产品有心脑血管用药、抗肿瘤用药、骨科用药和妇儿用药

景峰医药坚持走与国际接轨的仿制药产业化道路，现拥有 22 家全资及控股子公司。公司产品涵盖了心脑血管、抗肿瘤、骨科疾病、妇儿等用药领域，拥有“参芎葡萄糖注射液”、“榄香烯注射液”、“玻璃酸钠注射液”等核心大品种，以及“心脑宁胶囊”、“通迪胶囊”、“乐脉丸”等特色中药产品。2017 荣获“中国最具影响力医药企业百强”称号。

图表1. 景峰医药发展历程



资料来源：公司公告、WIND、公司官网、广证恒生

公司产品线聚焦四大领域，以参芎葡萄糖注射液为代表的心脑血管用药，以榄香烯为代表的抗肿瘤用药，以玻璃酸钠注射液为代表的骨科用药，以如平胶囊、金鸡丸、儿童回春颗粒为代表的妇儿用药。

图表2. 公司主要产品线聚焦四大领域

领域	核心产品	适用症/功能主治
心脑血管用药	参芎葡萄糖注射液	可用于缺血性卒中、椎基底动脉供血不足；心肌梗死、心绞痛、心力衰竭；急慢性肾小球肾炎、肾功能衰竭、肾病综合症；糖尿病并发症
	心脑宁	用于气滞血瘀的胸痹，头痛，眩晕，症见：胸闷刺痛，心悸不宁，头晕目眩等，以及冠心病，脑动脉硬化
	乐脉丸	用于气滞血瘀所致的头痛、眩晕、胸痛、心悸；冠心病心绞痛、多发性脑梗死，并有效改善心脑血管患者不良情绪的症状
抗肿瘤用药	榄香烯口服乳	用于食管癌及胃癌改善症状的辅助治疗
	榄香烯注射液	合并放、化疗常规方案对肺癌、肝癌、食道癌、鼻咽癌、脑瘤、骨转移癌等恶性肿瘤可以增强疗效，降低放、化疗的毒副作用
	培美曲塞二钠	用于非鳞状非小细胞肺癌的一线、二线、维持治疗，与顺铂联合治疗无法手术的恶性胸膜间皮瘤。
	伊立替康注射液	与5-氟尿嘧啶和亚叶酸联合治疗既往未接受化疗的晚期大肠癌患者；作为单一用药，治疗经含5-氟尿嘧啶化疗方案治疗失败的患者
骨科用药	玻璃酸钠注射液	可用于变形性膝关节病和肩关节周围炎的辅助治疗
	镇痛活络酊	舒筋活络，祛风定痛。用于急慢性软组织损伤、关节炎、肩周炎、颈椎痛、骨质增生、坐骨神经痛及劳累损伤等筋骨酸痛症

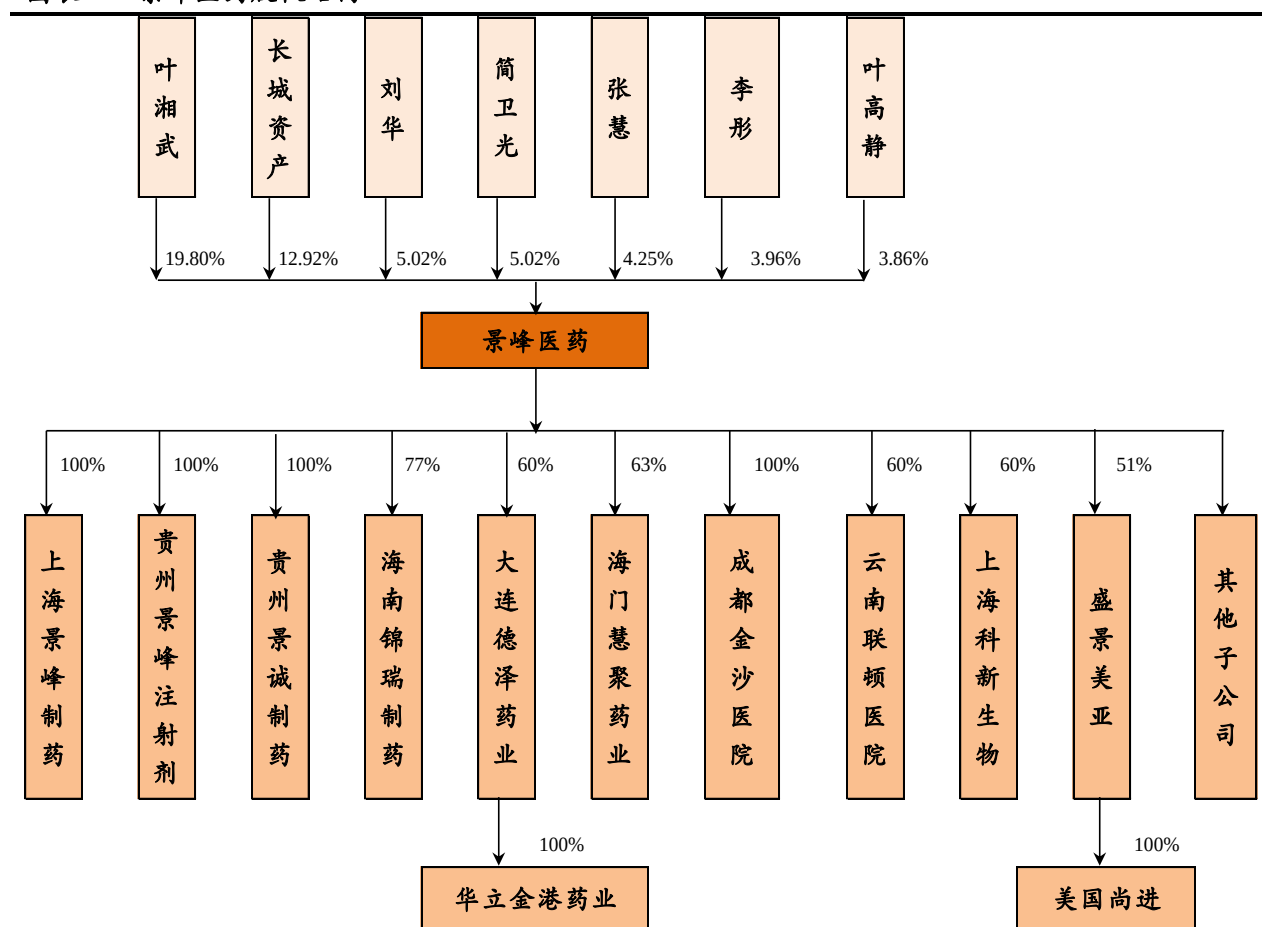
妇儿用药	妇平胶囊	清热解毒，化瘀消肿。用于下焦湿热、瘀毒所致的妇科炎症
	金鸡丸	清热解毒，健脾除湿，通络活血。用于湿热下注引起的妇科炎症
	儿童回春颗粒	清热解毒，透表豁痰。用于急性惊风，伤寒发热临夜发烧，小便带血，麻疹隐现不出而引起身热咳嗽等症状

资料来源：公司公告、WIND、公司官网、广证恒生

1.2 实际控制人叶湘武先生，积极外延产业链

公司第一大股东为叶湘武先生，持有公司股份 19.80%，实际控制景峰医药。其中上海景峰制药为全资子公司，贵州景峰注射剂、贵州景峰医药是景峰制药全资子公司。公司整合能力突出，积极外延并购（2014 年收购锦瑞制药，2015 年收购大连德泽药业），版图逐步扩张，覆盖了注射剂、制剂和原料药领域。

图表3. 景峰医药股权结构

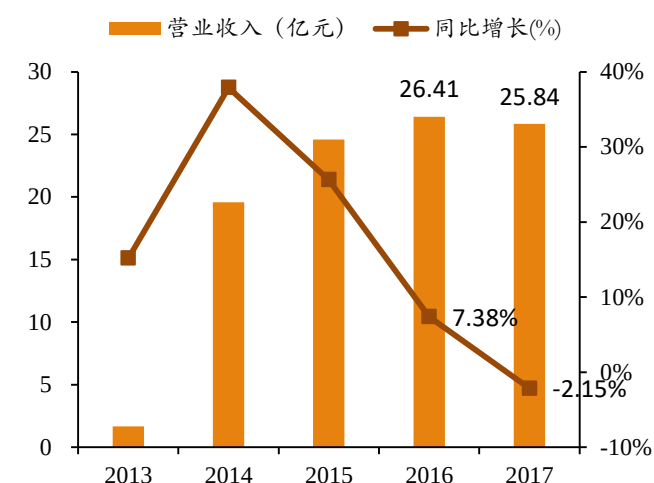


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.3 积极推动战略转型，短期业绩有所下降

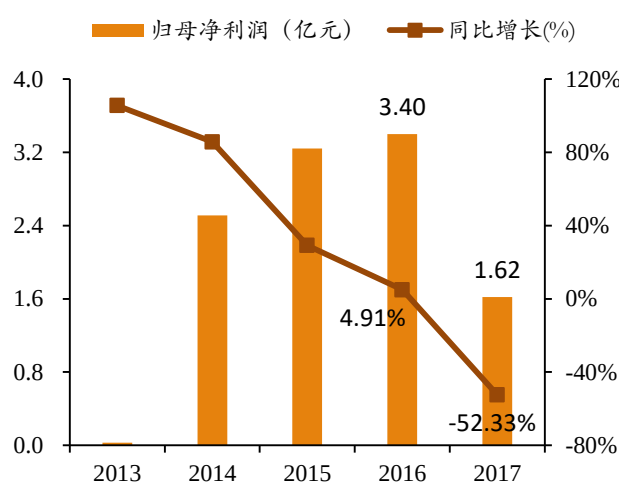
2017 年公司销售受辅助用药、国家降价及招投标政策影响，导致收入有所下降；同时公司进行营销队伍改革，继续通过专业的学术推广、加强市场准入工作和招标工作，不断推进营销网络的覆盖，营销渠道下沉，精耕细作，逐步实现代理管控向自控渠道的转变，促进终端上量，导致销售费用有所上涨；加上研发投入大幅增加，人员薪资上涨，导致 2017 年度公司营收和利润下滑。2017 年实现营收 25.84 亿元，同比下降 2.15%；实现归母净利润 1.62 亿元，同比下降 52.33%。

图表4. 2017 年营收 25.84 亿元, 同比下降 2.15%



资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

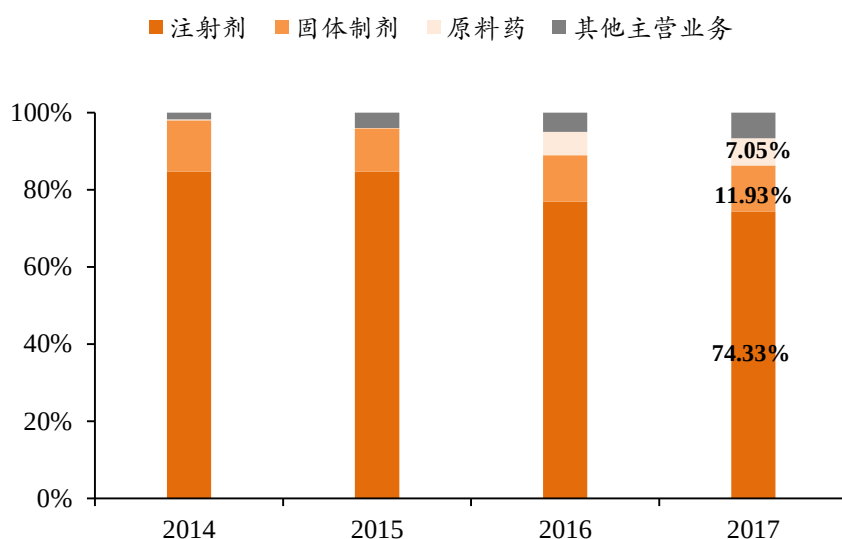
图表5. 2017 年净利润 1.62 亿元, 同比下降 52.33%



资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

收入构成分析, 近四年来公司聚焦研发管线, 2017 年, 注射剂、固体制剂、原料药、其他主营业务的营收占比分别为 74.33%、11.93%、7.05%、6.69%。

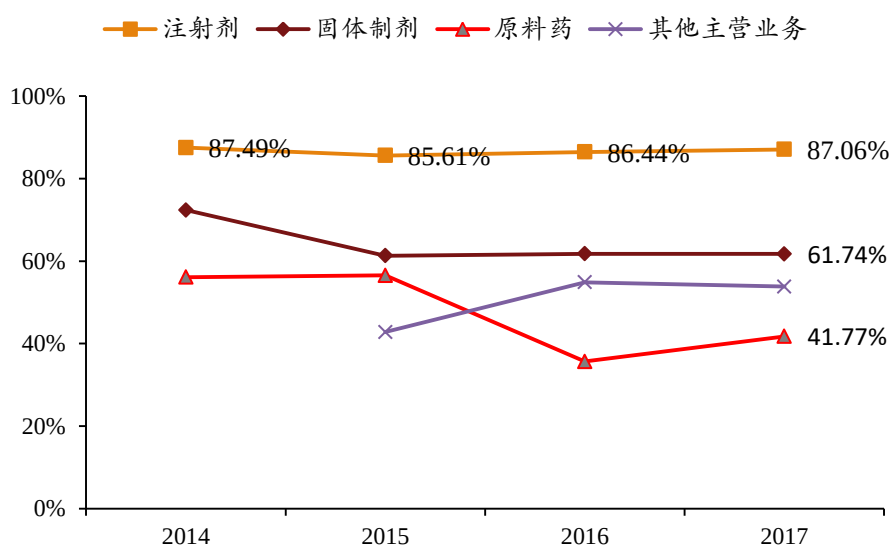
图表6. 公司营收主要来自注射剂和固体制剂



资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

盈利能力分析, 2014 到 2017 年整体毛利率保持稳定, 基本维持在 80% 左右水平。其中公司注射剂业务的毛利率最高, 近四年来保持在 86% 左右, 而原料药和其他业务毛利率相对较低。

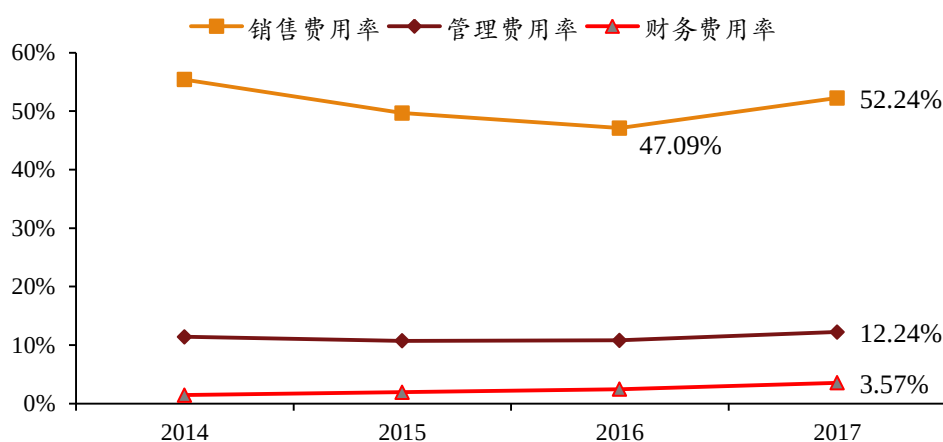
图表7. 注射剂毛利率水平显著高于其他产品



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

期间费用分析，2014 年以来公司三费率相对保持稳定，17 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 52.24%、12.24%、3.57%。销售费用率比 2016 年提升 5.2 个百分点，主要是因为公司进行营销队伍改革，加强专业的学术推广、扩大营销网络的覆盖，导致销售费用支出提高。

图表8. 近年来费用率基本稳定，销售费用率水平较高



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2. 战略聚焦“高端仿制药”，持续整合、升级、优化外延收购的子公司

近年来景峰医药积极推动战略转型，聚焦“高端仿制药”实施长期战略布局。自公司改组以来，景峰医药完成多家子公司的收购，其中 2015 年完成对大连德泽药业 53% 股权收购，2017 年再收购其 7% 股权，并通过其间接控股大连华立金港药业有限公司和杭州金桂医药有限公司（金桂医药为大连华立金港药业全资子公司），2016 年设立全资子公司云南联顿（骨科、妇产）医院，2017 年增资盛景美亚，通过其持股 51% 美国尚进公司等。公司持续进行整合、升级、优化，收购的子公司打造公司长期产品竞争力。

图表9. 景峰医药主要控股子公司分析

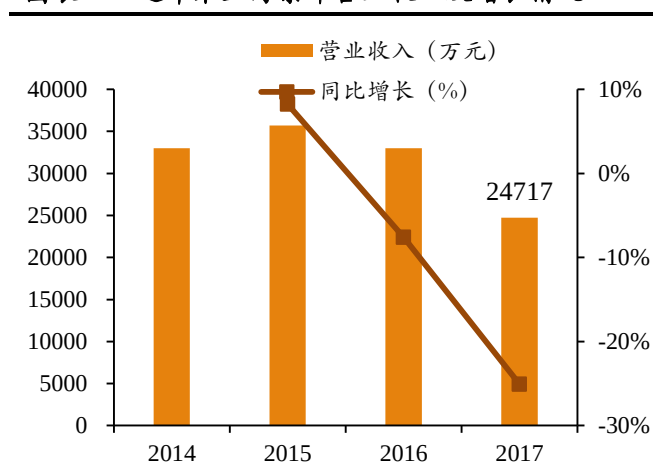
收购公司名称	收购时间	总投资额(万)	股权比例	主要产品业务	2017年营收(万)	2017年净利润(万)
上海景峰制药	--	492113	100%	玻璃酸钠和研发中心	24717	3719.75
贵州景峰注射剂	--	--	100%	参芎葡萄糖注射液等	102256	12943.60
贵州景诚制药	--	--	100%	心脑宁、儿童回春颗粒等口服制剂	28549	4374.04
大连德泽药业	2015/01	56450	60%	榄香烯注射液等	55464	8994.57
	2017/09					
海南锦瑞制药	2014/08	16940	77%	抗肿瘤类注射剂	16056	1043
	2016/02					
海门慧聚药业	2016/01	7200	63%	盐酸替罗非班等原料药生产研发	18473	4409.92
美国尚进	2017	6855	51%	海内外同步申报高端仿制药	41	-4450.92
上海科新生物	2016/07	2250	60%	生物创新药，如融合蛋白 AAFP	--	--
上海景泽生物	--	2500	40%	联营企业，生物仿制药研发	1918	-606
成都金沙医院	2015/03	5700	100%	医疗服务	8218	931.4
云南联顿妇产医院	2016/07	合计	60%	妇产医院，目前在筹建期间	--	--
云南联顿骨科医院	2016/07	26100	60%	骨科医院，开始运营	81	-2960
贵州仁景医院管理有限公司	2015/05	1500	100%	参与贵阳二医院内科室承包	--	--
上海康景股权投资基金合伙企业	--	2432	34%	联营企业，投有一些医疗项目	--	-475

资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

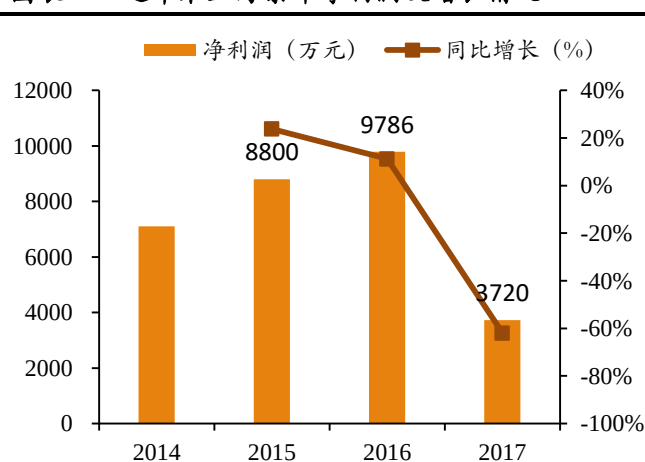
2.1 上海景峰：推动玻璃酸钠改造升级，聚焦研发生物仿制药

上海景峰制药有限公司为景峰医药全资子公司，景峰医药持有其 100% 股权，主要产品是玻璃酸钠。

上海景峰 2014-2017 年实现营收分别为 3.30 亿、3.57 亿、3.30 亿和 2.47 亿元，净利润分别为 0.71 亿、0.88 亿、0.98 亿和 0.37 亿元。我们预计上海景峰 2018 年全年净利润有望与 2017 年基本保持持平。（）

图表10. 近年来上海景峰营业收入及增长情况


资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

图表11. 近年来上海景峰净利润及增长情况


资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

2.1.1 玻璃酸钠市场 20% 左右增长，近三年市场规模有望超 100 亿

玻璃酸钠又名透明质酸钠、玻尿酸等，简称 HA，生物相容性好。是由 N-乙酰葡萄糖醛酸交替而成的一种高分子多糖体生物材料，广泛存在于人体内，在医学、美容及食品领域有着广泛和重要的应用。玻璃酸钠原料按类别大致可分为注射液、滴眼液、美容类和食品类，其中注射液级技术含量最高。

图表12. 玻璃酸钠应用范围广泛

类别	主要用途
注射液	粘弹剂补充疗法中供人类用于治疗骨关节炎及其他关节痛楚
	预防手术后出线黏连
	眼部手术中作为粘弹剂
滴眼液	延长药用效力及减轻药物刺激的 药物载体
美容类	护肤产品中滋润及保湿因子
食品类	营养补充食品以减轻关节痛楚
	营养补充食品以滋润皮肤、抗皱纹及抗衰老

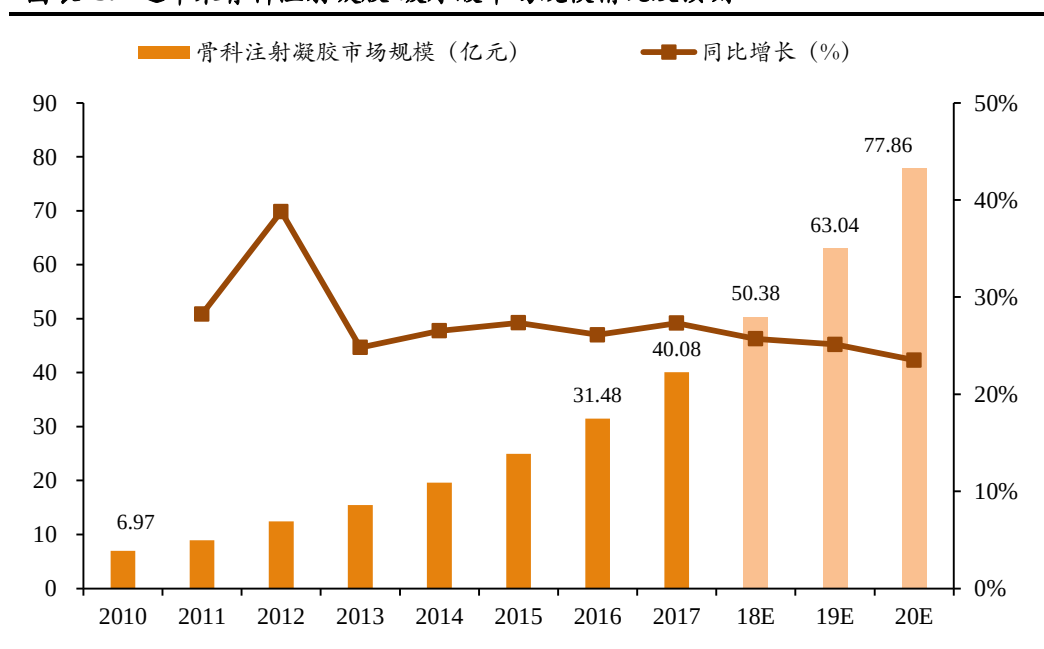
资料来源：资料整理、广证恒生

医用骨科领域：老龄化程度提高，关节炎治疗用药规模增长加快

随着我国人口老龄化程度地不断提高，我国 65 岁以上老年人中患有骨关节炎人数越来越多，已经超过一半(约 68%)，关节炎治疗用药市场规模增速较快。目前我国治疗关节炎的常用药物有四类：非甾体类抗炎药 (NSAIDs)、关节腔注射用凝胶 (HA，玻璃酸钠注射液为骨科关节腔注射用凝胶)、镇痛剂和类固醇激素。其中市场份额最高的是非甾体类抗炎药 (NSAIDs)，其次是关节腔注射用凝胶，最后是镇痛剂和类固醇激素。近年来 NSAIDs 市场份额逐渐减少，而关节腔注射用凝胶市场则呈快速趋势。

玻璃酸钠注射液在 2010 年以来市场规模逐步扩大,销售额由 6.97 亿元增长至 17 年的 40.08 亿元,CAGR 达 28.39%，未来 3 年 CAGR 有望保持 20% 以上。

图表13. 近年来骨科注射凝胶-玻尿酸市场规模情况及预测

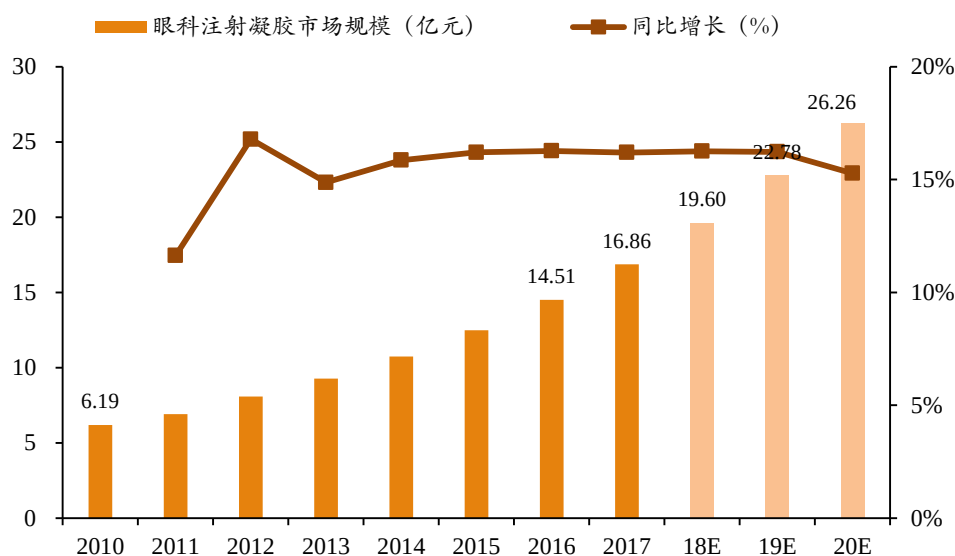


资料来源：中国产业信息网、广证恒生

医用眼科领域：市场规模有望突破 25 亿

眼科领域玻璃酸钠主要应用于白内障、晶状体植入、穿透性角膜移植手术等。根据中国产业信息网数据，2017 年国内市场规模约 16.86 亿。随着老年人口增加持续推动眼科市场需求，未来几年 CAGR 有望保持 16 % 左右，2020 年市场规模有望超 25 亿元。

图表14. 近年来眼科注射凝胶市场规模情况及预测



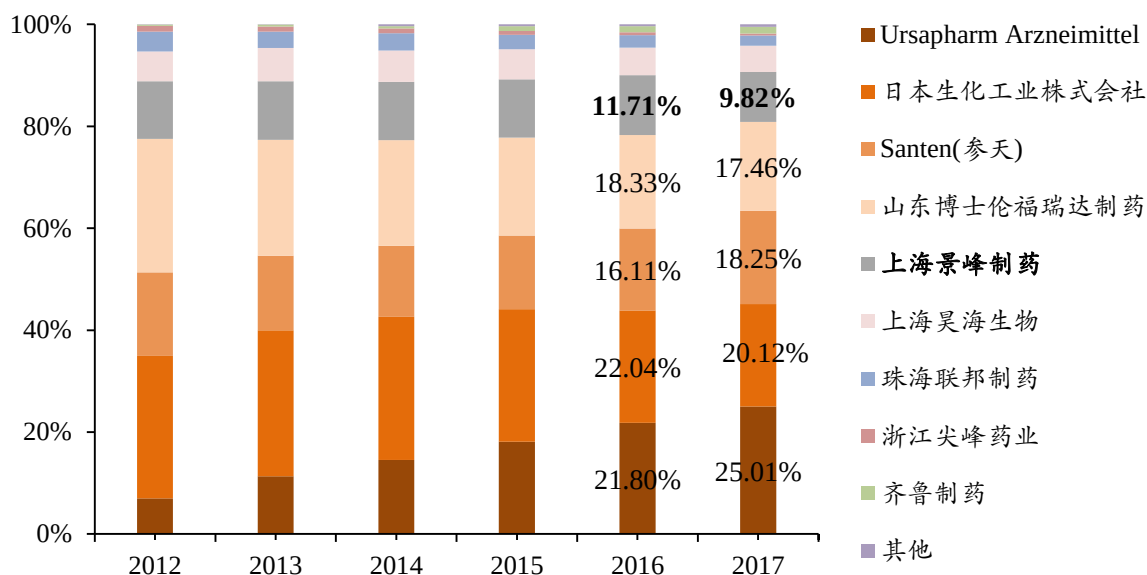
资料来源：中国产业信息网、广证恒生

2.1.2 玻璃酸钠市场格局分散, 样本医院市场中景峰为市场第五, 市占率约 10%

根据国内 PDB 样本医院数据, 2017 年玻璃酸钠注射液销售额占比前五的企业分别是 Ursapharm Arzneimittel、日本生化工业株式会社、Santen(参天)、山东博士伦福瑞达制药和上海景峰制药。

其中, 上海景峰制药在 2017 年样本医院销售额达到 4385 万元, 占比 9.82%, 在企业中排名第五; 第四为国产企业山东博士伦福瑞达制药 (17 年样本医院销售额达 7798 万元, 占比约 17.46%), 排名前三则均为外企, 市场格局比较分散, 上海景峰玻璃酸钠有较好的市场基础。

图表15. 样本医院玻璃酸钠销售规模占比



资料来源：公司公告、PDB、广证恒生

2.1.3 玻璃酸钠改造升级, 长效化+预灌装的剂型设计, 优势突出

玻璃酸钠注射液的销售瓶颈在于该产品需骨科医生进行注射, 一定程度上限制上海景峰玻璃酸钠注射

液的广泛应用，公司近年来注重研发改造长效缓释玻璃酸钠注射液，改良剂型为预灌装注射针，方便患者使用，目前已经完成长效玻璃酸钠 HA 生产线技改及产能扩建项目，其中 JZC11 注射液已获得临床试验批件。

HA1(交联玻璃酸钠注射液)为公司玻璃酸钠新技术产品；HA2(玻璃酸钠曲安奈德复方注射剂)为公司玻璃酸钠升级产品，两者均为公司独家产品，国家一类新药，注射周期为半年一次，且价格与玻璃酸钠注射液半年使用价格相近。2017 年公司玻璃酸钠实现营收约 4 亿元，如未来 HA1、HA2、JZC11 注射液顺利实现生产销售，玻璃酸钠营收有望实现大幅增长，改变现有市场格局。

图表16. 升级改造长效缓释玻璃酸钠注射液

主要品种	品种简况	研发进展
HA1 (交联玻璃酸钠注射液)	骨关节炎长效预防及治疗产品、国家一类新药、玻璃酸钠新技术产品	临床前研究
HA2 (玻璃酸钠曲安奈德复方注射剂)	骨关节炎长效治疗产品、国家一类新药、玻璃酸钠升级产品	临床前研究
JZC11 注射液	由非交联玻璃酸钠和 JZC11 原料按比例混合而成的长效玻璃酸钠制剂	已获得临床试验批件

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2.1.4 上海景峰在研项目丰富，创新药及高端仿制药为公司长远发展铺路

公司重点加大抗肿瘤和心血管用药领域的药品研发力度，不断充实产品储备，其中 JZC23、JZB28、JS01 是重要看点，未来三年研发产品有望逐步发力。

截至目前，JZC23 抗肿瘤脂质体已经获得了 1.6 类及 5 类 2 个临床批件；JS01 抗肿瘤脂质体项目处于药学研究阶段，已完成小试研究及中试放大工作，产品质量达到预期水准，预计 2018 年可以进行注册批的生产；JZB01 项目已通过 CDE 的技术审评、处于 I 期临床准备；JZB28 项目一期临床研究已完成 50% 受试者入组；JZC13 乳剂项目已完成注册申报和现场核查，处于临床审批中。

图表17. 上海景峰主要产品研发进展

研发项目	产品类别	注册分类	研发所处阶段	进展情况
JZC23	抗肿瘤脂质体类	5+1.6 类	临床	取得临床批件
JS01	抗肿瘤脂质体类	4 类	药学研究	小试放大完成
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
JZB28	抗肿瘤类	2 类	临床	已完成一期临床入组
JZC13	心脑血管类	4 类	临床	在审批

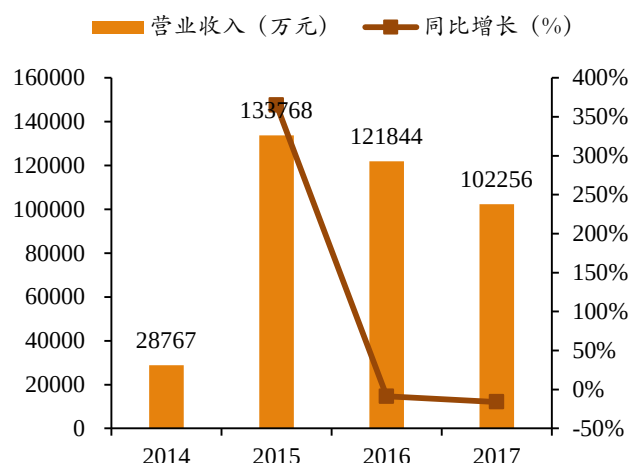
资料来源：公司公告、广证恒生

2.2 贵州景峰：参芎葡萄糖注射液销售规模有望保持稳定，替罗非班注射剂 2018 年有望获批上市

贵州景峰是景峰医药全资子公司，主要产品有参芎葡萄糖注射液、乐脉丸、金鸡丸等。

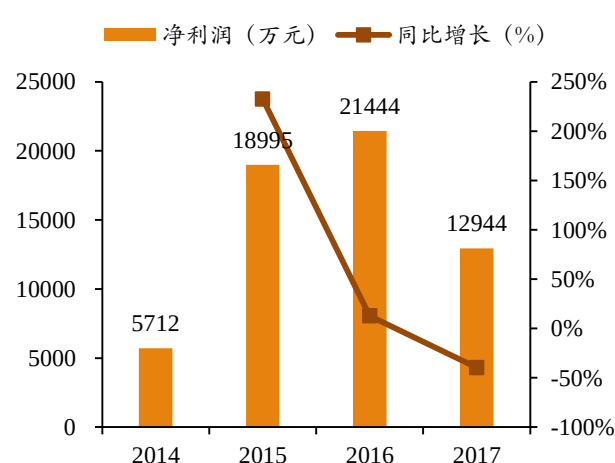
贵州景峰注射剂 2014-2017 年实现营收分别为 2.88 亿、13.38 亿、12.18 亿和 10.23 亿元，净利润分别为 0.57 亿、1.90 亿、2.14 亿和 1.30 亿元。根据其营收、净利润情况以及参芎葡萄糖注射液、乐脉丸的营收预计空间，我们分析认为贵州景峰注射剂 2018 年全年净利润有望与 2017 年持平。

图表18. 近年来贵州景峰营业收入及增长情况



资料来源: WIND、公司公告、广证恒生

图表19. 近年来贵州景峰净利润及增长情况



资料来源: WIND、公司公告、广证恒生

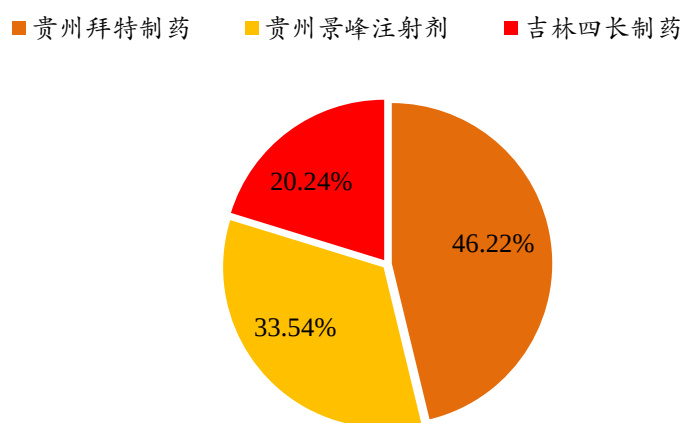
2.2.1 参芎葡萄糖注射液受国家政策下滑, 近年有望保持稳定或略有下降

参芎葡萄糖注射液成分明确, 效果好, 是含有化药单体及中药提取物的复方制剂, 药效成分明确, 含盐酸川芎嗪 100mg, 丹参素 20mg, 具有化药批文, 不同于一般中药注射剂。在活血化瘀、改善微循环方面疗效显著, 主要用于临床闭塞型脑血管疾病及其他缺血性血管疾病。

参芎葡萄糖注射液作为心血管用药品种, 2017 年样本医院销售额为 7.91 亿元。近年来参芎葡萄糖注射液的竞争格局相对稳定。贵州景峰 2017 年样本医院销售额约为 2.65 亿元, 市场份额约 33.54%, 排名第二, 具有相对优势; 贵州拜特制药 2017 年市场份额占比 46.22%, 排名第一。

参芎葡萄糖注射液是公司准独家品种, 与拜特制药、四长制药形成了直接竞争关系。贵州景峰近 3 年市场占有率均在 30% 以上, 相对于四长制药有优势明显。从更广范围来看, 参芎葡萄糖注射液与心脑血管领域注射剂都存在竞争关系, 但该领域仍有空间, 适应症也有所差异, 竞争压力较小。

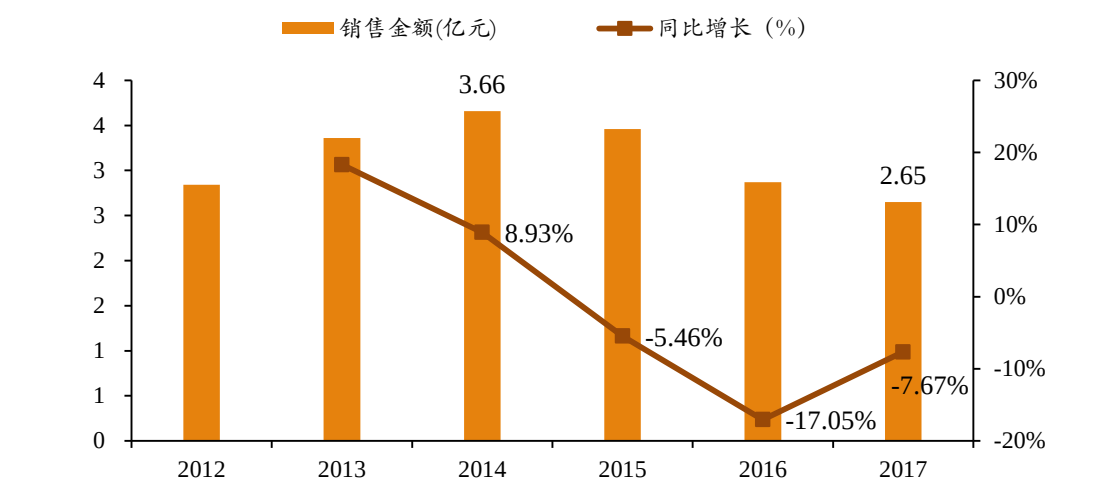
图表20. 2017 年 PDB 样本医院参芎葡萄糖注射液市场份额



资料来源: 公司公告、PDB、广证恒生

2014 年贵州景峰参芎葡萄糖注射液销售规模最大, 但随着近年来国家医保目录对中药注射剂的使用限制、中药注射剂被列入辅助用药, 中药注射剂的销量明显受到影响, 贵州景峰参芎葡萄糖注射液销售规模有些下降。2017 年 PDB 样本营收降至 2.65 亿元。我们预计未来几年规模有望维持稳定或略有下降。

图表21. 贵州景峰参芎葡萄糖注射液近年来在样本医院销售额及增长趋势



资料来源：公司公告、PDB、广证恒生

过去一年来贵州景峰的参芎葡萄糖注射液中标省份累计达 13 个，中标价格相对稳定，基本维持在 45 元到 48 元区间内，没有明显降价趋势，预计未来中标价格有望保持在稳定区间。

图表22. 参芎葡萄糖注射液近一年来中标价格稳定

规格	中标价格 (元)	生产企业	中标省份	中标时间
100ml	47.40	贵州景峰注射剂有限公司	广东	2018-5-2
100ml	46.36	贵州景峰注射剂有限公司	甘肃	2018-4-23
100ml	45.00	贵州景峰注射剂有限公司	江苏	2018-3-2
100ml	47.86	贵州景峰注射剂有限公司	贵州	2017-12-25
100ml	46.10	贵州景峰注射剂有限公司	湖北	2017-11-28
100ml	47.60	贵州景峰注射剂有限公司	黑龙江	2017-11-8
100ml	47.95	贵州景峰注射剂有限公司	山东	2017-9-21
100ml	46.28	贵州景峰注射剂有限公司	宁夏	2017-9-8
100ml	45.62	贵州景峰注射剂有限公司	辽宁	2017-8-11
100ml	45.02	贵州景峰注射剂有限公司	山西	2017-8-1
100ml	54.05	贵州景峰注射剂有限公司	江西	2017-7-6
100ml	48.83	贵州景峰注射剂有限公司	上海	2017-3-15
100ml	46.10	贵州景峰注射剂有限公司	四川	2017-2-24

资料来源：米内网、广证恒生

2.2.2 替罗非班正申报生产，有望 2018 年上市为公司业绩增长添新动力

贵州景峰的两个研发产品盐酸替罗非班注射液、盐酸替罗非班氯化钠注射液，目前已经处于审评生产阶段，属心脑血管类用药，为公司增添了心脑血管疾病领域新品种。

替罗非班制剂原研为 Medicure 公司，其研发剂型为氯化钠注射剂。目前国内获批替罗非班原料生产批文的企业为鲁南贝特、武汉武药、海门慧聚，其中海门慧聚为景峰医药子公司。获批制剂生产批文的企业为 5 家，其中沈阳新马、杭州中美华东、山东新时代为冻干剂型，远大医药、鲁南贝特为氯化钠注射剂剂型。贵州景峰成为国内**第三家**拿到替罗非班氯化钠注射液生产批文的企业。

目前预计 2018 年末能够实现替罗非班注射液的生产及销售，这将有利于完善公司产品种类，为公司业绩增长添新动力。

图表23. 贵州景峰主要产品研发进展

研发项目	产品类别	注册分类	研发所处阶段	进展情况
盐酸替罗非班注射液	心脑血管类	6 类	生产	在审评
盐酸替罗非班氯化钠注射液	心脑血管类	6 类	生产	在审评

资料来源：公司公告、广证恒生

2.3 大连德泽：营收从并购当年 2.5 亿规模增长至 5.5 亿，未来有望稳定 20% 增长

大连德泽药业是上海景峰制药子公司（持 60% 股权），通过其间接控股了大连华立金港药业和杭州金桂医药（为金港药业全资子公司）。金港药业是我国抗癌天然药物及靶向制剂脂质体产业化摇篮和龙头企业，主要产品有榄香烯注射液、榄香烯口服乳、精芬口服液、血康口服液等。其拥有的国家注册品种榄香烯注射液、榄香烯口服乳是独家的中国原研专利药、国家抗肿瘤新药，已进入全国医保用药目录，是经循征医学评价证实对肺癌、肝癌、食管癌、胃癌、白血病、癌性胸腹水等恶性肿瘤安全有效的抗肿瘤植物药。

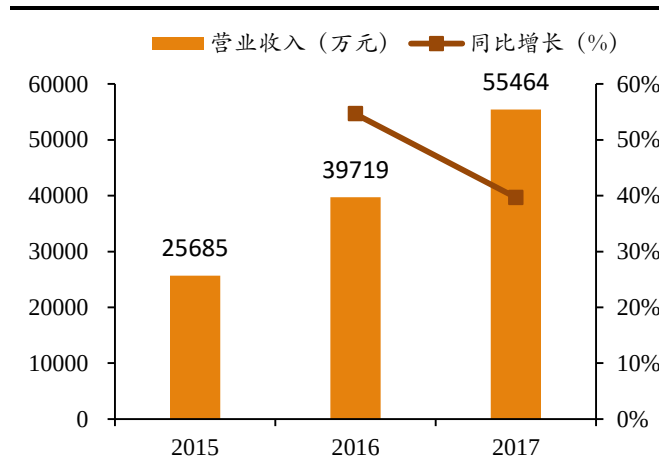
图表24. 榄香烯产品简况

产品	分类	批准文号	是否列入医保	是否基药	是否 OTC 或处方药
榄香烯注射液	化药	国药准字 H10960114 国药准字 H10960115	是（西医乙类）	否	处方药
榄香烯口服乳	化药	国药准字 H20010337 国药准字 H20010338	是（西医乙类）	否	处方药

资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

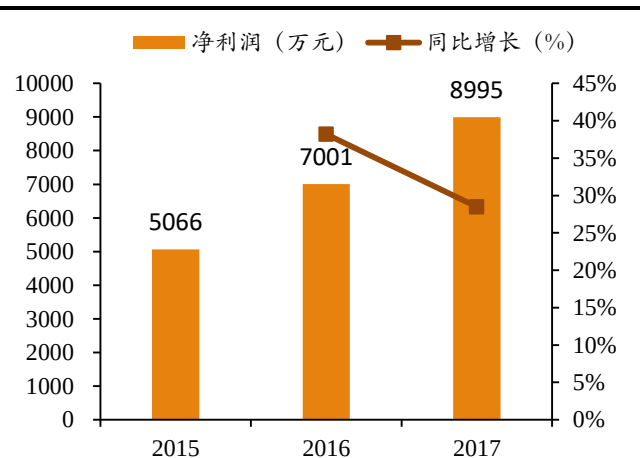
大连德泽药业 2015-2017 年实现营收分别为 2.56 亿、3.97 亿和 5.55 亿元，净利润分别为 0.51 亿、0.70 亿、0.90 亿元。根据其营收、净利润情况以及榄香烯注射液、口服乳的营收预计空间，我们分析认为大连德泽药业 2018 年全年营收增速约 15%-20%。

图表25. 近年来大连德泽药业营业收入及增长情况



资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

图表26. 近年来大连德泽药业净利润及增长情况



资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

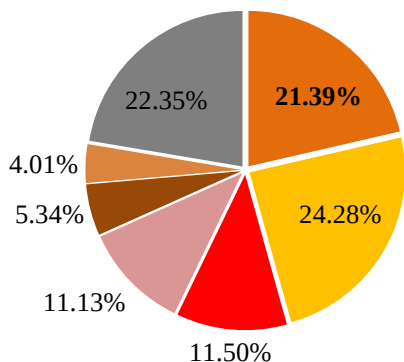
2.3.1 榄香烯注射液、口服乳为抗肿瘤植物药，大连华立金港占 6.74% 份额

根据 PDB 数据显示，2017 年各类别抗肿瘤药物的市场份额占比中植物药排名第二，市场份额为 21.39%，仅次于抗代谢药物，其市场份额为 24.28%，激素类抗肿瘤药占比 11.50%。

从植物碱类抗肿瘤药物来看，2017 年大连华立金港药业市场份额为 6.74%，在植物碱类抗肿瘤药物生产企业中位居前列，但与绿叶制药（植物类抗肿瘤药市场占比 29.52%）、恒瑞医药（植物类抗肿瘤药市场占比 20.20%）等企业相比，大连华立金港药业仍有追赶空间。我们认为大连金港市场份额有望实现进一步做大，具有广阔的市场前景和发展潜力。

图表27. 2017 年各类别抗肿瘤药市场份额

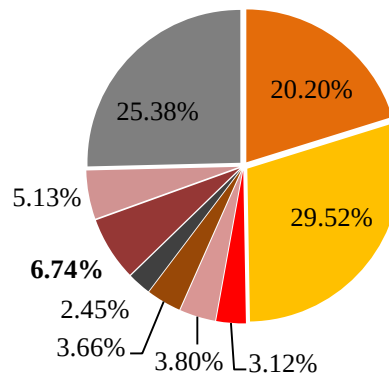
■ 植物药 ■ 抗代谢药 ■ 激素 ■ 靶向药物
■ 抗生素类 ■ 烷化剂 ■ 其他



资料来源：PDB、广证恒生

图表28. 2017 年植物碱类抗肿瘤药各企业份额占比

■ 恒瑞医药 ■ 绿叶制药 ■ 赛诺菲
■ 齐鲁制药 ■ 百时美施贵宝) ■ 辉瑞
■ 大连金港药业 ■ 阿博利斯 ■ 其他



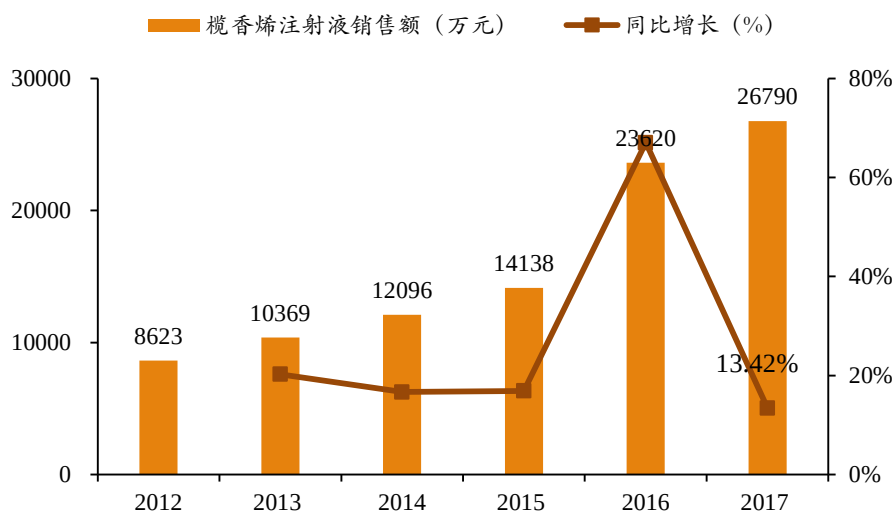
资料来源：PDB、广证恒生

2.3.2 榄香烯注射液为脂质体剂型，能靶向用药作用于肿瘤细胞，过去五年复合增速 25 %

榄香烯注射液是从姜科植物温郁金中提取抗癌有效成分的单方制剂，主要成分为 β -榄香烯，并有少量的 γ 、 δ -榄香烯。榄香烯注射液是脂质体剂型，能靶向性选择肿瘤细胞，对肿瘤细胞的 IC50 值为 20-50 μ g/ml，对外周血白细胞（人体正常细胞）IC50 值大于 250 μ g/ml，故榄香烯在杀伤肿瘤细胞的情况下，对人体正常细胞无损失作用。

根据 PDB 样本数据，2012 年华立金港榄香烯注射液实现样本营收 8623 万元，2017 年达到 2.68 亿，同比增速为 13.42%，五年年复合增速为 25.45%。我们认为未来三年榄香烯注射液有望维持约 15%增速快速发展。

图表29. 近年来 PDB 样本医院榄香烯注射液注射液销售额



资料来源：PDB、广证恒生

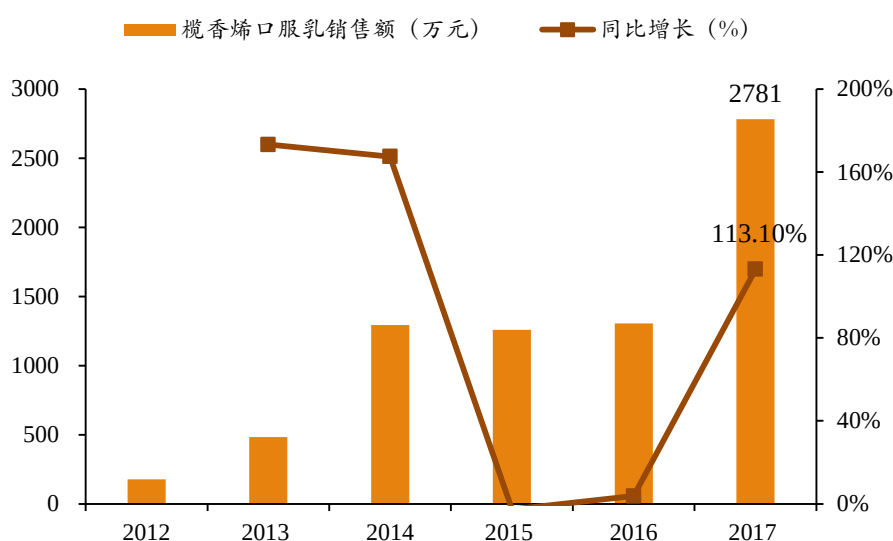
2.3.3 榄香烯口服乳为唯一脂质体剂型的口服抗肿瘤药，样本医院 2017 年增速超 100%

榄香烯口服乳跟所有的抗肿瘤口服剂型相比是目前唯一脂质体剂型的口服抗肿瘤药物，与榄香烯注射液相比，具有携带方便、易服用等特点，用于病人出院后治疗使用，与榄香烯注射剂具有一定协同作用。

榄香烯口服乳用于胃癌、食管癌、贲门癌、肠癌等消化道肿瘤的治疗，以及消化道、呼吸道、妇科及头颈部肿瘤手术期化疗，术后复发、转移的预防用药，并可用于各种胃癌、食道癌、肠癌、肝癌等恶性肿瘤的癌前病变防治。

2017 年榄香烯口服乳在样本医院实现销售额 2781 万元，相比榄香烯注射液体量较小。但借助景峰医药的营销优势，我们认为榄香烯口服乳有望快速放量。

图表30. 近年来 PDB 样本医院榄香烯口服乳销售额



资料来源：PDB、广证恒生

榄香烯过去一年来在多个省市中标，包括广东、上海、北京等发达省市，且中标价格基本平稳。

2014 年榄香烯销售额 2.1 亿元，被景峰医药并购后，借助其营销团队经验，迅猛增长至 17 年约 7 亿。综合来看，榄香烯有望成为景峰医药抗肿瘤旗舰产品，有望持续 25-20% 增长。

图表31. 榄香烯近一年中标省份及价格

产品规格	中标价(元)	省份	时间	产品规格	中标价(元)	省份	时间
榄香烯口服乳 (20ml:0.2g)	139.45	辽宁	2017-1-25	榄香烯注射液 (20ml:0.1g)	119.75	辽宁	2017-1-25
	108.80	福建	2017-3-6		118.39	广东	2017-3-7
	138.72	广东	2017-3-7		118.39	北京	2017-4-8
	136.00	北京	2017-4-8		118.39	江苏	2017-4-17
	136.00	江苏	2017-4-17		120.46	湖北	2017-5-26
	138.17	宁夏	2017-7-11		147.83	江西	2017-7-6
	140.12	上海	2017-9-8		118.64	宁夏	2017-7-11
	139.82	黑龙江	2017-11-8		120.52	上海	2017-9-8
	136.00	湖北	2017-11-28		121.39	黑龙江	2017-11-8
	136.00	贵州	2018-4-10		118.39	贵州	2018-4-10
	137.37	甘肃	2018-4-23		118.69	甘肃	2018-4-23

资料来源：米内网、广证恒生

2.4 贵州景诚：口服制剂受益流感爆发，预计 2018 年实现 30% 增长

贵州景诚制药销售产品主要涵盖喷雾剂、胶囊剂、颗粒剂三大类，涉及心脑血管用药、抗肿瘤用药、妇儿用药等。主要产品有头脑宁胶囊、儿童回春颗粒等产品的生产和销售并致力于产品的二次开发。

核心产品主要有：

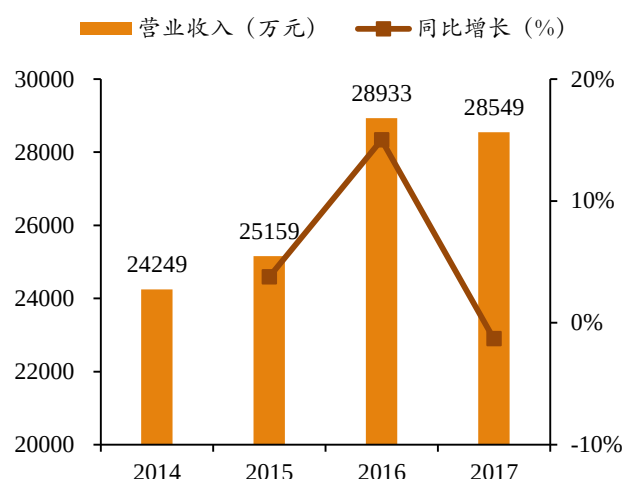
1) **头脑宁胶囊**。为贵州景诚心脑血管独家品种、全国医保乙类产品，主要用于气滞血瘀的胸痹，头痛，眩晕，症见：胸闷刺痛，心悸不宁，头晕目眩等，以及冠心病，脑动脉硬化。市场竞争格温和。公司市场销售覆盖面仍然较小，有非常大的扩展空间。

2) **儿童回春颗粒**。目前我国儿童用药相对稀少，其作为儿童专科用药，主要用于治疗小儿惊风、临夜发热、麻疹隐现不出引起的身热咳嗽，以及水泻、腹痛等儿童常见病症。具有有浓缩小剂量、退热大功效、容易儿童吞服等贴合儿童服用的特点。

2017 年末 18 年初，我国进入流感高发期，患者明显增多，拉动了儿童回春颗粒销量，预计 2018 年销售规模有望超 30% 增长。

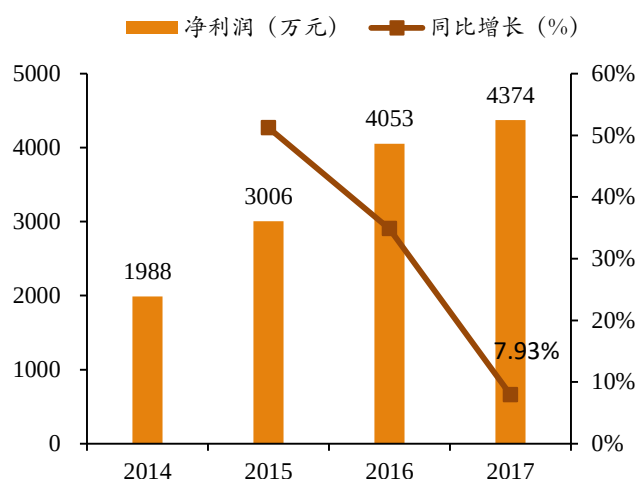
贵州景诚制药 2014-2017 年实现营收分别为 2.42 亿、2.51 亿、2.89 亿和 2.85 亿元，净利润分别为 1988 万、3006 万、4053 万和 4374 万元。根据其营收、净利润情况以及头脑宁胶囊和儿童回春颗粒的营收预计增长，我们分析认为贵州景诚 2018 年全年净利润有望实现 10-20% 增长。

图表32. 近年来贵州景诚制药营业收入及增长情况



资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

图表33. 近年来贵州景诚制药净利润及增长情况



资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

2.5 海南锦瑞：四个产品启动一致性评价工作，吉西他滨有望率先通过

海南锦瑞创立于 2008 年 4 月，是景峰医药控股子公司，持有其 77% 股权。公司主要致力于抗肿瘤、心血管、糖尿病等专科药研制、生产及销售；上市产品生产线全面通过国家新版药品 GMP 认证；目前海南锦瑞制药拥有国家发明专利证书 61 项、商标注册证 142 项。

公司主要产品有注射用克林霉素磷酸酯、注射用培美曲塞二钠、注射用奥美拉唑钠、盐酸伊立替康注射液、注射用奥沙利铂等。

图表34. 海南锦瑞主要产品

主要产品	适用症
注射用克林霉素磷酸酯	用于治疗敏感厌氧菌引起的严重细菌感染，也用于敏感菌，包括链球菌、肺炎链球菌、葡萄球菌引起的严重细菌感染
盐酸伊立替康注射液	适用于治疗与 5-氟尿嘧啶和亚叶酸联合治疗即往未接受化疗的晚期大肠癌患者；治疗经含 5-氟尿嘧啶化疗方案治疗失败的患者

注射用奥美拉唑钠	适用作为当口服疗法不适用时下列病症的替代疗法：十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎及 Zollinger-Ellison 综合征
注射用培美曲塞二钠	与顺铂联合用于既往未接受过化疗的局部晚期或转移性非鳞状细胞型非小细胞肺癌患者的治疗
注射用奥沙利铂	可与 5-氟尿嘧啶和亚叶酸(甲酰四氢叶酸)联合应用于：转移性结直肠癌的一线治疗以及原发肿瘤完全切除后的 III 期(Duke C 期)结肠癌的辅助治疗

资料来源：公司官网、广证恒生

锦瑞制药启动了 4 个注射剂产品的一致性评价工作，分别是注射用克林霉素磷酸酯、盐酸伊立替康注射液、注射用培美曲塞二钠和注射用盐酸吉西他滨。其中注射用盐酸吉西他滨一致性评价于 2018 年 4 月 26 日率先获得 CDE 承办，预计有望年内率先通过一致性评价。后 3 个为抗肿瘤领域权威指南推荐的临床一线治疗用药，治疗领域覆盖肺癌、乳腺癌、肠癌等，分别为我国恶性肿瘤发病率第一、二、五位的癌种，用药贯穿肺癌化疗相关治疗方案的始终，一致性评价的通过将有利于公司“原研替代”，进一步扩大市场规模。

图表35. 海南锦瑞制药产品一致性评价品种

产品名称	承办日期	办理状态	状态日期
注射用盐酸吉西他滨	2018-04-26	在审评审批中	2018-04-25
注射用克林霉素磷酸酯	准备一致性评价过程中 预计 2019 年三季度可申报		
注射用培美曲塞二钠			
盐酸伊立替康注射液			

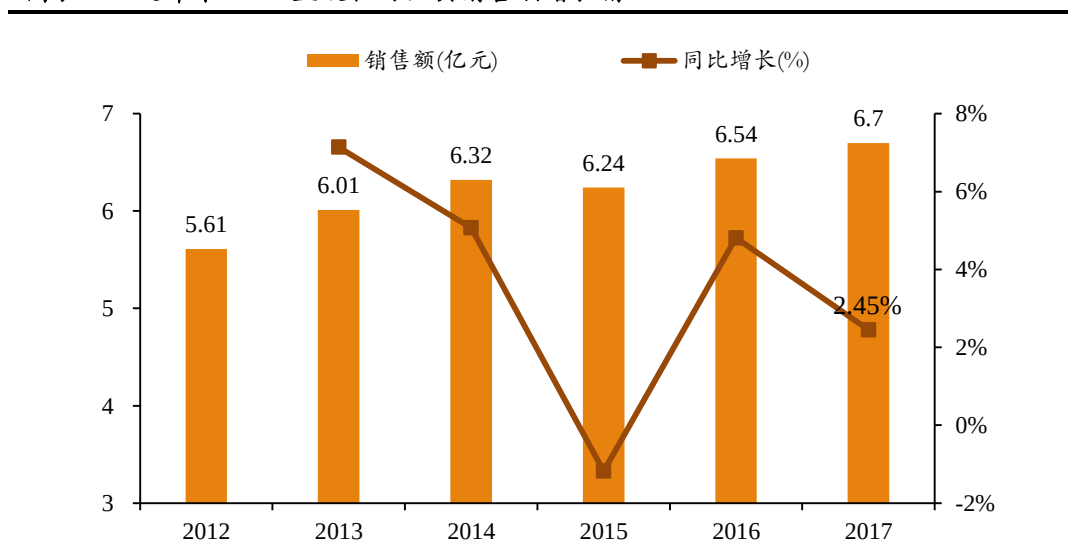
资料来源：米内网、CDE、广证恒生

2.5.1 盐酸吉西他滨有望率先通过一致性评价，受益国家政策红利抢占市场份额

海南锦瑞的盐酸吉西他滨是一种人工合成的新型二氟核苷类抗代谢抗肿瘤药，上世纪 90 年代由礼来公司研制开发，在欧美及亚洲地区，已被批准用于转移性乳腺癌的一线治疗、铂类治疗后复发的卵巢癌的治疗。

根据 PDB 样本数据，2012 年盐酸吉西他滨整体样本销售额 5.61 亿元，2017 年达到 6.7 亿，同比增速为 2.45%，五年复合增速为 3.61%，未来三年随着一致性评价通过利好盐酸吉西他滨有望呈较快增速。

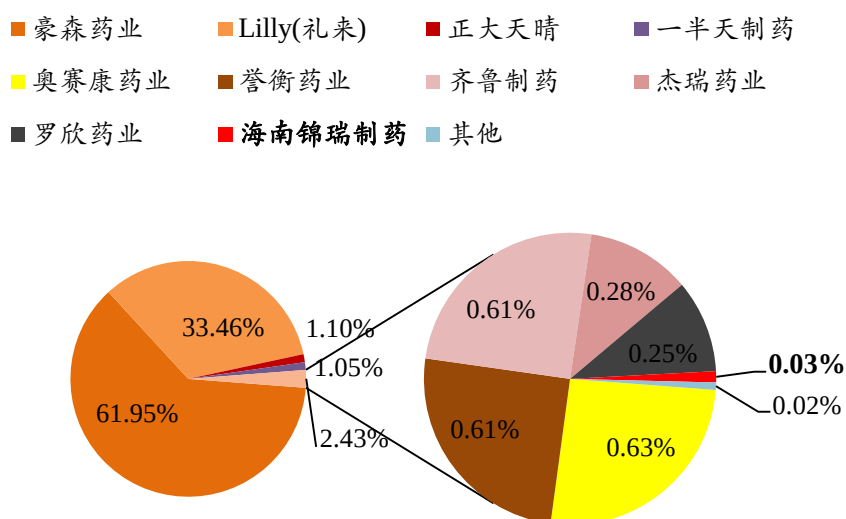
图表36. 近年来 PDB 盐酸吉西他滨销售额增长情况



资料来源：PDB、广证恒生

目前，盐酸吉西他滨生产企业主要有豪森药业、Lilly(礼来)、正大天晴、一半天制药、奥赛康药业、誉衡药业、齐鲁制药、哈药集团、山东罗欣药业等。其中，江苏豪森(仿制)、礼来(进口)占据主要市场份额，2017 年分别占据 61.95%、33.46%，两者合计超 9 成，海南锦瑞制药仅为 0.03%，竞争压力较大。

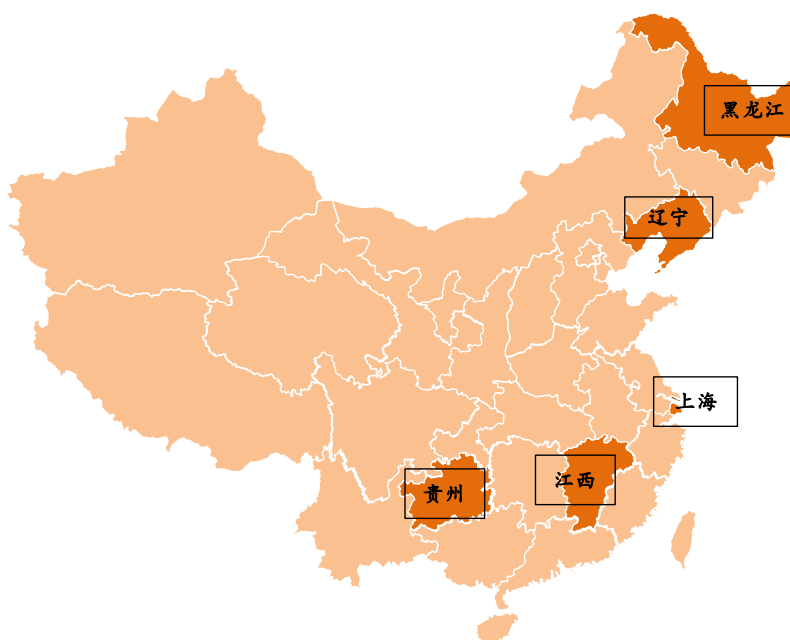
图表37. 2017 年 PDB 盐酸吉西他滨市场竞争格局



资料来源：PDB、广证恒生

海南锦瑞的盐酸吉西他滨仅在 5 个地区中标，此轮如通过一致性评价，可以不用中标，直接挂网采购，有助于快速放量并抢占原研的其他厂家的市场份额。

图表38. 海南锦瑞盐酸吉西他滨中标省份



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2.5.2 加速抗肿瘤领域的仿制药研发项目推进，未来 1-2 年有望陆续上市

2017 年以来，公司积极研发抗肿瘤领域新品种用药，其中吉非替尼片、来曲唑片、普瑞巴林胶囊已经获得临床批件，正在研发当中，预计未来 1-2 年产品可上市。



图表39. 海南锦瑞制药在研品种

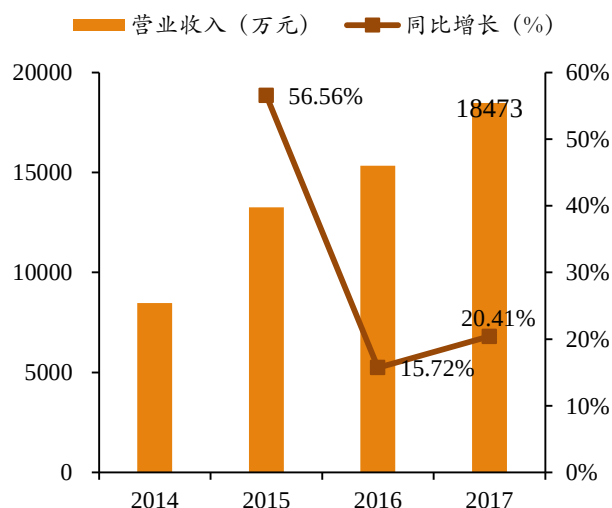
研发项目	产品类别	注册分类	研发所处阶段	进展情况
吉非替尼片	抗肿瘤类	6类	获得临床批件	开发中
来曲唑片	抗肿瘤类	6类	获得临床批件	预BE中
卡培他滨	抗肿瘤类	6类	排队待审评	开发中
普瑞巴林胶囊	神经痛用药	6类	获得临床批件	开发中

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2.6 慧聚药业：推进仿制药研发，拥14条GMP生产线，环保达标优

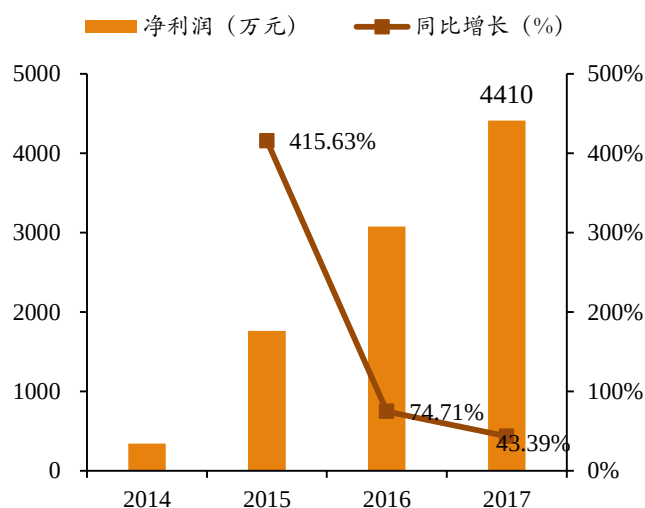
海门慧聚药业是景峰医药控股子公司，景峰医药持有其63%股权。海门慧聚药业2014-2017年实现营收分别为0.85亿、1.33亿、1.53亿和1.85亿元，净利润分别为341万、1760万、3075万和4410万元。2018年主要还是聚焦研发，预计收入保持稳定。

图表40. 近年来慧聚药业营业收入及增长情况



资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

图表41. 近年来慧聚药业净利润及增长情况



资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

慧聚药业是景峰医药的原料药生产基地，主要原料药品种有特卡法林钠、普瑞巴林、苯甲酸阿格列汀、马来酸氟吡汀、盐酸决奈达隆、恩替卡韦、盐酸替罗非班等产品，其中盐酸贝那普利、盐酸替罗非班已经批准生产。

图表42. 慧聚药业主要原料药申报进展

品种	受理号	申请类型	注册分类	办理状态	状态开始时间	审评结果
特卡法林钠	CXHL1700324	申请临床	1	在审评审批中	2018-02-11	--
盐酸替罗非班	CYHS1101675	申请生产	6	制证完毕—已发批件江苏省 1072133246127	2017-12-11	批准生产
马来酸氟吡汀	CXHL1500458	申请临床	3.1	制证完毕—已发批件江苏省 1001722314325	2017-08-25	批准临床
苯甲酸阿格列汀	CXHL1501914	申请临床	3.1	制证完毕—已发批件江苏省 1075671484624	2017-06-28	批准临床
普瑞巴林	CYHS1500623	申请生产	6	在审评	2017-01-25	--
盐酸决奈达隆	CXHL1400547	申请临床	3.1	制证完毕—已发批件江苏省 1009726405619	2016-02-19	批准临床
盐酸法舒地尔	CYHS1301094	申请生产	6	在审评	2014-10-29	--



拉米夫定	CYHS1201253	申请生产	6	在审评	2014-05-13	--
恩替卡韦	CYHS1201254	申请生产	6	在审评	2013-07-10	--
苹果酸奈诺沙星	CXHL0601101	申请临床	1.1	已发批件—江苏省 EU179519662CN	2007-12-20	批准临床
盐酸贝那普利	Y0401429	申请注册	6	已发件—江苏省	2004-12-24	批准生产

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2.6.1 海门慧聚有 14 条 GMP 生产线，陆续分批过 FDA 认证，环保达标优

慧聚药业目前拥有 14 条 GMP 生产线，不断加强生产线的质量管理，计划分期、分批通过 FDA、CGMP 认证。

作为环保部门的重点排污单位，近年来海门慧聚药业不断加大节能环保资金投入，通过强化节能减排管理，提高资源利用效率，以减少污染物排放。持续地推广节能减排新技术、新设备、新工艺，持续降低三废排放，提倡节约、绿色、低碳的生产和办公方式，不断地提升公司员工的安全环保意识，排放情况均达到标准。

图表43. 2017 年慧聚药业污染物排放环保达标情况优良

主要污染物	排放浓度	执行污染物排放标准	排放总量	核定的排放总量	超标排放情况
COD	177	500	6.3	7.8	达标排放
氨氮	7	40	0.249	0.251	达标排放
SS	21.6	400	0.769	2.34	达标排放
颗粒物	3.03	≤120	0.153	38.016	达标排放
氯化氢	4.21	≤100	0.212	38.016	达标排放
甲苯	<1.5×10 ⁻³	≤40	<7.47×10 ⁻⁵	38.016	达标排放
非甲烷总烃	1.3	≤120	0.065	38.016	达标排放
三乙胺	ND	≤1.5	ND	38.016	达标排放

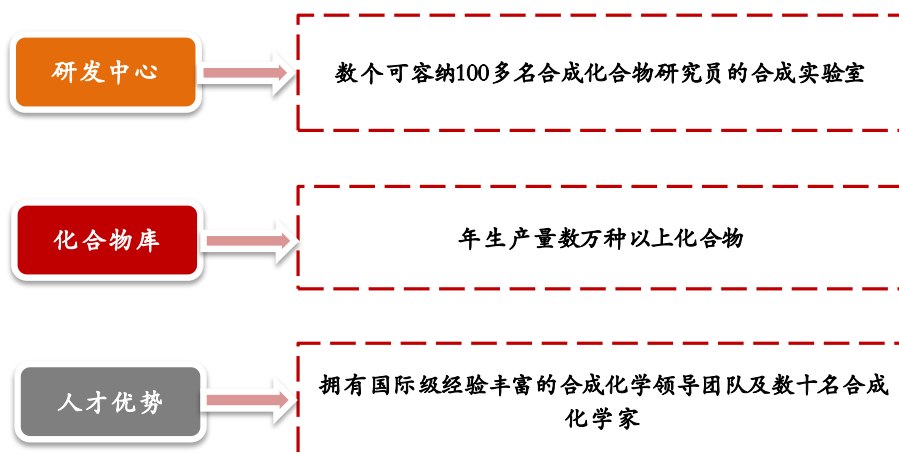
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2.6.2 研发中心化学合成在化合物储备及人才方面优势突出

1) 研发中心拥有数个可容纳 100 多名合成化合物的合成实验室。其中包含一专门研究氟化学的合成实验室；另配有 10L~30L 玻璃夹套反应釜的公斤实验室及 20L~200L 可供小量生产并符合 GMP 条件的中试车间。

2) 公司拥有大量化合物库。年生产量为数万种以上化合物，每种化合物合成量大于 20mg，纯度大于 90%，成功完成率达到 95%以上，严格执行质量管理，对每一个产品进行完整全检。。

3) 拥有一支国际级经验丰富的合成化学领导团队以及数十名合成化学家，可提供 CRO+CMO+GMP 的一站式委托合成服务，能满足客户从实验室小试样品到商业化产品过程中不断增长的药物生产需求，保证客户临床试验和商业化的顺利进行。

图表44. 慧聚药业研发配置强


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2.6.3 与创新药企业合作积极推进原料药和兽药研发

近年来慧聚药业积极推进特色仿制药的研发和在中国及欧美日的注册申报工作。成功通过了 BPL 项目的中国 GMP 再认证，获得 TRFB 项目的药品批准文号、AGLT 项目和 FPTM 的临床批件。预计未来几年将有 2-5 个项目的注册批文或 DMF 在欧美日被引用。

原料药方面，慧聚药业与国内国际十余家创新药公司合作研发及生产 CHD(胃药)、ATI(抗凝药)、APLS(抗癌药)、GKA(抗癌药)等多个进入临床阶段的创新药，未来将继续推进尤其是 CHD 胃药项目的上市准备工作。

动物兽药方面，慧聚药业重点推动 PMBD、MAB 等欧美首仿及国家二类动物用药的研发、生产、国内国际注册及 GMP 认证工作，已经获得 MAB 项目的动物用药新药证书，兽药生产批文和兽药 GMP 证书；预计 2018 年将完成 1-2 个项目的 DMF 文件的申报及取得 1-2 个新药证书。

图表45. 公司主要原料药研发情况

研发项目	产品类别	注册分类	研发所处阶段	进展情况
卡培他滨	抗肿瘤类	4 类+4 类	中试	中试
艾代拉里司	抗肿瘤类	3 类+3 类	小试	小试
APLS(抗癌药)	抗肿瘤类	1 类	完成中试	完成中试
ATI(抗凝药)	心脑血管类	1 类	临床 I	已经申报
盐酸替罗非班	心脑血管类	4+4 类	完成中试	已经获批注册批文
盐酸决奈达隆	心脑血管类	3+4 类	已申报	获批临床批件
丁苯酞	心脑血管类	4+4 类	待申报	待申报
恩替卡韦	抗病毒	4+4 类	已申报	完成补正资料递交
维帕他韦	抗病毒	3 类+3 类	小试	小试
富马酸替诺福韦二吡呋酯	抗病毒	4 类+4 类	中试	中试
克林霉素磷酸酯	抗感染	关联审评		验证
CHD（胃药）	其他	国外客户定制	临床 III	待申报

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

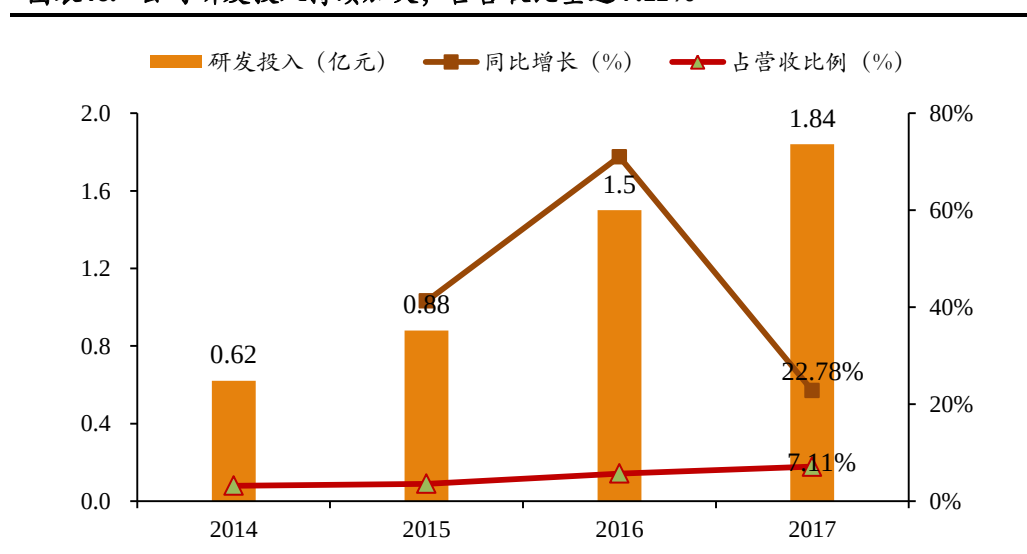
3.战略布局:投资/合营研发企业,延伸丰富公司产品

线

3.1 持续加大研发力度,未来五年研发项目预计投入 14 亿元

公司近四年研发投入支出不断上升,研发费用每年投入率 3%-7%,同比增速保持在 20%以上。2017 年研发投入达到了 1.84 亿元,同比增长 22.78%,占总体营收 7.11%。

图表46. 公司研发投入持续加大,占营收比重达 7.11%

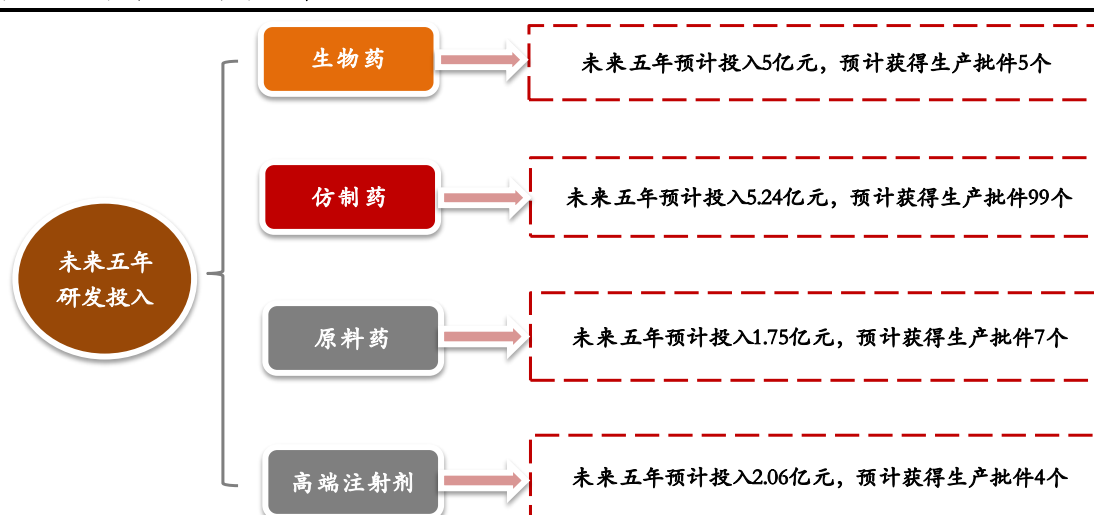


资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

景峰医药未来五年研发项目预计投入 14 亿元,其中:

生物药:未来五年预计投入 5 亿元,预计获得生产批件 5 个;仿制药:未来五年预计投入 5.24 亿元,预计获得生产批件 99 个;原料药:未来五年预计投入 1.75 亿元,预计获得生产批件 7 个;高端注射剂:未来五年预计投入 2.06 亿元,预计获得生产批件 4 个。

图表47. 景峰医药未来五年预计研发投入约 14 亿元



资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

3.2 美国尚进：制剂国内外同步申报，预计未来两年有望落地 6-8 个仿制药 ANDA 制剂申报

景峰医药通过控股子公司盛景美亚持有 Sungen Pharma, LLC 股权，景峰医药合计持有美国尚进研发实验室公司 51% 的股权。

美国 Sungen Pharma, LLC（美国尚进）是在美国投资的高端仿制药研发企业，从 2016 年开始做研发，因为 2017 年尚处于投入阶段，美国尚进 2017 年净利润亏损约 4451 万元。

图表48. 景峰医药与美国 Sungen Pharma, LLC 的控股关系



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

目前美国尚进已完成速溶口服固体制剂的仿制药 SG100 的 ANDA 申报，该产品主要用于抑制中枢神经系统兴奋；完成了 SG100 及 SG101 两个产品的生物等效性实验与稳定性研究；并完成 14 个产品的工艺及配方研究，其中包含与 Elite Pharmaceuticals, Inc. 达成战略合作的 SG101 等 4 个缓控释口服固体制剂产品。

图表49. 美国尚进研发情况

研发项目	产品类别	研发所处阶段	进展情况
SG100	精神类用药	完成	ANDA 已申报
SG101	精神类用药	完成稳定性试验	开始 ANDA 申报准备
SG102	消炎类	完成生产申报批次	BE 进行中
SG103	心脑血管类	完成生产申报批次	稳定性试验中
SG106	心脑血管类	完成生产申报批次	BE 进行中
SG105	心脑血管类	完成生产申报批次	BE 进行中

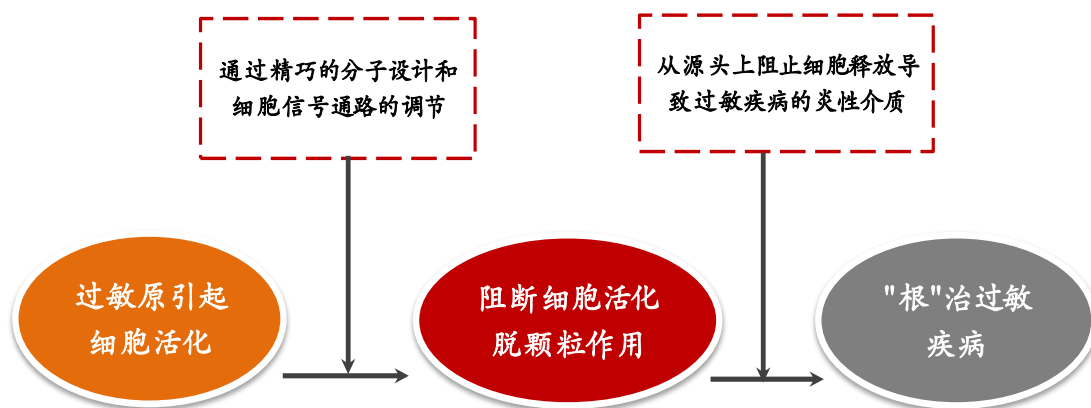
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

预计未来两年 Sungen Pharma, LLC 有望完成 6-8 个包含注射剂、口服固体制剂和外用制剂等类别产品的仿制药 ANDA 申报、以及 4-6 个产品的工艺及配方研究，积极推进 ANDA 申报及产品上市。同时，也会积极在我国进行产品申报备案，实行中、美两国双申报。

3.3 科新生物：融合蛋白 AAFP 适用过敏原疾病，正处 I 期临床

上海科新生物医药技术有限公司是景峰医药控股子公司，景峰医药占比 60% 的股权。科新生物自主研发的重组人免疫球蛋白 ϵ 和 γ 的融合蛋白注射液（融合蛋白 AAFP），是海内外科学家团队历时十余年联合攻关开发的生物制品创新药物。剂型为注射剂，规格：20mg/4ml，是治疗用生物制品 1 类创新药物，拥有完全自主知识产权，目前已经获得美国、日本、澳大利亚和中国的专利授权，是国家重大专项“重大新药创制”资助的项目。

图表50. 融合蛋白 AAFP 药物作用机制

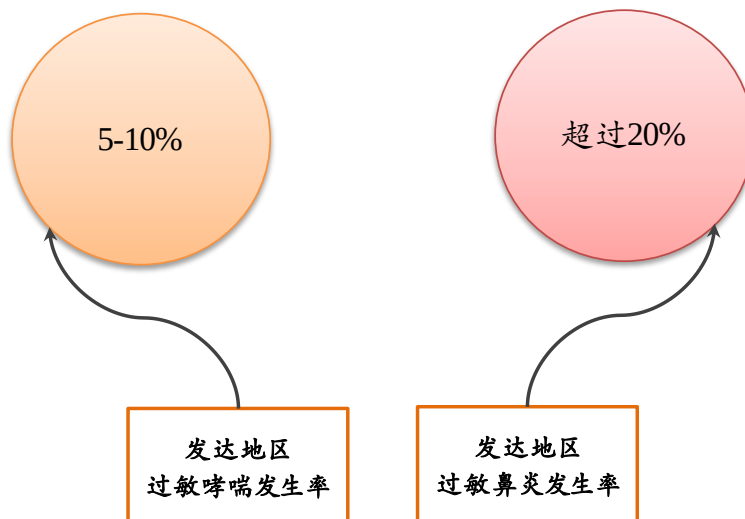


资料来源：公司公告、资料整理、广证恒生

融合蛋白 AAFP 主要针对过敏原引起的细胞活化，通过精巧的分子设计和细胞信号通路的调节，阻断细胞的活化脱颗粒作用，从源头上阻止细胞释放导致过敏疾病的炎性介质，从而"根"治过敏疾病，具有显著的科学先进性，其创新的分子结构是国际首创，世界范围内目前没有针对融合蛋白 AAFP 作用靶点的同类药物获准临床应用，因此融合蛋白 AAFP 是一个从分子结构到作用机制完全创新的品种。

随着工业化的发展和环境、气候的变化，过敏疾病的发生率呈现逐年上升的趋势。根据文献资料统计，我国发达地区的过敏哮喘发生率已达到 5-10%，过敏鼻炎发生率已超过 20%。

图表51. 我国发达地区过敏疾病发生率



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

而融合蛋白 AAFP 适用于所有过敏原引起的过敏疾病，科新医药启动的临床试验也以过敏哮喘作为首选适应症。因此融合蛋白 AAFP 的开发将是广大过敏哮喘患者的福音，具有重大的临床价值。同时，科新医药将适时开展其他适应症（如过敏鼻炎）的研究，积极拓展融合蛋白 AAFP 的适应症，造福广大患者。该药物目前正在科新生物做 1 期临床，估计未来 2-3 年内完成，市场前景看好。

4. 盈利预测与投资建议

根据对景峰医药各项业务的分析，我们对公司盈利预测的核心假设如下：

- 1) **注射剂**: 我们预计注射剂收入规模基本保持稳定, 增速约 0-5%, 毛利率水平基本维持在 86-87% 左右;
- 2) **固体制剂**: 我们预计 2018-2020 年固体制剂对应营收保持 17-20% 的增速; 毛利率保持约 60-62%;
- 3) **原料药**: 预计 2018-2020 年原料药对应营收保持 15-20% 增速, 毛利率基本维持在 41% 左右;
- 4) **其他**: 我们预计 2018-2020 年对应同比每年收入增速约 30% 左右, 毛利率水平为 53.84%。

图表52. 营业收入假设与测算 (单位: 亿元)

类别		2017A	2018E	2019E	2020E
注射剂	收入	19.21	19.69	20.38	21.36
	同比增长	-5.40%	2.50%	3.50%	4.80%
	毛利率 (%)	87.06%	86.59%	86.27%	86.93%
固体制剂	收入	3.08	3.62	4.30	5.16
	同比增长	-3.19%	17.50%	18.90%	20.00%
	毛利率 (%)	61.74%	60.48%	61.27%	60.96%
原料药	收入	1.82	2.12	2.49	2.95
	同比增长	14.59%	16.60%	17.50%	18.50%
	毛利率 (%)	41.77%	41.86%	40.18%	41.28%
其他	收入	1.73	2.25	2.93	3.84
	同比增长	29.94%	30.00%	30.40%	31.00%
	毛利率 (%)	53.84%	53.84%	53.84%	53.84%
合计	收入	25.84	27.68	30.11	33.32
	同比增长	-2.15%	7.12%	8.77%	10.66%
	毛利率 (%)	78.62%	77.92%	78.16%	78.59%

资料来源: WIND、公司公告、广证恒生测算

我们把景峰医药主要子公司划分为五个类别, 分别为制剂、原料药、研发、医疗服务和医疗投资。根据景峰医药近年来各主要子公司的主营产品业务营收和净利润增速情况, 并结合相关调研, 对各主要子公司 2018-2020 年的业绩情况进行如下预判:

图表53. 分子公司业务拆分及盈利预测

类别	主要子公司	持股比例	主产品和业务	2017 营收(万)	2017 净利润(万)	预计 2018-2020 年增长情况
制剂	上海景峰制药	100%	玻璃酸钠和研发中心	24717	3720	预计保持持平
	贵州景峰注射剂	100%	参芎葡萄糖注射液	102256	12944	预计保持持平
	贵州景诚制药	100%	心脑宁、儿童回春颗粒等口服制剂	28549	4374	受固体口服制剂鼓励, 收入增速 30%
	大连德泽(大连华立金港、杭州金桂医药)	60%	榄香烯注射液	55464	8995	预计 6 亿, 增速 15-20%, 毛利率保持稳定
	海南锦瑞制药	77%	抗肿瘤类注射剂	16056	1043	产品通过一致性评价有望放量
原料药	海门慧聚药业	63%	盐酸替罗非班、贝那普利等原料药	18473	4410	收入稳定增长, 净利率预计一定程度下滑
研发	美国尚进	51%	海内外同步申报高端仿制药	41	-4451	计划在产业基金层面运营
	上海科新医药	60%	生物创新药, 如融合蛋白 AAFP	--	--	后续研发费用可部分资本化
	上海景泽生物	40%	联营企业, 生物仿制药研发	1918	-606	一级市场融资估值约达 3 亿
医疗服务	成都金沙医院	100%	医疗服务	8218	931.4	突击 10% 增速



	云南联顿妇产医院	100%	妇产医院,目前在筹建期间	--	--	计划剥离出去, 2018年会亏损
	云南联顿骨科医院	60%	骨科医院, 开始运营	81	-2960	计划剥离出去
	贵州仁景医院管理有限公司	60%	参与贵阳二医院内科室承包	--	--	决定转让出去
医疗投资	上海康景股权投资基金合伙企业	34%	联营企业,投有一些医疗项目	--	-475	视所投项目的进展兑现

资料来源: WIND、公司公告、公司调研、广证恒生

5. 风险提示

行业政策风险; 产品中标不达预期风险; 研发不达预期风险; 主要产品增速低于预期风险。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2581.55	2388.76	2416.90	2638.93	营业收入	2583.65	2767.24	3011.54	3331.34
现金	472.13	393.85	89.41	0.20	营业成本	552.31	637.61	736.80	843.68
应收账款	649.67	695.83	757.26	837.67	营业税金及附加	43.47	46.56	50.67	56.05
其它应收款	18.71	46.02	49.51	44.77	营业费用	1349.80	1425.13	1550.94	1682.33
预付账款	291.94	258.28	310.46	381.06	管理费用	316.13	332.07	331.27	366.45
存货	276.11	269.81	330.45	385.72	财务费用	92.18	40.00	40.00	40.00
其他	873.01	724.97	879.81	989.51	资产减值损失	-1.37	0.14	-0.62	-0.24
非流动资产	2287.21	2247.85	2314.14	2330.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	319.23	262.51	262.00	262.26	投资净收益	-3.51	-3.24	-3.38	-3.31
固定资产	702.93	851.26	922.57	949.48	营业利润	258.11	282.49	299.10	339.76
无形资产	88.05	82.64	77.23	71.81	营业外收入	0.70	18.26	17.59	12.18
其他	1177.00	1051.44	1052.34	1046.68	营业外支出	8.95	6.54	7.75	7.15
资产总计	4868.76	4636.62	4731.04	4969.17	利润总额	249.85	294.20	308.94	344.80
流动负债	1047.43	1091.23	1187.27	1478.17	所得税	64.63	58.84	61.79	68.96
短期借款	530.00	565.20	597.75	843.39	净利润	185.22	235.36	247.15	275.84
应付账款	114.24	131.88	152.40	174.51	少数股东损益	23.13	35.60	29.37	32.49
其他	403.19	394.14	437.12	460.28	归属母公司净利润	162.09	199.76	217.78	243.35
非流动负债	1221.44	1233.21	1243.24	1253.43	EBITDA	364.07	437.93	473.00	524.94
长期借款	187.20	197.60	208.00	218.40	EPS (摊薄)	0.18	0.23	0.25	0.28
其他	1034.24	1035.61	1035.24	1035.03					
负债合计	2268.86	2324.44	2430.51	2731.60	主要财务比率				
少数股东权益	221.43	257.04	286.40	318.89	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	879.77	879.77	879.77	879.77	成长能力				
资本公积	733.41	733.41	733.41	733.41	营业收入增长率	-2.15%	7.11%	8.83%	10.62%
留存收益	1228.07	1419.03	1628.02	1862.57	营业利润增长率	-41.46%	9.45%	5.88%	13.60%
归属母公司股东权益	2378.18	3032.22	3241.21	3475.76	归属于母公司净利润增长率	-52.33%	23.24%	9.02%	11.74%
负债和股东权益	4868.76	5613.70	5958.12	6526.25	获利能力				
					毛利率	78.62%	76.96%	75.53%	74.67%
现金流量表					净利率	7.17%	8.51%	8.21%	8.28%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	6.22%	6.78%	6.39%	6.65%
经营活动现金流	151.55	52.83	-154.47	-163.56	ROIC	6.37%	6.93%	6.77%	6.68%
净利润	185.22	199.76	217.78	243.35	偿债能力				
折旧摊销	90.14	103.72	124.07	140.14	资产负债率	46.60%	50.13%	51.37%	54.97%
财务费用	92.18	40.00	40.00	40.00	净负债比率	35.63%	35.42%	36.27%	41.37%
投资损失	3.51	3.24	3.38	3.31	流动比率	246.47%	218.91%	203.57%	178.53%
营运资金变动	-225.41	119.42	-318.69	-292.63	速动比率	220.11%	194.18%	175.73%	152.43%
其它	5.92	-413.31	-221.00	-297.73	营运能力				
投资活动现金流	-605.06	-97.30	-159.43	-125.24	总资产周转率	51.66%	58.22%	64.30%	68.69%
资本支出	-303.23	-117.29	-117.29	-117.29	应收账款周转率	365.53%	411.33%	414.50%	417.74%
长期投资	-11.94	59.84	-1.05	0.52	应付账款周转率	490.33%	518.13%	518.36%	516.16%
其他	-289.89	-39.85	-41.09	-8.47	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-274.95	-33.79	9.45	199.59	每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.23	0.25	0.28
短期借款	-249.36	35.20	32.55	245.63	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.17	0.06	-0.18	-0.19
长期借款	10.40	10.40	10.40	10.40	每股净资产 (最新摊薄)	2.70	3.45	3.68	3.95
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积金增加	-175.72	0.00	0.00	0.00	P/E	30.40	24.66	22.62	20.25
其他	139.73	-79.40	-33.50	-56.45	P/B	2.07	1.62	1.52	1.42
现金净增加额	-728.45	-78.27	-304.45	-89.21	EV/EBITDA	8.89	12.82	12.70	12.15

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。