

市场价格 (人民币): 21.80 元

目标价格 (人民币): 24.00 元

市场数据 (人民币)

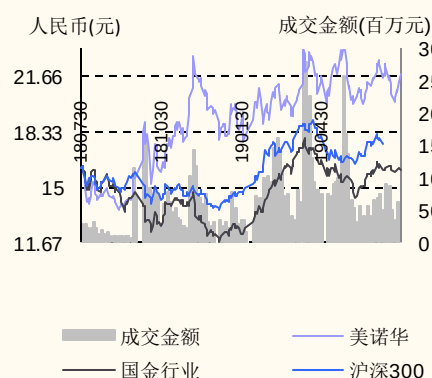
已上市流通 A 股 (百万股) 89.46

总市值 (百万元) 3,251.12

年内股价最高最低 (元) 23.33/13.63

沪深 300 指数 3802.79

上证指数 2933.36



“中间体-原料药-制剂”一体化产业升级，原料药和制剂业务双轮驱动

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.372	0.646	0.954	1.183	1.503
每股净资产(元)	9.30	8.03	9.09	10.08	11.38
每股经营性现金流(元)	0.67	0.31	0.09	1.97	2.05
市盈率(倍)	58.55	33.74	22.85	18.42	14.50
净利润增长率(%)	-43.33%	115.66%	47.70%	24.00%	27.04%
净资产收益率(%)	4.00%	8.05%	10.49%	11.74%	13.21%
总股本(百万股)	120.00	149.13	149.13	149.13	149.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **特色原料药业务稳健发展，公司基石稳固：**丰富的高规格的原料药品种和国际高标准的生产基地保证核心业务稳定增长。公司特色原料药核心品种主要为缬沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷、埃索美拉唑等慢性主流大品种，全球需求稳健增长。公司三个成熟原料药生产基地接受并通过了美国 FDA 审计、欧盟官方 GMP 认证和日本 PMDA，规范市场认证齐全，产品可以直销欧洲等国际规范市场，与 KRKA 等海外知名仿制药巨头建立了良好稳固的合作关系。
- **并表燎原药业，强强联合增厚业绩：**截至 2019 年 6 月 30 日，公司持股燎原 84.57%。燎原药业于 2018 年 5 月 23 日并表，并表期间为公司贡献收入约 1.25 亿。燎原药业拥有日本、美国等高端规范市场认证，可以帮助公司扩展欧洲外海外市场。此外，燎原药业作为全球规模最大的抗血栓类产品中间体供应商之一，能为公司提供氯吡格雷、度洛西汀、阿哌沙班、利伐沙班、替卡格雷等以噻吩类为原材料的系列原料药产品，加强公司特色原料药产品线并助力制剂业务的拓展。公司已有业务与燎原药业产生较好协同效应，未来有望增强产品在细分领域的竞争力，增厚公司现有业绩。
- **推进制剂一体化发展，产业转型升级正在进行：**公司以品种丰富、商业价值高、市场前景好的原料药为基石，以与公司战略大客户、世界仿制药巨头 KRKA 成立合资公司为契机，凭借通过欧盟和中国 GMP 认证的制剂生产基地，通过与战略客户进行中欧双报、自主研发进行中美双报的策略，打造“中间体、原料药、制剂”一体化的全产业链，逐步覆盖欧盟、中国和美国市场，立足发展成优质的化学仿制药企业。

盈利预测及投资建议

- 我们看好从原料药向制剂发展的产业发展逻辑，考虑到公司特色原料药业务的稳步发展，燎原药业的并表增厚，以及制剂一体化的发展前景。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.95/1.18/1.50 元，对应 PE 分别为 22.9/18.4/14.5 倍，考虑公司并表燎原药业巩固龙头地位，以及“原料药和制剂双轮驱动”，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示

- 医药行业环保压力，对业绩影响存在不确定性；上游原料涨价，对成本及毛利率影响存在不确定性；汇率波动，公司有一定规模体量的海外业务，汇率波动对业绩影响存在不确定性；产品研发申报，不达预期的风险；公司即将开展的制剂业务存在不确定性，有可能增加应收、存货等资产负债表项目。

王麟

 联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

公司主营特色原料药，制剂业务快速发展	4
公司收入以原料药为主，转型升级布局制剂业务	4
主营原料药品种均为慢病大品种，曾经的重磅炸弹	6
业务以欧洲规范市场为主，国内发展可期	8
产业价值链重构中国 API 强国兴起	9
全球 API 行业保持高速增长	9
全球医药行业的产业转移带来中国产业升级的契机	9
特色原料药兼具量价优势，且客户黏性较大	10
内生式增长和外延式扩张并举，做大做强原料药业务	12
公司原料药业务的总体优势：规模大+质量优+品种丰富	12
产能利用率维持高位，扩建合规产能迎接供需缺口机会	15
沙坦原料药需求端持续景气，供给端缺口扩大	18
燎原药业并表增厚公司业绩	19
重点发展制剂产业，产业转型升级，前景广阔	20
制剂延长公司产业价值链，提升公司盈利能力	20
与 KRKA 战略合作设立子公司，实现中欧双报	21
宣城美诺华获先声药业增资入股，战略合作发展可期	23
盈利预测及投资建议	26
风险提示	26

图表目录

图表 1：公司发展历史	4
图表 2：公司收入构成（亿元）	5
图表 3：公司收入构成（%）	5
图表 4：公司基本概况——产业布局	5
图表 5：美诺华研发投入情况（万元）	6
图表 6：公司及可比上市公司毛利率（%）	6
图表 7：公司主营业务毛利率（%）	6
图表 8：同行业可比上市公司存货周转率一览	7
图表 9：同行业可比上市公司应收账款周转率	7
图表 10：特色原料药发展途径	7
图表 11：同比增长率(成长能力)	8
图表 12：盈利能力	8
图表 13：公司收入按地区构成（亿元）	8
图表 14：公司收入按地区构成（%）	8
图表 15：公司股权激励计划	9
图表 16：解除限售期满足条件	9
图表 17：专利悬崖推动国际通用名药市场持续增长	9

图表 18: 2018-2026 全球 API 市场 CAGR 约 6.8%.....	9
图表 19: 全球医药行业产能转移历程.....	10
图表 20: 制药产业链上各企业之间关系	10
图表 21: 原料药分类	11
图表 22: 产品生命周期.....	11
图表 23: 产品生命周期毛利率 (%)	11
图表 24: 产品生命周期.....	12
图表 25: 公司欧洲市场占有率	13
图表 26: 公司全球市场占有率	13
图表 27: 公司已经通过多家著名国际医制药企业的品牌供应商审计或确认...	13
图表 28: 公司新拓展的重要客户	14
图表 29: 公司已商业化品种.....	14
图表 30: 原料药产品管线	15
图表 31: 特色原料药具有较高行业壁垒	16
图表 32: 仿制药市场占比 2006 VS. 2016	16
图表 33: 全球药品销售额 (亿美元)	17
图表 34: 仿制药量增推动原料药量价齐升.....	17
图表 35: 东扩项目, 520 吨原料药产能分布.....	17
图表 36: 全球主要沙坦类药物品种销售情况 (亿美元)	19
图表 37: 全球主要沙坦类药物原料药的需求情况(吨).....	19
图表 38: 燎原药业收入及净利润 (万元)	20
图表 39: 美诺华发展制剂途径	21
图表 40: 美诺华发展制剂途径	21
图表 41: 2017 年 KRKA 主打产品销售额	21
图表 42: 合资公司发展历程.....	22
图表 43: 美诺华下游制剂空间测算	22
图表 44: 先声药业发展历史.....	23
图表 45: 先声药业创新药管线	24
图表 46: 先声药业仿制药管线	25
图表 47: 先声药业主要产品涉及肿瘤、CNS、风湿免疫、感染、心血管等重磅领域	26

公司主营特色原料药，制剂业务快速发展

- 宁波美诺华药业股份有限公司成立于 2004 年，是集医药中间体、原料药和成品药研发、生产、销售为一体的综合性制药企业，2017 年于上交所上市。公司总部设在浙江省宁波市，在安徽、浙江拥有 4 家原料药基地、1 家制剂基地，建有 1 所省级药物研究院、1 个制剂研发公司、1 家中欧合资制药公司，且在印度和美国分别设有海外子公司。各生产基地已接受并通过欧盟官方 GMP 认证、日本 PMDA 认证、中国 GMP 认证、美国 FDA 审计，产品涉及多个治疗领域，是中国出口海外特色原料药品种最多的企业之一。
- 公司自成立至今经历两个发展阶段：第一阶段为 2004 年至 2010 年，公司以原料药研发、生产、销售为主，从事高品质原料药出口业务，在欧盟等药品规范市场奠定了优秀的国际声誉。第二阶段为 2011 年至今，公司在原料药业务基础上，持续扩展原料药国际化业务，并实现了与现有战略大客户 KRKA 的在制剂领域的合作，迅速布局制剂发展路线，推动制剂一体化发展。

图表 1：公司发展历史

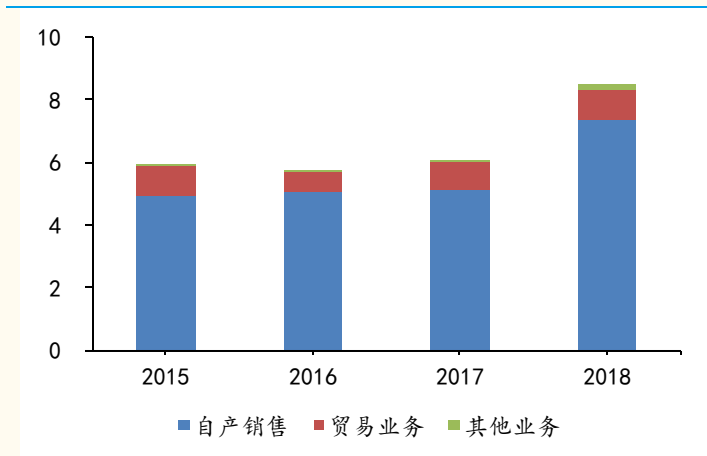
发展阶段	主营业务	时间	事件
第一阶段： 自公司成立 至 2010 年	高品质原料药进出口业务	2004年2月19日	宁波美诺华药业股份有限公司成立
		2004年7月13日	成立宣城美诺华，扩大原料药生产基地，并发展 高端CMO业务 。
		2005年11月17日	成立浙江美诺华药物化学有限公司，该公司是美诺华 原料药 生产核心基地之一。
		2007年5月22日	成立宁波联华进出口有限公司，该公司主要负责医药类产品的 进出口 业务。
第二阶段： 2011 年至今	依托高品质原料药基础，布局实施制剂一体化战略，加速国际化	2012年7月31日	成立杭州新诺华医药有限公司，该公司专业从事 药物制剂 的研究与开发，可进行缓控释放及普通释放固体制剂开发。
		2013年11月	组建原料药研发中心，美诺华药物研究院。
		2015年3月	美诺华天康顺利通过了中国GMP认证和欧盟GMP认证。
		2015年5月15日	宣城美诺华一期工程建成后年产能131吨，整个项目产能预计1600吨。
		2015年9月	成立印度柏莱诺华药业有限公司
		2017年4月	美诺华在上交所主板上市
		2017年11月	美诺华控股浙江燎原药业股份有限公司，实现中间体、原料药产业链的整合，并增加了心血管方面的产品管线。
		2017年11月	与公司 战略客户KRKA 合资，成立宁波科尔康美诺华药业有限公司，专业从事高端制剂的研发生产与销售。
		2017年11月14日	组建美诺华 制剂研究院
		2018年6月	成立美诺华药业（美国）有限公司，进一步扩展国际化业务和布局。

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

公司收入以原料药为主，转型升级布局制剂业务

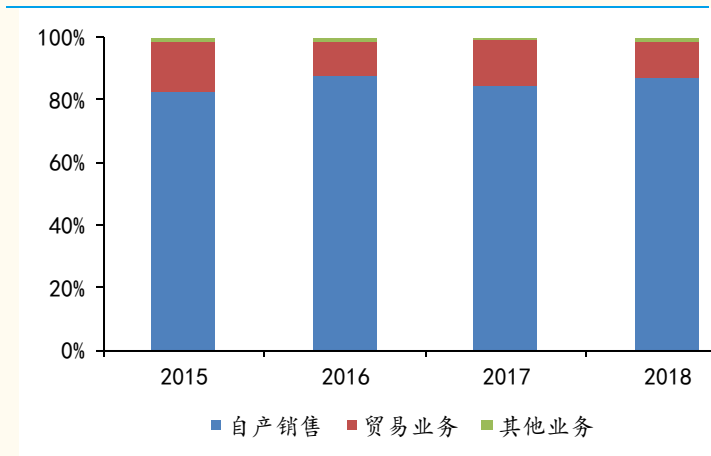
- 公司收入构成可以拆分为原料药板块、制剂板块，目前主要收入来源为原料药业务。

图表 2：公司收入构成（亿元）



来源：WIND，国金证券研究所

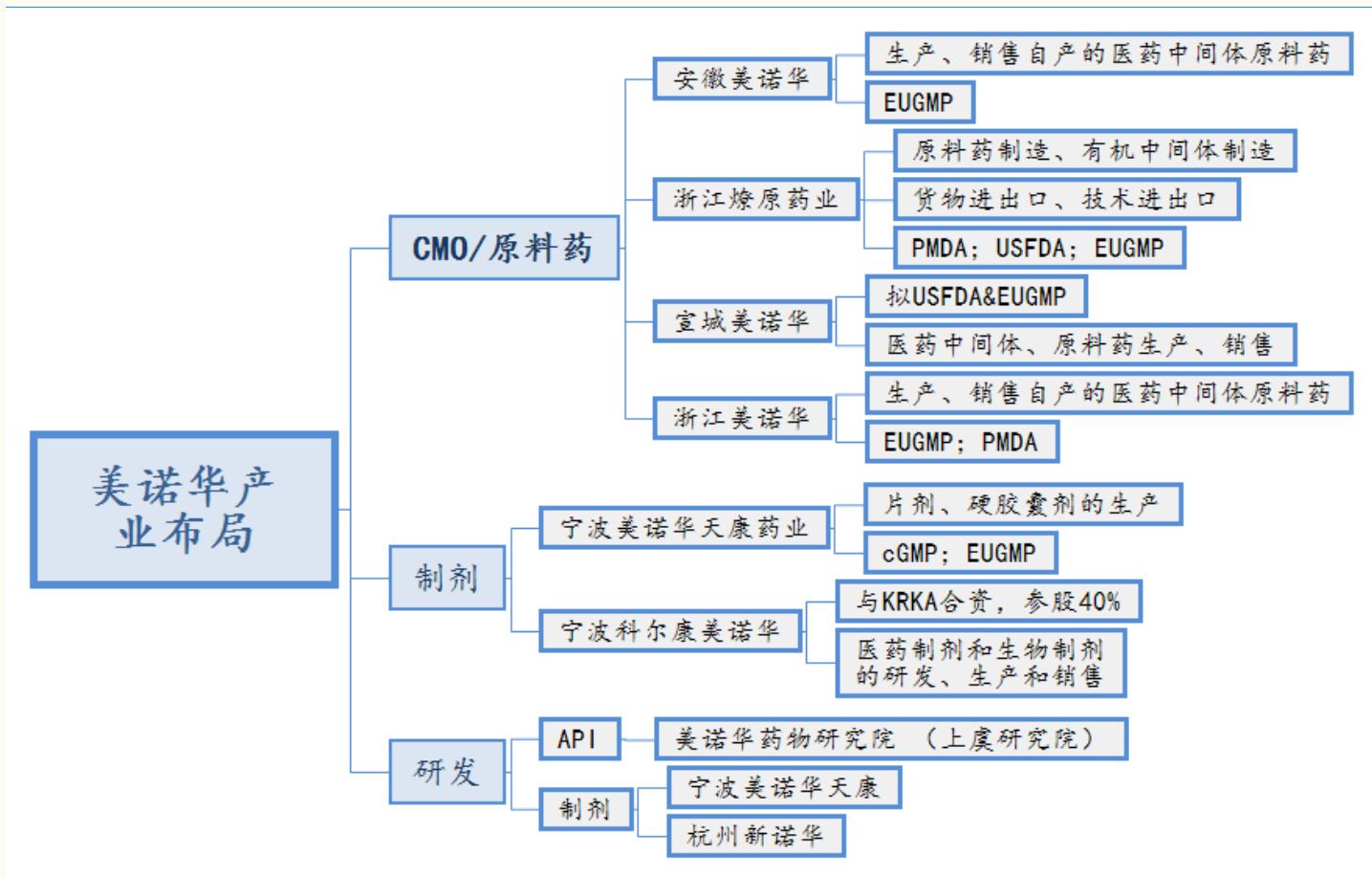
图表 3：公司收入构成（%）



来源：WIND，国金证券研究所

- 目前公司在多个领域广泛布局：原料药板块，公司不仅拥有丰富的高规格的原料药品种和国际高标准的生产基地，并且在聚焦七大治疗领域进行了丰富的产品管线布局；制剂板块，通过引进海外合作伙伴，迅速进行多个仿制药品种的技术转移，并将陆续实现中国的申报。

图表 4：公司基本概况——产业布局

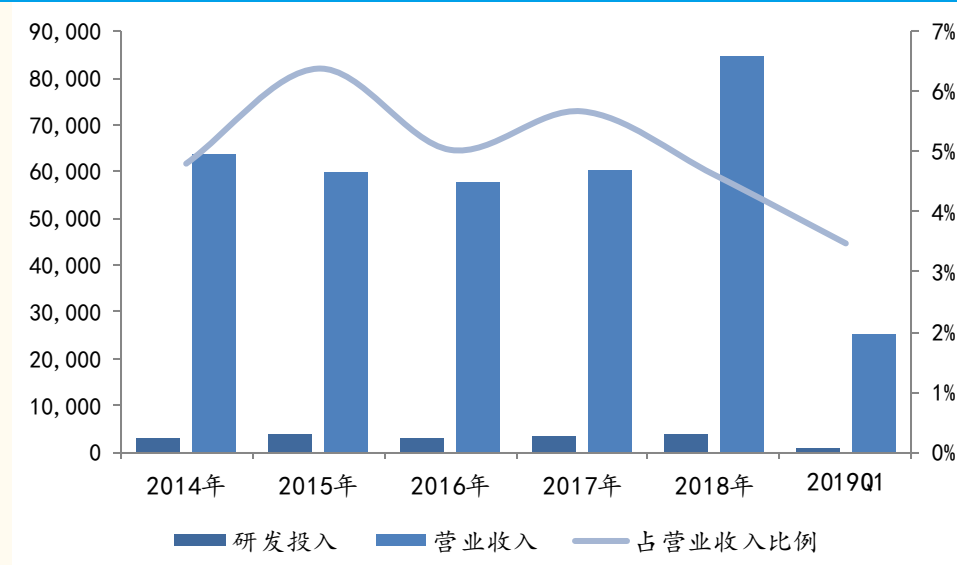


来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- 公司研发投入处于相对较高水平

- 公司研发投入占营收比例常年维持在 5% 的水平左右，处于同类上市原料药公司中较高的水平，接近制剂企业研发投入的平均水平。

图表 5：美诺华研发投入情况（万元）

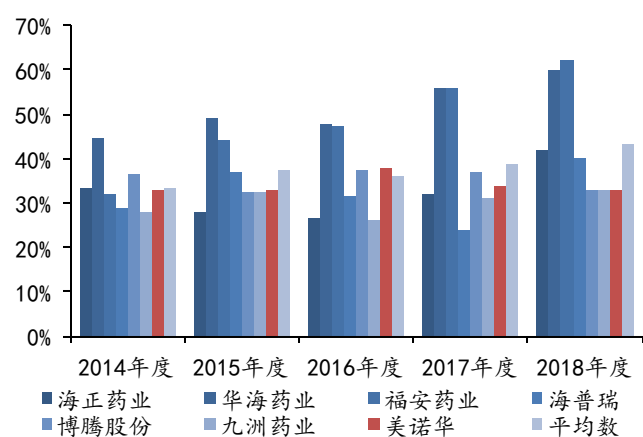


来源：公司公告，国金证券研究所

主营原料药品种均为慢病大品种，曾经的重磅炸弹

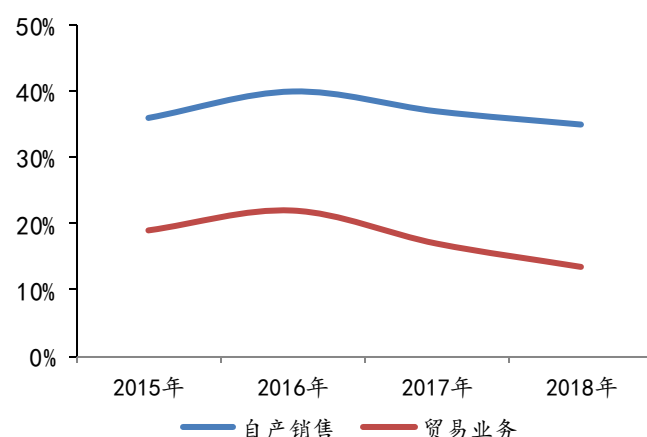
- 公司的原料药品种聚焦细分治疗领域，分为心血管、神经系统、消化胃肠道、糖尿病、抗病毒等，主要核心品种包括缬沙坦、培哚普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷、埃索美拉唑等。
- 公司主营产品具有差异性，竞争力较强
- 从毛利水平上看，受到业务模式本身的限制，贸易业务毛利水平较低。剔除掉低毛利的贸易业务，仅看主营业务，即从自产销售的原料药毛利水平上看，公司主营业务毛利水平稳定，处于上市公司中上水平，具有一定行业竞争力。

图表 6：公司及可比上市公司毛利率 (%)



来源：WIND，国金证券研究所

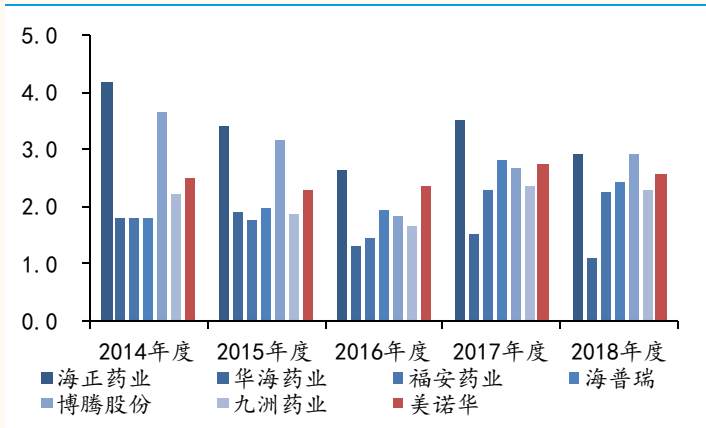
图表 7：公司主营业务毛利率 (%)



来源：WIND，国金证券研究所

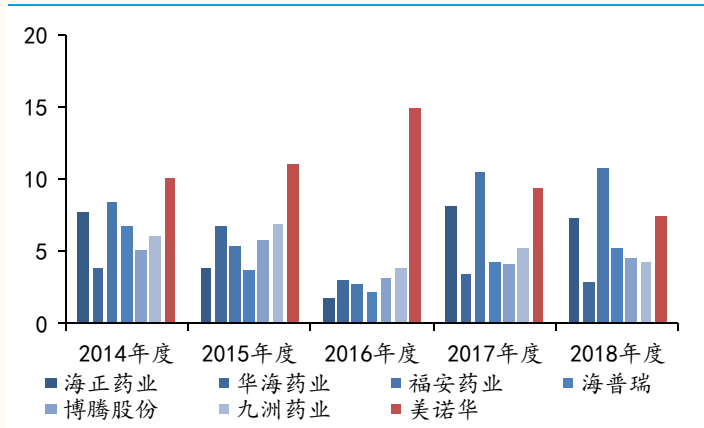
- 从应收账款和存货周转率来看，公司均处于同类公司较高水平，且近年来保持平稳，公司经营稳健，具备一定产业链话语权。

图表 8：同行业可比上市公司存货周转率一览



来源：WIND，国金证券研究所

图表 9：同行业可比上市公司应收账款周转率

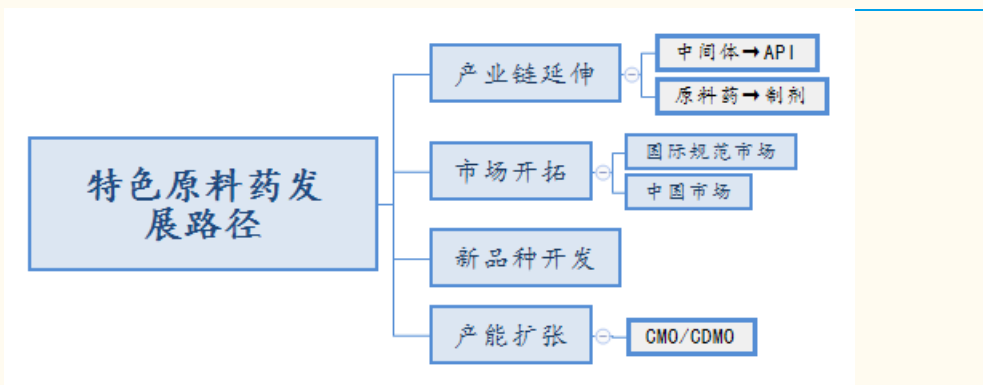


来源：WIND，国金证券研究所

■ 公司以特色原料药业务持续扩展中

- 业务策略包括：产业链延伸、新品种开发、高端市场开拓、产能扩展等多种路径。

图表 10：特色原料药发展途径



来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 产业链延伸方面，公司正在利用原料药的成本、质量、技术优势，积极布局制剂业务。
- 新品种开发方面，公司后续在研产品管线丰富，且均为专利期内品种，后续有望与仿制药客户联合申报，或成为客户的第一供应商，以获得更高的研发回报。

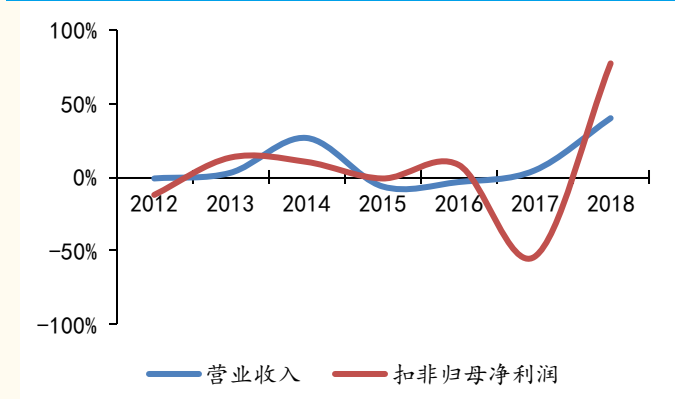
■ 盈利能力随转型升级有望逐渐加强

- 公司近年来销售业绩稳中有升，盈利能力一直保持在相对稳定状态。除 2017 年公司扣非归母净利润因原料价格上涨、汇兑损失、研发投入加大等有较大下滑外，净利润均保持较为稳定的状态，总体稳中有升。
- 公司近年来加紧布局转型，随着公司的转型升级，营收和盈利能力均有望进一步加强。原料药、制剂共同驱动营业收入增加：（1）原料药三大基地齐发力，安徽美诺华“年产 400 吨原料药一期技改项目”正式启动，浙江美诺华东扩项目计划实施以及宣城美诺华 2019 年的新产能投入使用，为保证产能供应提供充足支撑。（2）制剂业务积极拓展，杭州新诺华，美诺华天康等主营制剂业务子公司相继成立，与战略大

客户合资宁波科尔康美诺华，制剂一体化持续推进。公司稳步布局原料药和制剂业务，逐步提高自身盈利能力。

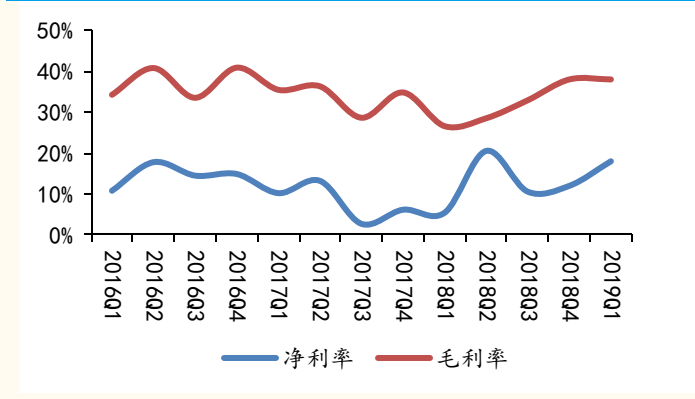
- 在营收增长的同时，公司毛利率在未来也将实现同步增长，在可见的未来将持续盈利：药品价值链是按照原料药→高端原料药→制剂逐步攀升，在单独环节上，公司立足原料药，发展毛利较高的高端原料药特色新品种，拓宽毛利更高的制剂业务。在整体水平上，公司利用自身原料药优势，形成“原料药—制剂”一体化的布局，整合产业链将推动公司毛利水平更上一层楼。

图表 11：同比增长率(成长能力)



来源：WIND，国金证券研究所

图表 12：盈利能力

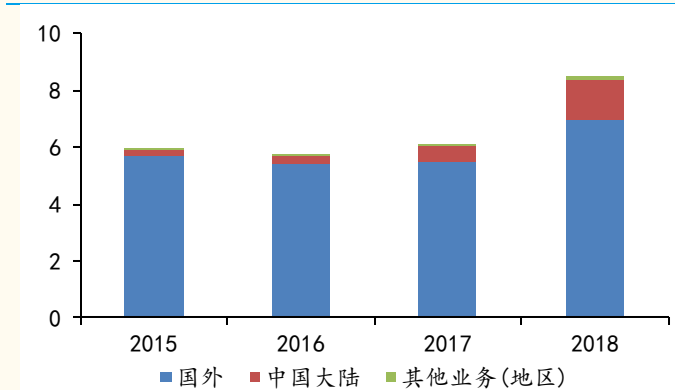


来源：WIND，国金证券研究所

业务以欧洲规范市场为主，国内发展可期

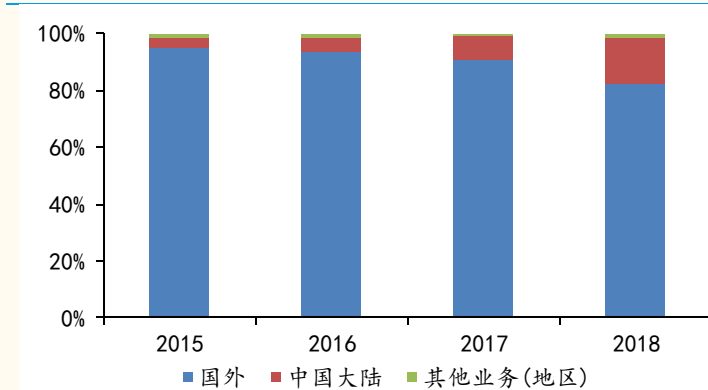
- 公司以国际业务起步，产品主要出口规范市场欧洲，国际业务收入占比达到 90%以上，国内收入占比较少，但随着公司产品将陆续在中国申报，并有质量一致性评价、带量采购等国内政策的推动，原料药国内收入无论是绝对值还是占比，都将呈现逐年上升趋势。

图表 13：公司收入按地区构成 (亿元)



来源：WIND，国金证券研究所

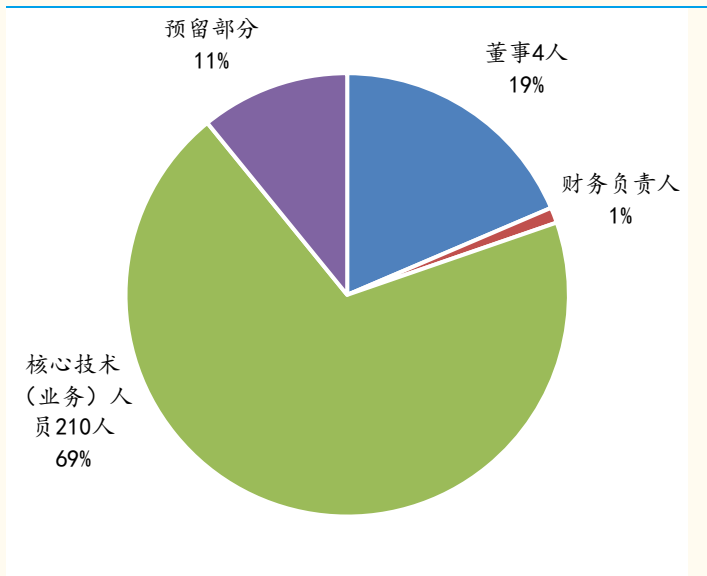
图表 14：公司收入按地区构成 (%)



来源：WIND，国金证券研究所

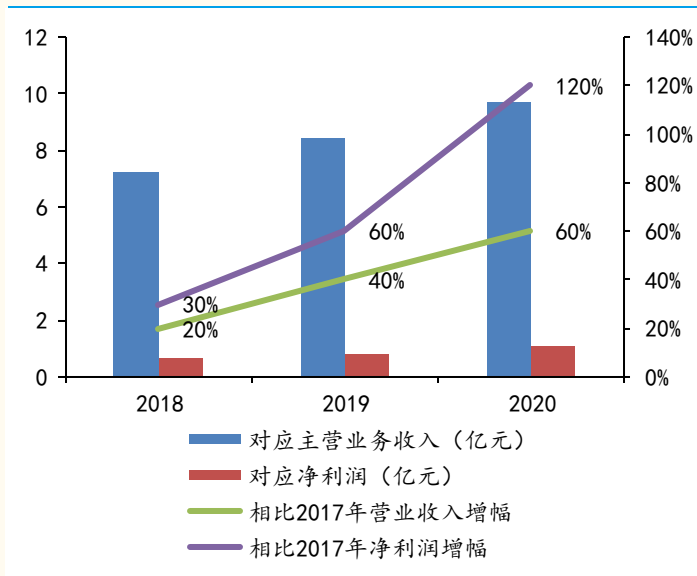
- 公司发布 2018 年限制性股票激励计划：200 位公司任职的董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员授予限制性股票 513.4 万股，占公司总股本比例的 3.57%。这有助于建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司各级管理人员、核心技术人员、业务骨干的积极性，有助于公司的长远发展，彰显对未来的信心。

图表 15：公司股权激励计划



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：解除限售期满足条件



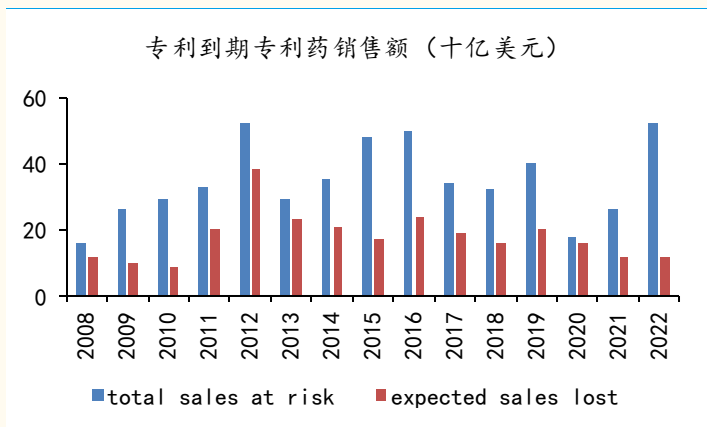
来源：公司公告，国金证券研究所

产业价值链重构中国 API 强国兴起

全球 API 行业保持高速增长

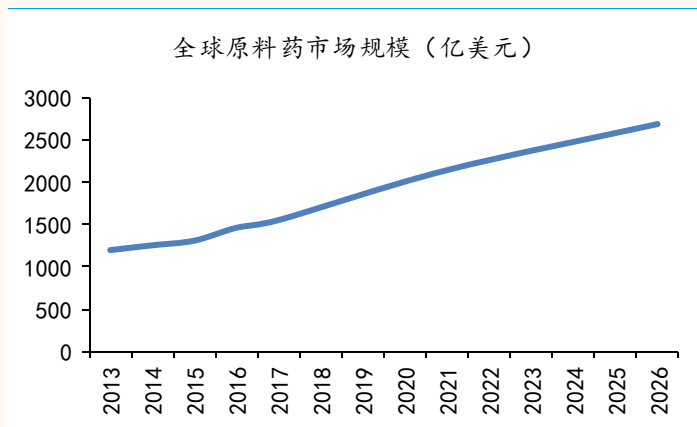
- 从 2009 年起，国际药品市场进入了专利集中到期的窗口，2009~2014 年将有 2350 亿美元销售额的专利药到期，平均每年约 390 亿美元，远超过过去十几年的平均水平，这些药品包含了目前市场上最为畅销的抗肿瘤、心血管以及呼吸系统用药等各大品种。随着未来几年专利药的大量到期，尤其是许多“重磅炸弹”专利药物的到期，全球仿制药市场将迎来快速发展。仿制药市场的快速发展将增加相关特色原料药的需求，并刺激我国原料药企业增加研发投入，增强国际竞争力，促进我国化学原料药行业的产业升级。

图表 17：专利悬崖推动国际通用名药市场持续增长



来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 18：2018-2026 全球 API 市场 CAGR 约 6.8%



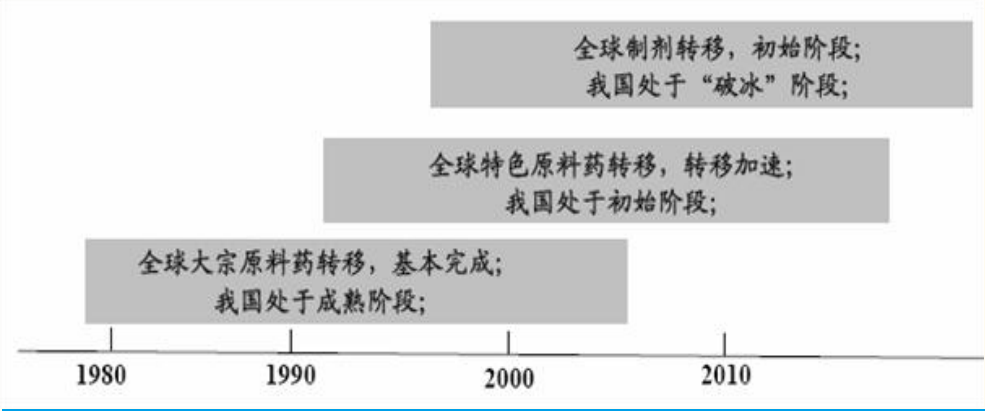
来源：公开资料整理，国金证券研究所

全球医药行业的产业转移带来中国产业升级的契机

- 为控制人力成本、环保成本，近年来发达国家的医药制造企业已逐步将化学药物原料药、医药中间体等产业转移至国外。目前，全球制药公司把外包作为战略性选择的比例已提高到 55%，中国制药企业作为国际制药巨头的外包合作方，2009 年外包市场只有 14.2 亿美元，规

模尚小，但近年外包市场的同比增长率均在 40%以上，正处于高速发展阶段。国际医药外包市场的发展有助于提升我国研发能力及生产实力，从而为我国医药行业的产业升级提供契机。

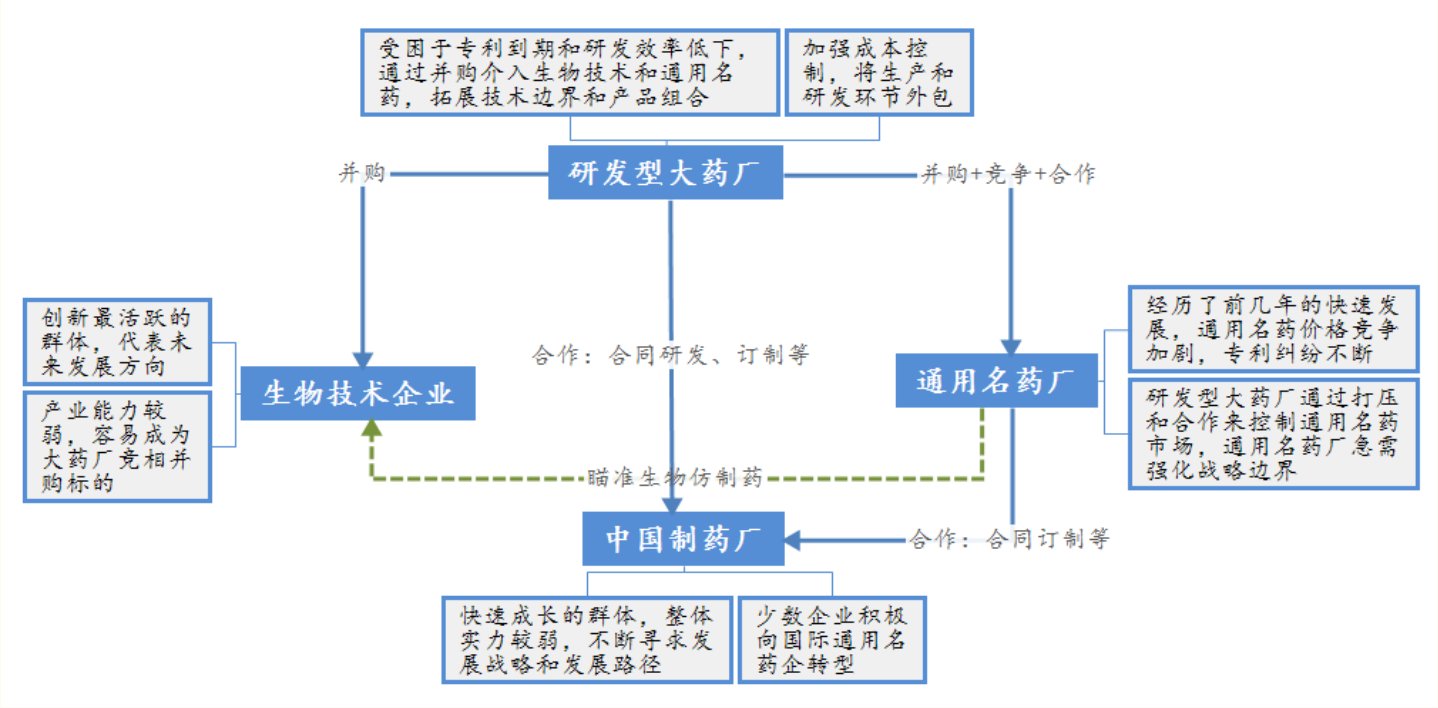
图表 19：全球医药行业产能转移历程



来源：公司公告，国金证券研究所

- 一方面，随着近年来重磅炸弹专利药物的到期，这些传统大型跨国公司在自有创新药物专利到期后，由于产品价格降低，逐步将非核心业务如原料药和制剂加工业务外包给生产成本较低的企业；另一方面，领先的仿制药生产商为了控制成本、专注更高端的核心业务，也开始将业务转移给其它企业。与此同时，中国特色原料药厂商不断加大研发投入、改进生产技术、提高工艺水平、改善生产设备形成专业化生产线，越来越多的产品和生产线通过欧美规范市场的认证，中国特色原料药产业在国际上占据重要地位。

图表 20：制药产业链上各企业之间关系



来源：公司公告，国金证券研究所

特色原料药兼具量价优势，且客户黏性较大

- 根据原料药的特点可以将原料药分为三类，大宗原料药，特色原料药与专利药原料药，中国在大宗原料药行业具有绝对优势，近年来逐渐切入特色原料药市场，专利期原料药有较大发展潜力。从市场特点来看，大宗原料药规模大，但产品附加值较低，特色原料药相较于大宗原料药来说，规模较小，种类多，产品附加值有提升，而公司主营的原料药均属于特色原料药范畴，与传统大宗原料药相比，具有门槛高，利润高的特点，且为保证特色原料药供应的质量稳定性与数量稳定性，制剂企业一般与原料药企业会达成长期合作协议，具有较强的客户粘性。

图表 21：原料药分类

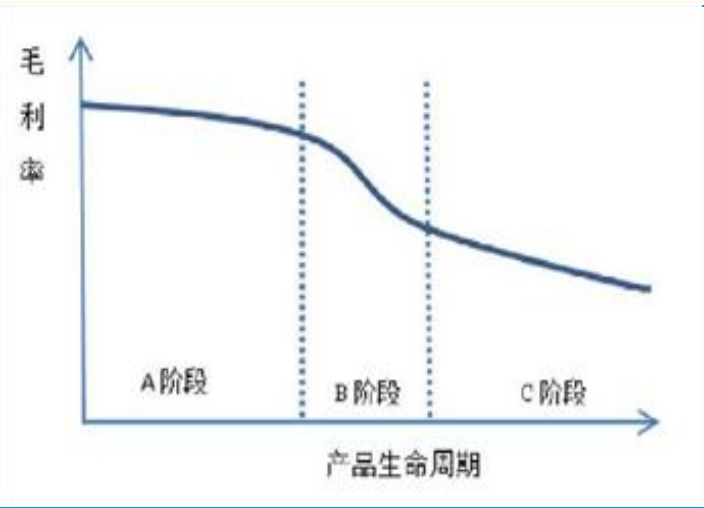
原料药分类	中国	印度	欧洲	市场特点	专利问题
大宗原料药-化学原料药				规模大、产品附加值低	不涉及专利
大宗原料药-通用名原料药					
特色原料药				规模较小、种类多、通常需要进口国许可（DMF）	大多专利刚过期产品
专利药原料药				主要满足国际原研药制药公司	涉及专利

来源：CNKI，国金证券研究所

■ 特色原料药：产品生命周期B阶段兼具量和毛利率

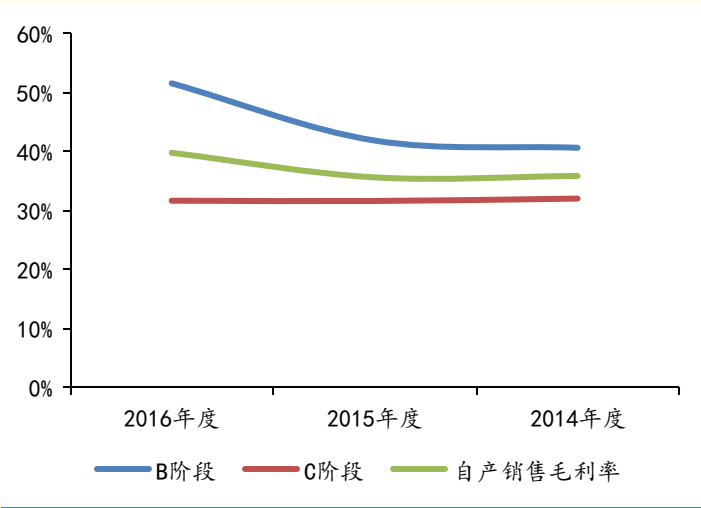
- 公司所在特色原料药赛道具备较高竞争壁垒，产品附加值价高，兼有量和价的优势。量来自于专利过期之后仿制药相对原研降价引发的需求量增，价格来自于专利刚过期时仿制药的毛利率还较高、原料药供应商少，导致此时的特色原料药毛利高。

图表 22：产品生命周期



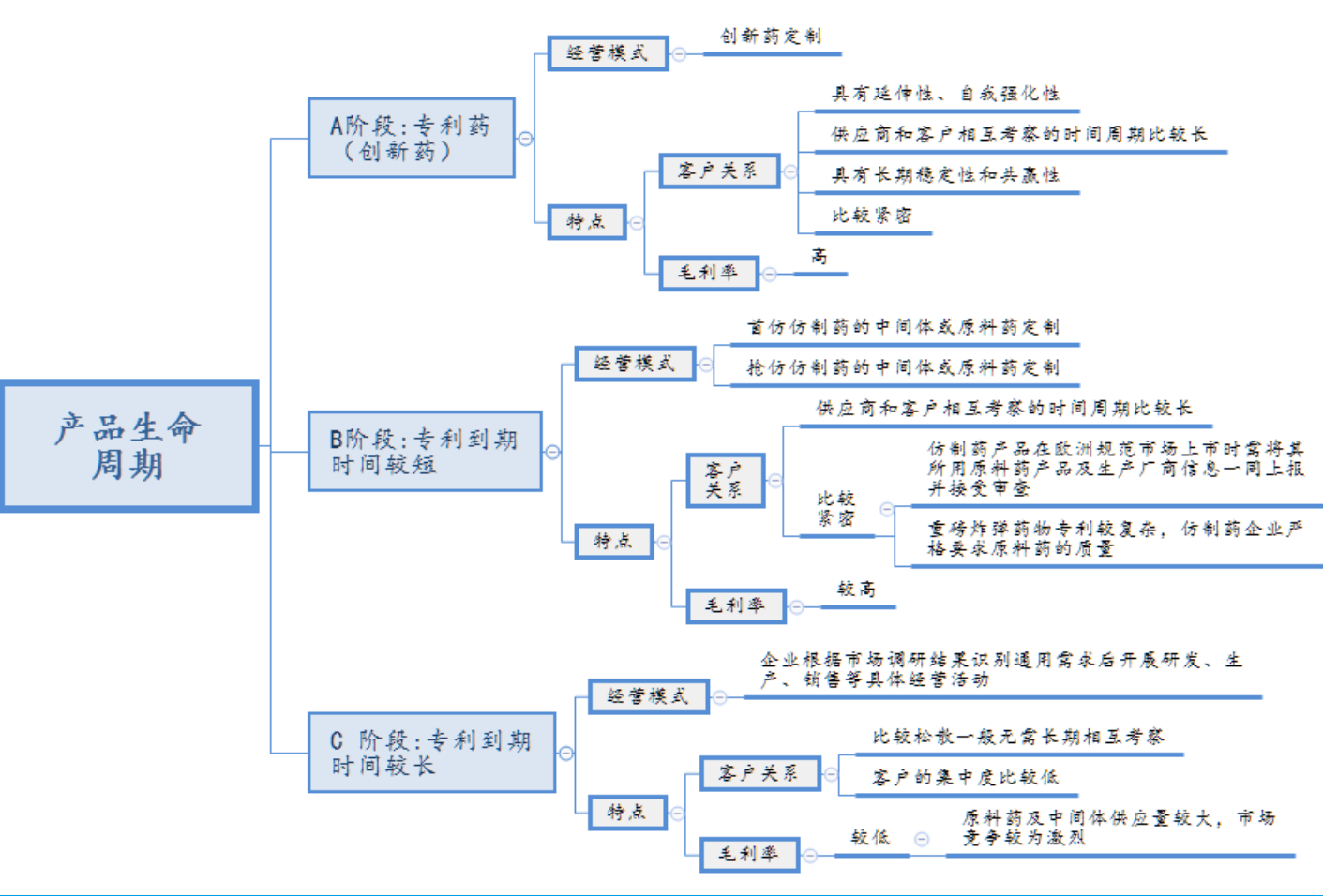
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：产品生命周期毛利率（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：产品生命周期



来源：公开资料整理，国金证券研究所

■ 商业模式决定特色原料供应商与制剂客户黏性更大

- 根据欧洲规范市场药品质量管理的相关规定，制剂产品上市时需将其所用原料药产品及生产厂商信息一同上报并接受审查，制剂厂商对供应商的选择挑剔、严格且慎重，一旦确定便不轻易更换，两者从而形成稳定的合作关系
- 公司深度参与大客户首仿药的研发过程，对首仿的抢仿研发和上市具有重要影响；在首仿药上市后，公司又是客户的重要供应商之一，对药品的质量稳定性以及持续、可靠供应具有重要影响。
- 在目前稳定的大客户模式下，由于公司在首仿药的抢仿阶段就为客户提供原料药和中间体的工艺研究开发、质量研究和安全性研究服务，并提供所需要的原料药和医药中间体，公司会自然地成为客户在首仿药上市后的特色原料药和医药中间体的供应商之一。这与只提供一般特色原料药的竞争对手相比，具有先发优势。
- 首仿药在原研药专利期刚刚到期上市时仍享有超额利润，所以首仿药的尽快上市和上市之后的可靠供应，是跨国制药公司的核心利益和主要关注点。因此，客户在选择供应商时，技术创新能力、综合管理水平、准时交货记录、客户服务水平以及长期战略合作伙伴关系，是优先于成本的主要考虑因素，这有利于公司获得稳定的较高毛利率。

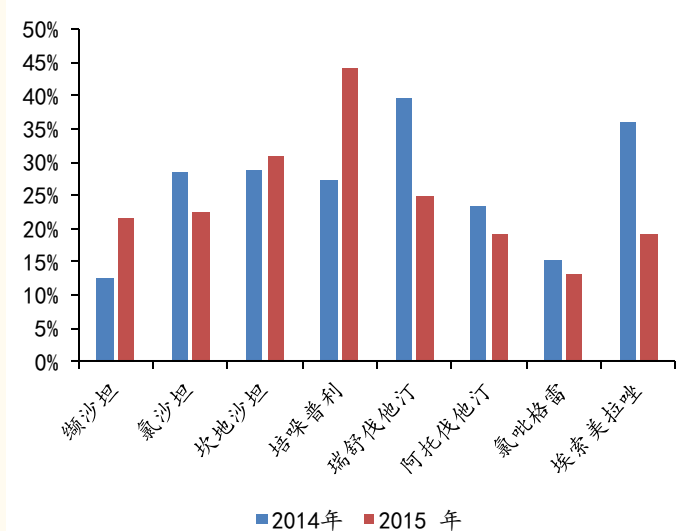
内生式增长和外延式扩张并举，做大做强原料药业务

公司原料药业务的总体优势：规模大+质量优+品种丰富

■ 欧洲市场头部原料药供应商

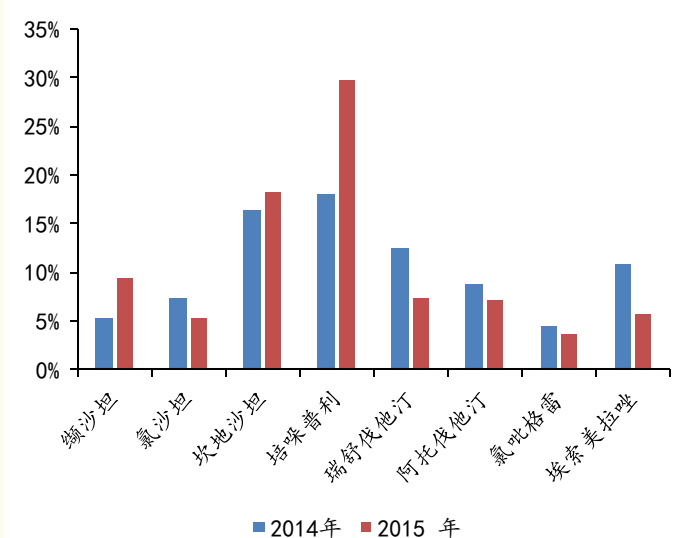
- 通过长期服务于国际知名制药企业，积累了丰富的国际原料药技术研发、注册、质量、GMP、EHS 体系管理经验。拥有 4 家核心原料药生产基地，中、欧、美、日等主流规范市场认证齐全。
- 美诺华通过十多年的努力，已经成为中国出口海外特色原料药品种最多的企业之一，在海外具有一定的企业知名度和美誉度。公司目前拥有包括 KRKA、GEDEON RICHTER PLC. 在内的稳定国外大客户，产品可以直销欧洲等国际规范市场。
- 公司注重战略合作，与大客户形成了一种相互依存、相互支持的紧密合作关系，致力于为客户提供综合性的原料药服务一站式解决方案。

图表 25：公司欧洲市场占有率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：公司全球市场占有率



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 国际客户资源丰富

- 公司将在继续扩大与现有的优质客户合作规模的同时，与全球知名医药企业洽谈战略合作：已与 TEVA、Sandoz、Servier、Amerigen、PHARMSOL、ACTOVERCO、PHARMOLAM B.V. 和 MEDSYNB.V. 等客户建立了初步的合作关系，并通过多家著名国际制药企业品牌供应商审计或确认。

图表 27：公司已经通过多家著名国际医药企业的品牌供应商审计或确认

序号	客户名称	产品	备注
1	TEVA (RAT IOPHARM)	埃索美拉唑、培哚普利	全球最大的仿制药公司
2	Sandoz	阿托伐他汀、瑞舒伐他汀、埃索美拉唑	全球仿制药公司前两位，全球第一位原研公司诺华子公司
3	Actavis	缬沙坦	全球仿制药第三位
4	Apotex	阿托伐他汀、瑞舒伐他汀	加拿大最大的制药公司
5	Servier	阿托伐他汀、培哚普利中间体	法国第二大制药公司
6	Menarini	阿托伐他汀	意大利最大的制药公司

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2017 年公司新拓展的重要客户包括：与山东信立泰药业有限公司就氯吡格雷中间体产品的销售达成合作，公司成为信立泰合格供应商之一，目前该产品已进入商业化供货阶段；与日本排名前三大仿制药厂之一

Sawai 就培哌普利叔丁胺盐建立了商业化合作意向；与法国最大独立制药集团之一、培哌普利原研公司 Servier 在培哌普利中间体成功合作的基础上孵化了更多的业务，其中阿托伐他汀中间体已达成订单；与伊朗排名前三的药厂之一 Actoverco 就瑞舒伐他汀钙成功建立商业化合作关系等。

图表 28：公司新拓展的重要客户

序号	客户名称	产品	备注
1	信立泰	氯吡格雷	心血管药物治疗领域的龙头
2	Sawai	培哌普利叔丁胺盐	日本排名前三大仿制药厂
3	Actoverco	瑞舒伐他汀中间体	伊朗排名前三的药厂
4	Servier	阿托伐他汀中间体	法国最大独立制药集团

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 公司质量领先，具备较强议价能力

- 公司质量体系完备，拥有优秀的质量管控能力，是具备中欧美日研发生产注册等综合性服务能力的原料药企业，目前主流规范市场国际认证齐全。
- 公司目前已经突破了传统原料药企业的价格竞争战略，形成了重磅炸弹药物的首仿-抢仿能力，通过抢占利润率较高的前期市场，形成自己的产品组合，逐渐形成了差异化的竞争优势和快速鲜明的反应机制。

图表 29：公司已商业化品种

状态	英文通用名	中文通用名	适应症	治疗领域
No. 1	Rosuvastatin Ca	瑞舒伐他汀钙	高胆固醇	心血管疾病
No. 1	Perindopril Erbumine	培哌普利叔丁胺盐	高血压	心血管疾病
No. 1	Ivabradine HCl	盐酸伊伐布雷定	心衰	心血管疾病
No. 1	Galantamine HBr	氢溴酸加兰他敏	阿尔茨海默症	神经系统
No. 1	Duloxetine HCl	盐酸度洛西汀	抑郁症	神经系统
No. 1	Mirtazapine	米氮平	抑郁症	神经系统
No. 1	Esomeprazole Mg Dihydrate	埃索美拉唑镁二水合物	胃食管反流性疾病	肠胃疾病
No. 1	Esomeprazole Mg Trihydrate	埃索美拉唑镁三水合物	胃食管反流性疾病	肠胃疾病
No. 1	Rebamipide	瑞巴派特	胃炎/胃溃疡	肠胃疾病
No. 1	Clopidogrel Bisulfate	硫酸氢氯吡格雷	抗凝	抗血栓
No. 1	Ticlopidine	噻氯匹定	抗凝	抗血栓
No. 1	Fipronil	氟虫腈	杀虫	兽药API
No. 1	Marbofloxacin	马泊沙星	氟喹诺酮类抗菌药	兽药API
已商业化	Atorvastatin Ca	阿托伐他汀钙	高胆固醇	心血管疾病
已商业化	Valsartan	缬沙坦	高血压	心血管疾病
已商业化	Pregabalin	普瑞巴林	止痛	神经系统

来源：公司资料，国金证券研究所

- 公司主要品种毛利率基本保持稳定，个别品种出现波动主要受原材料涨价影响。其中公司市占率为市场第一的品种，毛利率呈现上升趋势。

■ 产品梯队丰富，与时俱进研发新品种，持续做强做大

- 围绕市场核心治疗领域，公司布局了丰富的在研产品，为公司长期发展提供了强有力的保障。
- 公司在现有成熟产品的基础上不断增强新产品开发的力度，紧盯国际仿制药市场的发展前沿和需求动向，积极跟踪世界专利药品的生命周期，拓展产品研发与生产的范围并延伸产品生产价值链，成功开发并储备了普瑞巴林、西他列汀以及替诺福韦等专利刚刚过期或即将过期的特色原料药产品，现有产品和储备品种适应症基本集中在心血管类、肠胃类、精神类和抗肿瘤类等依赖性强、难治愈且利润率高的医药产品领域，具有极强的适销性。

图表 30：原料药产品管线

原料药	API	治疗领域	原研厂家	专利到期	状态
伊伐布雷定	Ivabradine HCl	心力衰竭	Servier	2026/4/17	商业化
加兰他敏	Galanthamine base	神经系统	bayer	已到期	商业化
普瑞巴林	Pregabalin	神经系统	Pfizer	已到期	商业化
项目4（沙芬酰胺）		神经系统			在研
盐酸文拉法辛	Venlafaxine	抗抑郁	Wyeth	已到期	商业化
度洛西汀	Duloxetine hydrochloride	抗抑郁	ELI LILLY AND CO	已到期	商业化
米氮平	Mirtazapine	抗抑郁	ORGANON USA INC	已到期	商业化
阿托伐他汀	Atorvastatin	抗血脂	MSD	已到期	商业化
氯吡格雷	Clopidogrel Bisulfate	抗血栓	Sanofi-Aventis	2019/10/12	商业化
噻氯匹定	ticlopidine	抗血栓	ROCHE PALO ALTO LLC	已到期	商业化
利伐沙班	Rivaroxaban	抗血栓	Bayer	2024/8/28	在研
阿哌沙班	apixaban	抗血栓	BMS	2026/11/21	在研
项目2（氯吡格雷硫酸氢盐晶型II）		抗血栓			在研
项目3（替诺福韦艾拉酚胺）		抗病毒			在研
瑞舒伐他汀	Rosuvastatin Ca	降血脂	Astra Zeneca	已到期	商业化
缬沙坦	Valsartan	降血压	Norvartis	已到期	商业化
氯沙坦		降血压	MSD	已到期	商业化
培哚普利	Perindopril	降血压	Servier	已到期	商业化
坎地沙坦	Candesartan	降血压	ANI	已到期	商业化
厄贝沙坦		降血压	Sanofi-Aventis	已到期	商业化
奥美沙坦	Olmesartan Medoxomi	降血压	Daiichi Sankyo	已到期	商业化
维格列汀	vildagliptin	降血糖	Norvartis	2019/12/9	商业化
西他列汀	Sitagliptin	降血糖	Merck	2026/11/24	在研
项目1（达格列净）		降血糖			在研
瑞巴派特	Rebamipide	肠胃类	大塚製薬株式会社	过期	商业化
埃索美拉唑	Esomeprazole	肠胃类	Astra Zeneca	2019/3/11	商业化

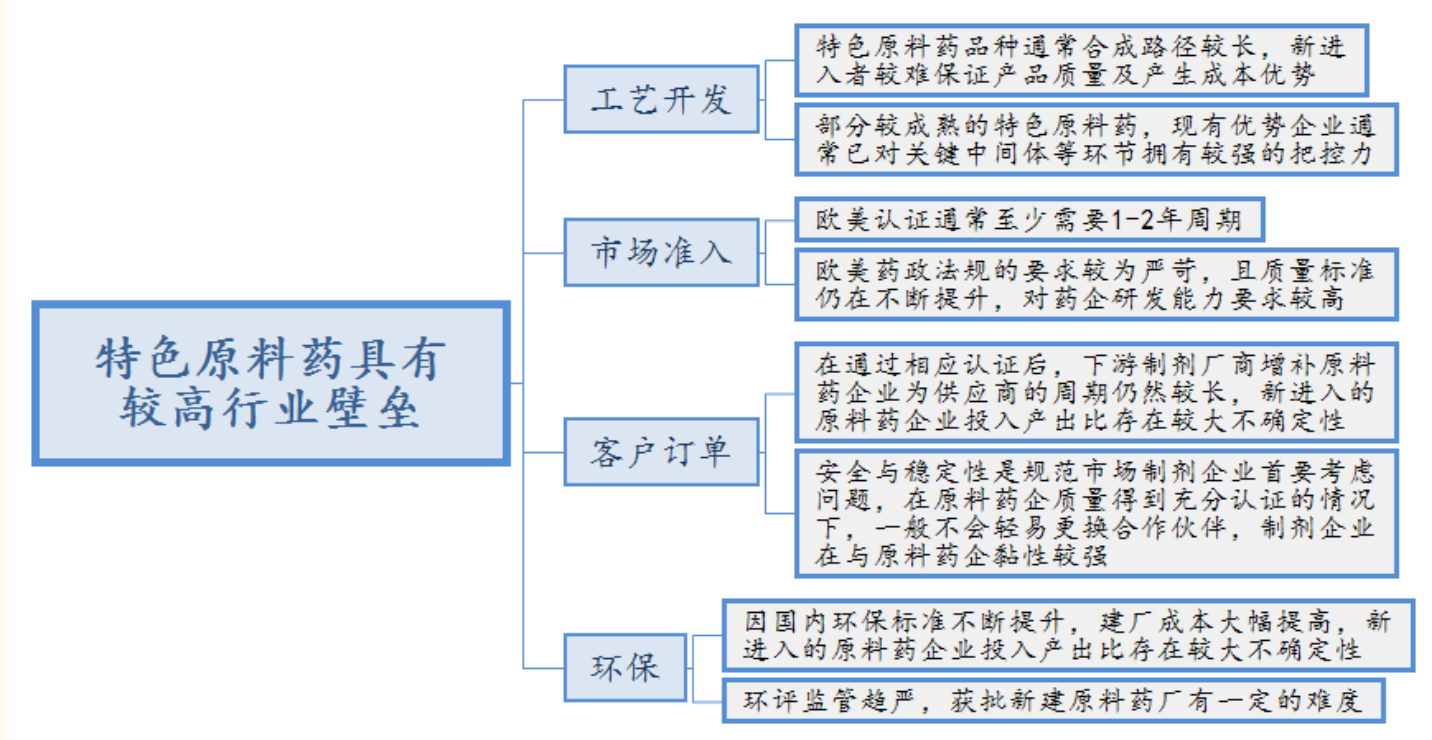
来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

产能利用率维持高位，扩建合规产能迎接供需缺口机会

- 特色高端原料药供给端持续紧缺，有望步入温和且持续的量价齐升周期
- 国际方面，高质量特色原料药供给有限：以缬沙坦为例，2018 年国际大型出口原料药企不断被查出 NDEA 超标，后被暂停 CEP 证书，启动召回程序。欧洲市场目前 EMA 授予有效的缬沙坦 CEP 证书持有人仅剩两家，美诺华与印度 Divi's lab。公司目前缬沙坦产能 120 吨，设计产能 270 吨，Divisc 产能约为 200 吨，产能缺口维持在 570 吨的水平线上，供远远小于求。此外，对比国内的原料药批文和制剂批文可以发现，尽管国内绝大多数品种上原料药批文数量并不少，但是能够达到欧美水准的原料药却高度稀缺。我们认为，未来公司高质量特色原料药在医药产业链上的战略地位和议价能力均有望显著提升。
- 国内方面环保出清产能：随着环保政策密集出台，环保督查力度、广度也在不断升级。环保压力的增加，提升了医药制造企业的环保支出，逼迫部分小产能退出市场，提升行业集中度，降低行业竞争激烈程度。对于已经大力投资环保、进行产业升级、改进工艺、提升污染处理能力的合规原料药企来说，将是长期的结构性利好机遇。
- 行业壁垒方面，特色原料药的高壁垒导致其实际上是一个不容易有新进入者的领域：国内药企现有的这些特色原料药全球优势品种，往往是在专利到期前十年左右就开始布局。先完成产能建设、工艺路线开

发等一系列前期工作，再与制剂企业关联申报并获得批准，最终在原研专利到期时迎来爆发。在目前产业环境下，对于潜在的新进入者而言，技术实力、原料和关键中间体来源、市场准入、客户订单、环保等环节均是较难突破的壁垒，面临投资兑现周期较长、重置成本较高且盈利的不确定性较大的困境。综合上述因素，特色原料药品种维持寡头竞争格局和供给端玩家数量的稳定性将会是大概率事件。

图表 31：特色原料药具有较高行业壁垒

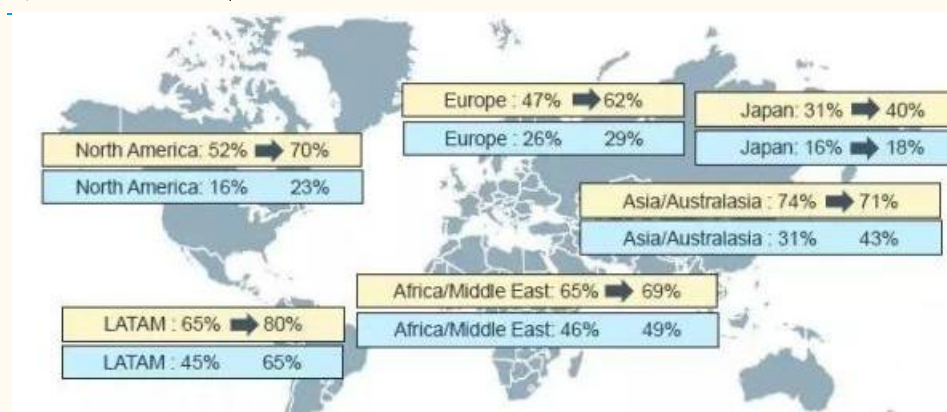


来源：CNKI，国金证券研究所

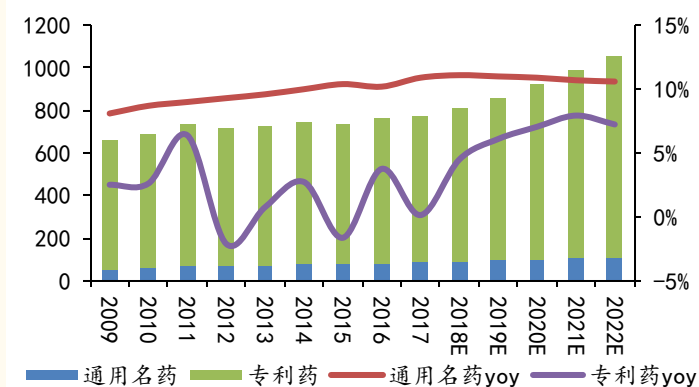
■ 特色原料药需求端刚性增长

- **下游仿制药（通用名药）需求持续景气：**全球仿制药市场占比持续提高，其销售额增速高于专利药销售额增速，市场有望保持 15-20% 的复合增长，而仿制药用量的提高将带来上游行业——特色原料药行业的持续繁荣。

图表 32：仿制药市场占比 2006 VS. 2016

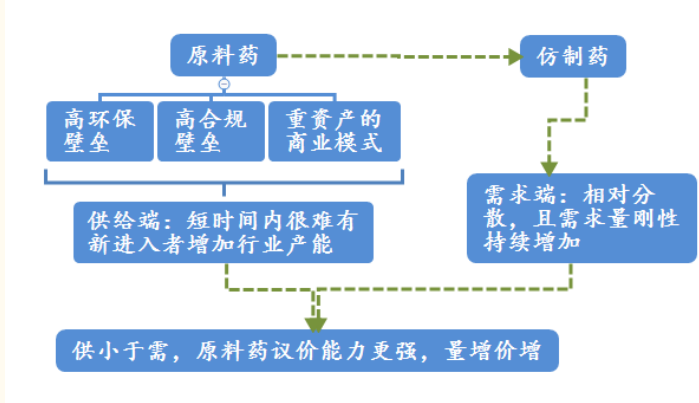


图表 33：全球药品销售额（亿美元）



来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 34：仿制药量增推动原料药量价齐升

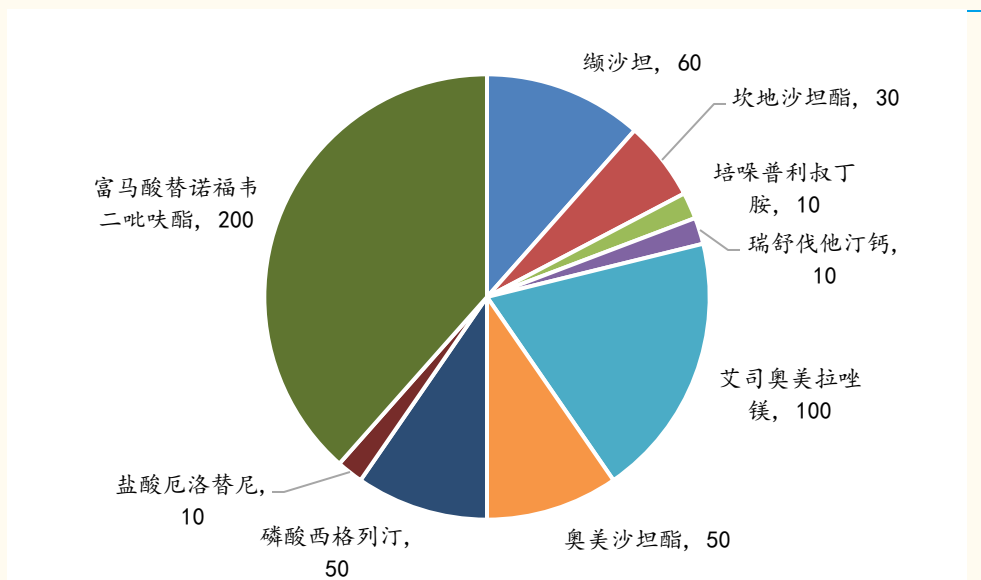


来源：公开资料整理，国金证券研究所

■ 扩产满足国内外市场客户订单增长的需求

- **浙江美诺华东扩项目：**东扩项目计划总投资 35,000 万元，占地 70 亩，总建筑面积约 30,000 平方米，预计 2020 年 5 月完成建设，项目达产后，可新增原料药产能 **520 吨** 新增销售收入 6 亿元，利润 1.5 亿元，税金 0.55 亿元。该项目主要建设内容有：新建综合楼、车间、仓库等建筑，配套建设循环水系统、污水处理站、纯水制备机组、冷冻站、固废焚烧炉、罐区等公用设施。东扩项目投产后将明显改善现有产能饱和的瓶颈限制，巩固提升公司的竞争优势。

图表 35：东扩项目，520 吨原料药产能分布



来源：公司公告，国金证券研究所

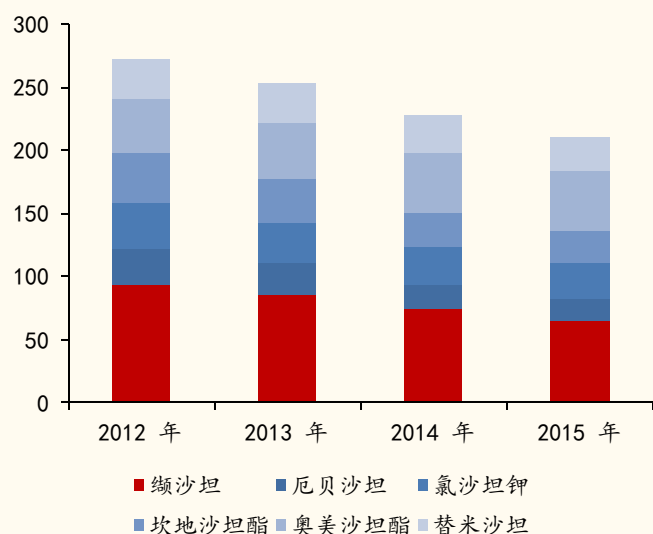
- **安徽美诺华北扩项目：**2017 年 11 月份，安徽美诺华启动了总投资 3 亿元的“北扩项目”，预计 2019 年 11 月竣工投产，达产后将新增缬沙坦、坎地沙坦等原料药产能 **400 吨/年**。该项目占地面积约 80 亩，规划新建原料药车间、质检办公大楼、研发大楼、以及配套仓储和公用工程、环保处理设施等。

沙坦原料药需求端持续景气，供给端缺口扩大

■ 沙坦类药物需求端持续扩大

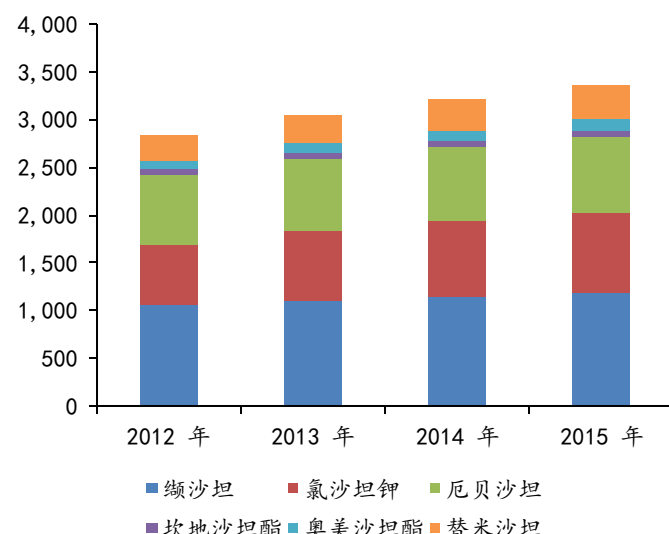
- 在过去几十年中，随着人们对高血压发病机制认识的不断深入，针对新的更为有效的作用靶点的新药相继得到开发，90 年代开发的血管紧张素 II 受体拮抗剂（沙坦类）由于其降压效果彻底、副作用少、药效长（能稳定控制 24 小时血压）及能与其他沙坦类药物联合使用等优点，已成为目前使用最为广泛的高血压治疗药物。
- 2010 年-2013 年期间几个主要沙坦类品种专利到期，仿制药的上市使得沙坦类药物价格大幅下降，各主要沙坦类药物全球销售额在 2012 年-2015 年期间呈现下降趋势。但从沙坦类药物原料药的需求量来看，在沙坦类药物专利到期之后的年份，全球沙坦类药物的原料药需求量逐年上升，这与药物价格下降进而吸引更多高血压患者选择服用沙坦类药物的情况一致。在新一代高血压药物问世之前，预计沙坦类药物的需求量将随着价格下降过程进一步增长，有利于上游原料药行业的发展。

图表 36：全球主要沙坦类药物品种销售情况（亿美元）



来源：终端样本医院，国金证券研究所

图表 37：全球主要沙坦类药物原料药的需求情况(吨)



来源：终端样本医院，国金证券研究所

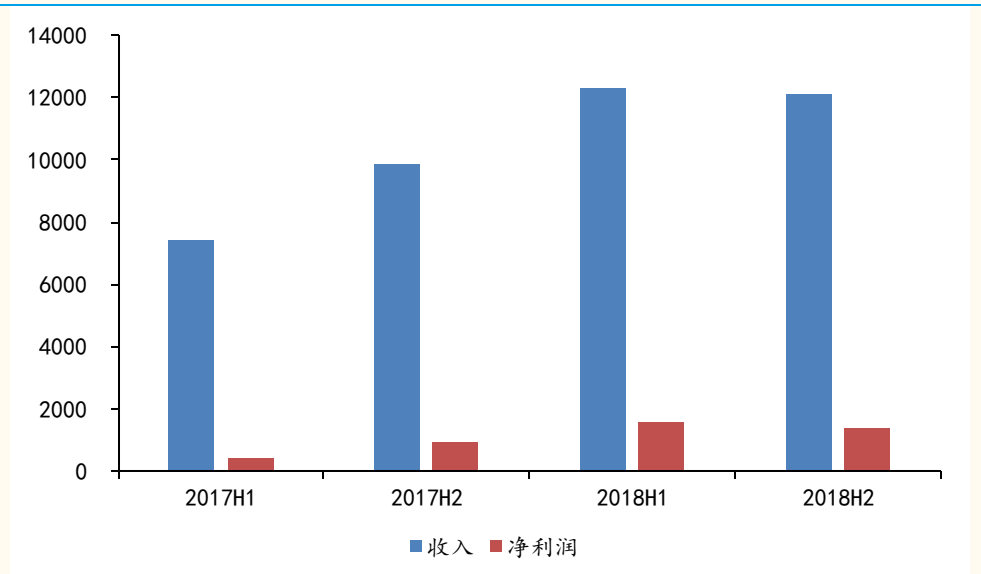
■ 受沙坦事件影响，供给端缺口持续扩大，高品质沙坦原料药涨幅较大

- 缬沙坦事件披露以来，从华海最早发现上报，到 TEVA、Sandoz、Aurobindo、Mylan 等全球大型药企的仿制药或原料药相继检测出类似杂质，全球供需缺口持续加大。
- 2018Q4 以来，缬沙坦在欧洲市场的价格已从 120-160 美元/kg 提升至 240-260 美金/kg，小批量产品提价至 300 美金/kg 以上。随着 Mylan 检测出杂质，供给或将进一步紧张，目前能够在欧洲市场销售缬沙坦原料药的供应商只剩下中国的美诺华和印度的 Divis（200 吨）两家。
- 单欧洲的需求大概在 600 吨左右，美诺华扩产的 150 吨刚好填补一定的缺口，考虑到 DIVIS 也仅有一半左右在欧洲销售，即使美诺华新增产能全部填补欧洲，欧洲的缺口也在 200 吨左右，欧洲的供需缺口并有望带动价格进一步景气。
- 由于质量标准、注册认证以及供应链稳定等高要求，规范市场的价格本身较高，能够保证原料药企业具有相对较高的毛利率水平。

燎原药业并表增厚公司业绩

- 截止 2018 年年报，公司共控股燎原药业 69.06% 股份，并与 2018 年 5 月 23 日完成股转后并表。
- 公司主营业务与燎原药业有着较强的协同性，控股燎原后有助于公司：
 - (1) 拓展新市场，丰富客户结构：燎原药业拥有日本、美国等高端规范市场认证，为公司补充和扩展欧洲外海外市场，整合产品资源和客户资源，协同发展国际业务。
 - (2) 延伸心血管产品管线，布局抗血栓类产品：燎原药业作为全球规模最大的抗血栓类产品中间体供应商之一，能为公司提供氯吡格雷、度洛西汀、阿哌沙班、利伐沙班、替卡格雷等以噻吩类为原材料的系列产品。
 - (3) 强化规模效应：通过聚焦深入布局产品细分领域、实现生产协同效应和经营管理协同效应，增强公司的市场竞争能力和规模。

图表 38：燎原药业收入及净利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

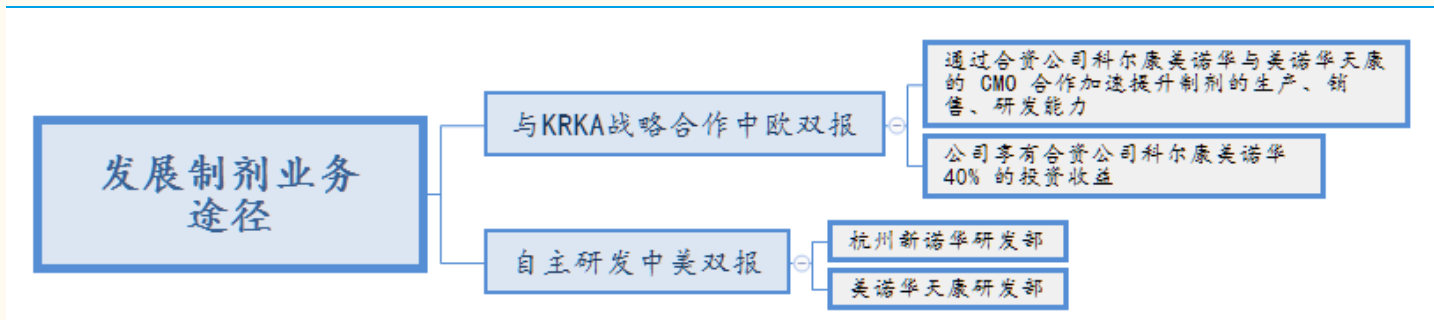
- 环保去产能导致收入快速增加：部分竞争对手因环保要求无法满足其客户需求，公司在确保老客户销售量平稳增长的同时积极拓展市场，吸引、开发潜在客户，获取更多业务订单，争取更大市场份额，为本期销售业绩倍增提供了有力保障，为未来市场布局，产品结构优化创造了有利条件。合理安排生产，推动节能降耗。灵活生产调度，合理资源配置，充分利用生产闲置产能，有序性安排小产品订单，以满足市场多样性需求。
- 规模效应和管理水平上升促进净利率增速快速上升：得益于产量增加带来的规模效应，综合成本摊薄，成本下降，缓解材料价格上升对成本的压力。在收入增幅 66%的前提下，公司三费较上期仅增加 1.77%，美诺华职能部门内控管理能力已见成效。

重点发展制剂产业，产业转型升级，前景广阔

制剂延长公司产业价值链，提升公司盈利能力

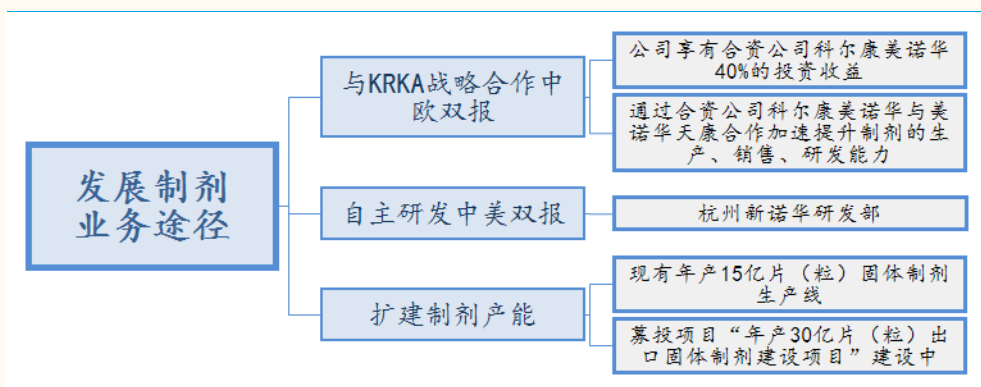
- 在药品制造价值链中，呈大宗原料药—特色原料药—通用名药—创新药物的金字塔结构。产业链从原料药制造纵向拓展至制剂端提升企业盈利能力。
- 公司主要通过与 KRKA 战略合作进行中欧双报，自主研发进行中美双报，与国内 MAH 开展制剂合作三种方式发展制剂业务。
- 中欧双报方面，美诺华天康通过了中国和欧盟 GMP 认证，普瑞巴林产品以实现商业化规模生产，同时，中欧合资公司科尔康美诺华，成功技术转移了 6 个欧洲合作产品，并有望在两年内陆续在中国提交注册申请。中美申报方面，尚处于研发阶段，但依托公司原料药制剂一体化优势，有望快速形成丰富的制剂产品梯队。

图表 39：美诺华发展制剂途径



来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 40：美诺华发展制剂途径

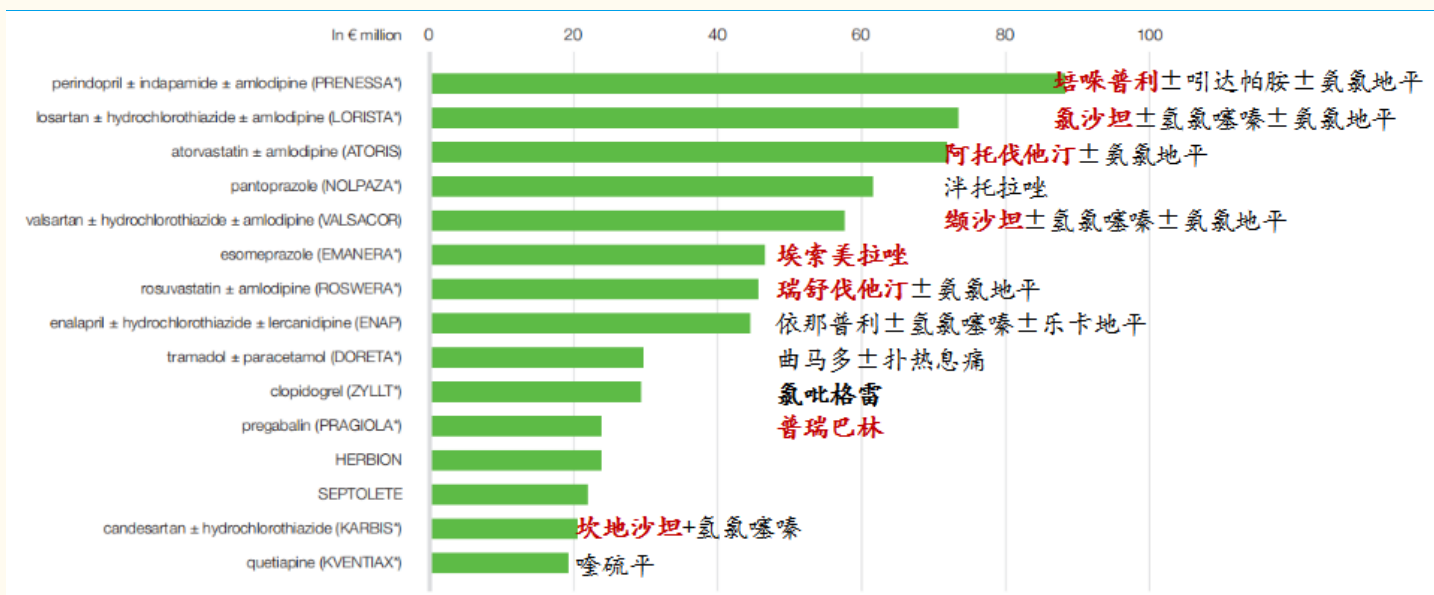


来源：公司公告，招股说明书，国金证券研究所

与 KRKA 战略合作设立子公司，实现中欧双报

- KRKA 公司是斯洛文尼亚最大的药品生产企业，也是欧洲第 7 大、全球第 22 位的仿制药生产商，主要产品包括心血管药物、中枢神经药物以及抗肿瘤药物等，具有先进的高新技术和尖端产品。

图表 41：2017 年 KRKA 主打产品销售额



来源：KRKA 年报，国金证券研究所

注：红色标记部分为公司供应原料药

- 合资公司于 2017 年 12 月设立，主营业务为医药制剂和生物制剂的研发、生产和销售，产品治疗领域包括抗肿瘤和心脑血管等疾病，销售主要面向欧盟和中国市场。

图表 42：合资公司发展历程

时间	事件
公司成立-现在	KRKA 是美诺华第一大客户，同时美诺华也是 KRKA 第一大供应商，双方已经合作十余年之久。
2017 年 12 月	美诺华与国际著名药企 KRKA 合作，拟定共同投资 5 亿元人民币，注册成立宁波科尔康美诺华药业有限公司，其中 KRKA 占股 60%，美诺华占股 40%。
2018 年-现在	合作品种陆续进行技术转移、验证测试。
2018 年	美诺华天康药业投入了 1000 余万元，完成了制剂二车间改造，并通过了国内 GMP 认证
2018 年 9 月	美诺华天康药业通过欧盟 GMP 审计
2018 年 12 月	普瑞巴林完成验证批次的稳定性测试，开始商业化生产。
2019 年下半年	通过同一生产线对中国市场规模量产和销售
2021 年	科尔康美诺华完成投资建

来源：公司公告，招股说明书，国金证券研究所

■ 产业链一体化模式，业务协同提升效率

- 在保证原料药原有竞争优势的基础上，公司通过研发和创新，选择具有较大市场空间的主流品类，拓展下游制剂产品，打造“中间体、原料药、制剂”一体化的全产业链，特别是原料药拳头产品的全产业链生产线，使得公司的制剂产品在二次议价时拥有价格优势，同时实现对产业链更高端利润的挖掘力和更广阔的市场空间。

图表 43：美诺华下游制剂空间测算

	国际市场（亿美元）	国内市场（亿元）
氯吡格雷	22	74
阿托伐他汀	30	71
瑞舒伐他汀	50	35
缬沙坦	65	25
氯沙坦	29	16
埃索美拉唑	25	10
培哌普利	15	9
坎地沙坦	24	8.5
总计	260	248.5

来源：公开资料，国金证券研究所

- 医药中间体-原料药-制剂一体化，产业链集成可以提高公司的资源配置效率，发挥产能协同效应，有效分散、抵消了单一原料或制剂产品的价格波动风险，利于保证产品质量，从而拓展了市场空间，增加了企业盈利能力，提高了公司产品的整体竞争力。

宣城美诺华获先声药业增资入股，战略合作发展可期

- 2019年6月27日，美诺华公告称与先声药业达成合作，子公司宣城美诺华（年产1600吨原料药项目）获先声药业投资1.12亿元，先声药业获得49%股份，美诺华放弃未来增资优先认购权。这项合作能为美诺华与先声建立良好的合作关系，有望丰富美诺华的产品结构，引入并生产先声药业已上市的高壁垒仿制药产品和将上市的创新药，提高公司的盈利能力和稳定性。
- 先声药业专注于创新药物和高壁垒仿制药物的研发、生产和销售。目前，先声药业拥有超过50种药品的产品组合，重点覆盖肿瘤、风湿免疫、心脑血管、抗感染、中枢神经等疾病治疗领域，其中大多数已进入国家医保和国家基本药物目录。2018年先声药业的营业收入达到20.97亿元，净利润为11.22亿元，拥有良好的盈利能力。

图表 44：先声药业发展历史

发展阶段	时间	事件
以仿制药为核心，收购和研发并举	1995	先声药业的前身江苏臣功医药有限公司成立。首创中国医药营销企业的“总经销”模式
	2001	控股海南海富制药有限公司（后更名为先声药业有限公司），建立药品生产能力
	2003	收购南京东元制药有限公司（后更名为南京先声东元制药有限公司），进一步强化产品组合和生产能力
	2004	成立江苏先声药物研究有限公司，建立综合研发平台
	2005	获弘毅投资入股，以2.1亿元人民币获得31%股份
	2006	斥资2亿收购烟台麦得津80%的股份，获得抗肿瘤领域国家一类新药“恩度”
	2007	纽交所上市，募集资金2.62亿美元。收购吉林博大51%的股权，完成了对东捷药业及其抗肿瘤化疗药捷佰舒的并购
	2008	收购芜湖中人药业70%股权，获得抗肿瘤药物“中人羧安”
仿创结合，寻求与海外创新药企业合作	2009	2009年5月斥资1.96亿元收购延申生物37.5%股份，获得甲型H1N1流感病毒裂解疫苗生产资质，11月增持股份至50.77%
	2011	与默沙东成立合资公司推广仿制药销售。与百时美施贵宝合作，获得心血管领域药物BMS-795311的中国区授权。
	2013	纽交所退市，先声药业、弘毅投资、挚信资本、复星医药等共同组成财团，以4.95亿美元收购所有流通股份。与百时美施贵宝合作，在中国开发用于治疗类风湿性关节炎的生物制剂阿巴西普（Orencia）的皮下注射剂型。
	2015	默沙东撤出合资公司的药品，合资公司经营归先声。
	2017	与安进公司战略合作在中国共同开发和商业化生物类似药，涵盖风湿免疫、肿瘤领域
	2018	获得荷兰生物制药公司Merus独家授权，在中国区域利用Merus专有的Biclonics技术平台开发和商业化三种双特异性抗体
	2019	与荷兰帝斯曼旗下Pentapharm合作，在中国市场共同开发及商业化巴曲酶浓缩液Defibrase®，用于急性脑梗死。

来源：公开信息，公司官网，先声药业集团年报，国金证券研究所

■ 先声药业在研管线产品丰富，研发实力强劲

- 创新药：先声药业目前已有两款创新药报产待批，治疗适应症分别为活动期风湿性关节炎和急性缺血性脑中风；一款创新药处于三期临床阶段；

图表 45：先声药业创新药管线



来源：公开信息，公司官网，先声药业集团年报，国金证券研究所

- 仿制药：先声药业现在有八款仿制药处于报产待批状态。若大量待批药品密集上市，宣城美诺华的原料药业务有望受益于产品结构的丰富和新药上市后的快速放量。

图表 46：先声药业仿制药管线



来源：公开信息，公司官网，先声药业集团年报，国金证券研究所

■ 先声药业多领域多品种为合作提供广阔空间

- 先声药业已上市产品超过 50 种，预计未来宣城美诺华也有望受益于先声药业已有产品的原料药生产，有利于横向扩展美诺华原料药产品管线，与先声药业建立深度的战略合作关系，有望实现共赢。
- 与此同时，先声药业与美诺华药业在海外也有较为广阔的合作空间及可能性，预计未来两家公司的业务拓展及合作将横跨国内、国际市场，合作形式创新也值得期待。

图表 47：先声药业主要产品涉及肿瘤、CNS、风湿免疫、感染、心血管等重磅领域

类型	商品名	通用名	适应症
抗肿瘤	化疗	恩度	重组人血管内皮抑制素注射液
		中人氨安	羧苄唑啉植入剂
		捷佰舒	注射用奈达铂
		捷佰立	注射用培美曲塞二钠
	化疗不良反应	诺威	盐酸帕洛诺司琼注射液
中枢神经	脑梗神经症状	必存	依达拉奉注射液
	抗抑郁	安适	盐酸曲唑酮片
风湿免疫	风湿性关节炎	艾得幸	艾拉莫德片
	慢性疼痛	英太青®胶囊	双氯芬酸钠缓释胶囊
		英太青®凝胶	双氯芬酸钠凝胶
抗感染	细菌感染	安信	注射用比阿培南
		安奇®颗粒	阿莫西林克拉维酸钾（4:1）颗粒
		安奇®片	阿莫西林克拉维酸钾（4:1）片
		再林®-颗粒	阿莫西林颗粒
		再林®-胶囊	阿莫西林胶囊
		再林®-分散片	阿莫西林分散片
		再克®	头孢克洛干混悬剂
		力宏®胶囊	头孢丙烯胶囊
		力宏®颗粒	头孢丙烯颗粒
		抗病毒	也青
心血管	高血压	复傲坦®	奥美沙坦酯氢氯噻嗪片
		欣他	苯磺酸左旋氨氯地平片
	高胆固醇血症	舒夫坦	瑞舒伐他汀钙片
其他	止咳	咳喘宁	咳喘宁口服液
	骨代谢	法能	阿法骨化醇软胶囊
	肠胃疾病	必奇	蒙脱石散
		欧迪佳	尿囊素铝片
		顶安	铝碳酸镁咀嚼片

其中全球第一家上市产品 3 个（恩度、中人氨安、艾得幸）、国内第一家上市产品 6 个（必存、再林、英太青、也青、捷佰舒、安信）。

来源：公司官网，先声药业集团年报，国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 我们看好从原料药向制剂发展的产业发展逻辑，考虑到公司特色原料药业务的稳步发展，燎原药业的并表增厚，以及制剂一体化的发展前景。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.95/1.18/1.50 元，对应 PE 分别为 22.9/18.4/14.5 倍，考虑公司并表燎原药业巩固龙头地位和“原料药和制剂双轮驱动”，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示

- 医药行业环保压力，政策对于供给侧具有一定压力和风险，对业绩影响存在不确定性。
- 上游原料涨价，对成本及毛利率影响存在不确定性。
- 医药行业恶性事件。
- 汇率波动，公司有一定规模体量的海外业务，汇率波动对业绩影响存在不确定性。
- 公司即将开展的制剂业务存在不确定性，有可能增加应收、存货等资产负债表项目。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	578	605	849	1,109	1,421	1,794
增长率		4.7%	40.2%	30.6%	28.1%	26.3%
主营业务成本	-362	-399	-572	-726	-938	-1,166
%销售收入	62.5%	65.9%	67.4%	65.5%	66.0%	65.0%
毛利	217	206	276	382	483	628
%销售收入	37.5%	34.1%	32.6%	34.5%	34.0%	35.0%
营业税金及附加	-7	-9	-10	-11	-14	-18
%销售收入	1.2%	1.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-13	-17	-19	-21	-27	-43
%销售收入	2.2%	2.9%	2.2%	1.9%	1.9%	2.4%
管理费用	-98	-110	-149	-186	-240	-314
%销售收入	16.9%	18.2%	17.5%	16.8%	16.9%	17.5%
息税前利润 (EBIT)	99	69	99	164	202	253
%销售收入	17.1%	11.4%	11.7%	14.8%	14.2%	14.1%
财务费用	5	-10	-11	-23	-25	-26
%销售收入	-0.9%	1.6%	1.3%	2.1%	1.8%	1.4%
资产减值损失	-8	-1	-8	-6	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	28	10	10	10
%税前利润	1.8%	n.a	26.5%	6.9%	5.4%	4.2%
营业利润	98	64	113	145	186	236
营业利润率	17.0%	10.6%	13.3%	13.1%	13.1%	13.2%
营业外收支	7	0	-6	0	0	0
税前利润	105	64	107	145	186	236
利润率	18.2%	10.6%	12.6%	13.1%	13.1%	13.2%
所得税	-20	-14	-2	-3	-9	-12
所得税率	19.1%	22.4%	1.6%	2.0%	5.0%	5.0%
净利润	85	50	105	142	176	224
少数股东损益	6	5	9	0	0	0
归属于母公司的净利润	79	45	96	142	176	224
净利率	13.6%	7.4%	11.3%	12.8%	12.4%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	85	50	105	142	176	224
少数股东损益	6	5	9	0	0	0
非现金支出	43	35	59	71	81	98
非经营收益	5	10	-11	1	25	28
营运资金变动	-16	-15	-107	-201	12	-44
经营活动现金净流	117	80	47	13	294	306
资本开支	-105	-85	-298	-76	-130	-250
投资	-35	-309	-30	0	0	0
其他	23	-28	2	10	10	10
投资活动现金净流	-117	-422	-326	-66	-120	-240
股权募资	0	403	39	0	0	0
债权募资	37	88	337	144	9	141
其他	-1	-24	7	-64	-65	-68
筹资活动现金净流	36	468	382	80	-55	73
现金净流量	37	126	103	27	119	139

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	125	259	370	397	516	655
应收款项	64	85	174	186	238	326
存货	143	146	299	433	458	474
其他流动资产	14	287	230	234	238	243
流动资产	347	777	1,073	1,251	1,451	1,698
%总资产	36.3%	51.4%	47.3%	49.8%	52.6%	53.7%
长期投资	187	256	164	214	214	214
固定资产	290	359	739	718	722	831
%总资产	30.4%	23.7%	32.5%	28.6%	26.2%	26.3%
无形资产	112	109	229	260	306	350
非流动资产	609	736	1,198	1,259	1,308	1,462
%总资产	63.7%	48.6%	52.7%	50.2%	47.4%	46.3%
资产总计	955	1,514	2,271	2,510	2,759	3,160
短期借款	67	155	428	591	600	742
应付款项	124	159	312	275	355	407
其他流动负债	22	26	40	37	50	63
流动负债	214	340	779	903	1,005	1,212
长期贷款	0	0	108	108	108	108
其他长期负债	11	11	44	0	0	0
负债	224	351	931	1,011	1,113	1,320
普通股股东权益	690	1,116	1,197	1,356	1,503	1,697
少数股东权益	41	46	143	143	143	143
负债股东权益合计	955	1,514	2,271	2,510	2,759	3,160

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.876	0.372	0.646	0.954	1.183	1.503
每股净资产	7.668	9.302	8.027	9.094	10.077	11.380
每股经营现金净流	1.303	0.668	0.312	0.087	1.973	2.050
每股股利	0.000	0.000	0.180	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	11.43%	4.00%	8.05%	10.49%	11.74%	13.21%
总资产收益率	8.25%	2.95%	4.24%	5.67%	6.40%	7.09%
投入资本收益率	10.04%	4.07%	5.16%	7.32%	8.14%	8.93%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.19%	4.71%	40.25%	30.59%	28.13%	26.30%
EBIT增长率	28.36%	-30.23%	43.89%	65.05%	22.94%	25.41%
净利润增长率	2.37%	-43.33%	115.66%	47.70%	24.00%	27.04%
总资产增长率	15.42%	58.45%	50.03%	10.51%	9.94%	14.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.4	38.6	49.0	55.0	55.0	60.0
存货周转天数	155.2	132.6	142.0	220.0	180.0	150.0
应付账款周转天数	69.6	83.7	85.6	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	155.3	149.8	196.5	163.4	146.6	117.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.96%	-8.91%	12.38%	20.12%	11.66%	10.55%
EBIT利息保障倍数	-18.8	7.3	9.0	7.2	8.0	9.7
资产负债率	23.48%	23.20%	40.99%	40.27%	40.35%	41.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	3
增持	0	1	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	1.50	1.40

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH