

# 新活素进入医保后持续高增长超预期，2019年迎来显著业绩拐点

——西藏药业深度报告

首次覆盖报告

崔文亮(分析师)

010-83561311

cuiwenliang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518120002

## ● 新活素潜在市场空间在30亿以上，2017年纳入医保后快速放量超预期

我国每年急性心衰病例约200万左右，新活素作为急性心衰的抢救用药，适用于90%以上的患者，2018年销量118万支，渗透率仅10%，假设未来几年，新活素使用率逐步提升至35%，对应市场容量在600万支以上，对应金额36亿元。2017年7月，新活素通过高价药谈判方式降价40%左右进入医保，解决了此前产品单价过高和医保不能报销的困局，纳入医保后，新活素从2017年开始急剧放量，2017年、2018年、2019H1销量分别同比增长67%、91%和66%，显著超出市场预期。与此同时，2017年当年新活素即通过销量大幅增长67%弥补了出厂价大幅下降40%带来的影响，并没有出现市场担心的大幅降价后带来的收入和净利润下滑，2018年，新活素销量继续大幅增长91%，实现收入接近6亿元，如果不考虑资产减值因素，2018年已经实现经营性净利润3亿元，同比增长31%，净利润水平达到此前历史峰值。

## ● 2019年是公司业绩拐点，2019H1新活素同比大幅增长66%超预期

2019年H1，新活素销量继续保持66%高增长，IMS和PDB等数据显示医院终端新活素销售同样高增长50%，预计全年都将实现50%以上高增长，并在未来几年继续保持快速增长（2019~2021年预计新活素销量同比增长53%/43%/40%），从而驱动公司未来几年收入和净利润均保持30%以上复合增长。由于2018年公司计提资产减值超过8500万，导致公司2018年表观净利润增速较低，2019年开始，公司将在表观上体现出业绩拐点，预计表观净利润大幅增长76%（扣非经营性净利润同比增长38%）。

## ● 持续回购彰显公司信心，2019/2020年估值仅16倍给予“强烈推荐”

2019年4月26日至7月31日，公司累计回购股份数量为252万股，回购金额为8500万元，平均回购成本33.72元/股，彰显公司对未来发展信心。我们预计，公司2019~2021年收入13.78亿/18.14亿/23.66亿元，同比增长34%/32%/30%，净利润3.80亿/5.08亿/6.72亿元，同比增长76%/34%/32%，2019~2021年PE分别为16/12/9倍，PEG显著小于1，考虑到未来几年公司业绩保持30%以上复合增速，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## ● 风险提示：新活素销售增长低于预期；新活素进一步降价；依姆多销售低于预期；其他产品销售下滑拖累公司业绩；商誉减值风险。

### 财务摘要和估值指标

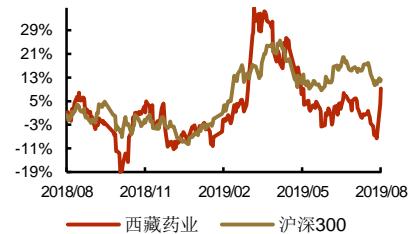
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	916	1,028	1,378	1,814	2,366
增长率(%)	14.9	12.3	34.1	31.6	30.4
净利润(百万元)	230	216	380	508	672
增长率(%)	15.8	-6.1	76.3	33.8	32.2
毛利率(%)	73.8	79.9	82.0	82.5	82.8
净利率(%)	25.1	21.0	27.6	28.0	28.4
ROE(%)	11.5	9.7	14.9	16.9	18.4
EPS(摊薄/元)	1.28	1.20	2.12	2.83	3.74
P/E(倍)	26.4	28.2	16.0	11.9	9.0
P/B(倍)	3.0	2.7	2.4	2.0	1.7

**强烈推荐（首次评级）**

**市场数据** **时间 2019.08.14**

收盘价(元):	33.79
一年最低/最高(元):	24.65/44.3
总股本(亿股):	1.8
总市值(亿元):	60.69
流通股本(亿股):	1.46
流通市值(亿元):	49.19
近3月换手率:	40.19%

**股价一年走势**



**收益涨幅 (%)**

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	10.65	-1.81	-4.43
绝对	7.34	-0.79	4.74

**相关报告**

## 目 录

1、 新活素是急性心衰刚性治疗药物，潜在市场超过 30 亿 .....	3
1.1、 新活素治疗急性心衰获得权威指南推荐 .....	3
1.2、 新活素曾获得美国 FDA 批准上市 .....	4
1.3、 新活素完成国内多项四期临床，效果显著 .....	4
1.4、 新活素潜在市场空间在 30 亿以上 .....	5
2、 新活素纳入医保后高速放量，驱动公司 2019 年拐点显现 .....	6
2.1、 新活素纳入医保后急剧放量，毛利率整体提升 .....	6
2.2、 2019 年是公司业绩拐点，未来几年有望持续保持快速增长 .....	8
3、 依姆多未来有望继续保持较快增长 .....	10
4、 持续回购彰显信心，回购成本为 33.72 元 .....	11
5、 2019 年中报点评：新活素销售同比大幅增长 66% 超预期 .....	11
6、 盈利预测与投资建议 .....	12
6.1、 业绩预测假设与拆分 .....	12
6.2、 投资逻辑 .....	13
6.3、 盈利预测与投资建议 .....	14
7、 风险提示 .....	14
附：财务预测摘要 .....	15

## 图表目录

图 1： 心功能代偿期示意图 .....	3
图 2： 心衰失代偿示意图 .....	3
图 3： 新活素纳入医保后急剧放量 .....	7
图 4： 新活素纳入医保后样本医院销售增长加速 .....	7
图 5： 公司医药工业毛利率 .....	8
图 6： 公司净利润率 .....	8
图 7： 2018 年公司各产品收入占比 .....	8
图 8： 2018 年公司各产品毛利占比 .....	8
图 9： 公司医药工业收入及增速 .....	9
图 10： 公司净利润/扣非净利润及增速 .....	9
图 11： 依姆多对应通用名药样本医院销售增长情况 .....	11
图 12： 2016~2018 年公司获得的政府补助 .....	13
表 1： 重组人脑利钠肽/奈西利肽曾一度获得欧美发达国家心衰指南推荐 .....	4
表 2： 新活素已经完成多个适应症的 IV 期临床试验，效果显著 .....	5
表 3： 新活素潜在市场容量测算 .....	6

## 1、新活素是急性心衰刚性治疗药物，潜在市场超过 30 亿

### 1.1、新活素治疗急性心衰获得权威指南推荐

心力衰竭（简称心衰）是由于任何心脏结构或功能异常导致心室充盈或射血能力受损的一组复杂临床综合征，其主要临床表现为呼吸困难和乏力（活动耐量受限），以及液体潴留（肺淤血和外周水肿）。心衰为各种心脏疾病的严重和终末阶段，发病率高，是当今最重要的心血管病之一。

心衰的主要发病机制之一为心肌病理性重构，导致心衰进展的两个关键过程，一是心肌死亡的发生，如急性心肌梗死、重症心肌炎等，二是神经内分泌系统过度激活所致的系统反应，其中肾素-血管紧张素-醛固酮系统(RAAS)和交感神经系统过度兴奋起着主要作用。切断这两个关键过程是心衰有效预防和治疗的基础。

急性心衰是指心衰症状和体征迅速发生或恶化。治疗急性心衰的药物主要有利尿剂、血管扩张药物、正性肌力药物三大类，其中《中国心力衰竭诊断和治疗指南》（第二版，2019年）针对急性心衰推荐的药物，除了对常用的利尿剂是I类（B级）推荐，对血管扩张药物中的硝酸酯类（如硝酸甘油）和重组人脑利钠肽（新活素），正性肌力药物中的左西孟旦均给予IIa类（B级）推荐。同时指出，“重组人脑利钠肽通过扩张静脉和动脉（包括冠状动脉），降低心脏前、后负荷；同时具有一定的促进钠排泄、利尿及抑制RAAS和交感神经系统的作用。该药对急性心衰患者安全，可明显改善患者血流动力学和呼吸困难的相关症状。”

静脉注射强心药（洋地黄类药、拟肾上腺素类药、磷酸二酯酶抑制剂等）和扩血管药（硝化甘油、硝普钠等）具有药物耐受性、心动过速及其它心律失常、低血压、以及激活与心力衰竭病理过程有关的神经激素-血管紧张素系统等各种副作用，这些毒副反应限制了上述药物在临床上的实际应用。而重组人脑利钠肽不强制性地增强心肌的收缩能力，且没有目前扩血管药和利尿药物对血压和心率改变的副作用。

由此可见，重组人脑利钠肽是唯一一个通过多通路对急性心衰起作用的药物，同时安全性更高、副作用更小。

图1：心功能代偿期示意图

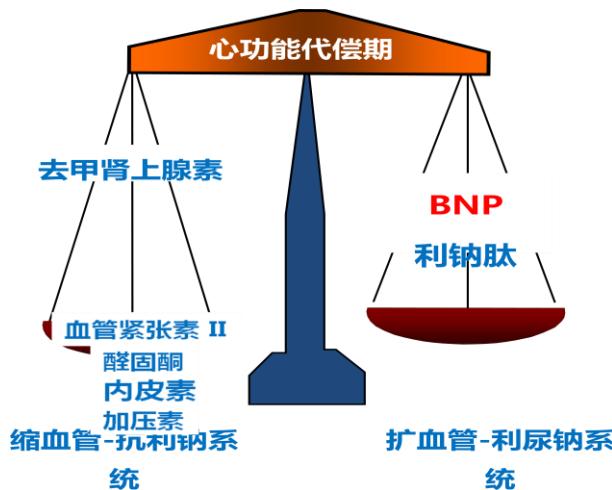
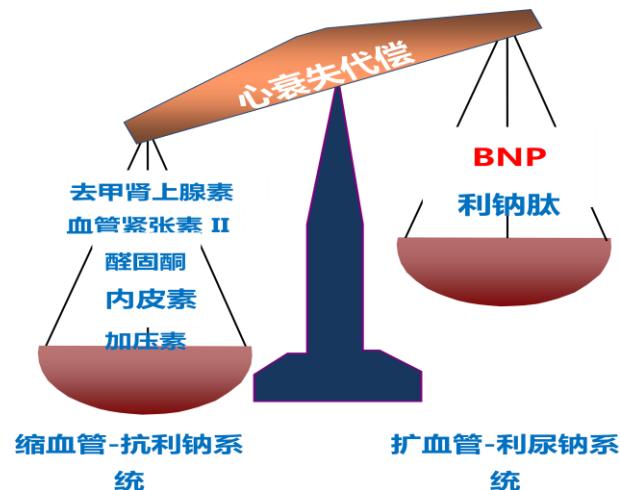


图2：心衰失代偿示意图



## 1.2、新活素曾获得美国 FDA 批准上市

重组人脑利钠肽/奈西利肽原研企业是美国 Scios Inc., 该品种于 2001 年通过美国 FDA 批准上市，也是美国 FDA 在此过去 10 年唯一批准的用于治疗充血性心衰的药品，极具突破性。2003 年销售额 1.7 亿美元，2004 年销售额达到 4 亿美元，曾经一度被预测将成为上 10 亿美元销售额的重磅炸弹品种。正是出于看好该品种的巨大潜力，美国强生制药于 2003 年以 24 亿美元收购了 Scios 公司。

但是，2005 年，两项系统分析研究的结果表明，重组人脑利钠肽/奈西利肽可能导致严重副作用：可能增加患者过早死亡的风险；可能导致患者肾功能障碍。由于此负面研究信息，2005 年，奈西立肽的销售额降到 1 亿美元。2010-2011 年，关于重组人脑利钠肽/奈西利肽最为大型的临床研究的结果（7141 名随机急性心衰患者）于 2010 年 11 月美国心脏协会(AHA)科学年会上公布，并于 2011 年 7 月发表在 **New England Journal of Medicine** 上。该结果表明，与对照组相比：重组人脑利钠肽/奈西利肽的使用并未增加患者的死亡率及住院率；对肾功能没有明显恶化；重组人脑利钠肽/奈西利肽对患者呼吸困难的改善率略高于对照组(6 小时: 44.5% vs. 42.1%, P=0.03; 24 小时: 68.2% vs. 66.1%, P=0.007, 原文中作者认为该提升不显著，但是后来的指南等认为该数据算是统计学上显著)，从而表明，重组人脑利钠肽/奈西利肽并不存在 2005 年报道的两项副作用。

**表1：重组人脑利钠肽/奈西利肽曾一度获得欧美发达国家心衰指南推荐**

时间	推荐机构	相关指南
2004 年 2 月	美国临床治疗指导协会(ICSI)	急性心衰伴肺水肿诊断治疗指南
2004 年 5 月	美国医师继续教育协会(CME-TODAY)	心肺病专业协会推荐急性心衰一线治疗
2004 年 5 月	美国联邦健康服务基金会(UHS)	急性心衰一线治疗药
2005 年 10 月	美国 ACC/AHA	收入慢性心衰指南
2009 年	美国 ACC/AHA	收入成人心力衰竭诊断与治疗指南
2013 年	美国 ACC/AHA	收入成人心力衰竭诊断与治疗指南
2005 年 2 月	欧洲心脏病学会	急性心衰诊断治疗指南
2005 年 5 月	欧洲心脏病学会	慢性心衰诊断治疗指南
2008 年	欧洲 ESC	急、慢性心衰诊断治疗指南
2012 年	欧洲 ESC	急、慢性心衰诊断治疗指南

资料来源：国外各心衰用药指南、新时代证券研究所

我们判断，如果不是当年对奈西利肽的负面研究结论（后证实并不存在），该品种作为 FDA 近十年唯一获批的急性心衰治疗药物，早已成为过 10 亿美元的重磅品种（其上市三年后 2004 年销售额已经达到 4 亿美元）。

## 1.3、新活素完成国内多项四期临床，效果显著

2008 年 3 月，康哲药业与公司签约，成为新活素的总代理商，之后随即启动关于新活素治疗急性失代偿性心力衰竭、慢性心力衰竭急性发作的安全性和疗效的 IV 期临床试验，临床试验在全国 8 个中心展开，全部由各地区的心血管领域知名教授牵头，IV 期临床试验于 2010 年 4 月完成，共累计试验病例 2160 例，结果显

示新活素在治疗急性失代偿性心力衰竭、慢性心力衰竭急性发作等症状重能够迅速降低患者 PCWP，有效改善患者血流动力学；用药 30min 起显著缓解呼吸困难，改善全身症状；与利尿剂合用可显著增加尿量；显著降低患者 NT-proBNP 水平，改善治疗及预后；低血压发生率为 1.44%，低于说明书中的 1.9%；不影响患者肾功能。显示出新活素显著疗效和极高的安全性。

**表2：新活素已经完成多个适应症的 IV 期临床试验，效果显著**

适应症	新活素临床试验结论
急性充血性心力衰竭的扩血管治疗（VMAC 试验）	脑利钠肽缓解呼吸困难疗效与硝酸甘油相当，但起效速度更快。 脑利钠肽降低肺毛细血管楔压比硝酸甘油更迅速、更显著。 低血压发生率与硝酸甘油相当，无硝酸甘油的其它不良反应（头痛）。
治疗急性失代偿性心力衰竭、慢性心力衰竭急性发作	迅速降低患者 PCWP，有效改善患者血流动力学； 用药 30min 起显著缓解呼吸困难，改善全身症状； 与利尿剂合用可显著增加尿量； 显著降低患者 NT-proBNP 水平，改善治疗及预后； 低血压发生率为 1.44%，低于说明书中的 1.9%； 不影响患者肾功能，研究观察到降低患者肌酐水平的现象 本研究的患者再住院率及死亡率均低于报道，值得进一步深入探讨。
严重心力衰竭患者长期静脉治疗	脑钠肽用于慢性心衰患者的长期治疗安全，耐受性好 与标准治疗相比，脑钠肽治疗组患者院外生存时间更长 高危心衰患者接受脑钠肽治疗后，其死亡/住院比值更好 神经激素水平测定提示脑钠肽可能通过延缓心脏重塑发挥作用 本试验结论支持脑钠肽进一步的大规模临床研究

资料来源：康哲药业、新时代证券研究所

#### 1.4、新活素潜在市场空间在 30 亿以上

根据《中华心血管病杂志》2003 年发表的数据，我国心衰患病率为 0.9%，中国心衰患者为 450 万，不过随着中国人口老龄化加剧，心衰作为心血管病的严重和终末阶段，患者人数持续增长。根据《中国医药科学》杂志数据，部分地区心衰患病率可能已达到 1.3%，现症患者约有 800 万至 1 千万，中国可能已经成为拥有全球最大的心衰患者群的国家。心衰是导致 65 岁以上患者人群住院的首要原因，患者的长期预后差，五年生存率小于 50%，致死率是乳腺癌、肠癌等晚期癌症的 2-3 倍。

其中，每年急性心衰病例约 200 万人左右，重组人脑利纳肽（新活素）作为急性心衰的抢救用药，其中 90%以上的患者可以使用此药，根据 2014 中国心衰治疗指南的用法计算（先予负荷剂量 1.5-2ug/kg 静脉缓慢推注，后以维持剂量 0.01ug/kg/min 静脉滴注，也可不用负荷剂量而直接静脉滴注，疗程一般为 3 天），以 60kg 的患者为例，一个疗程需要使用 6 支新活素，考虑到 2017 年新活素已经通过谈判形式纳入医保（乙类范围；限二级及以上医疗机构用于规范治疗效果不佳的急性失代偿性心力衰竭短期治疗，单次住院支付不超过 3 天），测算下来，2018 年新活素销量 118 万支，对应渗透率仅 10%，假设未来几年，新活素使用率逐步提升至 35%，则按照降价后 585 元/支的终端价，对应市场容量在 600 万支以上，对应金额 36 亿元。

**表3：新活素潜在市场容量测算**

	2018年	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
急性心衰患者数量/万人	200	216	233	252	272	294
YOY		8%	8%	8%	8%	8%
用药比例	10%	14%	19%	24%	30%	35%
用药人群数量/万人	20	30	43	60	82	103
对应新活素使用量/万支	118	181	259	363	490	617
对应新活素销售额/亿元	6.9	10.6	15.1	21.2	28.7	36.1

资料来源：CNKI、新时代证券研究所预测

## 2、新活素纳入医保后高速放量，驱动公司 2019 年拐点显现

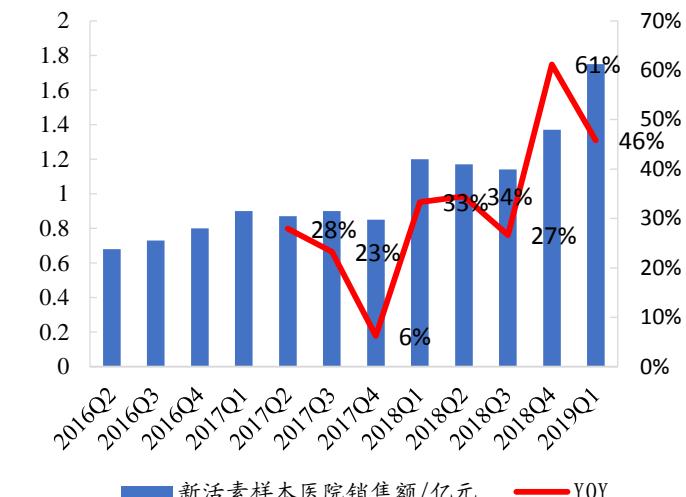
### 2.1、新活素纳入医保后急剧放量，毛利率整体提升

纳入医保前，新活素最高零售价 1100 元/支左右，由于一次需要用 6 支，且医保不能报销，虽然新活素效果显著，但价格及医保因素仍然较大程度上限制了新活素的使用率，2016 年，新活素销量仅 37 万支，按照 6 支/每人的使用量，对应患者仅 6 万人左右。

2017 年 7 月，公司新活素通过谈判形式纳入医保目录（乙类范围；限二级及以上医疗机构用于规范治疗效果不佳的急性失代偿性心力衰竭短期治疗，单次住院支付不超过 3 天），医保支付价格 585 元/支（0.5mg（500U）/瓶），相比此前 1000 元左右的中标价，降价幅度在 40% 左右。

纳入医保后，新活素从 2017 年开始急剧放量，2017 年和 2018 年销量分别同比增长 67% 和 91%，虽然出厂价与此前相比下降 40% 左右，但我们测算，出厂收入口径，2017 年当年新活素即通过销量增长弥补了出厂价大幅下降带来的影响，2018 年，在出厂价 500 元/支左右的背景下，新活素销售收入接近 6 亿元。

根据 IMS 样本医院数据，2019 年 Q1，公司继续保持加速增长态势，样本医院销售额同比增长 61%，而公司 Q1 收入同比增长 39.64%，考虑到公司其他产品没有增长或者增速较低，预计新活素销售增速在 60% 左右，与样本医院终端数据增长相一致。公司 2019 年中报披露，2019 年上半年，新活素销量 90 万支，同比大幅增长 66%，再次显著超出市场预期。

**图3：新活素纳入医保后急剧放量****图4：新活素纳入医保后样本医院销售增长加速**

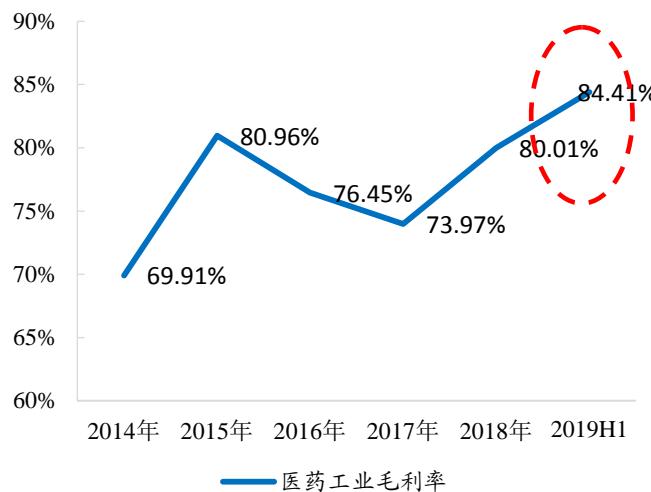
资料来源：公司年报、新时代证券研究所

资料来源：IMS、新时代证券研究所

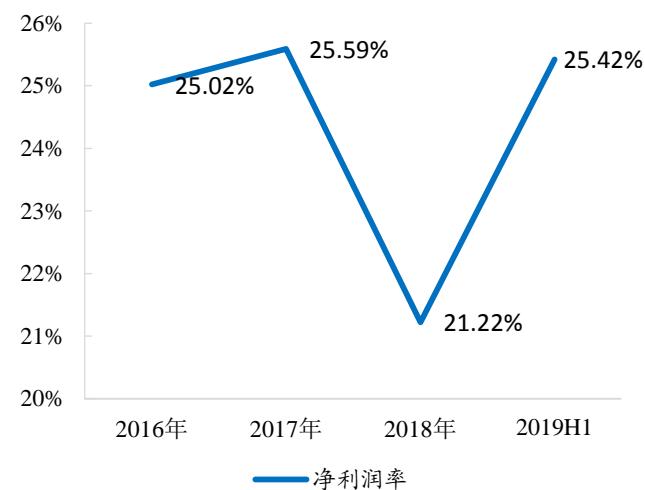
虽然公司新活素价格大幅下降 40%，但是，一方面，新活素作为生物药本身毛利率就 90%以上，生产成本不高，另一方面，降价后生产量大幅提升，规模优势开始凸显，2018 年销量是 2016 年销量的 3 倍以上，因此，降价后新活素毛利率仍然高达 90%以上，我们预计和测算，毛利率在 92%~93%。

由于新活素毛利率高达 90%以上，显著超过依姆多 60%左右的毛利率水平和其他收入占比不高的品种，因此，仅两年随着新活素的急剧放量，高毛利率的新活素占比持续提升带动公司医药工业整体毛利率水平持续提升，除了 2017 年新活素大幅降价当年毛利率略有下降外，公司 2018 年和 2019H1 毛利率持续抬升，其中 2019H1 整体毛利率（全部都是医药工业，商业已经剥离）已经提升到 84.41%，创下历史新高，新活素放量带来的规模优势非常显著，公司并没有出现市场预期的毛利率和净利润率大幅下降、收入规模和利润规模大幅下降的负面影响。

净利润率方面，在 2017 年新活素大幅降价、公司与康哲药业重新签订推广服务协议后，2018 年真实净利润率达到了 29%，表观净利润率 21.22%较低，主要原因是 2018 年公司确认了依姆多资产组减值 5735 万元和联合投资银行不良债权类项目减值 2826 万元，上述两项影响均为一次性，我们预计未来两年大概率不会再出现减值情况。2019H1，在没有政府补助的条件下，净利润率已经达到 25.42%，达到新活素降价前的最高净利润率，盈利能力持续提升。

**图5：公司医药工业毛利率**

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

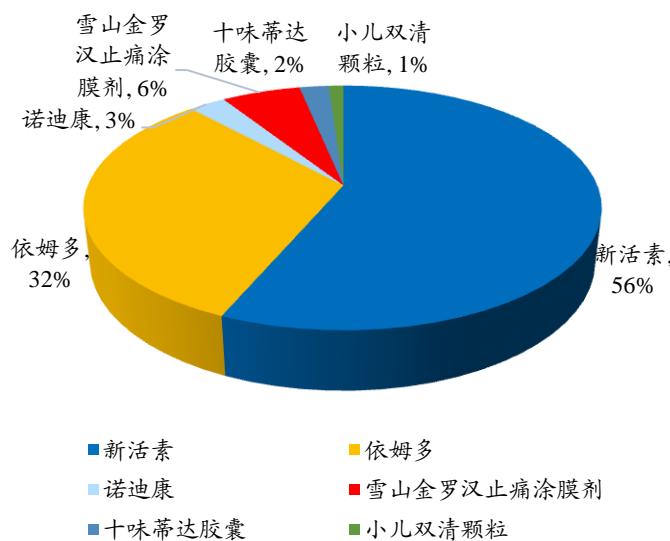
**图6：公司净利润率**

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

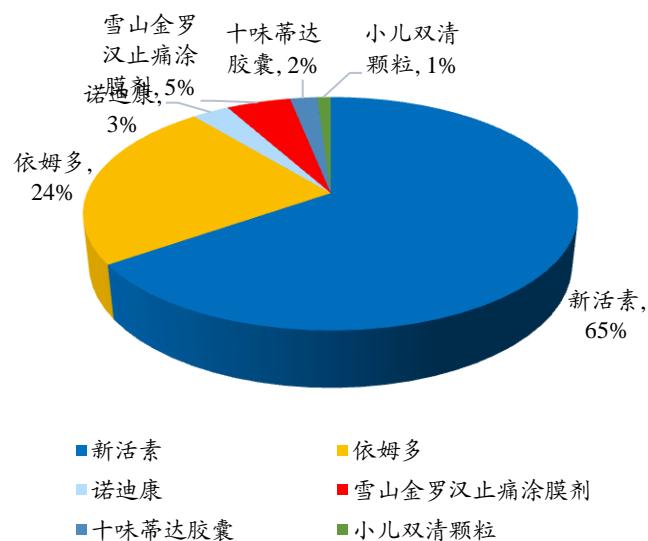
## 2.2、2019年是公司业绩拐点，未来几年有望持续保持快速增长

2018年，新活素对公司收入和毛利占比高达56%和65%，依姆多对公司收入和毛利占比达到32%和24%，两者合计收入和毛利占比分别高达88%和89%，是公司主要收入和利润贡献来源。

我们预计，随着新活素未来几年继续保持高速增长，未来对公司的收入和利润贡献占比有望持续提升。

**图7：2018年公司各产品收入占比**

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

**图8：2018年公司各产品毛利占比**

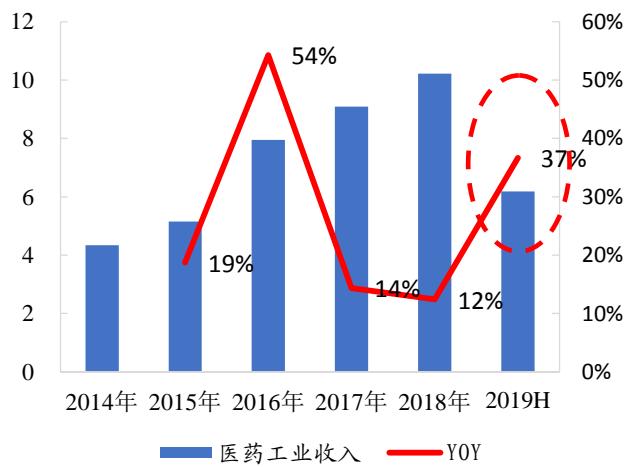
资料来源：公司年报、新时代证券研究所

从收入和净利润看，如前文所述，2017年当年，公司即通过新活素销量的大幅增长(+67%)抵消了进医保降价40%带来的影响，因此，2017年公司收入不但

没有下滑，反而还增长了 14%，同样，2018 年，在依姆多因海外市场下滑及汇率原因导致下滑 20%情况下，公司在新活素放量驱动下还实现了收入 12%的增长，净利润方面，与收入相匹配，2017 年，公司净利润 2.3 亿元，同比增长 16%，并未受到新活素降价影响，在高毛利率的新活素高速增长驱动下，即使存在依姆多拖累因素，2018 年原本也是公司净利润快速增长的一年，但由于公司计提依姆多资产组减值 5735.08 万元，联合投资银行不良债权类项目减值 2826.40 万元，导致 2018 年表观净利润 2.16 亿，同比下降 6%，但是，如果剔除掉上述非经常性影响，公司 2018 年净利润 3.01 亿元，同比大幅增长 31%，向上态势明显。

**2019 年 H1，公司在新活素 65.63%高增长的驱动下，整体收入实现 37%增长，扣非净利润同比大幅增长 52.61%（2018H1 政府补贴接近 3000 万，影响表观净利润增速），可以说，2019 年，公司经营和业绩拐点已经十分明确。**

图9：公司医药工业收入及增速



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图10：公司净利润/扣非净利润及增速



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

根据 IMS、PDB 等样本医院临床销售数据，新活素自进入医保以来，持续保持高速增长，如前文测算，长期看，新活素销售潜力具有 35 亿元以上，我们判断，在高毛利率的新活素高速增长驱动下，从 2019 年开始，公司表观净利润有望开始进入高增长阶段，我们预计 2019 年就是公司业绩拐点。

### 3、依姆多未来有望继续保持较快增长

2016年，公司通过向大股东定增形式募集资金，并以1.9亿美元（12.4亿元）收购阿斯利康的心血管药物IMDUR®（依姆多）产品、品牌在全球范围内（除美国外）的相关资产，包括该产品相关的商标、技术诀窍、商誉、产品记录、库存、注册批准及注册信息中所含之权利和利益等。

依姆多通用名为单硝酸异山梨酯缓释片，用于心内科长期抗缺血治疗，阿斯利康是原研企业。单硝酸异山梨酯属于硝酸酯类冠心病药物，此类药物包括硝酸甘油、二硝酸异山梨酯、单硝异山梨酯、戊四硝酯等，具有起效快、疗效确切等优点。同时，其治疗范围在不断扩大，目前已应用于稳定型心绞痛急性发作、不稳定型心绞痛、急性心梗、慢性充血性心力衰竭、肺水肿以及严重主动脉高压等。至今仍然是治疗冠心病最有效的第一线药物，国内外心血管药物指南均给予一线推荐，在心血管系统用药中占据着重要的地位。硝酸酯类产品临床最常用的是单硝酸异山梨酯、硝酸甘油和硝酸异山梨酯，后两者若口服给药，肝脏的首过清除效应明显，生物利用度分别仅为10%和25%，而单硝酸异山梨酯在胃肠道吸收完全，无肝脏首过清除效应，生物利用度接近100%，优势显著。

单硝酸异山梨酯缓释片作为通用名药物2015年全球销售额5亿美元，其中中国销售额1.8亿美元（12亿元）左右，其中，鲁南贝特的欣康（片剂、分散片和缓释片）销售金额最大，为7.6亿元，阿斯利康的依姆多销售额为1.3亿元，主要是阿斯利康在国内已经连续多年没有对依姆多进行推广，完全处于自然销售状态。

2018年，依姆多销售额4861万美元，利润总额1456万美元，按照6.6汇率，对应销售额为3.2亿，利润总额9610万元。2018年，依姆多销量同比下滑20%，我们预计，主要是海外部分网络由公司接手后，由于公司海外仅经营依姆多单一品种，不具有规模优势，从而出现了销量下降，预计国内市场销售稳中有升。

目前，海外已经交接的地区，由公司自己进行销售；中国市场由大股东康哲药业及其关联公司负责推广，未完成交接的海外市场暂由阿斯利康代管，收益归公司所有。

康哲药业自有销售网络覆盖全国超过1.8万家医院，其精细化管理的代理商渠道覆盖全国约6000家医院，同时，心内科是康哲药业最强大的强势领域，此前，公司心内科药物新活素委托康哲药业销售，在过去几年持续保持高速增长态势，依姆多与新活素同属心内科，针对适应症的不同病程阶段，依姆多针对心脏病中期心肌缺血、新活素针对心脏病晚期的心衰，两者不但非竞争产品，反而具有较强的互补性，从而为临床医生提供完整的治疗策略及药物选择，并有利于加强公司旗下产品在心血管领域的品牌建设。

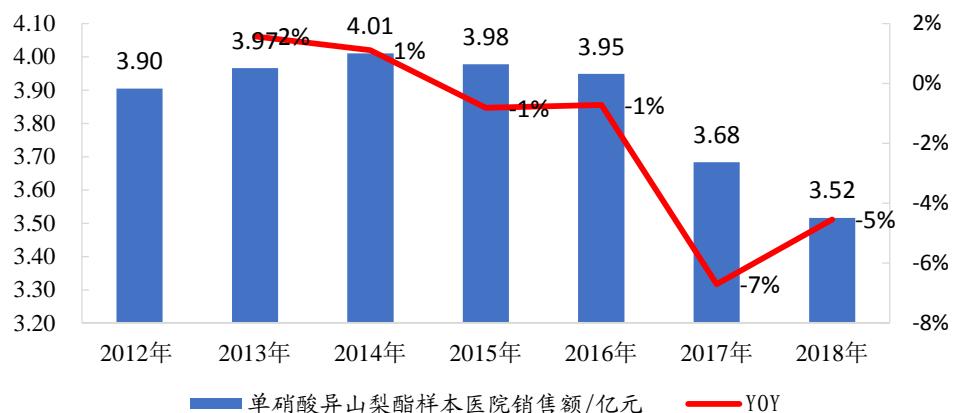
与此同时，2018年，公司依姆多与诺迪康胶囊均进入基药目录，基层市场有望进一步放量，因此，我们判断，未来，国内市场将是依姆多增长的主要来源。

从国内整个通用名药品单硝酸异山梨酯市场看，近几年整个市场整体保持稳定，2017年和2018年有个位数下降，但是随着单硝酸异山梨酯被纳入2018年基药目录，预计整个市场有望止住下降态势，重拾增长。

与此同时，由于此前依姆多价格已经较低，每片价格不足3元，因此，进入基药目录后，从2019年最新招标价格看，依姆多（60mg规格）中标价没有出现下降，仍然维持在20.9元/盒左右，对应每片3元左右。

预计未来，在康哲药业的协助推广下，依姆多在国内市场的份额有望稳步提升。

**图11：依姆多对应通用名药样本医院销售增长情况**



资料来源：PDB、新时代证券研究所

#### 4、持续回购彰显信心，回购成本为 33.72 元

2019 年 4 月 27 日，公司发布了《关于以集中竞价交易方式首次回购股份的公告》，并从 4 月 26 日开始实施回购，截至 2019 年 7 月 31 日，公司累计回购股份数量为 252.07 万股，占公司总股本比例 1.40%，成交价格 29.149~38.98 元/股，回购金额为 8500 万元，对应平均回购成本为 33.72 元/股。

#### 5、2019 年中报点评：新活素销售同比大幅增长 66%超预期

上半年，公司实现收入 6.2 亿元，同比增长 36.66%，净利润 1.57 亿元，同比增长 21.33%，扣非净利润 1.57 亿元，同比大幅增长 52.61%。

单季度看，Q2 单季度收入 3.22 亿元，同比增长 34.01%，看似相比 Q1 收入增速 39.64%，但实际上，2018 年 Q1 单季度收入 2.12 亿元，基数较低，2018 年 Q2 单季度收入已经达到 2.40 亿元，基数较高，因此，2019 年 Q2 单季度收入增速 34.01% 并不低，我们对 2019 年全年收入增速预测为 34%，我们预计全年增速有望符合预期。

Q2 单季度净利润 0.87 亿元，同比增长 42%，且 2019 年 Q2 和 2018 年 Q2 均基本不包含非经常性收益（主要是政府补贴），Q1 单季度净利润 0.71 亿元，扣非同比增长 67%，主要是 2018 年 Q1 扣非后经营性净利润较低，仅有 0.42 亿元，基数较低，但 2018 年 Q2 扣非净利润达到 0.61 亿元，基数大幅提升，因此，2019 年 Q2 单季度扣非净利润同比增长 42%，并不是经营趋势放缓的表现。我们预计，2019 年扣非净利润 3.6 亿元，2018 年经营性净利润（不扣除减值）2.6 亿元，2019 年扣非净利润同比增长 38%，因此，Q2 单季度扣非净利润同比增长 42%，仍然高于我们对 2019 年全年扣非经营性净利润 38% 的预测增速，如果下半年公司仍然延续 Q2 增长态势，全年业绩有望超出我们预期。

中报最大超预期因素来自于，上半年新活素销售 90 万支左右，同比大幅增长

**66%，与 IMS 数据显示出来的医院终端新活素高增长态势一致。**

诺迪康收入 0.26 亿元，同比增长 37.72%，2019 年开始，公司已经从康哲药业收回诺迪康推广权，独自负责销售和招商，上半年实现恢复性增长，显示出良好增长态势。

依姆多收入 1.15 亿元，同比下降 11.10%，主要是公司从阿斯利康接管依姆多海外销售市场后退出了部分如非洲、中东等效益不佳的区域，从而减少了收入，但国内依姆多仍然实现增长，预计全年看，依姆多整体仍有望实现增长。

其他产品收入 0.43 亿元，同比增长 4.51%。

上半年，公司毛利率 84.41%，同比提升 4.9 个百分点，主要是高毛利率的新活素大幅增长，占比持续提升所致。

## 6、 盈利预测与投资建议

### 6.1、 业绩预测假设与拆分

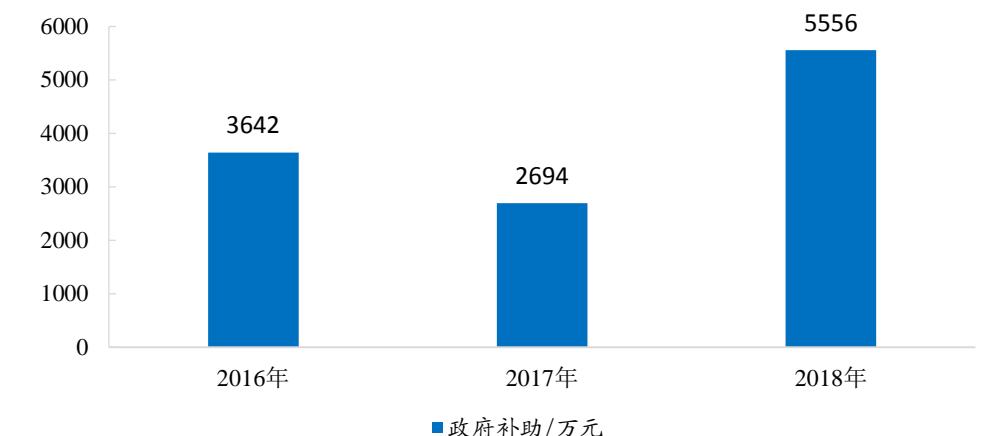
如前文所述，根据我们对新活素潜在市场增长测算，随着急性心衰患者增长和纳入医保后渗透率逐年提升，2019~2021 年，新活素有望实现销量 181 万（上半年销售量 90 万支）、259 万、363 万支，分别同比增长 53%/43%/40%，按照 500 元左右出厂价，对应销售收入分别为 9.0 亿元、13.0 亿元和 18.2 亿元，毛利率维持在 92%~95%，随着规模优势稳中有升。假设新活素净利润率维持在 30% 左右，上述收入对应净利润分别为 2.70 亿元、3.90 亿元、5.46 亿元。

依姆多 2018 年收入 3.2 亿元，假设 2019 年~2021 年分别同比增长 12%、10%、8%，对应收入 3.58 亿、3.94 亿、4.26 亿元，假设净利润率在 25% 左右，上述收入对应净利润贡献在 0.90 亿、0.98 亿、1.06 亿元。

其他产品收入合计 1 亿元左右，预计整体处于微利状态，忽略不计。

综上，公司 2019~2021 年由上述产品贡献的净利润合计分别为 3.60 亿、4.88 亿、6.52 亿元。

上述净利润测算没有考虑政府补助，过去 3 年，公司每年都受到金额不等的政府补助，参考过去 3 年公司政府补助的平均值，假设未来 3 年，公司每年政府补助增厚净利润 2000 万元，则 2019~2021 年公司整体净利润有望达到 3.80 亿、5.08 亿、6.72 亿元，分别同比增长 76%、34%、32%。

**图12： 2016~2018 年公司获得的政府补助**

资料来源：公司年报、新时代证券研究所

## 6.2、投资逻辑

2017年新活素通过谈判降价纳入医保，本质上解决了此前新活素虽然作为急性心衰的刚性用药，却由于单价过高同时缺乏医保支付而抑制了需求的困局，2017年以来，与市场预期的大大不同，公司并没有因为新活素大幅降价40%而出现收入和净利润的下滑，相反，2017年当年，新活素就通过销量同比大幅增长67%而抵消了价格下降带来的影响，实现了“量价腾挪”，2018年，如果公司没有大幅计提8500万左右的资产减值，净利润已经实现了31%的快速增长，进入2019年H1，公司收入同比大幅增长37%，扣非净利润同比大幅增长53%，扣非净利润增速显著超过收入增速，是由于高毛利率的新活素大幅增长66%左右所致，我们预计公司经营拐点已经到来。

根据PDB和IMS数据显示的样本医院临床数据，新活素仍处于高速增长阶段，根据我们测算，未来数年，新活素都有望持续保持较快增长，最终有望实现35亿以上收入。

目前，康哲药业已经成为公司大股东和实际控制人，康哲药业+深圳康哲+天津康哲合计持有公司36.84%股权，二股东董事长陈达彬持有公司17.53%股权，康哲药业已经取得了显著的控制地位，公司早已经摆脱了历史上缺乏主导优势的控制人、甚至出现股权之争的局面。

康哲药业入股并逐渐控制公司以来，公司取得了巨大的变化，主导公司收购的依姆多，虽然增速不高，但使得公司净利润从2015年的0.92亿元增长到了2016年的1.98亿元，利润体量直接得到了翻倍，增加了公司抵抗利润波动的能力；2017年，公司核心品种通过大幅降价40%的方式纳入医保，在康哲药业推广和销售主导下，当年销量即实现了67%大幅增长，没有出现业绩下滑，远超市场预期。未来几年，虽然新活素保持高速增长、仍然能够驱动公司整体业绩保持快速增长，但从产品梯队角度讲，公司要维持中长期更高天花板的空间，需要依赖于引入更多品种，因此，在大股东康哲药业主导和帮助下，与收购依姆多类似，公司未来仍然存在一定外延式并购新产品的预期。

按照我们预测，2021年，公司净利润6.72亿元，相比2018年净利润2.16亿，仍有显著成长空间。

### 6.3、盈利预测与投资建议

我们预计，公司2019~2021年收入分别为13.78亿、18.14亿、23.66亿元，分别同比增长34%、32%、30%。净利润3.80亿、5.08亿、6.72亿元，分别同比增长76%、34%、32%，当前股价对应2019~2021年估值水平分别为16/12/9倍，PEG显著小于1，考虑到未来几年，新活素有望继续保持快速增长，驱动公司业绩同步较快增长，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## 7、风险提示

新活素销售增长低于预期；新活素进一步降价；依姆多销售低于预期；其他产品销售下滑拖累公司业绩；商誉减值风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>812</b>	<b>1088</b>	<b>1266</b>	<b>1532</b>	<b>1976</b>	<b>营业收入</b>	<b>916</b>	<b>1028</b>	<b>1378</b>	<b>1814</b>	<b>2366</b>
现金	315	529	1110	1385	1734	营业成本	240	206	248	318	407
应收票据及应收账款合计	382	479	0	0	0	营业税金及附加	16	13	17	25	33
其他应收款	23	14	36	30	56	营业费用	377	484	662	869	1124
预付账款	1	2	2	3	3	管理费用	51	55	58	73	93
存货	87	62	117	113	181	研发费用	0	8	12	15	15
其他流动资产	4	1	1	1	1	财务费用	45	-11	-23	-39	-44
<b>非流动资产</b>	<b>1518</b>	<b>1444</b>	<b>1659</b>	<b>1921</b>	<b>2244</b>	<b>资产减值损失</b>	<b>6</b>	<b>87</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期投资	46	64	80	96	114	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	145	140	173	216	277	其他收益	29	60	20	20	20
无形资产	1198	1131	1298	1501	1744	投资净收益	3	-2	8	3	6
其他非流动资产	129	109	108	108	109	<b>营业利润</b>	<b>213</b>	<b>244</b>	<b>433</b>	<b>578</b>	<b>765</b>
<b>资产总计</b>	<b>2330</b>	<b>2532</b>	<b>2925</b>	<b>3453</b>	<b>4220</b>	<b>营业外收入</b>	<b>57</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>流动负债</b>	<b>264</b>	<b>261</b>	<b>338</b>	<b>392</b>	<b>518</b>	<b>营业外支出</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>262</b>	<b>244</b>	<b>430</b>	<b>575</b>	<b>762</b>
应付票据及应付账款合计	11	9	0	0	0	<b>所得税</b>	<b>27</b>	<b>26</b>	<b>47</b>	<b>61</b>	<b>82</b>
其他流动负债	253	252	338	392	518	<b>净利润</b>	<b>234</b>	<b>218</b>	<b>383</b>	<b>514</b>	<b>681</b>
<b>非流动负债</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>少数股东损益</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>8</b>
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>230</b>	<b>216</b>	<b>380</b>	<b>508</b>	<b>672</b>
其他非流动负债	20	14	14	14	14	<b>EBITDA</b>	<b>329</b>	<b>305</b>	<b>469</b>	<b>616</b>	<b>811</b>
<b>负债合计</b>	<b>285</b>	<b>275</b>	<b>352</b>	<b>406</b>	<b>531</b>	<b>EPS (元)</b>	<b>1.28</b>	<b>1.20</b>	<b>2.12</b>	<b>2.83</b>	<b>3.74</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>21</b>						
股本	180	180	180	180	180	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	1409	1409	1409	1409	1409	<b>成长能力</b>					
留存收益	464	610	905	1312	1814	<b>营业收入(%)</b>	<b>14.9</b>	<b>12.3</b>	<b>34.1</b>	<b>31.6</b>	<b>30.4</b>
归属母公司股东权益	2043	2252	2566	3035	3668	<b>营业利润(%)</b>	<b>12.5</b>	<b>14.3</b>	<b>77.4</b>	<b>33.4</b>	<b>32.4</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2330</b>	<b>2532</b>	<b>2925</b>	<b>3453</b>	<b>4220</b>	<b>归属于母公司净利润(%)</b>	<b>15.8</b>	<b>-6.1</b>	<b>76.3</b>	<b>33.8</b>	<b>32.2</b>
						<b>获利能力</b>					
						<b>毛利率(%)</b>	<b>73.8</b>	<b>79.9</b>	<b>82.0</b>	<b>82.5</b>	<b>82.8</b>
						<b>净利率(%)</b>	<b>25.1</b>	<b>21.0</b>	<b>27.6</b>	<b>28.0</b>	<b>28.4</b>
						<b>ROE(%)</b>	<b>11.5</b>	<b>9.7</b>	<b>14.9</b>	<b>16.9</b>	<b>18.4</b>
						<b>偿债能力</b>					
						<b>ROIC(%)</b>	<b>14.1</b>	<b>12.7</b>	<b>27.2</b>	<b>32.0</b>	<b>36.1</b>
						<b>资产负债率(%)</b>	<b>12.2</b>	<b>10.9</b>	<b>12.0</b>	<b>11.7</b>	<b>12.6</b>
						<b>净负债比率(%)</b>	<b>-14.5</b>	<b>-22.9</b>	<b>-42.6</b>	<b>-45.0</b>	<b>-46.6</b>
						<b>流动比率</b>	<b>3.1</b>	<b>4.2</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>
						<b>速动比率</b>	<b>2.7</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>
						<b>营运能力</b>					
						<b>总资产周转率</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
						<b>应收账款周转率</b>	<b>4.0</b>	<b>2.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
						<b>应付账款周转率</b>	<b>0.8</b>	<b>20.8</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
						<b>每股指标(元)</b>					
						<b>每股收益(最新摊薄)</b>	<b>1.28</b>	<b>1.20</b>	<b>2.12</b>	<b>2.83</b>	<b>3.74</b>
						<b>每股经营现金流(最新摊薄)</b>	<b>-6.56</b>	<b>1.15</b>	<b>4.98</b>	<b>3.41</b>	<b>4.21</b>
						<b>每股净资产(最新摊薄)</b>	<b>11.38</b>	<b>12.54</b>	<b>14.29</b>	<b>16.90</b>	<b>20.42</b>
						<b>估值比率</b>					
						<b>P/E</b>	<b>26.4</b>	<b>28.2</b>	<b>16.0</b>	<b>11.9</b>	<b>9.0</b>
						<b>P/B</b>	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>
						<b>EV/EBITDA</b>	<b>17.5</b>	<b>18.2</b>	<b>10.6</b>	<b>7.7</b>	<b>5.4</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-73</b>	<b>214</b>	<b>581</b>	<b>275</b>	<b>349</b>						

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**崔文亮**，9年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2018年11月加入新时代证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼	邮编：100086
上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>