

日期: 2019年12月19日

行业: 医药制造业



高壁垒中间体原料药制剂一体化企业

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

IPO 发行价 RMB12.71 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 41.00

发行后总股本 (百万股) 410.00

发行方式 战略配售

网下询价

上网定价

保荐机构 民生证券、中信证券

主要股东 (2019-11-08)

袁建栋 27.69%

钟伟芳 9.56%

苏州博瑞鑫稳 8.60%

收入结构 (2019Q1)

产品销售 64.99%

技术服务 18.53%

权益分成 16.46%

报告编号: WY19-NSP02

首次报告日期:

投资摘要

公司是高壁垒中间体原料药和制剂一体化生产企业

公司主要从事高技术壁垒的医药中间体、原料药和制剂产品的研发和生产业务,建立了发酵半合成技术平台、多手性药物技术平台、靶向高分子偶联技术平台和非生物大分子技术平台等核心药物研发技术平台,并逐步建立起原料药与制剂一体,仿制药与创新药结合,国际市场与国内市场并重的业务体系。公司主要产品包括恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、泊沙康唑、依维莫司及磺达肝癸钠等,已实现在中国、美国、欧盟、日本和韩国的 GMP 认证。在创新药物领域,公司有两项产品内已完成技术转让或签订技术转让合同并保留了药品上市后的销售分成权利。公司尚有多个抗病毒感染和抗肿瘤的新药进入临床前研究。19Q3 公司实现营业收入 31343.53 万元,同比增长 23.11%,毛利率 62.03%。实现归母净利润 6377.03 万元,同比增长 54.15%。实现 EPS0.17 元。

公司收入和利润增长稳定

公司收入主要来源于卡泊芬净、米卡芬净、吡美莫司、恩替卡韦等仿制药的销售。2016~2019Q3 公司主营业务收入分别为 20092.48 万元、31677.05 万元、40750.33 万元、31343.53 万元,2017~2018 年分别同比增长 57.66%、28.64%、23.11%。同期归母净利润分别为 1706.10 万元 4587.64 万元、7320.20 万元、6377.03 万元,分别同比增长 168.90%、59.56%、54.15%。

募资资金用于原料药产能扩张

公司募集资金净额 4.4 亿元,主要用于泰兴基地 11 种产品的原料药生产项目建设,建设期 24 个月,总投资为 35,955.2 万元。达产后预计可实现年营业收入 55,078.00 万元,净利润 20,651.00 万元,投资利润率 76.58%,静态投资回收期(税后) 4.96 年。

盈利预测

我们预计 2019~2021 年实现收入 5.00 亿元、6.09 亿元、7.33 亿元,分别增长 22.86%、21.66%、20.46%,归母净利润分别为 9532 万元、11565 万元、13389 万元,同比增长 30.21%、21.34%、15.77%,相应的稀释后每股收益为 0.23 元、0.28 元和 0.33 元。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	407.50	500.67	609.12	733.76
年增长率	28.64%	22.86%	21.66%	20.46%
归属于母公司的净利润	73.20	95.32	115.66	133.90
年增长率	59.56%	30.21%	21.34%	15.77%
每股收益 (元)	0.18	0.23	0.28	0.33
PER (X)	172.00	132.09	108.87	94.03

注:有关指标按当年股本摊薄

一、高壁垒中间体、原料药、制剂一体化生产企业

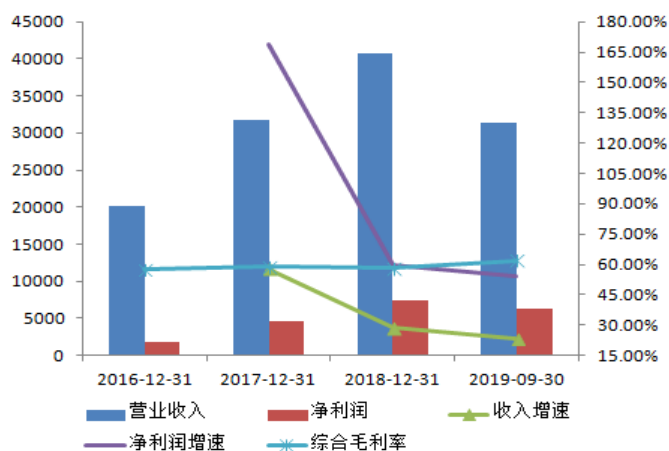
1.1 公司是高壁垒中间体、原料药和制剂一体化的生产企业

公司主要从事高技术壁垒的医药中间体、原料药和制剂产品的研发和生产业务，凭借在微生物发酵、高难度药物合成工艺、药物合成原创路线设计、药物新晶型及药物靶向递送等方面积累的技术优势，建立了发酵半合成技术平台、多手性药物技术平台、靶向高分子偶联技术平台和非生物大分子技术平台等核心药物研发技术平台，形成了高技术附加值的医药中间体和原料药销售、药品技术转让以及利用自身技术和产品优势与其它具有品牌或销售渠道优势的医药企业合作开发并获得销售分成等多元化的盈利模式，并进一步向制剂产品领域拓展，逐步建立起原料药与制剂一体，仿制药与创新药结合，国际市场与国内市场并重的业务体系。

公司主要产品包括恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、泊沙康唑、依维莫司及磺达肝癸钠在内的四十多种高端化学药物，并已实现在中国、美国、欧盟、日本和韩国的官方 GMP 认证。在创新药物领域，公司有两项产品内已完成技术转让或签订技术转让合同并保留了药品上市后的销售分成权利。公司尚有多个抗病毒感染和抗肿瘤的新药进入临床前研究。此外，公司还开展技术转让和技术服务。

2019 年三季报显示，公司营业收入 31343.53 万元，同比增长 23.11%，毛利率 62.03%。实现归母净利润 6377.03 万元，同比增长 54.15%。实现 EPS0.17 元。

图 1 公司近年毛利率、收入、利润及各自增长情况



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

1.2 公司的技术平台及产品介绍

1.2.1 发酵半合成技术平台

发酵半合成是指需经微生物发酵、分离纯化获得中间产物，再通过化学合成获得最终产物的制药技术。发酵半合成类药物涉及菌种选育、发酵工艺选定、发酵工艺放大、生物纯化、化学合成等多个不同的技术领域，技术难点较多，多重技术壁垒较难穿透。大部分发酵产物分子结构不稳定，对热、氧、光敏感，后续的合成技术路线和过程参数控制的复杂程度较高。在技术放大过程多个环节会对产品的产率、成本、质量产生影响，因此生产、储存和使用均需要精细控制，细分领域的进入门槛较高。

公司在该技术平台的技术优势包括：（1）丰富的传统诱变育种和分子生物学育种经验；（2）丰富的微生物发酵过程调控和分离纯化工艺开发经验，以及产业化放大经验；（3）微生物发酵产物分离纯化人员组成的技术链擅长针对性地开发纯化填料，大幅提高纯化收率；（4）多手性合成能力极强的团队快速完成后续高难度的发酵产物合成药物。

该技术平台产品涉及抗肿瘤、免疫调节、代谢调节、抗真菌和抗耐药菌感染等疾病治疗领域，以及高端动物药品等领域。公司已经成功开发了卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、吡美莫司、依维莫司、曲贝替定和多拉菌素等多个技术难度较高且附加值较高的品种。已有卡泊芬净、阿尼芬净在欧洲实现商业化销售，子囊霉素已在美国实现商业化销售；米卡芬净、吡美莫司、依维莫司、非达霉素在欧美日等国家已提交注册申请；卡泊芬净在韩国获得上市批准；曲贝替定等多个产品已完成中试，准备申报。此外，还通过国际合作的方式将产品权益从原料药延伸到制剂市场，分享制剂销售收益。

①卡泊芬净：是首个上市的棘白菌素类抗真菌剂，主要用于经验性治疗中性粒细胞减少、伴发热病人的可疑真菌感染以及治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌。根据 Newport 数据，2016年6月至2017年6月全球销售额为4.98亿美元。2017年国内重点城市公立样本医院卡泊芬净制剂用药金额为4.18亿元，同比增长12.36%，为半发酵类抗真菌类药物中销售额最大的产品。截至2018年底，国内市场卡泊芬净制剂除默沙东原研药外，仅有恒瑞医药于2017年获得生产批件。

公司的卡泊芬净原料药于2015年6月获得欧盟GMP证书，2016年7月在欧洲多国ASMF获批。公司支持的醋酸卡泊芬净制剂产品于2016年10月获得欧洲上市许可，公司除销售卡泊芬净原

料药外，亦分享部分下游客户制剂产品销售收益。根据 IMS 统计数据，2018 年公司与客户合作的制剂产品在德国占据超过 80% 的市场份额。同时，该产品亦进入西班牙、英国、意大利等规范市场，成为欧洲市场的重要供应商。

此外，公司的卡泊芬净原料药于 2019 年 1 月获得韩国 MFDS (Ministry of Food and Drug Safety) 批准。

②米卡芬净：适用于治疗食道念珠菌感染、骨髓移植及 ADS 患者中性粒细胞减少症的预防治疗。根据 Newport 数据，2016 年 6 月至 2017 年 6 月全球销售额 3.61 亿美元。2017 年国内重点城市公立样本医院米卡芬净制剂用药金额为 1.44 亿元，同比增长超过 10%。国内市场米卡芬净制剂有 1 家进口制剂获得生产批文，2 家国内企业获得生产批文。

公司的米卡芬净中间体于 2015 年 11 月提交美国 DMF 申请，目前正在评审；原料药于 2017 年 3 月提交美国 DMF 申请目前正在评审。公司合作方正在申请制剂产品美国上市。

公司的米卡芬净中间体原料药于 2018 年 10 月向欧洲多国提交申请文件 ASMF，目前正在审评中。公司的米卡芬净原料药于 2018 年 12 月向日本 PMDA 提交申请，目前正在审评中。米卡芬净原料药已于 2019 年 7 月获韩国 MFDS 批准。

③阿尼芬净：适用于治疗念珠菌血症及其他类型念珠菌的感染和食管念珠菌病。根据 Newport 数据，2016 年 6 月至 2017 年 6 月全球销售额 1.71 亿美元。截至 2018 年底，国内市场尚未有阿尼芬净制剂获批上市。

公司的阿尼芬净原料药于 2017 年 8 月提交美国 DMF 申请，目前正在评审过程中。阿尼芬净原料药 ASMF 申请于 2018 年 2 月获欧洲多个国家监管部门审核并接受，下游客户的阿尼芬净制剂 2018 年 6 月获得欧洲上市许可。公司与 Selectchemie 合作申请制剂产品于 2018 年 11 月在欧洲获批上市，分享制剂产品销售收益。

此外，阿尼芬净原料药于 2018 年 2 月向韩国 MFDS 提交 KDMF，12 月 7 日获批。

④子囊霉素：系吡美莫司的医药中间体。吡美莫司是亲脂性抗炎性的子囊霉素巨内酰胺的衍生物，可细胞选择性地抑制前炎症细胞因子的产生和释放，阻断 T 细胞内的炎症细胞因子的合成，适用于无免疫受损的轻度至中度异位性皮炎（湿疹）。公司的子囊霉素中间体于 2015 年 5 月提交美国 DMF 申请并通过审核。根

据 Newport 数据，2017 年该品种制剂产品全球销售额 2.48 亿美元。公司除向合作方销售子囊霉素中间体外，亦分享其原料药销售收益。公司的吡美莫司原料药于 2018 年 12 月提交美国 DMF

申请。目前正在评审中。

⑤安丝菌素：系由橙色珍贵束丝链霉菌发酵产生的一类美登木素生物碱，通过阻碍微管形成从而阻止细胞的有丝分裂使细胞死亡，在体外及荷瘤动物中具有显著抗肿瘤作用。其主组分通过化学修饰可以得到高活性的安丝菌素作为“弹头”与单抗结合成抗体偶联药物（ADC），用于与实体瘤的治疗。第一个用于人类表皮生长因子受体（HER）2-阳性转移性乳腺癌的治疗的ADC药物曲妥珠单抗-美坦新偶联物（T-DM1, Kadcyra）由 Genentech, Inc 研发，于2013年由FDA批准上市。

目前有十余个用安丝菌素及衍生物作为毒素弹头的ADC药物处于临床阶段。安丝菌素是ADC类新药的主要中间体。公司的安丝菌素主要供给自主开发ADC药物的国际知名公司或CRO、CMO公司，用于研发。

⑥多拉菌素：为新一代大环内酯类抗寄生虫兽用药，以环己羧酸为前体，通过基因重组的阿维链霉菌新菌株发酵而成的一种阿维菌素类抗生素，被公认为目前阿维菌素族中最优秀的抗寄生虫药物之一。同时，多拉菌素也是新型抗生素塞拉菌素的高级中间体。

公司在生产中开发了新的专利结晶工艺。主要销往南美洲以畜牧业为主的国家，包括阿根廷、哥伦比亚、乌拉圭等。

1.2.2 多手性原料药技术平台

手性化合物普遍存在于自然界，一个手性中心具有两个对映异构体，会表现出不同的生物活性，有效的异构体就是手性药物，而另一个异构体可能是无效甚至是有害的。手性中心越多，开发难度越大。

多手性药物合成技术是通过综合应用手性不对称合成、手性拆分、无效对映体转化、手性催化等技术手段来合成含有多个手性中心、合成路线长、结构复杂药物的技术，其工艺开发、工艺控制、质量研究和杂质控制以及产品的注册都是医药行业的前沿技术领域。

多手性药物合成的技术难点在于：（1）含有多个手性中心的化合物结构复杂，合成步骤较长，收率难以提高，对产品的工业化和成本控制提出了较高的要求；（2）多手性药物合成过程中，不同的技术路线会产生不同的对应异构体和杂质谱，不仅影响收率，也对产品质量有极大影响。因此多手性药物的合成工艺需要考虑收率、反应安全性、废旧溶媒使用量等因素，更重要的是选择杂质和对应异构体产生较少、容易控制的路线，这进一步提升了工艺难度；（3）多手性药物的光学异构体多，容易在合成过程产生杂质，对药品的分析和质量研究提出了更高的要求。

公司成功开发了恩替卡韦合成新工艺，该专利技术成功支持制剂厂商在美国、中国等市场首仿上市。基于该技术平台，公司还成功开发了一系列合成难度高、工艺步骤长的多手性药物，包括：4个手性中心、21步合成的泊沙康唑；60步合成的磺达肝癸钠；4个手性中心、16步合成的阿加曲班；特别是已完成工艺研发的抗癌药物艾日布林拥有19个手性中心结构，合成工艺涉及69个步骤，更是多手性药物领域研发难度很高的品种。

基于该技术平台，通过从一个多手性药物中拆分出高活性单体开发的一类新药 BR61501 已经成功获得国家药监局的临床批件，该项产品已完成技术转让并保留产品上市后收益分成权利。

①恩替卡韦：可选择性抑制乙肝病毒，主要用于治疗伴有病毒复制活跃、血清转氨酶持续增高的慢性乙型肝炎感染。在已经上市核苷类抗乙肝病毒药物中，恩替卡韦抑制病毒复制的活性最强，具有口服吸收率高、耐药率低等优点。恩替卡韦是目前世界卫生组织和各国临床指南推荐的慢性乙型肝炎患者抗病毒医治的一线用药，根据 Newport 数据，2017 年该药品全球销售额 16.39 亿美元。2016 年该药品在国内样本医院市场销售额超过 16 亿元，从 2006~2016 年国内样本医院销售趋势整体来看，恩替卡韦国内市场增长 46.5 倍，在国内核苷类抗病毒药物市场表现突出，已成为主流抗乙肝病毒药物。

恩替卡韦具有 3 个手性中心。原研公司通过合成工艺专利保护了药物的合成路线，公司设计了全新的合成路线，规避了原研专利，开发了手性定向合成的工艺，反应产率大幅提高，且中间体及其异构体易于分离，避免在最终产物中带入非对应异构体，成功解决了杂质控制难题。公司和正大天晴进行合作，2010 年 2 月正大天晴实现国内恩替卡韦制剂首仿上市。在国外，公司将恩替卡韦关键中间体提供给印度大型仿制药公司 Cipla，Cipla 将该中间体转化成恩替卡韦原料药后供应给 Teva 开发恩替卡韦制剂，该制剂于 2014 年在美国首仿上市，并获得 180 天保护期。

在美国市场，公司的恩替卡韦中间体于 2013 年 10 月通过美国 GMP 认证。恩替卡韦原料药于 2017 年 8 月提交美国 DMF 申请并获接受，目前正在评审。恩替卡韦制剂于 2018 年 11 月提交美国 ANDA，目前正在评审。在欧洲市场，恩替卡韦原料药于 2018 年 11 月向欧洲 EDQM 提交申请文件 CEP，目前正在审评。公司于 2015 年 12 月向日本 PMDA 提交恩替卡韦 EN1 中间体申请文件 MF，于 2017 年 1 月获 GMP 证书；恩替卡韦 ET1 中间体于 2016 年 6 月向 PMDA 提交 MF 并被接收，于 2017 年 1 月获 GMP 证书。恩替卡韦原料药于 2017 年 10 月向韩国 MFDS 提交

申请并获批准。在国内市场，子公司信泰制药于 2015 年 9 月获得恩替卡韦原料药国内生产批件。

②磺达肝癸钠：为全合成抗凝血药物，据 Newport 数据，2017 年磺达肝癸钠制剂在美国市场销售额约为 6,953 万美元，全球市场销售额约为 1.91 亿美元。截至 2018 年底，国内市场磺达肝癸钠制剂仅有原研制剂和恒瑞医药 2018 年获得生产批文。

公司的磺达肝癸钠中间体于 2014 年 8 月提交美国 DMF 申请，正在评审中；原料药于 2016 年 7 月提交美国 DMF 申请，目前正在评审过程中。

1.2.3 靶向高分子偶联平台

肿瘤靶向的偶联药物是近年来抗肿瘤药物的重点研究领域。公司基于抗体偶联药物技术类似的概念，原创设计了靶向高分子偶联药物。目前公司已开发出多个靶向高分子偶联抗癌分子，经前期药理毒理测试，显示出较好的抗肿瘤活性和低细胞毒性。

公司依托靶向高分子偶联平台研发的 1.1 类新药 BGC0222 已完成临床前研究，并已完成 IND 申报获得受理，该项产品在报告期内已签订技术转让合同并保留了药品上市后的销售分成权利。此外，公司基于该平台开发的 BGC0228、BGC0705 和 BGC0902 目前处于临床前研究阶段。

1.2.4 非生物大分子平台

非生物大分子是以高分子化合物、多肽和无机金属氧化物为代表的一类复杂结构的药物。这类药物往往需要特殊的制备工艺并且具有复杂的化学结构，很多情况下具有独特的微观空间结构。这类药物的结构表征、质量控制和分析的手段也有别于小分子化学药物和生物大分子药物。

该平台目前在研产品包括羧基麦芽糖铁、柠檬酸铁、焦磷酸铁钠、超顺磁纳米氧化铁等，目前尚未实现规模化收入，部分产品向下游客户进行研发用销售。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

公司现有产品卡泊芬净、米卡芬净为治疗念珠菌血症一线用药、恩替卡韦为治疗慢性乙型肝炎的一线用药、吡美莫司为重度特应性皮炎患者的二线用药、阿加曲班是治疗急性脑梗死的常用药、奥司他韦是治疗流感病毒的首选药、依维莫司可用于多种癌症肿瘤的治疗、磺达肝癸钠为安全性较高的抗凝血产品。

公司是国内最具实力的化学药物合成与生产技术平台之一，已实现从“原料药起始物→cGMP 高难度中间体→特色原料药→制剂

产品”的全产业链覆盖，具备为全球客户提供仿制药产品和技术解决方案的能力，也建立了原料药和制剂产品的一体化自主开发能力。公司与以色列梯瓦制药（Teva）、美国迈兰（Mylan）、日本日医工、日本明治、印度西普拉（Cipla）、印度太阳制药（Sun）、印度卡迪拉（Cadila）、韩国 Penmix、荷兰帝斯曼（DSM）和印度卢平（Lupin）等全球知名的仿制药和原料药巨头企业保持良好合作关系，在国内与恒瑞医药、正大天晴、华东医药、扬子江药业、齐鲁制药、豪森药业等大型医药企业均有商业合作。

表 1 国内外主要竞争对手

公司	概况
Biocon	成立于 1978 年，是印度三大的生物科技公司之一，总部位于班加罗尔，主要生产在美国和欧洲等发达市场销售的活性成分仿制药物、胰岛素生物仿制药等。主营业务包括小分子原料药、生物仿制药、品牌配方、新分子和研究服务。2018 年度实现营业收入 433.59 亿卢比、净利润 37.24 亿卢比
Hetero Drugs	总部位于印度特仑甘纳州，主营业务为仿制药的原料药、中间体及制剂的开发、生产和销售，其产品符合美国、欧洲等全球主要市场的 cGMP 标准，目前拥有 200 多种产品，销往全球 120 多个国家和地区。在抗病毒类和心脑血管类原料药方面，拥有较高的市场地位。被印度政府科技部门认定为印度最具创新性、生产性和最受尊重的科研机构之一
YONSUNG Fine Chemicals Co.,Ltd	成立于 2000 年，总部位于韩国水原，主营业务为原料药的研发、生产和销售，尤其在列腺素领域已成为列腺素原料药世界市场的知名供应商。其产品已经取得了美国、欧洲、日本等国的药品监管部门的认证并获出口
奥翔药业	主要竞争产品为恩替卡韦等。2019 年前三季度收入 20342.96 万元，净利润 5028.06 万元
恒瑞医药	主要竞争产品为卡泊芬净。恒瑞医药 2019 前三季度实现营业收入 169.45 亿元，净利润 37.33 亿元
海正药业	主要竞争产品米卡芬净。海正药业 2019 年前三季度实现营业收入 83.12 亿元，净利润 14.70 亿元。

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势和劣势

公司的竞争优势：

(1) 构建了高难度核心药物开发技术平台，形成了多手性药物合成技术、发酵半合成技术、靶向高分子偶联技术等多项具有全球先进水平的核心技术平台。

(2) 掌握产业链核心技术环节，持续实现价值转化和提升：掌握多项高难度的药物制备技术，部分实现了制备工艺的独特专

利，从而掌握了仿制药产业链的核心技术环节。公司突破传统的中间体或特色原料药的个别定制模式，主动为全球客户提供原研药专利到期后的首仿药的整体解决方案，包括能够提供多步骤合成、多手性中心、新晶型原料药或高活性细胞毒性药物等高难度仿制药产品方案，也能提供非侵权工艺开发、中间体研发、工艺优化、分析方法开发、标准品和杂质谱建立等技术方案。公司不仅能获得仿制药产业链中间体或特色原料药单一环节利润，还能通过从下游制剂企业销售分成或技术服务费。公司增加创新药研发力度，进一步向“仿创结合”的业务结构进行战略转型，目前公司在抗肿瘤等领域已有多个一类新药进入研发管线。

(3) 国际规范市场标准的生产质量体系。公司产品已经在全球数十个国家和地区实现销售，主要产品均为制剂厂商唯一或少数的中间体或原料药供应商，均占据较大市场份额。例如，公司的醋酸卡泊芬净原料药的制剂合作方为欧洲市场份额领先的该品种仿制药企业，公司为唯一原料药供应商，能分享其制剂产品销售收益。

(4) 客户覆盖面广。

(5) 持续的高额研发投入。

公司的竞争劣势：(1) 产能不足；(2) 融资渠道单一等。

二、公司分析及募集资金投向

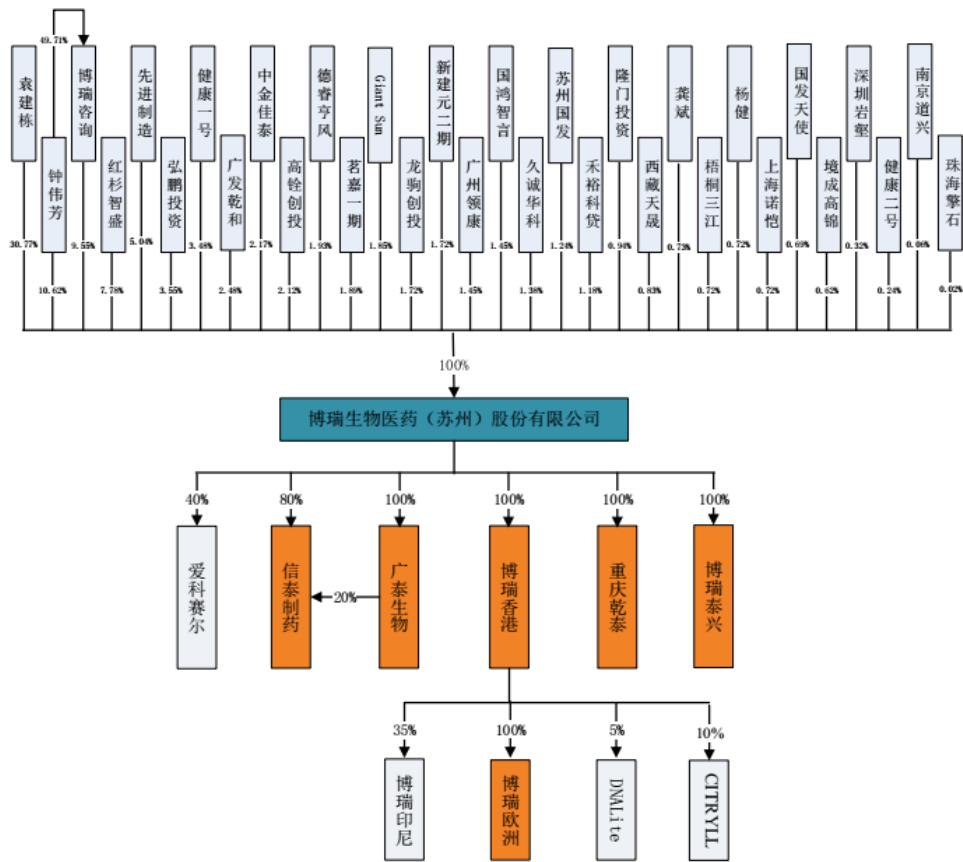
2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司为原博瑞生物医药技术（苏州）有限公司于 2015 年 9 月 11 日整体变更设立。

公司控股股东为袁建栋，实际控制人为袁建栋和钟伟芳。钟伟芳与袁建栋为母子关系。

本次发行前，袁建栋直接持有公司 113,535,123 股，占比 30.77%；钟伟芳直接持有公司 39,192,969 股，占比 10.62%；钟伟芳持有博瑞咨询 49.71% 的权益并担任执行事务合伙人，博瑞咨询持有公司 35,251,144 股，占比 9.55%，钟伟芳通过博瑞咨询间接持有公司 17,524,649 股。两人合计控制公司 187,979,236 股的表决权，占比 50.94%，为公司实际控制人。

图 2 发行前公司股权结构



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

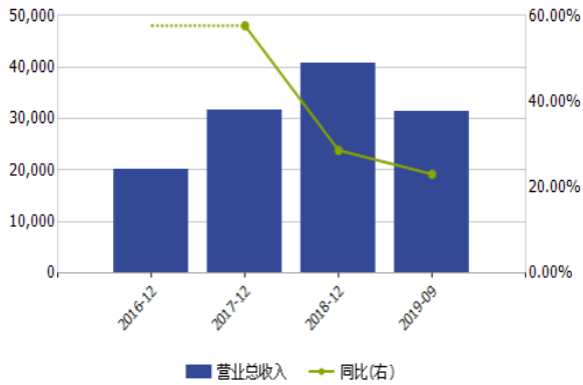
2.2 公司收入、利润结构变化

公司主营业务收入包括产品销售收入、技术收入及权益分成等。其中产品销售收入主要来源于基于发酵半合成技术平台和多手性药物平台自主开发的卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、吡美莫司、恩替卡韦、多拉菌素等仿制药产品；技术收入除来源于上述仿制药产品外，还包括基于靶向高分子偶联技术平台自主开发的创新药产品。

2016~2019Q3 公司主营业务收入分别为 20092.48 万元、31677.05 万元、40750.33 万元、31343.53 万元，2017~2018 年分别同比增长 57.66%、28.64%、23.11%。

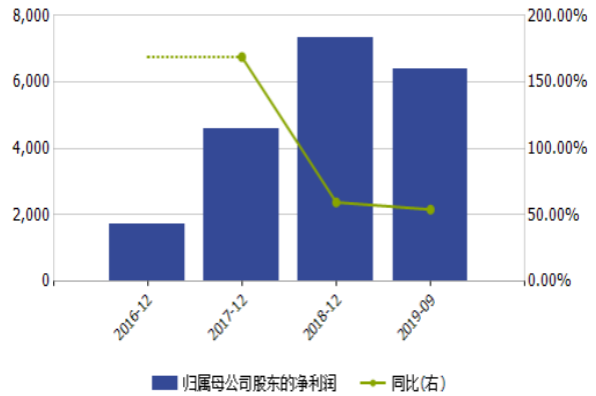
2016~2019 年 Q3 公司归母净利润分别为 1706.10 万元 4587.64 万元、7320.20 万元、6377.03 万元，分别同比增长 168.90%、59.56%、54.15%。

图 3 公司近年收入及增长概况



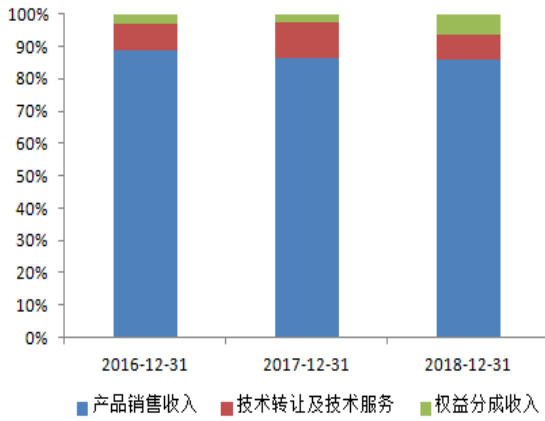
数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 4 公司近年归母净利润及增长情况



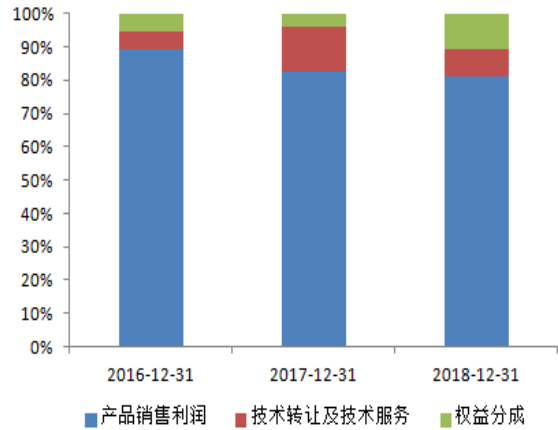
数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 5 公司主要产品收入结构



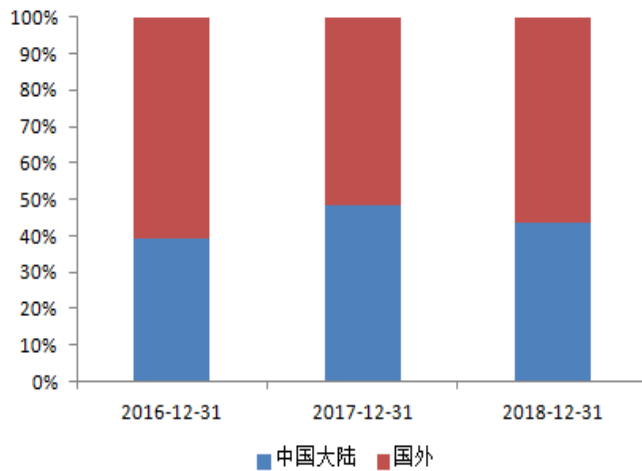
数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 6 公司主要产品利润结构



数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 7 近年公司国内外销售占比



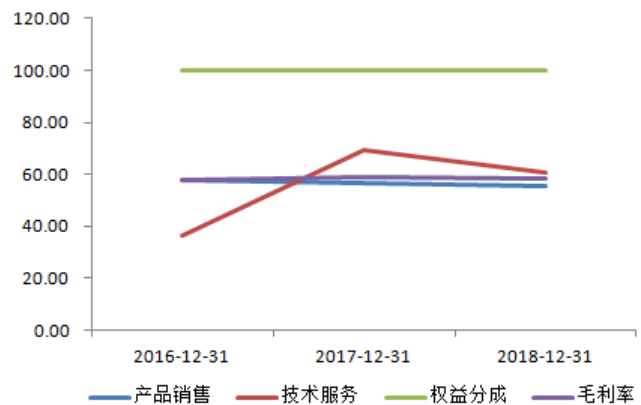
数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

2016~2019Q3，公司综合毛利率分别为 57.67%、58.93%、58.45%、62.03%，保持增长的态势。净利率分别为 8.49%、14.48%、17.96%、20.35%，保持增长的态势。

其中，2016~2018 年，产品销售毛利率分别为 58.06%、56.58%、55.27%，技术服务分别为 36.21%、69.17%、60.49%，权益分成的毛利率均为 100%。

图 8 公司综合毛利率水平及主要产品毛利率变化 (%)



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

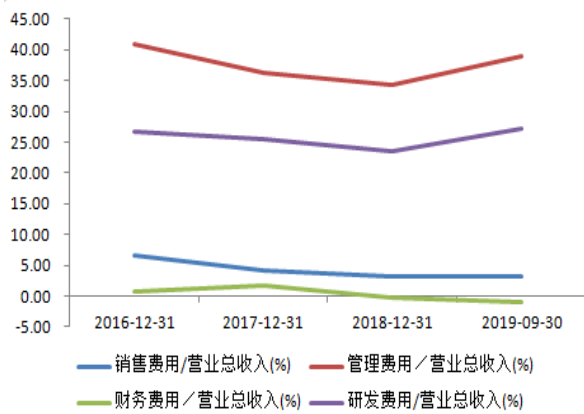
2.4 公司财务指标分析

2.4.1 公司期间费用率波动，研发支出保持较高水平

2016~2019 年 Q3，公司的期间费用率分别为 48.41%、42.24%、37.24%、40.98%，整体呈现波动趋势。

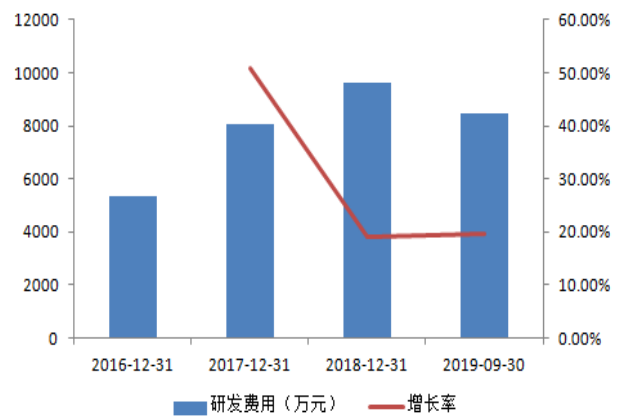
同期，公司的研发费用分别为 5357.65 万元、8081.16 万元、9611.50 万元、8486.76 万元，研发费用率分别为 26.66%、25.51%、23.59%、27.08%，整体维持在较高水平。

图 9 近年公司期间费用率情况



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

图 10 近年公司研发投入情况



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.4.2 公司资产周转情况稳定

2016~2019 年，公司应收账款周转率分别为 2.95、3.81、3.55 和 2.54（按一季度数据年化处理），整体呈提高趋势，公司应收账款周转率低于可比上市公司平均水平，主要由于公司客户为大型仿制药企业，对其应收账款存在一定账期。

2016~2019 年，公司存货周转率分别为 1.35、1.69、1.74 和 1.12（按一季度数据年化处理），接近行业平均水平。

2016~2019Q3，公司总资产周转率分别为 0.55、0.70、0.58 和 0.35，处于较低水平，主要与公司进行了两次融资，总资产增长幅度较大，而融入的资金尚未及完全投入生产经营所致。

2016~2019Q3，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2,973.30 万元、3,576.71 万元、6,398.82 万元和 653.91 万元，占当期净利润比例为分别为 174.27%、77.96%、87.41%、10.25%，今年年初大额采购支出及人力资源支出导致现金流出较大，导致经营活动现金流量净额下降，2016~2018 年公司现金流状态总体良好。

表 2 公司营运能力分析

财务指标	2016	2017	2018	2019Q3
存货周转率	1.35	1.69	1.74	1.12
应收账款周转率	2.95	3.81	3.55	2.54
总资产周转率	0.55	0.70	0.58	0.35
公司经营性现金流净额 (万元)	2,973.30	3,576.71	6,398.82	653.91
经营性现金流净额/归母净利润	174.27%	77.96%	87.41%	10.25%

数据来源：Wind 公司招股书 上海证券研究所

2.5 募集资金投向

本次公司发行价 12.71 元，发行市盈率 72.46 倍，募集资金净额 43996.46 万元。募集资金将主要用于以下项目：

表 3 募集资金运用（万元）

	项目	总投资	计划使用募集资金金额
1	泰兴原料药和制剂生产基地	35955.20	35955.20
	合计	35955.20	35955.20

数据来源：Wind 公司招股书 上海证券研究所

项目建设期 24 个月，该项目一期主要为公司 11 种产品的原料药生产，种类涉及抗菌药物、心脑血管药物、抗病毒药物、抗肿瘤药物。包括抗菌类的卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、泊沙康唑、非达霉素、吡美莫司，抗病毒类恩替卡韦、奥司他韦，抗肿瘤类依维莫司、安丝菌素和心脑血管类磺达肝癸钠。

项目总投资为 35,955.2 万元，其中：建设投资 33,400.90 万元，流动资金 2,554.30 万元。

表 4 募投项目对应品种产量规划

序号	原料药名称	年产量 (kg)
1	卡泊芬净	180
2	米卡芬净	150
3	阿尼芬净	80
4	泊沙康唑	500
5	非达霉素	150
6	吡美莫司	200
7	恩替卡韦	300
8	奥司他韦	2000
9	依维莫司	30
10	安丝菌素	30
11	磺达肝癸钠	30

数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

表 5 项目经济效益分析

项目总投资（万元）	35,955.20
固定资产投资（万元）	33,400.90
铺底流动资金（万元）	2,554.30
年营业收入（万元/年）	55,078.00
年利润总额（万元/年）	27,534.00
年净利润（万元/年）	20,651.00

投资利润率 (%)	76.58%
静态投资回收期 (税后, 年)	4.96
数据来源: 公司招股书 Wind 上海证券研究所	

2.6 公司发展规划

公司发展战略: 从高端仿制药和创新药两方面继续进行技术储备, 提升竞争力。具体地: (1) 在仿制药领域, 继续深耕高端仿制药市场, 构建平台型高端化学制药企业, 提高整体竞争力和盈利水平, 获取长期发展的稳定现金流; (2) 在创新药领域, 积极布局, 加快对创新药产品的研发和商业化, 力争在中长期内实现具有国际竞争力、满足未被满足的临床需求的创新药在全球获批上市, 提升公司在行业内的全球竞争地位。

业务发展目标: 公司将进一步扩大原料药生产能力, 实现更大规模化生产, 加快实施泰兴原料药和制剂生产基地 (一期) 项目; 在现有产品线的基础上进一步丰富研发产品管线, 加大研发力度, 储备更多的高端仿制药产品; 同时公司力争将更多创新药产品推进至临床试验研究阶段。在商业化方面, 公司将拓展新的市场, 拓宽营销渠道, 增加盈利增长点。

公司日前发布公告, 将在苏州建设符合美国、欧盟 cGMP 标准的注射剂生产制造基地, 总投资约为 34,827.00 万元人民币, 拟通过自有资金以及向银行项目贷款方式实施, 其中银行贷款不超过 25,000.00 万元。项目建设期为 2 年。该项目预示着公司向高端制剂的研发生产更加迈进了一步。

表 6 项目涉及制剂产品概况

	名称	类别	2018.7~2019.6 (百万美元)		阶段
			欧洲	美国	
1	注射用醋酸卡泊芬净	抗真菌	259.4	23.1	在研阶段, 未向美国 或欧洲药 品监管机 构提交注 册申请
2	注射用米卡芬净钠	抗真菌	104.4	110.2	
3	注射用阿尼芬净	抗真菌	115.7	10.0	
4	磺达肝癸钠注射液	抗血栓药	92.4	52.3	
5	蔗糖铁注射液	补铁剂	120.8	279.0	
6	羧基麦芽糖铁注射液	补铁剂	495.9	310.0	
7	甲磺酸艾日布林注射液	抗肿瘤	126.3	153.1	
8	注射用曲贝替定	抗肿瘤	103.1	41.7	
数据来源: 公司招股书 上海证券研究所					

三、盈利预测及主要假设

主要假设：1) 海外市场上，核心产品价格保持稳定，产品渗透率持续提升；2) 不出现重大行业负面事件及产品安全性事件；3) 国内市场上，公司产品在带量采购、终端制剂价格下滑的情况下，出货价格维持稳定，不出现大幅度下跌。

基于以上假设，我们预计 2019~2021 年实现收入 5.00 亿元、6.09 亿元、7.33 亿元，分别增长 22.86%、21.66%、20.46%，归母净利润分别为 9532 万元、11565 万元、13389 万元，同比增长 30.21%、21.34%、15.77%，相应的稀释后每股收益为 0.23 元、0.28 元和 0.33 元。

四、风险因素

包括但不限于：

技术风险：包括新产品研发进度不及预期，技术人员流失等；

内控风险：公司内部管理能力如果不能适应业务规模的扩张，将对公司的效率和盈利能力产生影响；

经营风险：带量采购、DRGs 付费等政策均可能对公司对应客户的产品价格产生负面影响，客户有寻找更低成本原料药来源或对采购价格进行议价的需求；业绩波动风险；海外市场竞争风险等；

募集资金项目推进不及预期：公司募集资金项目如果进度低于预期，可能影响公司新的利润点的实现，可能影响公司利润的达成。

产品质量风险：若公司产品质量出现问题，将对公司信用、销售等方面造成不良影响。

其他：包括环保风险及汇率风险，等。

五、估值分析

5.1 同行业可比公司 PE 估值比较分析

基于已公布的 2018 年业绩和 2019、2020 年预测业绩的均值，A 股同行业可比上市公司 18 年静态平均市盈率为 80.25，19 年、20 年平均动态市盈率为 38.18 倍、30.33 倍，同期化学制药上市公司动态市盈率均值分别为 46.73 倍、33.20 倍。

表 7 同行业上市公司 PE 比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
药石科技	300725	68.97	1.21	1.27	1.80	57.00	54.47	38.33
华海药业	600521	18.03	0.09	0.59	0.70	200.33	30.40	25.93
健友股份	603707	43.10	0.77	0.83	1.13	56.02	52.12	38.23
天宇股份	300702	52.86	0.91	3.16	3.18	58.09	16.74	16.65
奥翔药业	603229	21.01	0.27	0.41	0.48	77.81	51.24	43.77
仙琚制药	002332	10.65	0.33	0.44	0.56	32.27	24.09	19.08
平均						80.25	38.18	30.33
博瑞医药	688166	30.71	0.18	0.23	0.28	172.00	132.10	108.87

数据来源: Wind 上海证券研究所

公司每股发行价为 12.71 元, 对应 18、19、20 年 PE 为 71.19、54.67、45.06 倍。目前公司股价为 30.71 元, 对应 18、19、20 年 PE 为 172.00、132.10、108.87 倍, 高于 A 股可比公司估值水平和行业估值均值。

此外, 18 年公司以扣非归母净利润计算 EPS 为 0.18 元, 对应当前股价 PE175.08 倍, A 股同行业可比公司对应平均扣非 PE 为 84.36 倍, 公司估值高于 A 股可比上市公司。

5.2 其他相对估值法比较分析

我们选择 PB 方法进行比较分析, 目前公司 18、19、20 年 PB 分别为 16.36、10.08、9.03, 高于同行业可比公司均值 8.55、6.42、5.25。

表 8 同行业上市公司 PB 比较

公司名称	股票代码	股价	BPS			PB		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
药石科技	300725	68.97	4.14	5.68	7.27	16.65	12.14	9.49
华海药业	600521	18.03	3.08	5.60	6.44	5.86	3.22	2.80
健友股份	603707	43.10	3.37	4.08	5.05	12.79	10.55	8.54
天宇股份	300702	52.86	7.94	11.03	13.89	6.66	4.79	3.80
奥翔药业	603229	21.01	3.73	4.59	5.14	5.63	4.58	4.09
仙琚制药	002332	10.65	2.87	3.30	3.80	3.71	3.23	2.80
平均						8.55	6.42	5.25
博瑞医药	688166	30.71	1.88	3.05	3.40	16.36	10.08	9.03

数据来源: Wind 上海证券研究所

六、附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	206	615	626	475
存货	103	107	137	162
应收账款及票据	139	216	182	256
其他	114	60	64	95
流动资产合计	563	997	1,009	988
长期股权投资	7	7	7	7
固定资产	211	289	425	591
在建工程	10	17	24	27
无形资产	50	57	63	68
其他	33	41	34	26
非流动资产合计	313	412	553	719
资产总计	875	1,409	1,562	1,708
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	43	45	63	70
其他	62	59	78	83
流动负债合计	106	104	141	153
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	106	104	141	153
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	770	1,305	1,421	1,555
负债和股东权益总计	875	1,409	1,562	1,708

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	73	95	116	134
折旧和摊销	27	25	43	65
营运资本变动	(106)	(32)	43	(110)
经营活动现金流	64	88	201	88
资本支出	(42)	(117)	(190)	(240)
投资收益	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(212)	(120)	(190)	(240)
股权融资	4	362	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	250	441	1	1
净现金流	101	409	11	(151)

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	408	501	609	734
营业成本	169	189	231	283
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	13	15	19	23
管理费用	140	189	230	277
财务费用	(1)	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	5	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	82	104	126	146
营业外收支净额	(3)	0	0	0
利润总额	79	104	126	146
所得税	6	8	10	12
净利润	73	95	116	134
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	73	95	116	134

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	28.64%	22.86%	21.66%	20.46%
EBITDA 增长率	38.71%	35.90%	30.57%	25.34%
EBIT 增长率	45.04%	34.80%	21.18%	15.95%
净利润增长率	59.56%	30.21%	21.34%	15.77%
毛利率	78.81%	78.95%	78.74%	78.52%
EBITDA/总收入	23.17%	25.63%	27.51%	28.62%
EBIT/总收入	18.76%	20.59%	20.51%	19.74%
净利润率	17.96%	19.04%	18.99%	18.25%
资产负债率	12.06%	7.40%	9.03%	8.96%
流动比率	5.33	9.56	7.15	6.46
速动比率	4.35	8.54	6.18	5.40
总资产回报率 (ROA)	8.36%	6.76%	7.40%	7.84%
净资产收益率 (ROE)	9.51%	7.30%	8.14%	8.61%
EV/营业收入	0.0	0.0	23.8	19.6
EV/EBITDA	0.0	93.0	71.2	57.6
PE	172.00	132.08	108.86	94.02
PB	16.4	9.6	8.9	8.1

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。