

2020年03月07日

证券研究报告·公司研究报告

美诺华(603538) 医药生物

买入(首次)

当前价: 29.94元

目标价: 38.70元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

“CMO/CDMO+原料药/制剂一体化”驱动下，迈入快速成长期

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司致力于构建特色原料药综合服务平台(CMO/CDMO)，通过与战略客户合作打开下游市场，并拓展至更多客户；公司主营特色原料药收入比例80%以上出口海外主流规范市场，受疫情在全球蔓延、印度限制部分原料药出口及国内环保趋严背景下，原料药价格上涨很可能为长期趋势；“原料药+制剂”一体化，预计年内普瑞巴林、培哌普利制剂有望在国内获批，渐入收获期；预计公司2019-2021年业绩复合增速达42.1%，对应2020-2021年估值分别为23和17倍，与类比公司30余倍PE估值相比，其被显著低估。
- 借力综合性原料药服务平台优势，业务有望拓展至更多客户，成为公司重要增长点。** 通过战略客户培育、原料药服务需求定制等模式合作，持续优化和丰富公司产品结构和客户结构。2019年6月27日，公司引入先声制药作为全资子公司宣城美诺华的新增股东，先声制药以现金方式向宣城美诺华增资1.1亿元，获得其49%股权，先声制药2018年实现营收和净利润分别为21亿元和11.2亿元，目前拥有50多个上市品种，是国内拥有产品较多的综合制药企业之一。先声制药也是国内较早研发投入的创新药企，每年研发投入约占营收的8~10%，目前已经形成了较为丰富的研发管线，随着与先声制药的深入合作，公司有望扩展至CMO/CDMO领域。此外，随着公司综合性原料药服务平台构建完成，且公司客户包括海外众多大药企，未来有望加深更多战略性客户培育与合作。
- “原料药+制剂”一体化发展战略，2020年多个制剂有望获批进入收获期。** 原料药业务方面，公司产品丰富，产品质量优质，与战略客户关系稳定，目前已形成较高的竞争壁垒，公司的部分原料药产品在全球尤其欧洲地区市占率处于前列。1) 产品管线丰厚：公司产品管线聚焦慢病领域，在心血管领域有较为深度和广度的布局，产品管线涉及降压、降脂、抗血栓，此外公司还布局了糖尿病、神经系统领域，如维格列汀、达格列净等多个新型降糖药品种，公司产品管线不断丰富；2) 下游制剂拓展方面：公司制剂战略主要围绕“技术转移+自主申报+国内MAH合作”等方式进行，制剂产品线不断丰富，形成了深厚的产品组合，尤其在慢病领域的产品组合丰富，预计普瑞巴林、培哌普利制剂有望即将在国内获批，2020年制剂业务将迎来业绩拐点。
- 盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为0.90元、1.29元、1.81元，对应PE分别为33倍、23倍和17倍。公司原料药/制剂一体化和构建原料药综合服务平台协同快速发展，可比公司20年估值均值约36倍，但考虑到公司原料药综合服务平台尚处于发展初期，给其2020年30倍PE，对应目标价38.70元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 上游成本涨价超预期影响毛利率的风险；2) 环保压力趋严影响公司业绩的风险；3) 海外业务存在汇兑损益超预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	848.96	1143.10	1533.75	2039.46
增长率	40.25%	34.65%	34.18%	32.97%
归属母公司净利润(百万元)	96.35	134.58	192.36	271.57
增长率	115.66%	39.67%	42.94%	41.18%
每股收益EPS(元)	0.64	0.90	1.29	1.81
净资产收益率ROE	7.84%	10.02%	12.73%	15.54%
PE	47	33	23	17
PB	3.74	3.42	3.04	2.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

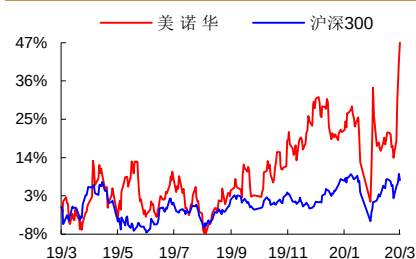
分析师: 朱国广

执业证号: S1250513110001

电话: 021-58351962

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.50
流通A股(亿股)	0.91
52周内股价区间(元)	18.85-29.94
总市值(亿元)	44.81
总资产(亿元)	25.21
每股净资产(元)	8.68

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司为国内优质的特色原料药供应商	1
1.1 公司原料药产品丰富，涉及多个治疗领域	1
1.2 原料药业务快速爆发，近几年业绩增长加速	2
2 公司逐渐成为全球化综合性原料药解决方案服务商	4
2.1 全球原料药产能向亚太转移，受疫情影响价格或持续上涨	4
2.2 慢病领域产品组合丰富，产品线加速扩展多个治疗领域	6
2.3 与战略客户合作加深，业务有望拓展至 CMO/CDMO 领域	10
3 “原料药+制剂”一体化发展，成长空间进一步打开	15
3.1 国内仿制药进入“原料药+制剂”一体化发展时代	15
3.2 商业化品种不断增加，“原料药+制剂”一体化即将进入收获期	15
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 相对估值	19
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截止 2019 年三季度)	2
图 2: 公司历史营业收入情况 (亿元)	2
图 3: 公司历年归母净利润情况 (亿元)	2
图 4: 2011-2019Q1-3 毛利率、净利率及期间费用率情况	3
图 5: 2011-2019Q1-3 公司费用率情况	3
图 6: 2011-2018 年公司各业务收入情况 (亿元)	3
图 7: 2018 年公司自产销售业务占比情况	3
图 8: 2011-2018 年公司各业务毛利率情况	4
图 9: 2011-2018 年公司营业收入占比情况 (分地区)	4
图 10: 2000-2016 年美国 DMF 持有人分布情况	4
图 11: 2000-2016 年欧盟 API 认证分布情况	4
图 12: 2018 年全球化学原料药供给区域分布情况	5
图 13: 2010-2020 全球原料药市场规模情况 (亿美元)	5
图 14: 缬沙坦月度价格情况 (元/Kg)	5
图 15: 阿托伐他汀钙月度价格情况 (元/Kg)	5
图 16: 2014-2015 年公司原料药产品全球市场份额情况	7
图 17: 2014-2015 年公司原料药产品欧洲市场份额情况	7
图 18: 2015 年公司前五大客户情况	8
图 19: 2016 年公司前五大客户情况	8
图 20: 不同阶段外包原料药业务毛利率	8
图 21: 2014-2016 年公司不同阶段产品毛利率情况	8
图 22: 2014-2016 年公司主要产品毛利占比情况	9
图 23: CRO 及 CMO 在药物研发生产所处的阶段	10
图 24: CDMO 与 CMO 相比技术壁垒更高	10
图 25: CMO/CDMO 行业上下游产业链简示图	11
图 26: 2013-2021 年全球 CMO/CDMO 市场规模	11
图 27: 2013-2021 年中国 CMO/CDMO 行业规模情况	11
图 28: 先声制药研发中心布局情况	12
图 29: 华海药业制剂收入占比持续提升	15
图 30: 博瑞医药制剂权益分成收入高速增长	15

表 目 录

表 1: 公司大事记一览	1
表 2: 环保政策趋严加大原料药生产监管力度	5
表 3: 公司产品管线情况	6
表 4: 不同阶段外包原料药业务特点	8
表 5: 公司原料药产能扩建计划	9
表 6: 先声制药已有产品情况	12
表 7: 先声制药部分报产品种情况	13
表 8: 先声制药部分在研或已完成临床品种情况	14
表 9: 美诺华天康药业部分品种申报情况	16
表 10: 美诺华天康药业制剂产能情况	16
表 11: 公司制剂产品批件情况	16
表 12: 公司制剂部分在研产品情况	17
表 13: 公司各业务收入预测	18
表 14: 可比公司估值情况	19
附表: 财务预测与估值	20

1 公司为国内优质的特色原料药供应商

1.1 公司原料药产品丰富，涉及多个治疗领域

公司成立于 2004 年，2017 年在上交所主板上市，是一家集医药中间体、原料药和成品药研发、中试、生产、销售为一体的综合性制药企业，产品涉及心血管类、中枢神经类、消化系统类、老年疾病类和抗病毒系统类等多个治疗领域，主导产品有缬沙坦、氯沙坦、厄贝沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷和埃索美拉唑等原料药及中间体。

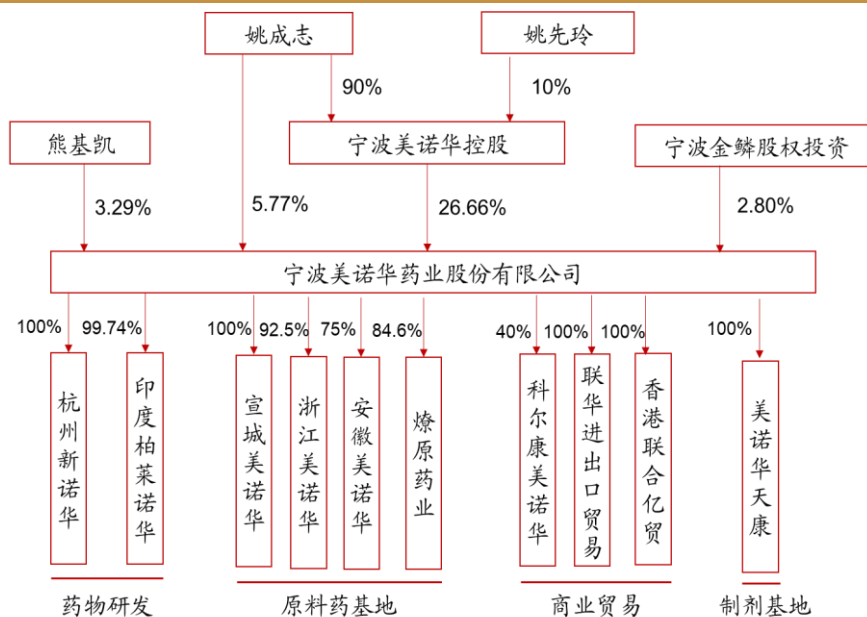
表 1：公司大事记一览

时间	重要事件
2004 年	02 月：成立宁波美诺华药业有限公司
	07 月：成立安徽美诺华药物化学有限公司
2005 年	11 月：成立浙江美诺华药物化学有限公司
2007 年	05 月：成立宁波联华进出口有限公司
2012 年	7 月：成立杭州新诺华医药有限公司
2013 年	11 月：组建美诺华药物研究院（原料药）
2015 年	03 月：成立美诺华天康药业有限公司
	05 月：成立宣城美诺华药业有限公司
	09 月：成立印度柏莱诺华药业有限公司
2017 年	04 月：美诺华在上交所主板上市
	11 月：美诺华控股浙江燎原药业有限公司
	11 月：与 KRKA 合资成立宁波科尔康美诺华药业有限公司
	11 月：组建美诺华制剂研究院
2018 年	06 月：在美国设立全资子公司 Menovo Pharma USA LLC
2020 年	02 月：控股子公司浙江燎原药业股份有限公司被认定为高新技术企业

数据来源：公司官网，西南证券整理

截止 2019 年三季度，公司创始人、董事长姚成志先生直接持股 5.77%，通过宁波美诺华间接持股 24.0%，合计持有及控制公司 29.77% 股份，为公司实际控制人，现任公司董事长兼总经理，公司股权结构较为稳定。

图 1：公司股权结构（截止 2019 年三季度）

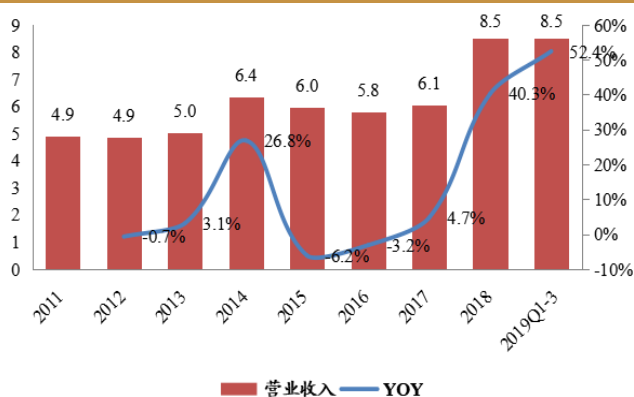


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 原料药业务快速爆发，近几年业绩增长加速

公司近几年业绩增速大幅提升，2019 年前三季度，公司实现营业收入 8.5 亿元，同比增长 52.4%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 98.7%。根据公司预增公告，2019 年公司实现归母净利润 1.40-1.54 亿元，同比增长 45%-60%，实现扣非后归母净利润 1.25-1.41 亿元，同比增长 109%-136%，业绩快速增长主要由于缬沙坦销售收入大幅增长，及其他核心产品坎地沙坦、培哌普利、氯吡格雷等快速增长所致。2017 年，公司业绩大幅下滑主要系上游原料价格上涨和汇兑损益所致。

图 2：公司历史营业收入情况（亿元）



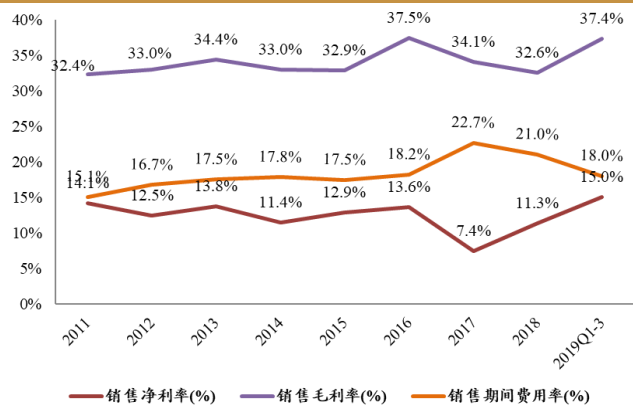
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司历年归母净利润情况（亿元）

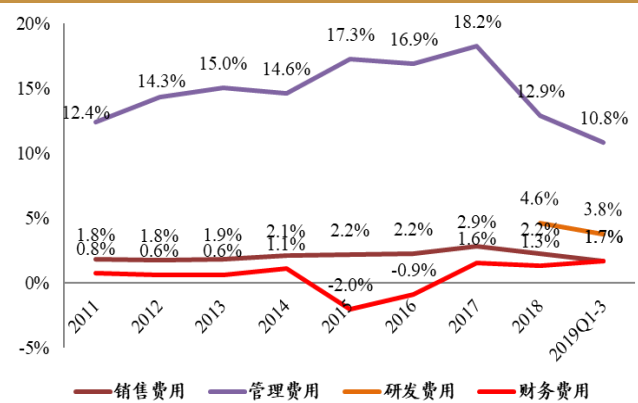


数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率方面，近几年公司毛利率相对较为稳定。2019 年前三季度，公司毛利率提升到 37.4%，主要系产品销售价格上升所致。净利率方面，公司期间费用率下降到 18%，公司净利率则提升到 15%。费用率方面，2019 年前三季度，公司管理费用率下降至 10.8%，研发费用率略有下降至 3.8%，销售费用率和财务费用率基本较为稳定。

图 4：2011-2019Q1-3 毛利率、净利率及期间费用率情况


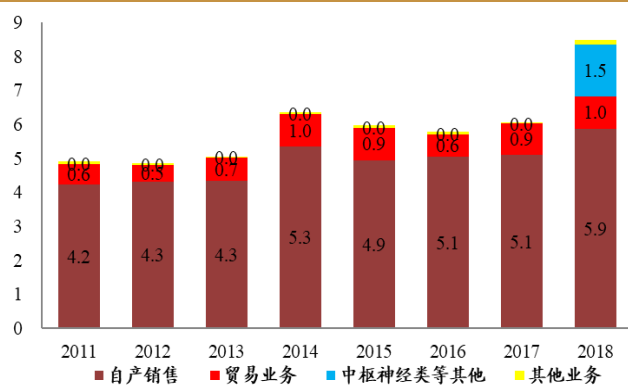
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2011-2019Q1-3 公司费用率情况


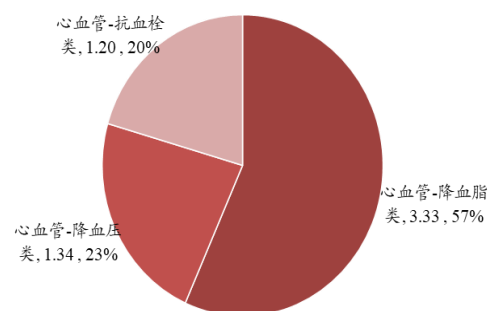
数据来源：Wind，西南证券整理

从公司业务结构来看，公司收入主要来源于自产销售业务，2018 年公司自产销售营收达到 5.9 亿元，其中降血压、降血脂和抗血栓产品分别实现营收 3.3、1.3 和 1.2 亿元，自产销售营收占公司营收的比例达到 69.2%，贸易业务 2018 年实现营收 1.0 亿元，占公司营收的 11.2%，中枢神经系统实现营收 1.5 亿元，占公司营收的 18%。

分业务毛利率方面，公司自产销售毛利率远高于贸易业务，2018 年公司自产销售业务毛利率达到 38.1%，贸易业务毛利率达到 13.5%。按地区来看，公司收入主要来自海外，但占比在逐步下滑，2018 年国外收入占比达到 82%。

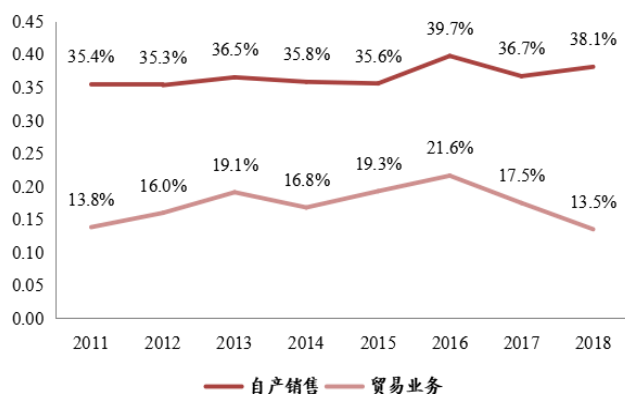
图 6：2011-2018 年公司各业务收入情况（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2018 年公司自产销售业务占比情况


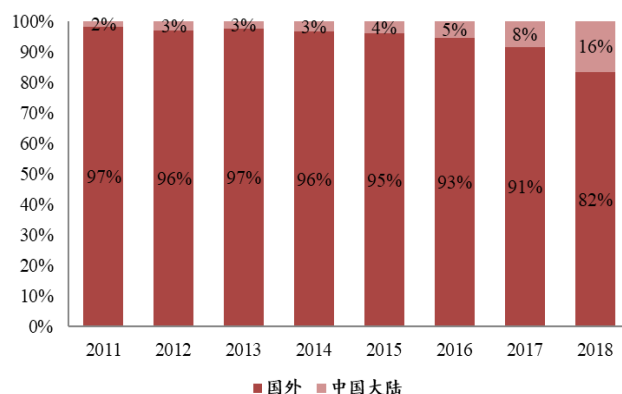
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2011-2018 年公司各业务毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2011-2018 年公司营业收入占比情况（分地区）



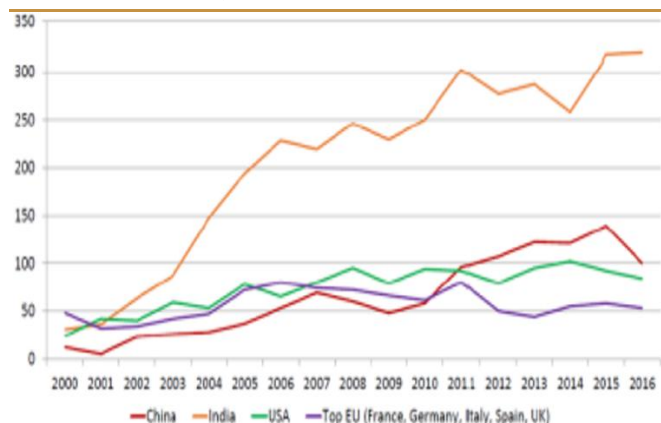
数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司逐渐成为全球化综合性原料药解决方案服务商

2.1 全球原料药产能向亚太转移，受疫情影响价格或持续上涨

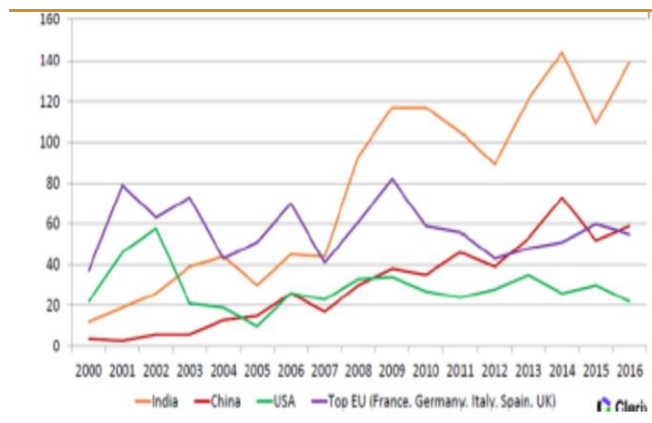
全球原料药产能分地区来看，欧美发达地区受限于环保压力，亚太地区尤其是中国则拥有大量高素质人才、低廉生产成本以及丰富的上游化工原料产能，竞争优势明显，目前原料药产能正持续从发达国家向中国、印度等地区国家转移，印度和中国企业持有的 DMF (Drug Master File) 也在持续增长。

图 10：2000-2016 年美国 DMF 持有人分布情况



数据来源：博瑞医药招股说明书，西南证券

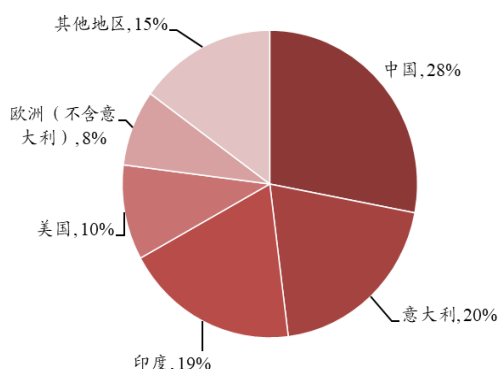
图 11：2000-2016 年欧盟 API 认证分布情况



数据来源：博瑞医药招股说明书，西南证券

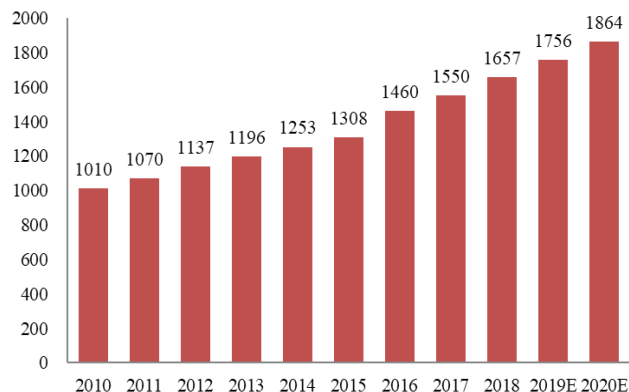
目前全球主要原料药生产区域包括北美、西欧以及亚洲地区的中国、印度和日本，其中北美地区原料药需求约占全球的三分之一，但受限于环保等成本压力，目前自产量不到消耗量的一半，北美地区原料药以进口为主，中国、印度和西欧目前为全球主要的化学原料药出口基地。根据 CPA 数据，预计 2020 年全球原料药市场规模将达到 1864 亿美元。

图 12：2018 年全球化学原料药供给区域分布情况



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 13：2010-2020 全球原料药市场规模情况（亿美元）

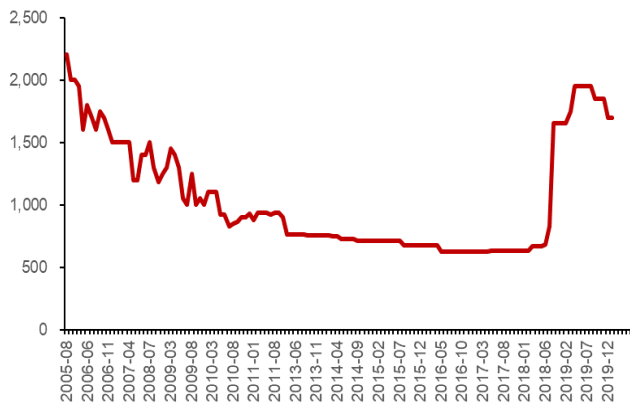


数据来源：CPA，西南证券整理

国内目前原料药产业呈现两个发展趋势：一方面在环保趋严的压力下，推动原料药企业提高环保投入，以科伦药业川宁抗生素项目为例，总投资 68 亿元，其中环保投资超过 13 亿，占比超 20%。随着环保压力逐渐加大，行业的中小产能正在被逐步淘汰，行业集中度和进入壁垒正在不断提升。

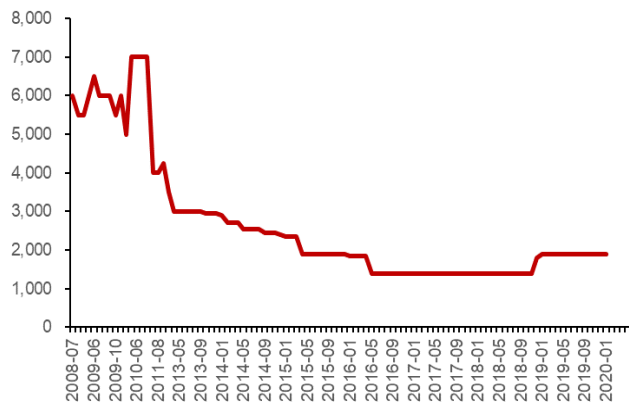
另外一方面，国内药品监管、一致性评价等政策导致药品质量监管标准趋严，原料药生产工艺和质控水平也需要相应提升，如缬沙坦未知杂质导致生产工艺改进，产品价格近几年大幅提升，国内原料药价格呈现逐步上涨趋势。

图 14：缬沙坦月度价格情况（元/Kg）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：阿托伐他汀钙月度价格情况（元/Kg）



数据来源：Wind，西南证券整理

表 2：环保政策趋严加大原料药生产监管力度

时间	部门	政策名称	政策影响
长期	环保部	环保督察行动	开展环保督察行动，实地调查违法污染企业并实施罚款、减产、停产等处罚
2019	环保部	《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	京津冀及周边地区在秋冬季对原料药、化工、钢铁、煤炭的污染企业通过错峰生产、减产停产、提高环保整治力度等措施减少重污染
2018	环保部	《恶臭污染物排放标准（征求意见稿）》	提高恶臭污染物排放限值，加强恶臭污染物监管，恶臭污染企业需进行技术改造从而达到新标准要求
2016	环保部	《中华人民共和国环境保护税法》	对排污企业进行征税
2015	环保部	《水污染防治行动计划》	对原料药企业实施清洁化改造、制药行业实施绿色酶法生产技术改造

数据来源：环保部，西南证券整理

此外，受本次疫情影响，目前原料药供给最大地区如中国、意大利和印度等原料药企业的生产都受到影响，国内目前处于疫情的中后期，根据我们最新调研，全国主要生产地区如浙江省的原料药生产企业已经陆续开始复工，海外主要产能地区形势则不容乐观，如意大利、印度和美国等目前正处于疫情爆发期，印度政府于 2020 年 3 月 3 日宣布，即日起限制 26 种活性药物成分（API）和由它们制成的药物出口，预计全球原料药供给将进一步收紧，主要原料药价格有望持续上涨，国内目前主要的原料药企业已相继复工，预计未来有望持续受益原料药价格上涨。

2.2 慢病领域产品组合丰富，产品线加速扩展多个治疗领域

产品管线方面，目前公司已实现国内、国外共 20 余个产品的商业化销售，主要聚焦慢病核心领域，如降血压、降血脂和抗血栓等。在产品管线拓展方面，公司还研发布局了包括阿哌沙班、利伐沙班等多个新型抗血栓类产品，此外公司还布局了维格列汀、达格列净等多个新型降糖药物类产品，目前已经形成了较为丰富的产品管线，其中不乏市场需求较大的重要品种，预计这些产品商业化后将显著丰富公司的产品管线，并进一步增强公司市场竞争优势。

表 3：公司产品管线情况

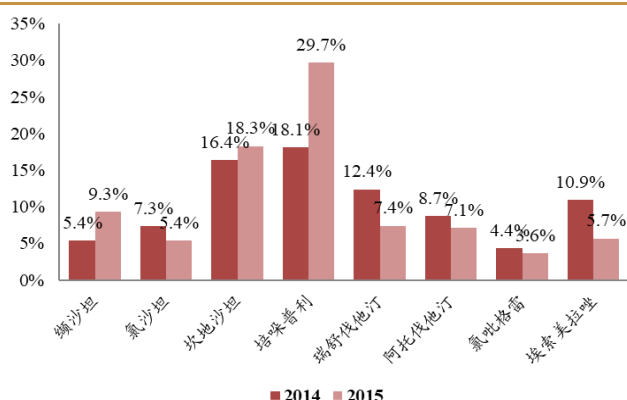
料药	治疗领域	状态	规格	文件
瑞舒伐他汀钙	降血压	商业化	EP	EDMF, USDMF, CEP 2018
阿托伐他汀钙三水合物	降血脂	商业化	EP, USP	EDMF, USDMF
依替米贝	降血脂	商业化	In house (ICH)	EDMF plan
缬沙坦	降血压	商业化	EP, USP	EDMF, USDMF
氯沙坦钾	降血压	商业化	EP, USP	EDMF, CEP
坎地沙坦酯	降血压	商业化	EP, USP	EDMF
奥美沙坦酯	降血压	商业化	EP, USP	EDMF
培哚普利叔丁胺盐	降血压和心力衰竭	商业化	EP	EDMF
培哚普利精氨酸盐	降血压和心力衰竭	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
盐酸伊伐布雷定	心力衰竭	商业化	In house (ICH)	EDMF
埃索美拉唑镁二水合物	消化道	商业化	EP	EDMF, USDMF, CEP 2017
埃索美拉唑镁三水合物	消化道	商业化	EP, USP	EDMF, CEP 2018
埃索美拉唑钠	消化道	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
氯吡格雷硫酸氢盐	心脑血管	商业化	EP, USP	EDMF
达比加群酯甲磺酸盐	抗凝血	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
替格瑞洛	抗凝血	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
利伐沙班	抗凝血	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
阿哌沙班	抗凝血	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
盐酸文拉法辛	抗抑郁	商业化	EP, USP	EDMF, CEP
盐酸度洛西汀	抗抑郁	商业化	EP, USP	EDMF, CEP
加兰他敏氢溴酸盐	抗胆碱药	商业化	EP, USP	EDMF plan
普瑞巴林	抗癫痫	商业化	In house (ICH)	EDMF plan
沙芬酰胺	帕金森	待验证	In house (ICH)	EDMF plan

料药	治疗领域	状态	规格	文件
维达列汀	降血糖	商业化	In house (ICH)	EDMF
阿格列汀苯甲酸盐	降血糖	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
西他列汀磷酸盐	降血糖	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
达格列净	降血糖	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
替诺福韦酯富马酸盐	抗病毒	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
替诺福韦艾拉酚胺	抗病毒	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
维帕他韦	抗病毒	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
索菲布韦	抗病毒	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
盐酸厄洛替尼	抗肿瘤	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
索拉菲尼	抗肿瘤	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
盐酸莫西沙星	抗菌药	商业化	EP, USP	EDMF
雷西纳德	降尿酸	待验证	In house (ICH)	EDMF plan

数据来源：公司官网，西南证券整理

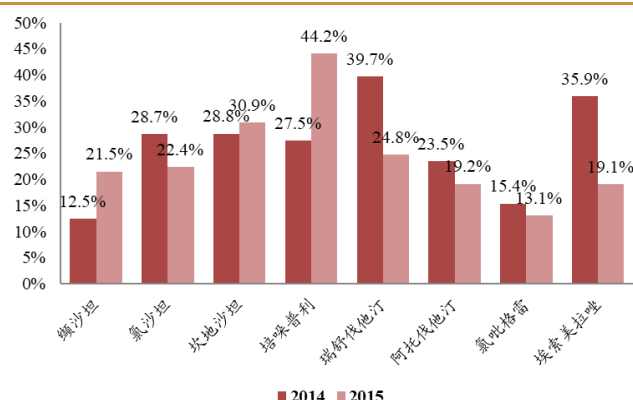
海外市场方面，公司为全球原料药的主要供应商，尤其在欧洲地区更是头部供应商，从市场份额来看，公司目前在欧洲和全球占比最大的品种分别是培哌普利、坎地沙坦和埃索美拉唑等，2015 年以上品种在欧洲的市场份额分别达到 44.2%、30.9%和 19.1%。

图 16：2014-2015 年公司原料药产品全球市场份额情况



数据来源：美诺华招股说明书，西南证券整理

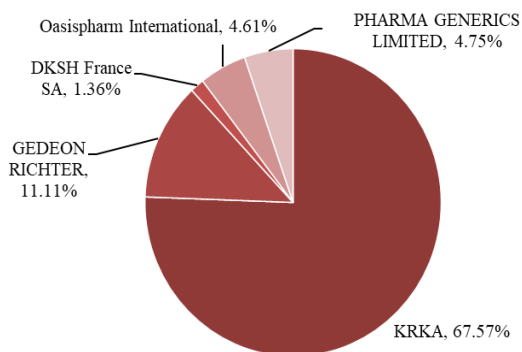
图 17：2014-2015 年公司原料药产品欧洲市场份额情况



数据来源：美诺华招股说明书，西南证券整理

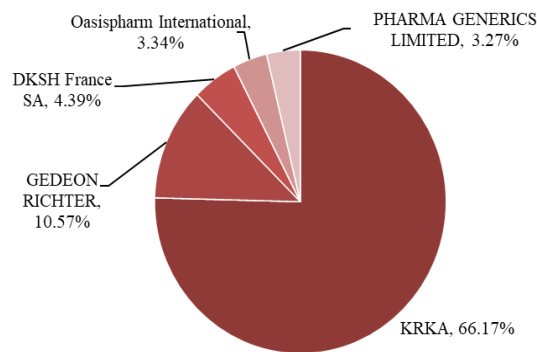
从公司前五大客户来看，KRKA 是公司最主要的客户，2016 年 KRKA 的收入占公司营业收入的比例达到 66.17%，与 2015 年相比基本相当。2018 年，公司前五大客户收入占比达到 79.25%，相比于 2015 年的 87.74%明显下降，表明公司客户拓展方面卓有成效。

图 18: 2015 年公司前五大客户情况



数据来源: 美诺华招股说明书, 西南证券整理

图 19: 2016 年公司前五大客户情况

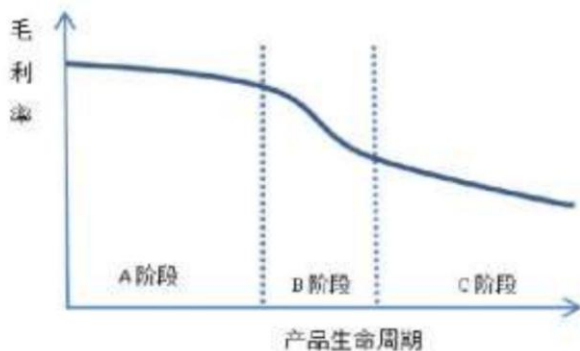


数据来源: 美诺华招股说明书, 西南证券整理

除此之外, 公司的质量控制体系处于全球领先水平, 自 2004 年成立以来, 公司各成员企业陆续通过国内外官方机构的认证和检查, 其中浙江美诺华和安徽美诺华的主要产品, 分别于 2008 年、2011 年、2014 年和 2017 年通过了欧洲药监局 GMP 认证, 燎原药业还通过了美国 FDA 审计和日本 PMDA 认证, 为公司的产品出口海外打下良好基础。

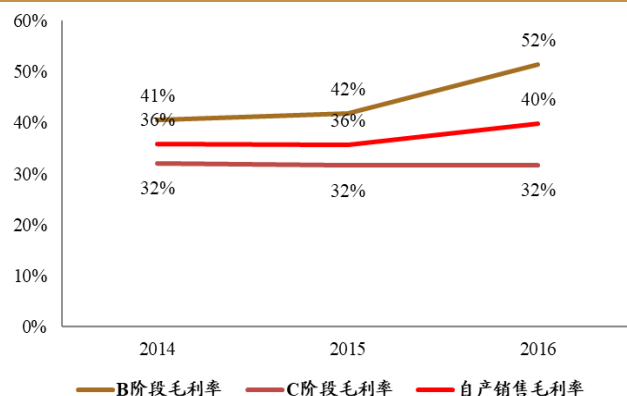
在产品毛利率方面, 原料药可分为专利原料药、特色原料药和大宗原料药三大类, 公司原料药业务目前主要集中在毛利率相对较高的特色原料药 (B 阶段) 和毛利率相对较低的大宗原料药 (C 阶段)。随着公司产品管线的不断丰富, 预计公司将采取更加灵活的差异化竞争策略, 提升毛利率较高品种的收入占比。

图 20: 不同阶段外包原料药业务毛利率



数据来源: 美诺华招股说明书, 西南证券整理

图 21: 2014-2016 年公司不同阶段产品毛利率情况



数据来源: 美诺华招股说明书, 西南证券整理

表 4: 不同阶段外包原料药业务特点

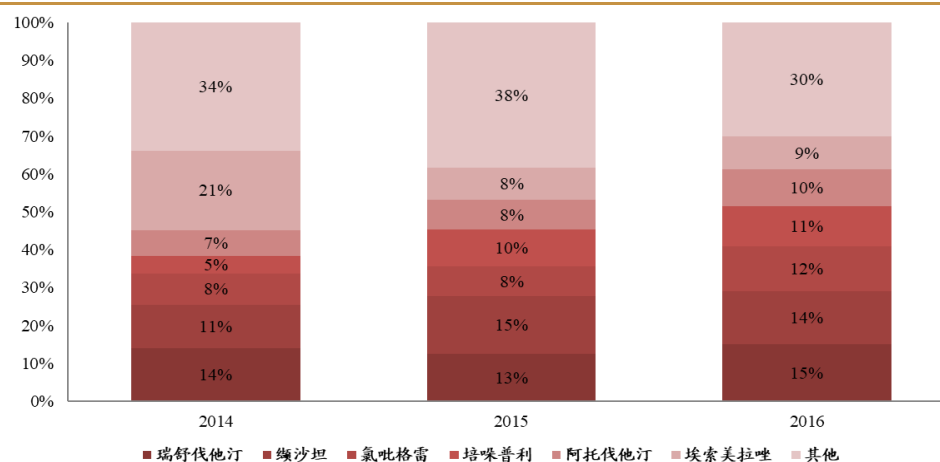
阶段	经营模式	主要产品	服务内容	与客户间的关系	业务发展	客户集中度	毛利率
A(专利药/创新药的原料药及中间体生产阶段, 专利原料药)	创新药定制模式	各类创新药原料药	在创新药定制模式下, 主要根据跨国制药公司和生物制药公司的需求提供定制的研发服务和定制生产的产品	相互考察的时间周期比较长, 过程复杂, 客户关系比较紧密, 具有延伸性、自我强化性	主要依靠与有限的客户建立长期战略合作伙伴关系从而取得更多的定制项目	高	高

阶段	经营模式	主要产品	服务内容	与客户间的关系	业务发展	客户集中度	毛利率
B (利润率较高的仿制药前期产品, 特色原料药)	仿制药的首仿抢仿合作模式	降血压、抗肿瘤药物等	国际仿制药企业在开展专利挑战业务, 或者开发独特的工艺路线以形成竞争优势等情况下需要与原料药企业进行合作研发、定制生产	供应商和客户相互考察的时间周期比较长, 过程复杂, 客户关系同时比较紧密, 具有长期稳定性和共赢性的特点	主要依靠与有限的客户建立长期战略合作伙伴关系从而取得更多的定制项目	较高	较高
C (专利保护期后较长时间产品, 大宗原料药)	仿制药的通用产品模式	维生素、抗生素等	企业根据市场调研的结果来识别出大众客户的通用需求, 并以此为起点开展研发、生产、销售等具体经营活动	企业一般只与大众客户保持常规的沟通, 以确保满足大众客户的通用需求	主要依靠将通用产品销售给尽可能多的客户	较低	较低

数据来源: 美诺华招股说明书, 西南证券整理

从分产品的毛利占比来看, 公司毛利占比最高几个品种分别是瑞舒伐他汀 (2016 年占比 15%)、缬沙坦 (2016 年占比 14%) 和氯吡格雷 (2016 年占比 12%) 等。2015 年公司瑞舒伐他汀销量为 7.15 吨, 占全球市场的份额为 7.4%, 缬沙坦销量为 45.12 吨, 占全球市场份额为 5.4%, 预计随着公司新增产能的释放和下游客户的不断拓展, 公司主要品种的市场份额还有较大提升空间。

图 22: 2014-2016 年公司主要产品毛利占比情况



数据来源: 美诺华招股说明书, 西南证券整理

表 5: 公司原料药产能扩建计划

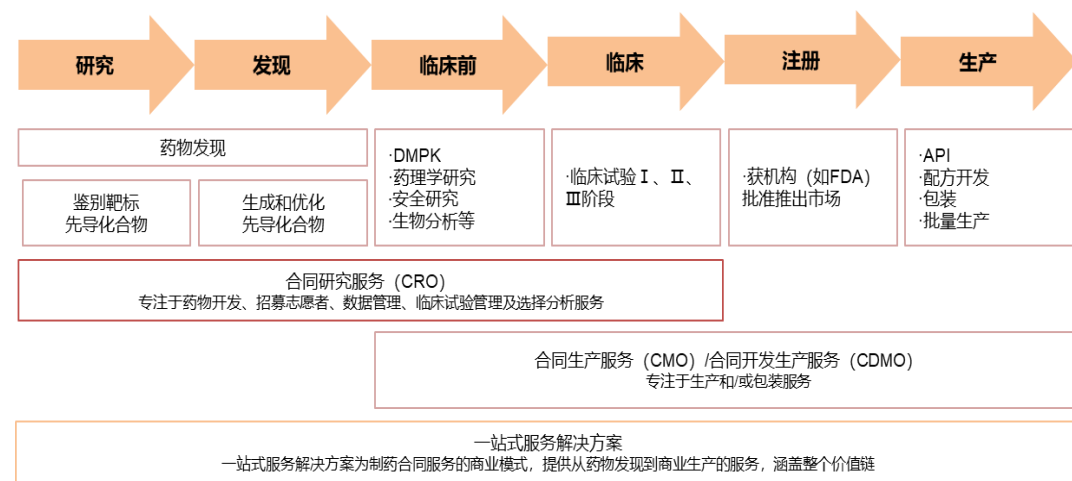
项目名称	计划投资额	项目内容	预计投入时间	最新进展
年产 520 吨医药原料药 (东扩) 一期项目	3.5 亿元	将形成年产 520 吨医药原料药的生产能力, 主要生产缬沙坦、坎地沙坦酯、培哚普利叔丁胺盐等 9 个品种, 项目达产后, 预计年新增销售收入 6 亿元, 利润 1.5 亿元	2021 年	正在进行土建及基础设施建设
年产 400 吨原料药一期技改项目	1.63 亿元	项目投产后, 将解决公司产能满负荷问题和日益严峻的环保压力, 并为安徽美诺华产能提升、转型升级、可持续发展打下坚实的基础	2021 年	一期技改项目土建主体封顶

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.3 与战略客户合作加深，业务有望拓展至 CMO/CDMO 领域

在医药研发外包中，大致可分为两类：医药研发外包（Contract Research Organization, CRO）和医药生产外包（Contract Manufacture Organization, CMO/CDMO）。CMO/CDMO 主要是接受制药公司的委托，提供产品生产时所需要的工艺开发、配方开发、临床试验用药、化学或生物合成的原料药生产、中间体制造、制剂生产以及包装等服务。

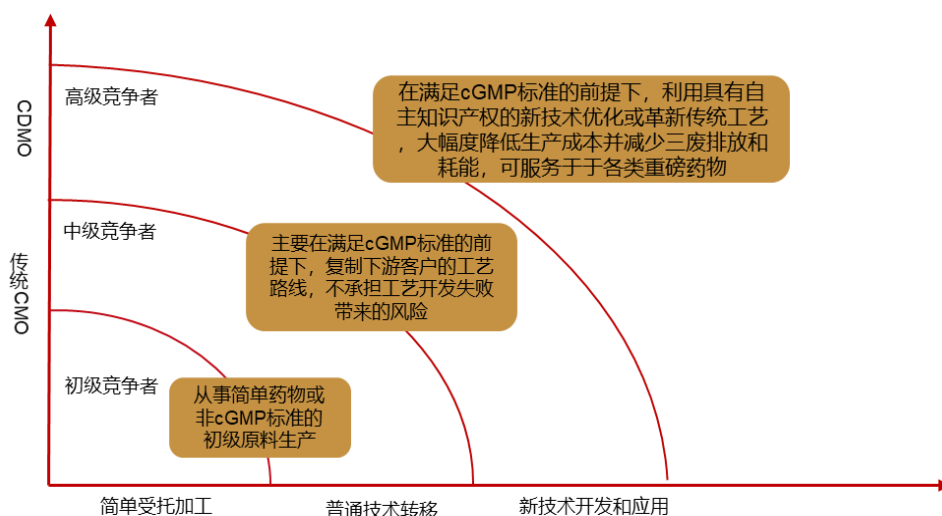
图 23：CRO 及 CMO 在药物研发生产所处的阶段



数据来源：药明康德招股说明书，西南证券整理

CMO 主要为医药公司提供代工生产，随着医药公司对药品生产效率要求不断提高，CDMO 应运而生，CDMO 在为医药公司提供服务时，可基于自身技术对生产过程进行优化，以附加值较高的技术输出取代单一产能输出。相比 CMO，CDMO 持续获得订单能力更强，高附加值下盈利能力更强，CDMO 成为 CMO 行业的发展趋势。

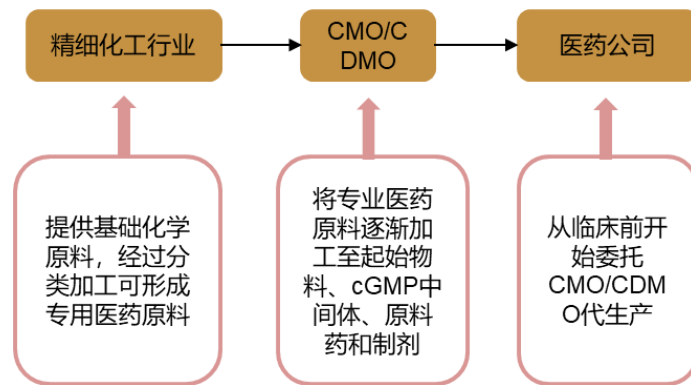
图 24：CDMO 与 CMO 相比技术壁垒更高



数据来源：药明康德招股说明书，西南证券整理

从产业链来看，CMO/CDMO 上游为精细化工行业，国内精细化工行业较为分散，CMO/CDMO 对上游议价能力较强。CMO/CDMO 下游客户是医药公司，医药公司为保证产品及时供应以及质量，通常会与少数核心供应商建立长期合作关系，客户一般不会更换供应商，CMO/CDMO 对下游客户粘性较强。

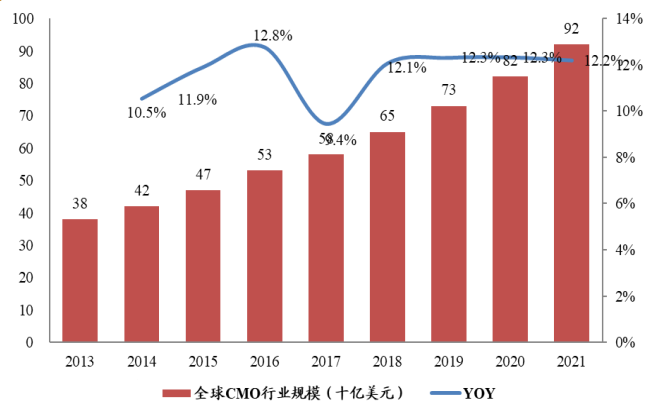
图 25：CMO/CDMO 行业上下游产业链简示图



数据来源：凯莱英招股说明书，西南证券整理

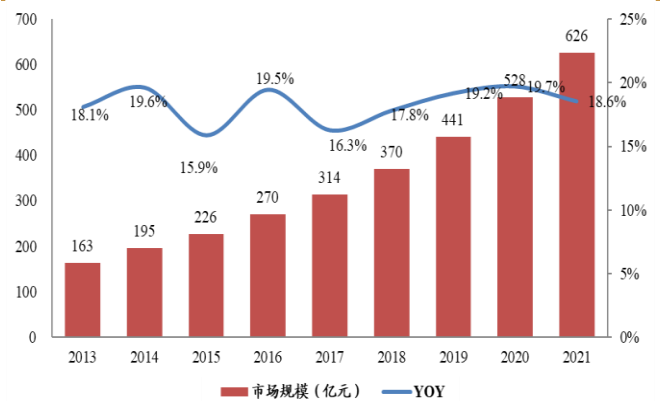
随着全球孤儿药市场蓬勃发展，专利药到期市场不断扩大以及全球 CMO 产能转移等多方面因素影响，全球和国内 CMO/CDMO 市场持续增长。根据 Frost & Sullivan 数据，预计全球 CMO/CDMO 市场规模将从 2019 年的 730 亿美金提升到 2021 年的 920 亿美金，复合增速达到 12.3%，国内 CMO/CDMO 行业规模从 2017 年的 314 亿元提升到 2019 年的 441 亿元，复合增速达到 18.5%。

图 26：2013-2021 年全球 CMO/CDMO 市场规模



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 27：2013-2021 年中国 CMO/CDMO 行业规模情况



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

根据公司公告，公司的制剂生产基地目前已通过中国、欧盟 GMP 认证，并承接了中国、欧洲客户的 CMO 业务，我们预计 CMO/CDMO 未来或将成为公司重点发展的方向。

2019 年 6 月 27 日，公司发布公告，引入先声制药作为公司全资子公司宣城美诺华（“年产 1600 吨原料药项目”）新增股东，先声制药以现金方式向宣城美诺华增资 1.1 亿元，获得宣城美诺华 49% 股权。先声制药承诺，其原料药项目在宣城美诺华有能力承接的前提下，同等条件优先放到宣城美诺华生产，在新原料药项目立项时，同等条件下优先考虑宣城美诺华作为生产商进行生产。

先声制药是国内较早投入新药研发的公司之一，专注于创新药物和高壁垒仿制药物，产品分布于抗肿瘤、中枢神经、风湿免疫、心血管、抗感染等重大疾病领域。在创新研发方面，先声制药历年研发投入在 8~10% 之间，自主研发了艾得辛（艾拉莫德）、必存（依达拉奉）等一系列创新药和首仿药。先声制药目前在全球范围内拥有多个创新研发中心，形成了完善的全球创新研发体系。

图 28：先声制药研发中心布局情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

先声制药目前已经拥有 50 多种产品上市销售，其中大多数产品已纳入国家医保目录，2018 年，先声制药实现营业收入 21 亿元，实现净利润 11.2 亿元，利润率约为 53.5%，宣城美诺华未来有望持续获得先声制药已有产品的原料药订单。

表 6：先声制药已有产品情况

类型	商品名	通用名	适应症
抗肿瘤	恩度®	重组人血管内皮抑制素注射液	联合 NP 化疗方案用于治疗初治或复治的 III/IV 期非小细胞肺癌患者。
	中人氟安®	氟尿嘧啶植入剂	主要用于食管癌、结、直肠癌、胃癌等。
	捷佰舒®	注射用奈达铂	主要用于头颈部癌，小细胞肺癌，非小细胞肺癌，食管癌，卵巢癌等实体瘤。
	捷佰立®	注射用培美曲塞二钠	局部晚期或转移性非鳞状细胞型非小细胞肺癌；无法手术的恶性胸膜间皮瘤。
	诺威®	盐酸帕洛诺司琼注射液	①预防中、重度致吐化疗引起的急性恶心、呕吐。
中枢神经	必存®	依达拉奉注射液	用于改善急性脑梗塞所致的神经症状，日常生活活动能力和功能障碍。
	安适®	盐酸曲唑酮片	适用于抑郁症的治疗，对伴有或不伴有焦虑的患者均有效。
风湿免疫	艾得辛®	艾拉莫德片	活动性类风湿关节炎。
	英太青®-胶囊	双氯芬酸钠缓释胶囊	类风湿关节炎、骨关节炎等。
	英太青®-凝胶	双氯芬酸钠凝胶	用于缓解肌肉、软组织和关节的轻至中度疼痛。
抗感染	再立克®	盐酸阿比多尔分散片	治疗由 A、B 型流感病毒等引起的上呼吸道感染。

类型	商品名	通用名	适应症
	也青®	扎那米韦吸入粉雾剂	本品主要适用于成人、7岁及以上儿童的甲型和乙型流感治疗。
	安奇®-片	阿莫西林克拉维酸钾 (4:1) 片	本品适用于敏感菌引起的各种感染。
	安信®	注射用比阿培南	本品适用于治疗由敏感细菌所引起的败血症、肺炎、肺部脓肿等。
	再林®-颗粒	阿莫西林颗粒	用于敏感菌 (不产 β -内酰胺酶菌株) 所致如下呼吸道感染、伤寒及尿路感染等。
	力宏®-颗粒	头孢丙烯颗粒	用于敏感菌所致的下列轻、中度感染等。
	再克®	头孢克洛干混悬剂	本品主要适用于敏感菌所致的呼吸系统、泌尿系统、耳鼻喉科及皮肤、软组织感染等。
心血管	复傲坦®	奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	高血压
	舒夫坦®	瑞舒伐他汀钙片	原发性高胆固醇血症 (IIa 型) 或混合型血脂异常症 (IIb 型)。
	欣他®	苯磺酸左氨氯地平片	高血压病; 心绞痛。
其他	哮喘宁®	哮喘宁口服液	宣通肺气, 止咳平喘。
	必奇®	蒙脱石散	用于成人及儿童急、慢性腹泻。
	法能®	阿法骨化醇软胶囊	骨质疏松症等
	欧迪佳®	尿囊素铝片	适用于胃及十二指肠溃疡。
	顶安®	铝碳酸镁咀嚼片	①慢性胃炎等

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

在创新研发方面, 先声制药目前已经申报多个品种, 其中包括阿莫西林、培美曲塞和瑞舒伐他汀等。此外, 先声制药还拥有较为丰富的在研产品梯队, 其中包括多个抗肿瘤药物、抗感染及类风湿关节炎等重要品种, 未来随着研发管线不断推进, 公司未来或有望获得先声制药专利原料药订单。

表 7: 先声制药部分报产品种情况

药品名称	受理号码	剂型分类	申请内容	承办日期	NMPA 办理状态
阿莫西林克拉维酸钾片	CYHS2000133	普通片剂	上市申请	2020-02-19	在审评审批中 (在药审中心)
吗替麦考酚酯胶囊	CYHS2000126	普通胶囊剂	上市申请	2020-02-18	在审评审批中 (在药审中心)
重组人血管内皮抑制素注射液	CYSB2000017	注射剂	补充申请	2020-01-23	在审评审批中 (在药审中心)
甲磺酸仑伐替尼胶囊	CYHS2000023	普通胶囊剂	上市申请	2020-01-10	在审评审批中 (在药审中心)
碳酸司维拉姆片	CYHS2000005	普通片剂	上市申请	2020-01-10	在审评审批中 (在药审中心)
注射用培美曲塞二钠	CYHB1950900	注射剂	补充申请	2019-12-20	在审评审批中 (在药审中心)
瑞舒伐他汀钙片	CYHB1907022	普通片剂	补充申请	2019-12-17	在审评审批中 (在药审中心)
塞来昔布胶囊	CYHS1900739	普通胶囊剂	上市申请	2019-11-05	在审评审批中 (在药审中心)
注射用比阿培南	CYHB1950619	注射剂	补充申请	2019-09-04	在审评审批中 (在药审中心)
枸橼酸托法替布片	CYHS1900544	普通片剂	上市申请	2019-07-30	在审评审批中 (在药审中心)
头孢克洛干混悬剂	CYHB1950502	混悬剂	补充申请	2019-07-09	在审评审批中 (在药审中心)
依达拉奉右旋莨菪醇注射液	CXHS1800032	注射剂	上市申请	2018-11-01	在审评审批中 (在药审中心)
右旋莨菪醇	CXHS1800031	暂无剂型	上市申请	2018-11-01	在审评审批中 (在药审中心)
依达拉奉注射液	CYHB1850290	注射剂	补充申请	2018-10-30	在审评审批中 (在药审中心)
盐酸普拉克索片	CYHS1600176	普通片剂	上市申请	2017-02-03	在审评审批中
注射用盐酸苯达莫司汀	CYHS1600191	注射剂	上市申请	2017-01-13	在审评审批中

数据来源: Insight, 西南证券整理

表 8：先声制药部分在研或已完成临床品种情况

登记号	药品名称	适应症	分期	试验状态	首次公示日期
CTR20200277	阿普斯特片	银屑病及银屑病性关节炎	其它	进行中(尚未招募)	2020-02-25
CTR20192374	沙美特罗替卡松粉吸入剂	成人支气管哮喘	III 期	进行中(尚未招募)	2020-01-19
CTR20192491	硝苯地平控释片	1) 高血压 2) 冠心病; 慢性稳定型心绞痛(劳累性心绞痛)	其它	已完成	2019-12-10
CTR20192401	哌柏西利胶囊	晚期或转移性乳腺癌	其它	已完成	2019-11-22
CTR20191928	甲磺酸乐伐替尼胶囊	适用于既往未接受过全身系统治疗的不可切除的肝细胞癌患者	其它	已完成	2019-09-29
CTR20191240	泊沙康唑注射液	预防侵袭性曲霉菌和念珠菌感染	I 期	已完成	2019-06-24
CTR20180285	阿莫西林	抗感染	其它	已完成	2018-07-26
CTR20180878	美洛昔康片	用于骨关节炎症状加重时的短期症状治疗及类风湿性关节炎和强直性脊柱炎的长期症状治疗	其它	已完成	2018-06-25
CTR20171512	注射用人源化抗 VEGF 单克隆抗体	上皮卵巢癌、输卵管癌和原发性腹膜癌	I 期	进行中(尚未招募)	2018-01-09
CTR20171446	盐酸美可比林片 5mg	阿尔兹海默症	I 期	进行中(招募中)	2017-11-23
CTR20160114	苹果酸他菲替尼胶囊	肿瘤	I 期	进行中(招募中)	2016-12-13
CTR20160802	复方依达拉奉注射液	急性缺血性卒中	I 期	进行中(招募中)	2016-11-10
CTR20160670	泊马度胺	复发难治性多发性骨髓瘤	III 期	进行中(招募中)	2016-09-14
CTR20160071	阿巴西普注射液	类风湿关节炎	III 期	已完成	2016-03-07

数据来源: Insight, 西南证券整理

除了先声制药，公司还拥有如 KRKA、GEDEON RICHTER PLC 等极为稳定的海外大客户，同时公司还与 TEVA、Sandoz、Servier、Amerigen、PHARMSOL、ACTOVERCO、PHARMOLAM B.V.和 MEDSYN B.V.等客户建立了初步的合作关系，未来这些客户均有望成为公司 CMO/CDMO 业务开展的对象。

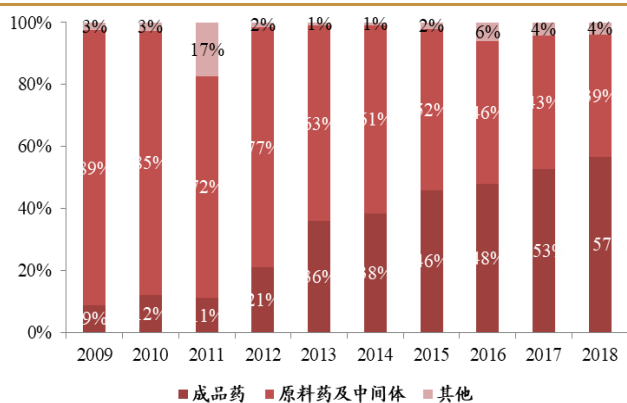
3 “原料药+制剂”一体化发展，成长空间进一步打开

3.1 国内仿制药进入“原料药+制剂”一体化发展时代

在国内医保控费大环境下，国内仿制药价格承压，原料药+制剂一体化可大幅缩减成本，是目前原料药和仿制药企业重点布局方向，如华海药业、司太立等原料药企业纷纷借助原料药优势向下游制剂延伸，凭借成本优势抢占市场份额。

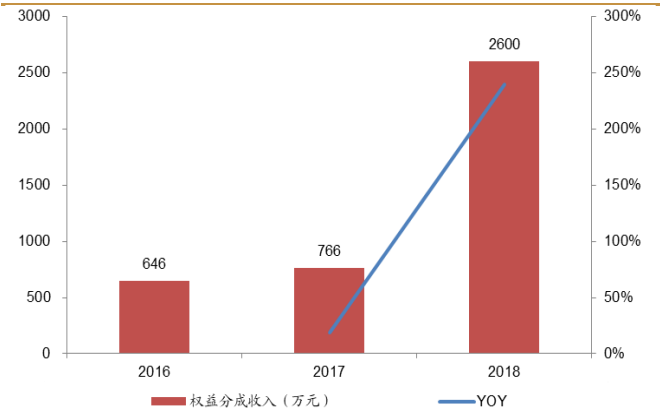
如华海药业的制剂销售规模持续提升，收入占比从2009年的9%提升至2018年的57%；此外，原料药企业还可参与下游制剂销售分成，如博瑞医药等少数企业凭借技术优势具有较强的话语权，凭借原料药技术能够享受制剂上市后的销售分成。

图 29：华海药业制剂收入占比持续提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：博瑞医药制剂权益分成收入高速增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

2020年3月5日，中共中央、国务院发布关于深化医疗保障制度改革的意见，强调深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革，要求坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购。随着带量采购全国推进，仿制药降价机制已基本形成，《意见》明确提出支持优质仿制药研发和使用，促进仿制药替代，未来仿制药行业有望面临一轮大洗牌，我们认为具有成本控制优势和高壁垒仿制药公司有望突出重围。

3.2 商业化品种不断增加，“原料药+制剂”一体化即将进入收获期

公司目前的制剂战略主要围绕“技术转移+自主申报+国内MAH合作”等方式进行，其中技术转移目前主要依靠与科尔康美诺华的合作，科尔康美诺华系公司与战略客户KRKA于2017年成立的合资公司，公司目前持股占比40%。KRKA为欧洲较大的仿制药企业之一，拥有阿托伐他汀、氯沙坦、泮托拉唑等多个重要品种，2018年KRKA实现营业收入13.3亿欧元，同比增长5%，实现净利润1.7亿欧元，同比增长14.5%。

根据公司公告，2018年公司已完成普瑞巴林等4个产品的技术转移，2019年上半年公司已完成3个产品的技术转移，下半年预计将完成3个产品的技术转移。此外，今年内预计普瑞巴林、培哚普利制剂有望在国内获批，预计到2020年，公司的制剂业务有望覆盖美诺华天康制剂现有的15亿片（粒）/年的产能，实现转亏为盈，引来发展拐点。

表 9：美诺华天康药业部分品种申报情况

受理号	药品名称	申请类型	承办日期	NMPA 企业名称	办理状态
CYHS2000010	阿托伐他汀钙片	仿制	2020-01-15	宁波美诺华天康药业有限公司	在审评审批中（在药审中心）
CYHS1900740	瑞舒伐他汀钙片	仿制	2019-10-31	宁波美诺华天康药业有限公司	在审评审批中（在药审中心）
CYHS1900528	培哚普利叔丁胺片	仿制	2019-08-01	宁波美诺华天康药业有限公司	在审评审批中（在药审中心）
CYHS1900100	普瑞巴林胶囊	仿制	2019-01-30	宁波美诺华天康药业有限公司	在审评审批中（在药审中心）

数据来源：药智网，西南证券整理

除了 KRKA 之外，依托“原料药+制剂”一体化优势，公司的制剂业务同样可以拓展至其他客户。在产能方面，美诺华天康制剂的募投项目“30 亿片（粒）固体制剂项目”预计将于 2021 年投产，可进一步扩充制剂业务产能。

表 10：美诺华天康药业制剂产能情况

产能情况	车间	产能	备注
现有产能	固体制剂一车间	10 亿片（粒）/年	已通过中国和欧洲 GMP 审计
	固体制剂二车间	5 亿片（粒）/年	
在建产能	30 亿片（粒）固体制剂项目		预计 2021 年投产

数据来源：公司公告，西南证券整理

自主申报方面，公司于 2014 年收购五洲药业股权，获得其全资子公司新五洲的 11 个药品注册批件；2015 年，公司通过收购天康药业获得其 19 个药品注册批件。此外，公司目前还拥有杭州新诺华和印度莱诺华两个制剂研发中心，制剂在研产品梯队持续不断丰富，未来将有望扩充公司制剂业务产品线。

表 11：公司制剂产品批件情况

药品名称	药品规格	批准文号	医保类别
异烟肼片	0.1g	国药准字 H13022397	甲
盐酸雷尼替丁胶囊	0.15g(按 C ₁₃ H ₂₂ N ₄ O ₃ S 计)	国药准字 H13024151	甲
氨茶碱片	0.1g	国药准字 H13022372	甲
复方磺胺甲噁唑片	磺胺甲噁唑 0.4g, 甲氧苄啶 80mg	国药准字 H13022374	甲
赖诺普利片	10mg	国药准字 H20184078	乙
异烟肼片	0.3g	国药准字 H13022398	甲
利福平胶囊	0.3g	国药准字 H13022376	甲
盐酸小檗碱片	0.1g	国药准字 H13024152	甲
醋酸泼尼松片	5mg	国药准字 H13022373	甲
麻黄碱苯海拉明片	盐酸麻黄碱 25mg, 盐酸苯海拉明 25mg	国药准字 H13024520	
谷维素片	10mg	国药准字 H13022375	乙
四环素片	0.25g(25 万单位)	国药准字 H13022378	
吡喹酮片	25mg	国药准字 H13024153	乙
复方茶碱麻黄碱片	复方	国药准字 H13023798	
氨咖黄敏胶囊	每粒含对乙酰氨基酚 250 毫克，咖啡因 15 毫克，马来酸氯苯那敏 1 毫克，人工牛黄 10 毫克	国药准字 H13023797	
西咪替丁胶囊	0.2g	国药准字 H13024150	

药品名称	药品规格	批准文号	医保类别
去痛片	每片含氨基比林 150mg、非那西丁 150mg、咖啡因 50mg、苯巴比妥 15mg	国药准字 H13022377	甲
土霉素片	0.25g(25 万单位)	国药准字 H13022379	
三合钙咀嚼片	乳酸钙 50mg,葡萄糖酸钙 50mg,磷酸氢钙 50mg	国药准字 H13023800	
盐酸吗啡片	0.1g	国药准字 H13023801	
甲磺酸双氢麦角毒碱片	1mg	国药准字 H20194030	乙

数据来源：药智网，西南证券整理

表 12：公司制剂部分在研产品情况

产品名称	适应症	临床阶段	进展情况
盐酸雷尼替丁胶囊	用于缓解胃酸过多所致的胃痛、胃灼热感（烧心）、反酸。	一致性评价研究阶段	完成材料递交
异烟肼片	(1) 与其它抗结核药联合，适用于各型结核病的治疗，包括结核性脑膜炎以及其他分枝杆菌感染；(2) 单用适用于各型结核病的预防。	一致性评价研究阶段	一致性评价研究
缬沙坦氢氯地平	适用于治疗原发性高血压本品用于单药治疗不能充分控制血压的患者。	临床研究准备阶段	临床前研究阶段
氯沙坦钾片	适用于治疗原发性高血压。	临床研究准备阶段	临床前研究阶段
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	适用于与其他抗逆转录病毒药物联用，治疗成人 HIV-1 感染。适用于治疗慢性乙肝成人和≥12 岁的儿童患者。适用于治疗慢性乙肝成人和≥12 岁的儿童患者。	药物研发阶段	小试研究
甲磺酸双氢麦角毒碱片	主要用于 1) 改善与老年化有关的精神退化的症状和体征。2) 急性脑血管病后遗的功能、智力减退的症状。3) 轻中度血管性痴呆。4) 血管性头痛。	注册申报阶段	等待补充申请批件
赖诺普利片	本品用于治疗原发性高血压及肾血管性高血压。	注册申报阶段	完成注册申报
埃索美拉唑肠溶胶囊	用于治疗胃食管反流病、Hp(幽门螺杆菌)阳性的消化性溃疡及与胃酸有关的消化系统紊乱性疾病。	药物研发阶段	工艺研究
盐酸二甲双胍缓释片	用于单纯饮食控制不满意的 2 型糖尿病人。	临床研究准备阶段	取得临床批件

数据来源：公司 2018 年年报，西南证券整理（风险提示：临床进展为公司 2018 年年报披露信息，截止目前临床进展或有更新）

在国际标准资质方面，美诺华天康药业于 2017 年通过国内 GMP 审计，2018 年 9 月通过了欧盟 GMP 审计，公司已经具备国际规范药品的生产制造和管理能力，为公司国内外制剂业务拓展提供了优势条件。

总体来看，我们认为从短期来看，公司制剂业务的增长点主要来自与 KRKA 等客户的合作，长期来看，公司制剂产品线不断丰富，有望依靠多年的海外业务经验，实现“中欧双报”和“中美双报”，同时依靠公司原料药+制剂一体化的成本优势，实现制剂业务海外出口。国内方面，随着药品集中采购的持续深化，公司的制剂业务有望通过参与集采招标，或与国内 MAH 开展合作等方式，快速切入国内市场，公司的制剂业务有望实现快速发展。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

核心假设：目前原料药价格呈现稳中有升态势，保守假设未来原料药价格维持不变，2019-2021 年降血压产品销量增速分别为 40%、38%和 35%，降血脂产品销量分别为 42%、41%和 40%，抗血栓产品销量增速分别为 45%、43%和 40%，中枢神经类销量增速分别为 30%、28%和 26%，贸易业务收入增速保持 4.3%不变。

表 13：公司各业务收入预测

	百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	849.0	1143.1	1533.8	2039.5
	yoy	40.2%	34.6%	34.2%	33.0%
	营业成本	572.5	753.3	1002.3	1324.5
	毛利率	32.6%	34.1%	34.7%	35.1%
自产销售	收入	587.1	830.7	1160.8	1592.9
	yoy	47%	41.5%	39.7%	37.2%
	成本	363.4	506.7	710.4	976.5
	毛利率	38.1%	39.0%	38.8%	38.7%
心血管-降血压类	收入	332.9	466.0	643.1	868.2
	yoy	47%	40.0%	38.0%	35.0%
心血管-降血脂类	收入	133.8	190.0	267.9	375.1
	yoy	-16%	42.0%	41.0%	40.0%
心血管-抗血栓类	收入	120.5	174.7	249.8	349.7
	yoy	266%	45.0%	43.0%	40.0%
贸易业务	收入	95.4	99.5	103.8	108.3
	yoy	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
	成本	82.5	87.6	92.4	97.5
	毛利率	13%	12.0%	11.0%	10.0%
中枢神经类	收入	152.6	198.3	253.9	319.9
	yoy	69%	30.0%	28.0%	26.0%
	成本	114.8	146.8	186.6	235.1
	毛利率	25%	26.0%	26.5%	26.5%
其他业务	收入	13.9	14.6	15.3	18.3
	yoy	272%	5.0%	5.0%	20.0%
	成本	11.7	12.3	12.9	15.5
	毛利率	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%

数据来源：wind，西南证券

4.2 相对估值

参考国内可比公司，行业平均 2019-2021 年估值分别为 51 倍、36 倍和 26 倍，高于公司 2019-2021 年 33 倍、23 倍和 17 倍估值，我们给予公司 2020 年 30 倍估值，对应目标价 38.70 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值情况

代码	名称	市值 (亿元人民币)	预测归母净利润 (亿元人民币)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600521.SH	华海药业	285.24	7.84	9.20	10.68	36.38	31.00	26.71
000739.SZ	普洛药业	208.48	5.56	7.44	9.81	37.50	28.02	21.25
603456.SH	九洲药业	170.24	2.59	3.74	5.76	65.73	45.52	29.55
300630.SZ	普利制药	194.40	3.00	5.04	7.67	64.80	38.57	25.34
平均值						51.10	35.78	25.71

数据来源：Wind，西南证券整理。注：截止 2020 年 3 月 7 日

5 风险提示

- 1) 上游成本涨价超预期影响毛利率的风险；
- 2) 环保压力趋严影响公司业绩的风险；
- 3) 海外业务存在汇兑损益超预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	848.96	1143.10	1533.75	2039.46	净利润	105.06	146.74	209.75	296.13
营业成本	572.50	753.34	1002.29	1324.53	折旧与摊销	50.93	52.92	52.92	52.92
营业税金及附加	9.56	14.67	19.57	25.56	财务费用	11.05	-1.15	-0.89	-3.80
销售费用	18.87	25.38	33.74	42.83	资产减值损失	7.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	109.40	177.18	230.06	299.80	经营营运资本变动	-4.73	-116.51	-157.07	-204.99
财务费用	11.05	-1.15	-0.89	-3.80	其他	-123.56	-1.35	-6.86	3.65
资产减值损失	7.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	46.60	80.64	97.84	143.90
投资收益	28.31	0.00	0.00	0.00	资本支出	-389.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	63.54	17.50	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-326.21	17.50	0.00	0.00
营业利润	112.56	173.68	248.98	350.54	短期借款	272.92	-332.94	-32.76	-58.66
其他非经营损益	-5.80	-1.04	-2.22	-2.16	长期借款	107.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.76	172.64	246.76	348.38	股权融资	41.98	0.00	0.00	0.00
所得税	1.70	25.90	37.01	52.26	支付股利	-21.60	-19.27	-26.92	-38.47
净利润	105.06	146.74	209.75	296.13	其他	-17.20	-1.57	0.89	3.80
少数股东损益	8.71	12.17	17.39	24.56	筹资活动现金流净额	384.00	-353.78	-58.78	-93.33
归属母公司股东净利润	96.35	134.58	192.36	271.57	现金流量净额	102.84	-255.64	39.07	50.57
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	369.95	114.31	153.38	203.95	成长能力				
应收和预付款项	184.43	208.55	291.07	390.98	销售收入增长率	40.25%	34.65%	34.18%	32.97%
存货	299.00	398.03	539.34	709.73	营业利润增长率	76.20%	54.31%	43.36%	40.79%
其他流动资产	219.75	272.32	365.39	485.86	净利润增长率	110.32%	39.67%	42.94%	41.18%
长期股权投资	113.89	113.89	113.89	113.89	EBITDA 增长率	62.91%	29.17%	33.52%	32.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	686.48	651.76	617.03	582.30	毛利率	32.56%	34.10%	34.65%	35.05%
无形资产和开发支出	226.42	208.45	190.48	172.51	三费率	16.41%	17.62%	17.14%	16.61%
其他非流动资产	171.16	170.94	170.72	170.50	净利率	12.38%	12.84%	13.68%	14.52%
资产总计	2271.08	2138.24	2441.29	2829.72	ROE	7.84%	10.02%	12.73%	15.54%
短期借款	427.95	95.01	62.25	3.59	ROA	4.63%	6.86%	8.59%	10.46%
应付和预收款项	304.14	364.53	496.91	659.70	ROIC	11.36%	10.96%	14.44%	18.03%
长期借款	107.91	107.91	107.91	107.91	EBITDA/销售收入	20.56%	19.72%	19.63%	19.60%
其他负债	90.93	105.88	126.47	153.13	营运能力				
负债合计	930.92	673.33	793.54	924.32	总资产周转率	0.45	0.52	0.67	0.77
股本	149.13	149.68	149.68	149.68	固定资产周转率	2.41	2.60	3.79	5.51
资本公积	519.81	519.26	519.26	519.26	应收账款周转率	7.45	7.15	7.60	7.37
留存收益	564.61	679.91	845.35	1078.45	存货周转率	2.48	2.10	2.11	2.11
归属母公司股东权益	1197.15	1309.73	1475.17	1708.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.45%	—	—	—
少数股东权益	143.01	155.18	172.57	197.13	资本结构				
股东权益合计	1340.16	1464.91	1647.74	1905.40	资产负债率	40.99%	31.49%	32.51%	32.66%
负债和股东权益合计	2271.08	2138.24	2441.29	2829.72	带息债务/总负债	57.56%	30.14%	21.44%	12.06%
					流动比率	1.38	1.90	2.10	2.32
					速动比率	0.99	1.14	1.26	1.40
					股利支付率	22.42%	14.32%	13.99%	14.17%
					每股指标				
					每股收益	0.64	0.90	1.29	1.81
					每股净资产	8.00	8.75	9.86	11.41
					每股经营现金	0.31	0.54	0.65	0.96
					每股股利	0.14	0.13	0.18	0.26
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	174.53	225.45	301.01	399.66					
PE	46.51	33.30	23.30	16.50					
PB	3.74	3.42	3.04	2.62					
PS	5.28	3.92	2.92	2.20					
EV/EBITDA	25.57	19.52	14.38	10.56					
股息率	0.48%	0.43%	0.60%	0.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn