

昂利康（002940）：原料药与制剂一体化布局，驱动业绩稳定提升

2020年12月04日

推荐/首次

昂利康

公司报告

昂利康：原料药与制剂双轮驱动，公司业绩稳定提升。昂利康是一家集合医药原料药和药物制剂业务的现代化制药企业。公司原料药业务包括 α -酮酸与头孢类抗生素原料，制剂业务主要涵盖抗感染类与心血管类制剂。目前公司为 α -酮酸特色原料药国内最大的生产厂家，是复方 α -酮酸市场龙头企业费森尤斯卡比核心原料药国内唯一的供应商；此外，公司制剂产品市场竞争力不容小觑，头孢拉克洛缓释片是国内首个且唯一完成一致性评价品种，苯磺酸左氨氯地平片一致性评价处于领先地位。公司目前保持良好的发展态势，2015-2019年公司业绩实现稳定提升；2020年前三季度公司业绩加速增长，营业收入9.18亿元，同比减少14.94%，实现归母净利润1.2423亿元，同比增长37.41%。

α -酮酸原料药：费森尤斯卡比国内唯一供应商，产能持续扩大。柳叶刀发表的研究报告显示，中国慢性肾脏病(CKD)患者达1.323亿，是全球患病人数最多的国家。 α -酮酸为CKD患者低蛋白饮食治疗过程中的营养补充剂，2019年复方 α -酮酸在国内样本医院销售额达7.5亿元，其中德国费森尤斯卡比的开同（商品名）是国内市场占有率最高的产品。公司是 α -酮酸原料药国内最大的生产厂家，费森尤斯卡比 α -酮酸原料药国内唯一供应商。2019年公司完成了酮酸一期项目的二期扩产子工程， α -酮酸的产能已达到300吨/年，2020年上半年公司 α -酮酸原料药销售56.81吨，较上年同期增长45.84%，营业收入达3931.8万元，同比增长47.16%，实现净利润1518.5万元，同比增长89.52%。 α -酮酸原料药技术壁垒较高，产品供不应求，公司计划进一步扩大产能至750万吨，可实现 α -酮酸原料药收入5.25亿元，净利润1.84亿元。

头孢类抗生素原料药：悦新复产与新合作为业务觅得转机。公司头孢类原料药产品主要包括头孢氨苄、头孢拉定和头孢克洛三大品种，公司具备7-ADCA中间体的独立生产能力，形成医药中间体-头孢类原料药-头孢类制剂一体化的产业模式。此前，江苏悦新受技术改造和响水事件的影响处于停产状态，头孢原料药产量下降，2020年8月悦新已进入复产，7-ADCA与头孢原料药业务将恢复盈利。2002年10月，公司与科伦生物在头孢原料药全产业链上达

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1255	1396	1538	2123	2510
增长率（%）	44%	11%	10%	38%	18%
净归母利润（百万元）	109	112	181	246	317
增长率（%）	8%	3%	61%	36%	28%
净资产收益率（%）	12%	12%	17%	19%	21%
每股收益(元)	1.53	1.25	2.01	2.73	3.49
PE	29.5	36.1	22.5	16.5	12.
PB	4.4	4.2	3.7	3.2	2.7

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是一家以医药原料药和药物制剂为一体的现代化制药企业，主要从事医药生产制造业务，主要包括化学原料药、化学制剂和药用辅料的研发、生产和销售。

交易数据

52周股价区间（元）	27.65-69.79
总市值（亿元）	44.26
流通市值（亿元）	20.07
总股本/流通A股（万股）	9,595/4,350
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	4.35

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

成战略合作，在行业竞争激烈、环保趋严的大背景下，科伦的环保优势与成本优势，提高了公司行业风险抵御能力，在头孢原料药市场中能够占据有利地位。

制剂业务：核心产品竞争潜力提升，有望迎来业绩增长。公司制剂业务短期主要聚焦于血管类制剂与抗感染类制剂等核心品种，同时加大研发投入，多个在研品种有望丰富产品管线，适应长期发展。公司核心品种“左益”（苯磺酸左氨氯地平商品名）为制剂业务的主要收入来源，2019年销售量较上年同期增长约15%，产品得益于成本优势与一致性评价工作的领先地位，有望进入集采名单后实现产品放量。头孢类制剂上，公司拥有了较为完整的产业链体系，中间体与原料药上优势，公司头孢类制剂具有更大的盈利空间与市场竞争力，公司头孢克洛缓释片是国家首个通过一致性评价产品，有望进入集采，持续放量。

公司盈利预测：我们预计公司2020年至2022年营业收入分别为15.38亿元、21.23亿元、25.10亿元；归母净利润分别为1.81亿元、2.46亿元、3.17亿元；EPS分别为2.01元、2.73元、3.49元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：制剂业务为公司主要收入来源，易受国家药品集中采购政策影响。

目 录

1. 昂利康: 原料药与制剂一体化布局, 驱动业绩稳定提升	4
1.1 推动原料药与制剂一体化布局	4
1.2 方南平与吕慧浩先生为公司一致实控人	4
1.3 公司业绩总体平稳增长	6
1.4 制剂业务成为公司主营收入主要来源, 毛利率稳定提升	7
2. α -酮酸原料药为费森尤斯卡比国内唯一供应商, 产能持续扩大	7
2.1 全球慢性肾病患病人数逐年上升	7
2.2 低蛋白饮食补充 α -酮酸必不可少	8
2.3 费森尤斯卡比占据国内复方 α -酮酸片市场优势地位	9
2.4 α -酮酸原料药产能提高, 带动业绩快速增长	11
3. 头孢类抗生素原料药: 悅新复产与新合作为业务觅得转机	12
3.1 β -内酰胺类抗菌药在抗生素市场中占据主导地位	12
3.2 抗生素主要中间体供给集中	13
3.3 江苏悦新复产在即, 头孢原料药业务觅得转机	14
3.4 行业竞争激烈、环保要求趋严, 与科伦达成战略合作	15
4. 制剂业务: 核心产品竞争潜力提升, 有望迎来业绩增长	16
4.1 聚焦核心品种, 着力研发创新拓宽公司产品管线	16
4.2 仿制药一致性评价工作持续推进	17
4.3 心血管类制剂: 苯磺酸左氨氯地平片业绩表现稳定, 增长势头不减	17
4.4 抗感染类制剂: 头孢克洛缓释片首个通过一致性评价企业, 竞争潜力巨大	18
5. 公司盈利预测及投资评级	18
6. 风险提示	20

插图目录

图 1: 公司主要业务	4
图 2: 公司股权架构	4
图 3: 昂利康营业收入规模 (亿元) / 增速	6
图 4: 昂利康归母净利润规模 (百万元) / 增速	6
图 5: 昂利康主营业务构成 (百万元)	7
图 6: 昂利康主营业务毛利率情况	7
图 7: 2017 年全球慢性肾病患病人数前十的国家 (亿)	8
图 8: α -酮酸在慢性肾病治疗中意义	8
图 9: 复方 α -酮酸片国内样本医院销售量 (百万)	9
图 10: 复方 α -酮酸片国内样本医院销售额 (亿元)	9
图 11: 开同国内样本医院销售额 (百万元)	9
图 12: 国内复方 α -酮酸片市场竞争格局	9

图 13: 2017 年-2020 H1 昂利康收入规模 (万元) /增速.....	11
图 14: 2017 年-2020 H1 昂利康净利润规模 (万元) /增速.....	11
图 15: β -内酰胺类抗生素产业链分析图	12
图 16: 2013-2018 年中国抗生素市场规模及增速 (亿美元)	13
图 17: 2013-2018 年中国抗生素原料产量及增速 (万吨)	13
图 18: 2018 年中国 7-ADCA 主要产能分布	14
图 19: 7-ADCA 价格走势 (元/kg)	14
图 20: 头孢类原料药价格走势 (元/kg)	14
图 21: 2015-2019 年江苏悦新净利润情况 (万元)	15
图 22: 公司制剂产品毛利与毛利率情况	16
图 23: 2013-2020 年氯化地平样本医院销售额 (亿元)	17
图 24: 2019 年氯化地平样本医院销售竞争格局	18
图 25: 昂利康左旋氯化地平片销售额 (万元)	18

表格目录

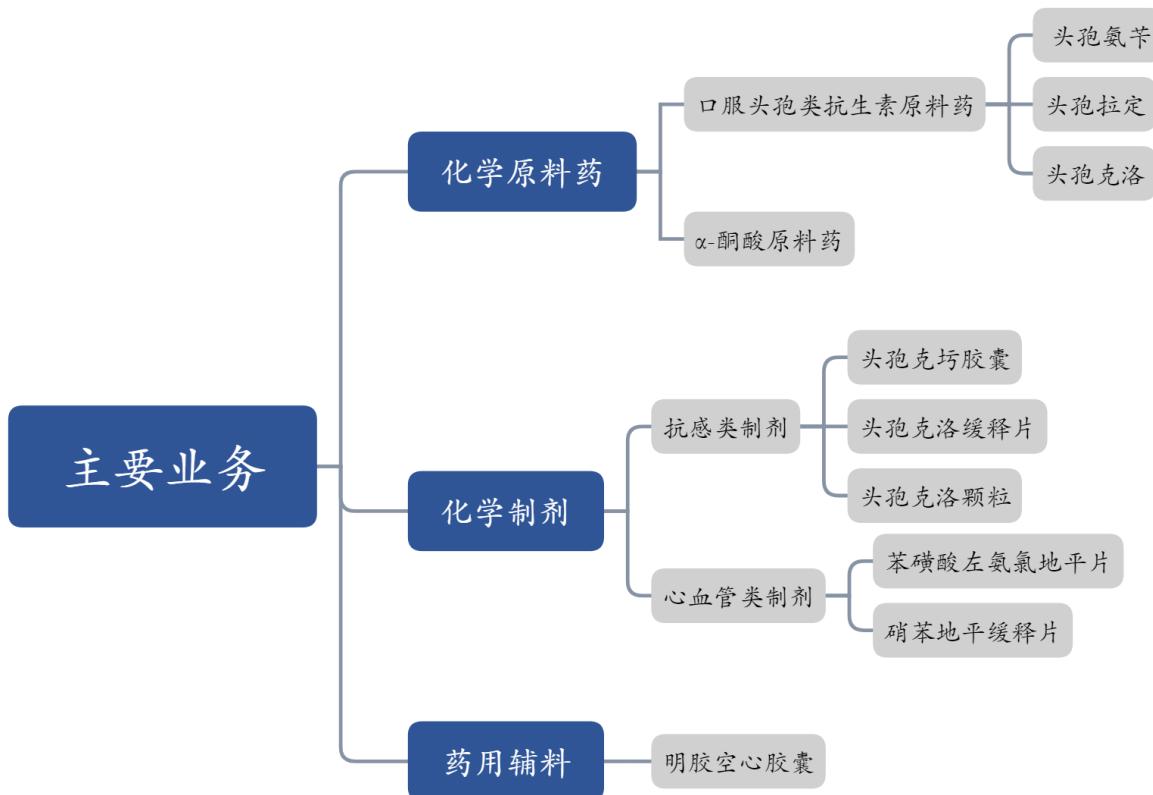
表 1: 公司核心人员简历	5
表 2: 慢性肾病分期以及全球患病人数	8
表 3: 公司复方 α -酮酸制剂市场估值	10
表 4: α -酮酸原料药业务利润价格弹性区间	12
表 5: β -内酰胺类抗生素主要分类及代表产品	12
表 6: 2016 年公司头孢类原料药产量及行业市场份额	14
表 7: 公司主要制剂品种情况	16
表 8: 公司主营业务分项目收入预测表	19

1. 昂利康: 原料药与制剂一体化布局, 驱动业绩稳定提升

1.1 推动原料药与制剂一体化布局

浙江昂利康制药股份有限公司 (以下简称: 昂利康), 成立于 2001 年 12 月, 是集合医药原料药和药物制剂, 以口服头孢类、心血管类和肾病类药品为特色的现代化制药企业。公司主要从事医药生产制造业务, 主要包括化学原料药、化学制剂和药用辅料的研发、生产和销售。其中, 化学原料药业务主要是头孢氨苄、头孢拉定和头孢克洛等口服头孢类抗生素原料药与 α -酮酸原料药, 化学制剂则主要是抗感染和心血管类制剂, 药用辅料为药用空心胶囊产品, 主要应用于化学制剂及中药制剂行业。2018 年 10 月昂利康于深交所中小板上市。

图1: 公司主要业务

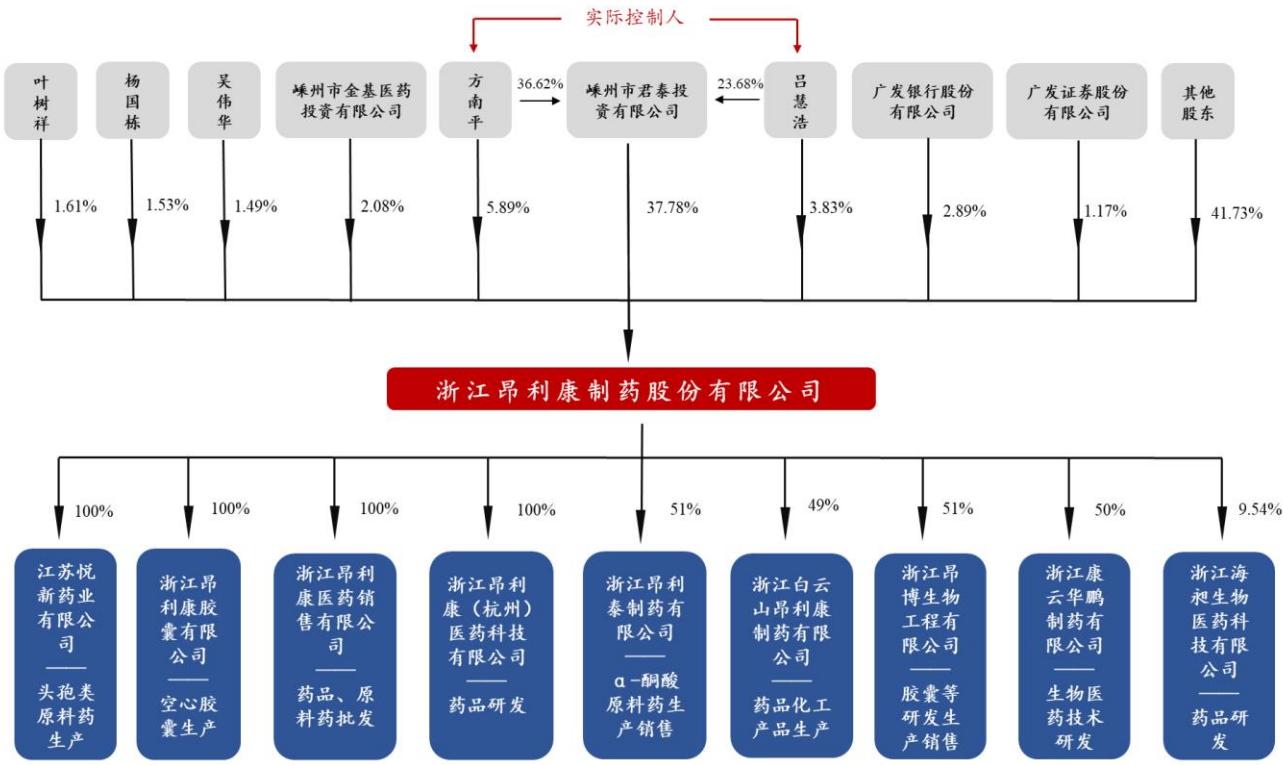


资料来源: 公司年报, 东興证券研究所

1.2 方南平与吕慧浩先生为公司一致实控人

嵊州市君泰投资有限公司为昂利康最大的控股股东, 方南平先生和吕慧浩先生为公司一致实控人, 直接与间接持股比例合计为 32.51%。公司拥有 4 家全资子公司, 以及 5 家控股子公司, 形成了公司完整的原料合成、制剂开发、辅料生产的制药业务产业链。

图2: 公司股权架构



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司配备医药制药领域的专业管理团队与研发人才团队，核心管理层具备了丰富的公司运营管理经验与医药研发专业知识，其中公司总经理蒋震山先生曾经为北京费森尤斯卡比医药有限公司物流部经理；公司董事、副总经理叶树祥先生在头孢类药物研发上获得多个科技技术奖项；公司副总经理杨国栋曾任浙江医药新昌制药厂技术员、GMP 办公室主任兼 QA 经理，浙江省药品认证中心副主任；公司独立董事袁弘先生原为浙江大学药学院教授，具备药物递送与制剂开发领域等专业背景。公司技术人员共计 164 人，占公司员工总人数的 18.83%。

表1：公司核心人员简历

核心人员	职位	持股比例	简历
方南平先生	公司董事、总经理	19.73%	1967 年生，本科学历，高级工程师、高级经济师。曾任浙江医药新昌制药厂员工、分析室主任及质保部常务副部长，浙江昂利康制药厂副厂长、党支部书记，昂利康有限董事长、总经理并兼任海昶生物董事；现任昂利康董事长、总经理，兼任嵊州君泰董事长、昂利泰董事长、江苏悦新董事、广康医药董事、昂利康医药销售董事。
吕慧浩先生	公司董事、副总经理	12.78%	1970 年生，本科学历。曾任浙江医药新昌制药厂国际贸易部副经理，浙江医药国际供应部经理，昂利康有限董事、副总经理，福朋医药董事、信汇制药董事、珠海亿联德源信息技术有限公司董事；现任昂利康董事、副总经理，兼任嵊州君泰董事、昂利康胶囊董事长、昂博生物董事长、昂利康医药销售董事长兼总经理、珠海亿联德源信息技术有限公司监事。
吴哲华先生	公司董事	—	1962 年生，本科学历。曾任康英国际有限公司董事、总经理，昂利康有限董事；现任昂利康董事，兼任东方生物系统有限公司（香港）董事长、嵊州君泰董事、

核心人员	职位	持股比例	简历
昂利泰董事、广康医药董事、江苏悦新董事长。			
叶树祥先生	公司董事、副总经理	1.61%	1967 年生, 研究生学历。曾任新昌制药厂技改部经理, 浙江新昌浙邦化工有限公司副总经理, 浙江浙邦化工有限公司总经理, 浙江东阳市陈敏化工有限公司总经理, 昂利康有限董事、副总经理; 现任昂利康董事、副总经理, 兼任嵊州君泰董事、江苏悦新董事。其参与的研究项目: “头孢类药物生物转化技术的研究及产业化”获得嵊州市科学技术奖一等奖、绍兴市科学技术奖三等奖; “X-CT 造影剂碘海醇原料药生产技术及产业化”、“头孢克洛(原料药)”获得嵊州市科学技术奖二等奖、绍兴市科学技术奖三等奖; “头孢拉定酶法反应-双水相萃取耦合技术的研究”获得嵊州市科学技术奖二等奖。
蒋震山	总经理		1969 年生, 本科学历。曾任常州卫生材料厂职员, 拜尔斯道夫(常州)有限公司物流部主管, 北京嘉多宝包装有限公司供应部经理, 常州大华印刷厂副总经理, 北京费森尤斯卡比医药有限公司物流部经理, 昂利康副总经理。现任昂利康总经理, 兼任昂利泰总经理、董事。
杨国栋	副总经理	1.53%	1967 年生, 本科学历, 高级工程师。曾任浙江医药新昌制药厂技术员、GMP 办公室主任兼 QA 经理, 浙江省药品认证中心副主任, 昂利康有限副总经理并兼任海昶生物董事长; 现任昂利康副总经理, 兼任昂利泰董事, 昂利康胶囊董事, 海昶生物董事, 康云华鹏执行董事, 昂利康医药销售董事, 杭州美裕医疗用品有限公司监事, 杭州吉为医疗科技有限公司监事。
袁弘先生	公司独立董事	—	1970 年生, 博士学历, 教授。历任浙江医科大学助教、讲师, 浙江大学药学院副教授、教授。2018 年 8 月起担任昂利康独立董事。其参与的研究项目“脂质纳米载体给药系统的基础理论研究”获得 2009 年度高等学校科学研究成果奖自然科学二等奖, “泮托拉唑钠及制剂关键技术研究与产业化”获得 2014 年度浙江省科技进步一等奖, “促进药物靶区分布及细胞转运的递释系统研究”获得 2015 年度浙江省自然科学二等奖。

资料来源: 昂利康招股书, 东兴证券研究所公司

1.3 公司业绩总体平稳增长

目前公司通过加快新产品开发力度, 推动“原料药+制剂”一体化布局, 持续保持良好的发展态势。在 2015 年~2019 年, 公司营业收入由 7.74 亿元增长至 13.96 亿元, CAGR=15.90%, 实现归母净利润由 64.03 百万元增长至 112.27 百万元, CAGR=15.07%。其中, 2018~2019 年子公司江苏悦新停产处于亏损状态, 导致公司营业收入与净利润增长放缓, 目前, 悅新已于 2020 年 8 月复产, 有望减亏后实现盈利。2020 年前三季度公司业绩加速增长, 营业收入 9.18 亿元, 较上年同期减少 13.94%; 实现归母净利润 124.23 百万元, 较上年同期增长 37.41%。

图3: 昂利康营业收入规模(亿元)/增速

图4: 昂利康归母净利润规模(百万元)/增速

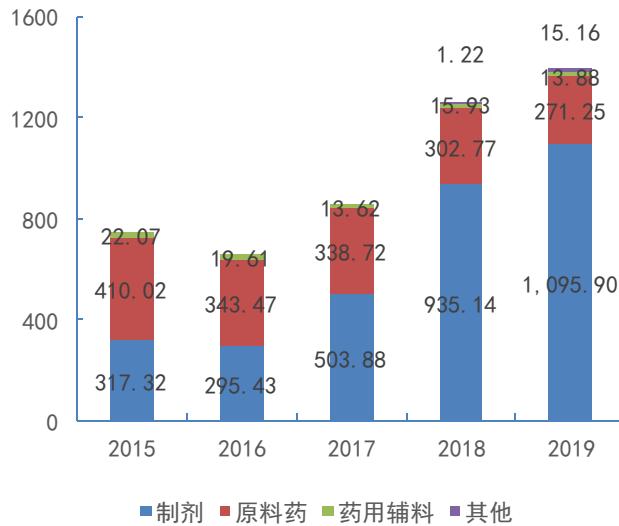


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

1.4 制剂业务成为公司主营收入主要来源，毛利率稳定提升

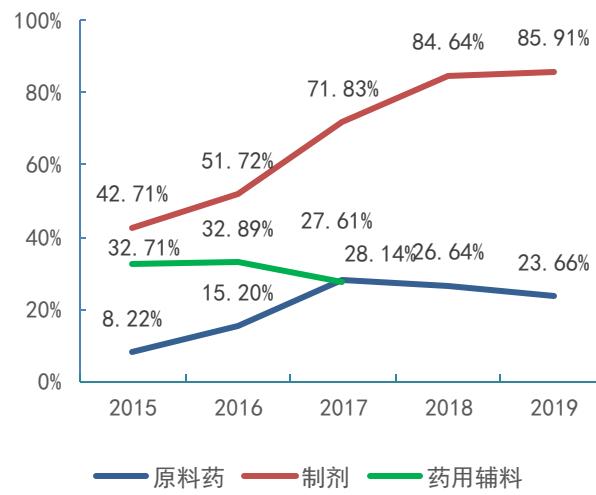
公司主营业务包括原料药生产、化学制剂开发以及药用辅料制造，形成“原料药+制剂”一体化布局。2015年~2019年期间，制剂逐渐发展为公司重点业务，核心品种苯磺酸左旋氨氯地平收入逐年大幅提升，推动公司制剂收入提升，由317.32百万元增长至1095.90百万元，主营业务收入占比超过70%，毛利率稳步增加。原料药业务板块， α -酮酸原料药收入虽有所提升，但收入受头孢原料药产量下降的消极影响较大，原料药板块收入逐年下降，2019年公司原料药业务收入为271.25百万元。

图5：昂利康主营业务构成（百万元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图6：昂利康主营业务毛利率情况



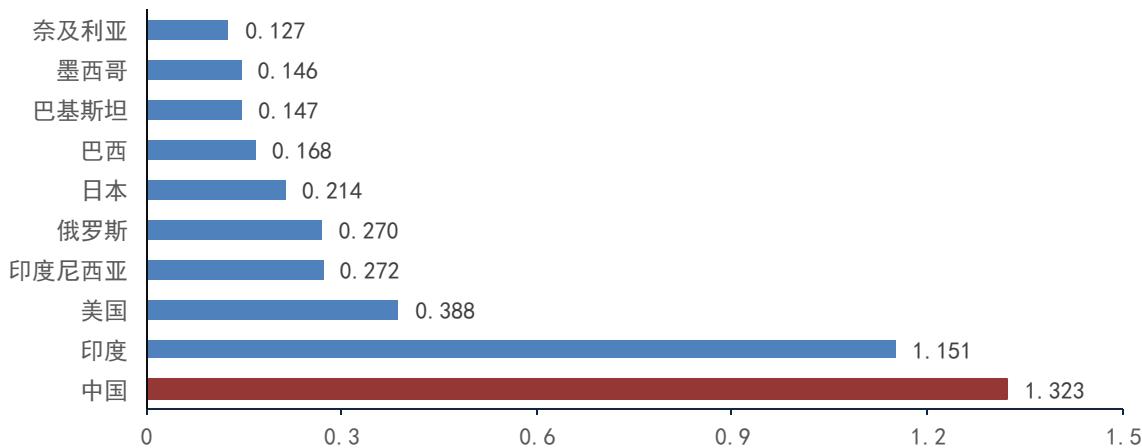
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2. α -酮酸原料药为费森尤斯卡比国内唯一供应商，产能持续扩大

2.1 全球慢性肾病患病人数逐年上升

慢性肾病 (CKD) 的定义: 各种原因引起的慢性肾脏结构和功能障碍 (肾脏损害病史大于 3 个月), 或不明原因肾小球滤过率下降 (GFR<60 mL/ min/1.73 m²), 持续时间 3 个月以上引起慢性肾脏病的疾病。CKD 的病因主要有原发性肾小球肾炎、高血压肾小动脉硬化、糖尿病肾病、继发性肾小球肾炎、肾小管间质病变等。根据今年 3 月份医学权威杂志《柳叶刀》上发表的一篇全球肾病患者研究报告显示, 2017 年, 全球有 6.975 亿慢性肾脏病患者, 占全球人口的 9.1%; 其中我国有 1.323 亿患者, 占全球 CKD 患病总人数的 19%, 成为全球 CKD 患者最多的国家。临幊上根据临幊肾小球滤过率 (GFR) 将慢性肾病分为 5 期, 其中大部分的患者集中在 CKD1-3 期, 占所有患者的 97.8%。

图7: 2017 年全球慢性肾病患病人数前十的国家 (亿)



资料来源: 柳叶刀, 东兴证券研究所

表2: 慢性肾病分期以及全球患病人数

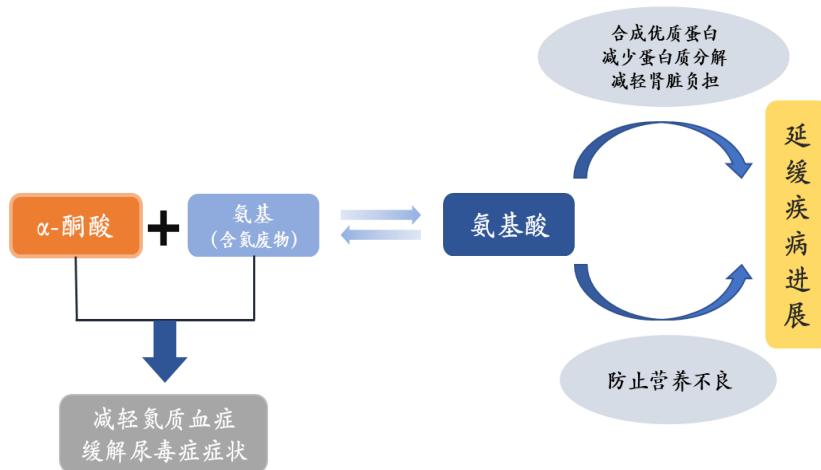
分期	症状描述	GFR[mL/(min · 1.73 m ²)]	患病人数 (万)	患病人数占比
CKD1 期	肾损伤指标 (+) GFR 正常	>90	38320	54.95%
CKD2 期	肾损伤指标 (+) GFR 轻度降低	60~89	29890	42.86%
CKD3 期	GFR 中度降低	20~59	1226	1.76%
CKD4 期	GFR 重度降低	15~29	934	1.34%
CKD5 期	肾衰竭	<15 或透析		

资料来源: 柳叶刀, 东兴证券研究所

2.2 低蛋白饮食补充 α -酮酸必不可少

尿蛋白是慢性肾病的典型症状之一, 80%以上的蛋白质代谢废物经肾脏排出体外, 过多的蛋白质摄入, 会加重肾脏的负担, 加速肾脏损伤。慢性肾病具有病程长, 治疗难度大且需时长的特点, 低蛋白饮食(LPD)能够有效延缓慢性肾脏病进展的方法之一。低蛋白饮食是指限制日常饮食中的蛋白质供给量, 大量临床研究表明, LPD 不仅能减少蛋白质分解代谢物的生成和蓄积, 减少 CKD 患者的蛋白尿水平, 而且能通过降低肾小球的高灌注及高滤过保护肾功能, 进而减轻残余肾单位高负荷的工作状态。患者需根据肾功能减退的程度, 控制蛋白质及磷的摄入量, 低蛋白饮食容易导致过低的蛋白摄入, 造成必需氨基酸的缺乏, 乃至蛋白质营养不良, 因此应给予 α -酮酸治疗, 补充体内必需氨基酸的不足。

图8: α -酮酸在慢性肾病治疗中意义



资料来源：东兴证券研究所

2.3 费森尤斯卡比占据国内复方 α -酮酸片市场优势地位

复方 α -酮酸片，成分为 4 种酮氨基酸钙、1 种羟氨基酸钙和 5 种氨基酸。用于配合低蛋白饮食，预防和治疗因慢性肾功能不全而造成蛋白质代谢失调引起的损害。根据 wind 医药库数据显示，2014~2019 年国内复方 α -酮酸片市场稳定增长，2019 年复方 α -酮酸片在国内样本医院销售量达到 322.85 百万瓶，CAGR=11.3%，样本医院销售额为 7.5 亿元，CAGR=7.75%。复方 α -酮酸片适合基层市场推广，预计样本大系数在 3X 以上，2019 年全市场的复方 α -酮酸片超过 22 亿元。受疫情影响，复方 α -酮酸片 2020 年上半年的销售额与销售量较 2019 年同期均稍有下降。其中市场占有率最高的产品为德国费森尤斯卡比的开同（商品名），占据我国复方 α -酮酸片近 75%市场份额。福元医药的产品科罗迪（商品名）以 16%的市场份额排名第二，行业内两家领头企业占据国内复方 α -酮酸片市场 90%以上的份额。

图9：复方 α -酮酸片国内样本医院销售量（百万）



资料来源：wind 医药库，东兴证券研究所

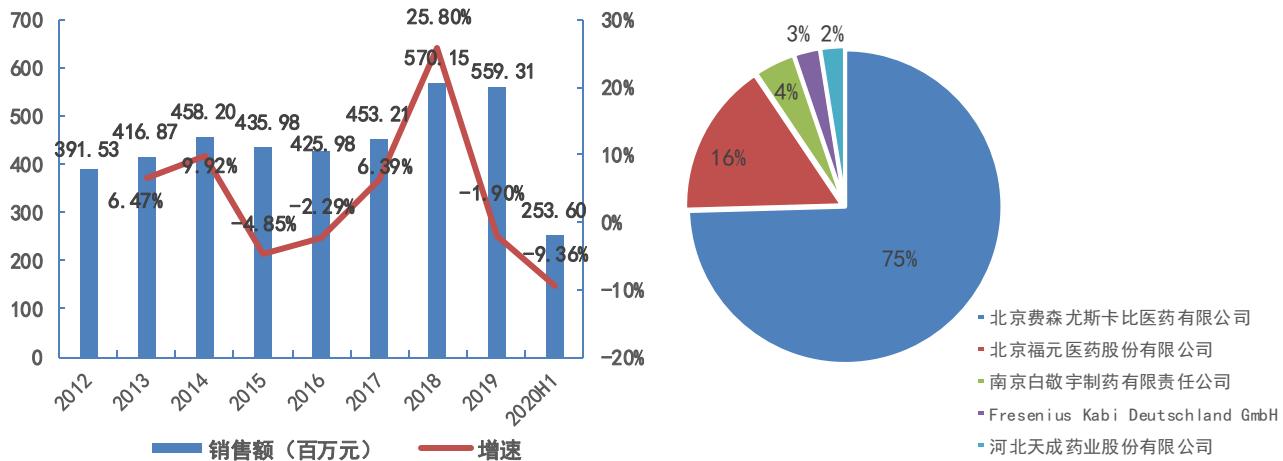
图11：开同国内样本医院销售额（百万元）

图10：复方 α -酮酸片国内样本医院销售额（亿元）



资料来源：wind 医药库，东兴证券研究所

图12：国内复方 α -酮酸片市场竞争格局



资料来源: wind 医药库, 东兴证券研究所

资料来源: wind 医药库, 东兴证券研究所

公司作为国内 α -酮酸原料药生产龙头企业, 产业链向下游制剂延伸, 公司研发的复方 α -酮酸制剂目前初步完成制剂的药学研究和处方工艺研究工作。目前在我国慢性肾病治疗中, 复方 α -酮酸片渗透率较低, 伴随我国慢性肾病的发病率明显提高与医疗保障体系的不断完善, 使用复方 α -酮酸片患者人数将不断增加, 在需求提升与政策温和环境催化下, 未来复方 α -酮酸片市场容量将逐步提升, 市场潜力巨大。2020 我国慢性肾病患病人数将达到 1.413 亿, 增长率为 1.1%, 其中蛋白尿患者占比 85%, 根据我国流行病学调查显示, 疾病知晓率仅有 12.5%。按照研发和审批进度, 预计公司的复方 α -酮酸片在 2023 年获批上市, 2024 年开始盈利。考虑国家药品集中采购政策影响, 产品若不能进入带量采购, 预计 2024 年营业收入预计达到 32.9 百万元, 实现净利润 6.6 百万元; 如果能够纳入药品集中采购名单, 预计终端价格下降 55%, 公司市场份额提升至 40%, 营业收入入 592.1 百万元, 实现净利润 88.8 百万元。

表3: 公司复方 α -酮酸制剂市场估值

年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CKD 患病人数 (亿)	1.413	1.429	1.444	1.460	1.476	1.492	1.509	1.525	1.542	1.559	1.576
蛋白尿患者人数 (亿)	1.201	1.214	1.228	1.241	1.255	1.269	1.283	1.297	1.311	1.325	1.340
患者患病知晓率 (%)	12.5	12.6	12.6	12.7	12.7	12.8	12.8	12.9	12.9	13.0	13.0
复方 α -酮酸治疗渗透率 (%)	2.5%	2.7%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%	3.8%	4.2%	4.6%	5.1%	5.6%
年治疗费用 (元)	6500	6500	6500	6400	6300	6200	6100	6000	5900	5800	5700
行业市场容量 (亿元)	24.40	26.25	28.24	30.48	32.89	35.48	38.27	42.03	46.14	50.63	55.55
同比增长	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	10%	10%	10%	10%
公司市场份额					1.0%	1.5%	2.5%	5.0%	8.0%	12.0%	18.0%
复方 α -酮酸制剂收入 (百万元)					32.9	53.2	95.7	210.1	369.1	607.6	1000.0
同比增长					62%	80%	120%	76%	65%	65%	
净利润 (百万元)					6.6	10.6	19.1	42.0	73.8	121.5	200.0

纳入集采市场份额	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
纳入集采后收入 (百万元)	592.1	624.5	658.2	689.2	701.3	708.9	711.1
同比增长	5%	5%	5%	2%	1%	0.3%	
净利润 (百万元)	88.8	93.7	98.7	103.4	105.2	106.3	106.7

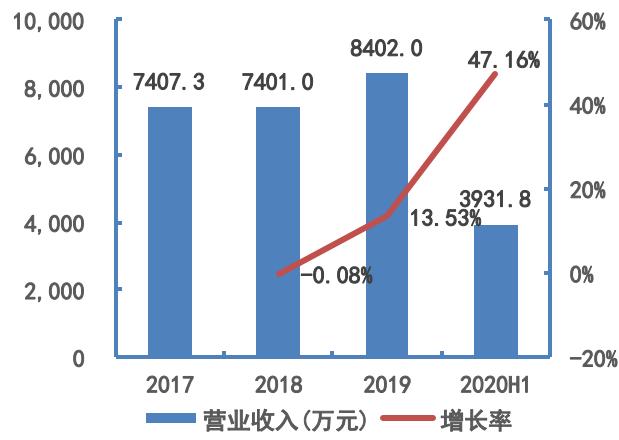
资料来源：东兴证券研究所

2.4 α -酮酸原料药产能提高, 带动业绩快速增长

α -酮酸原料药是生产复方 α -酮酸片的主要原料, 2012 年公司和世界 500 强企业费森尤斯卡比集团设立合资公司——浙江昂利泰制药有限公司, 为其生产 α -酮酸片配套的原料药。根据昂利康、开原亨泰化工、费卡投资签订的《合资企业合同》, 以及昂利泰与费森尤斯卡比 (德国) 签订的《酮酸原材料供应合同》, 昂利康为向其供应原材料的主要供应商之一。除昂利康外, 国内市场还有南京白敬宇制药、浙江新和成、福安药业、北京万生药业和河北一品制药 5 家企业能够生产全部 5 种 α -酮酸原料药的生产企业, 但目前国内只有昂利康达到费卡的生产要求。

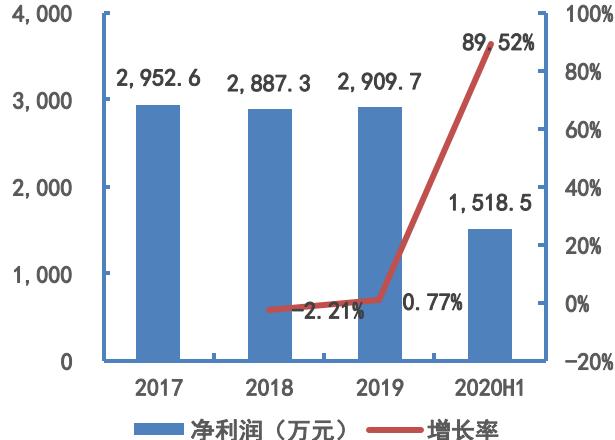
昂利泰主要业务为 α -酮酸原料药的生产、销售和研发, 2019 年公司全年累计销售 α -酮酸原料药超过 120 吨, 营业收入达到 8402.0 万元, 较 2018 年增长 13.53%, 净利润实现 2909.9 万元, 较 2018 年增长 0.77%。根据公司 2019 年年报披露数据, 公司在确保费森尤斯卡比需求的同时, 积极开拓海外客户, 同时持续改进酮酸生产工艺, 不断提高产品标准, 确立产品的技术门槛; 以及通过对关键设备的填平补齐, 完成了酮酸一期项目的二期扩产子工程, 扩产完成后, α -酮酸的产能已达到 300 吨/年。2020 年上半年公司 α -酮酸原料药销售 56.81 吨, 较上年同期增长 45.84%, 营业收入达 3931.8 万元, 较上年同期增长 47.16%, 实现净利润 1518.5 万元, 较上年同期增长 89.52%。

图13: 2017 年-2020 H1 昂利泰收入规模 (万元) / 增速



资料来源：公司年报, 东兴证券研究所

图14: 2017 年-2020 H1 昂利泰净利润规模 (万元) / 增速



资料来源：公司年报, 东兴证券研究所

根据 2020 上半年昂利泰 α -酮酸原料药销售 56.81 吨, 对应营业收入与净利润分别为 3931.18 万元、1518.5 万元, 估计每吨售价约为 70 万元。目前公司已实现年产 300 吨产能, 计划进一步扩大产能, α -酮酸原料药将扩产至 750 万吨, 则假设售价不变仍为 70 万元每吨, 产能满产后可实现 α -酮酸原料药收入 5.25 亿元, 净利润可达到 1.84 亿元。 α -酮酸原料药技术壁垒较高, 产品供不应求,

公司是费森尤斯卡比国内唯一供应商, 作为公司的核心业务, α -酮酸原料药产能释放, 将为公司带来可观的利润。

表4: α -酮酸原料药业务利润价格弹性区间

a-酮酸产能 (吨)	a-酮酸价格 (万元/吨)									
	60		65		70		75		80	
	收入 (亿元)	利润 (亿元)	收入 (亿元)	利润 (亿元)	收入 (亿元)	利润 (亿元)	收入 (亿元)	利润 (亿元)	收入 (亿元)	利润 (亿元)
300	1.80	0.63	1.95	0.68	2.10	0.74	2.25	0.79	2.40	0.84
400	2.40	0.84	2.60	0.91	2.80	0.98	3.00	1.05	3.20	1.12
500	3.00	1.05	3.25	1.14	3.50	1.23	3.75	1.31	4.00	1.40
600	3.60	1.26	3.90	1.37	4.20	1.47	4.50	1.58	4.80	1.68
700	4.20	1.47	4.55	1.59	4.90	1.72	5.25	1.84	5.60	1.96
750	4.5	1.6	4.9	1.7	5.25	1.84	5.6	1.97	6.0	2.10

资料来源: 东兴证券研究所整理

3. 头孢类抗生素原料药: 悅新复产与新合作为业务觅得转机

3.1 β -内酰胺类抗生素在抗生素市场中占据主导地位

抗生素, 是指由微生物(包括细菌、真菌、放线菌属)或高等动植物在生活过程中所产生的具有抗病原体或其他活性的一类次级代谢产物, 能干扰其他生活细胞发育功能的化学物质。按照其化学结构, 抗生素可以分为: 喹诺酮类抗生素、 β -内酰胺类抗生素、大环内酯类、氨基糖苷类抗生素等, 其中 β -内酰胺类是临床应用最多、最广的一类抗生素, 以头孢菌素和青霉素为主的 β -内酰胺类抗生素约占世界抗生素市场的70%。 β -内酰胺类抗菌药物是人类最早应用于临床的抗菌药物之一, 又因其具有抑菌作用强, 抗菌谱广的特点, 成为应用时间最长的、应用范围最广的里程碑式抗菌药物。 β -内酰胺类抗菌药物又可分为青霉素类抗菌药物、头孢菌素类抗菌药物、 β -内酰胺类抑制剂和碳青霉烯类抗菌药物。

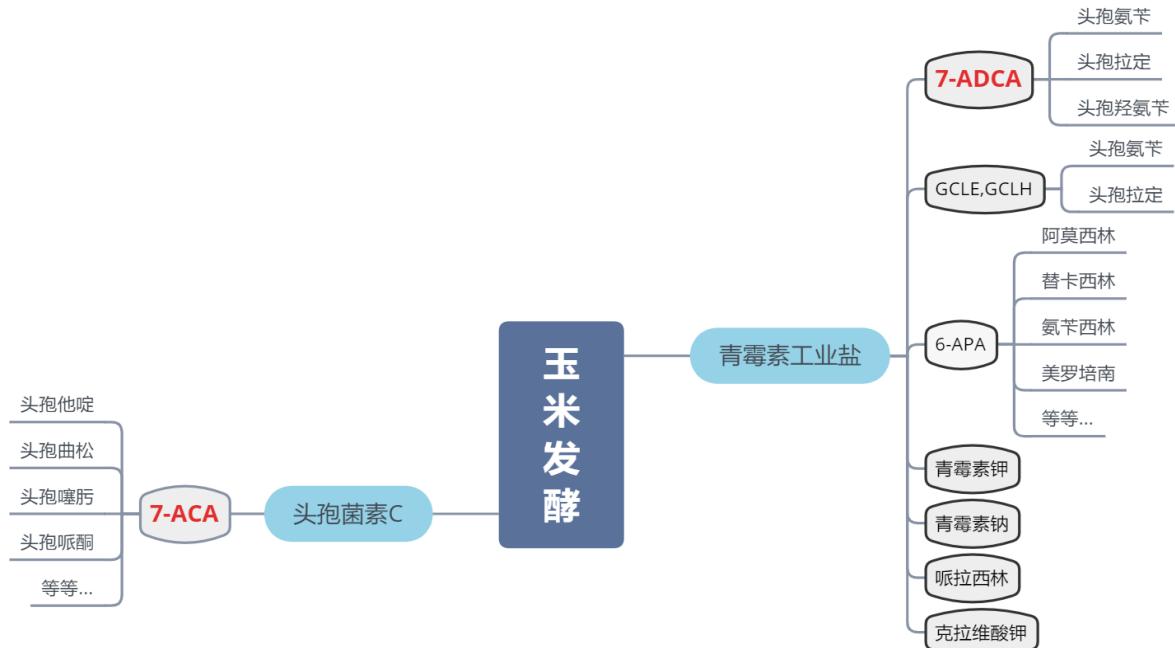
表5: β -内酰胺类抗生素主要分类及代表产品

细分类别	常用药物品种
青霉素类	青霉素钠、青霉素钾、替卡西林、磺苄西林、阿莫西林、哌拉西林、青霉素V钾等
头孢菌素类	头孢氨苄、头孢拉定、头孢克洛、头孢羟氨苄、头孢替唑、头孢匹罗、头孢硫脒、头孢匹胺、头孢唑肟、头孢曲松等
β -内酰胺酶抑制剂	克拉维酸、舒巴坦、他唑巴坦
碳青霉烯类	亚胺培南、帕尼培南、美洛培南等

资料来源: 昂利康招股书, 东兴证券研究所

从抗生素产业链情况分析, 青霉素工业盐、7-ACA、6-APA、4-AA、7-ADCA等是 β -内酰胺类抗生素的原料药和主要中间产物。其中青霉素工业盐是多种抗生素以及中间产物的上游原材料, 可用于合成6-APA、7-ADCA以及GCLE等中间体或直接合成青霉素钾、青霉素钠、哌拉西林和克拉维酸钾等药品, 而7-ACA和7-ADCA是绝大部分头孢类抗生素合成的中间体。

图15: β -内酰胺类抗生素产业链分析图



资料来源：东兴证券研究所

3.2 抗生素主要中间体供给集中

我国是抗生素药物使用和生产大国，在国家治理抗生素滥用的背景下，国内抗生素药物市场的规模增速放缓，2018年市场规模由2013年的215亿美元增长至256亿美元。由于我国抗生素行业生产规模不断扩大，而市场需求放缓，抗生素原料药生产行业出现了产能过剩的现象，2013年~2018年我国抗生素原料药年产量变化在小范围内浮动，2018年产量达19.60万吨，较2017年产量略微增长0.1万吨。

图16：2013-2018年中国抗生素市场规模及增速（亿美元）

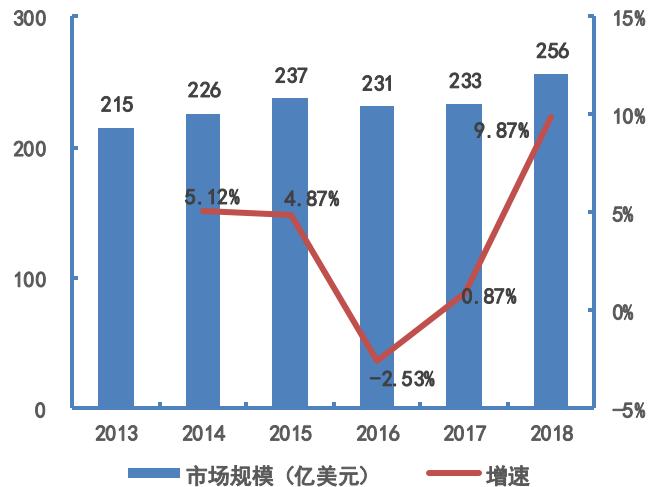


图17：2013-2018年中国抗生素原料产量及增速（万吨）

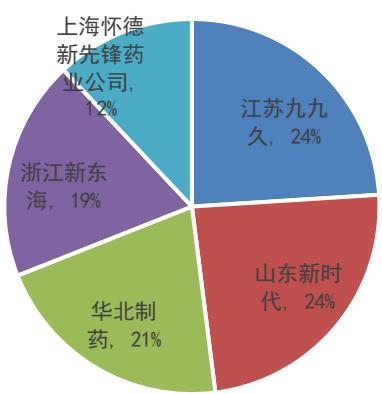


资料来源：华经情报网，东兴证券研究所

资料来源：华经情报网，东兴证券研究所

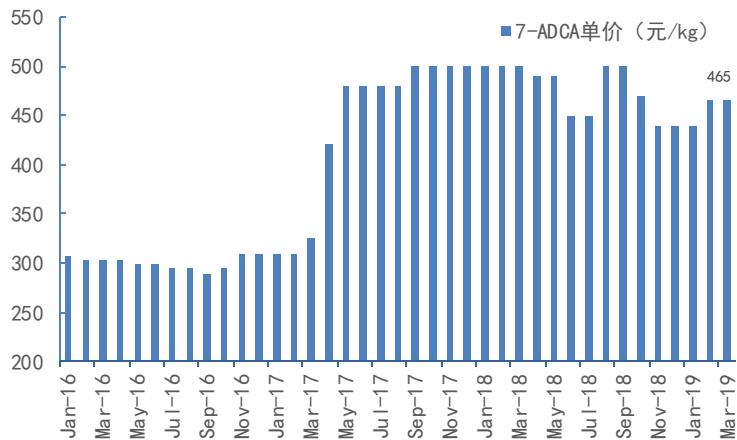
7-ADCA 是一种重要的头孢类抗生素半合成中间体, 传统的合成头孢菌素三大母核之一, 其前体主要为青霉素工业盐, 在医药工业上用于合成头孢氨苄、头孢拉定、头孢羟氨苄和头孢克洛等市场用量较大药物。根据健康网数据显示, 7-ADCA 中间体行业总体供大于求, 全球需求量约 1 万吨, 国内产能约 7500 吨, 主要生产企业为: 鲁南制药(新时代)、必康股份(原九九久)、江苏悦华(浙江新东海)、华北制药和上海怀德新先锋等; 科伦药业伊犁川宁项目建设 3000 吨产能 7-ADCA 生产线, 产能正在逐步释放。2019 年受“响水”事件影响, 7-ADCA 中间体货源紧缺, 根据 wind, 数据显示, 2019 年 4 月 7-ADCA 单价为 465 元/千克。

图18: 2018 年中国 7-ADCA 主要产能分布



资料来源: 华经情报网, 东兴证券研究所

图19: 7-ADCA 价格走势 (元/kg)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.3 江苏悦新复产在即, 头孢原料药业务觅得转机

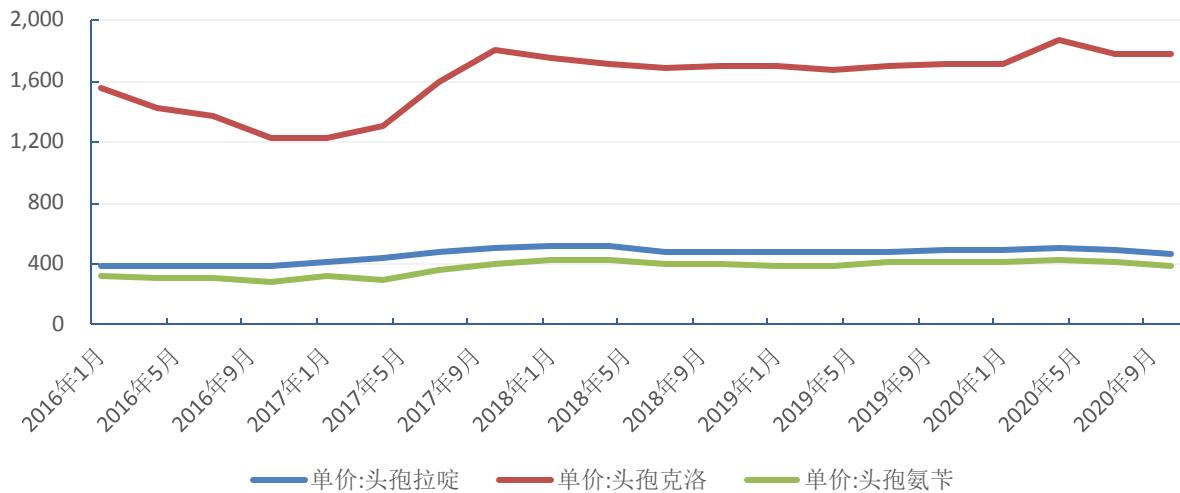
头孢类原料药生产的技术壁垒与环保壁垒, 行业集中度较高, 市场份额主要由具备成熟技术和规模效应的生产厂家瓜分, 主要包括化帝斯曼制药有限公司、华北制药股份有限公司、浙江浙邦制药有限公司和浙江东邦药业有限公司, 其中华帝斯曼与华北制药具备 7-ADCA 生产能力。由于行业产能过剩, 近几年头孢类原料药价格趋于稳定, 能够合成中间体 7-ADCA 的公司拥有成本优势, 具备更强的市场竞争力。2013 年 5 月, 昂利康设立江苏悦新后, 公司具备 7-ADCA 的独立生产能力, 形成医药中间体-头孢类原料药-头孢类制剂较完整的产业链。根据工信部发布的《2016 中国医药统计年报化学制药分册》中的产量数据进行测算: 2016 年, 公司头孢氨苄、头孢拉定和头孢克洛产量分别为 495 吨、403 吨、34 吨, 占全国产量 43.57%、26.03%、37.99%。

表6: 2016 年公司头孢类原料药产量及行业市场份额

产品名称	行业总产量 (吨)	昂利康产量 (吨)	昂利康市场份额
头孢氨苄	1,136.10	495	43.57%
头孢拉定	1,548.16	403	26.03%
头孢克洛	89.5	34	37.99%

资料来源: 昂利康招股书, 东兴证券研究所

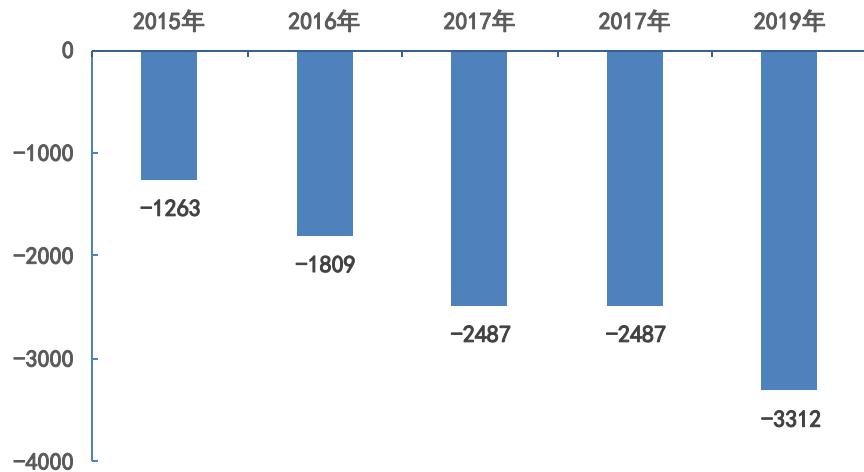
图20: 头孢类原料药价格走势 (元/kg)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

受 2018 年停产改造以及 2019 年“响水”事件的影响, 江苏悦新 7-ADCA 处于停产状态, 江苏悦新处于亏损状态, 中间体供应不足, 对头孢氨苄和头孢拉定两个原料药合成也造成影响, 收入处于较低的水平线。头孢原料药业务是公司核心原料药板块, 根据公司报告, 江苏悦新已于 2020 年 8 月恢复中间体 7-ADCA 的生产, 头孢原料药也于 2020 年 9 月起陆续恢复生产, 悅新有望减少亏损后进入盈利状态。

图21: 2015-2019 年江苏悦新净利润情况 (万元)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

3.4 行业竞争激烈、环保要求趋严, 与科伦达成战略合作

2020 年 10 月, 公司与科伦药业子公司川宁生物签订了战略合作协议, 在头孢原料药全产业链上形成合作, 川宁将为公司提供 7-ADCA 中间体, 支持公司下游头孢原料药的生产。头孢类原料药为传统大宗原料药, 市场竞争激烈, 成本控制是核心竞争力, 加之在国家环保要求趋向严格的大背景下, 对于昂利康来说, 与科伦合作将成为公司在原料药市场竞争中占据有利地位的关键决策。

川宁生物在抗生素发酵产品领域的成本优势、技术水平、环保处理等能力具有全球领先地位。近年来,国家对环保要求更加严格,科伦坚持“环保优先,永续发展”的理念,自建厂来投入超过25亿的环保经费,川宁拥有先进的环保装置和处理设施,以及国家级的环保中心,在三废处理技术方面领先全行业,各项治理指标远低于国家限定标准。在成本控制上,川宁定址伊宁,拥有丰富的能源和大量的农作物资源,通过生产中煤炭、玉米、大豆的成本优势川宁在抗生素红海市场中逆势而上。川宁新开发的发酵法生产7-ADCA具有巨大潜力,双方在头孢原料药全产业链上达成的合作,确保了公司头孢原料药产业链中7-ADCA的供应,加速头孢原料药产能释放,双方各自发挥其在产业链里的优势资源和核心竞争力,对公司头孢原料药与制剂业务产生积极影响,为其发展增添新的驱动力。

4. 制剂业务: 核心产品竞争潜力提升, 有望迎来业绩增长

4.1 聚焦核心品种, 着力研发创新拓宽公司产品管线

公司化学制剂产品主要为自有品种中的心血管类制剂:苯磺酸左氨氯地平片、硝苯地平缓释片,抗感染类制剂:头孢克肟胶囊、头孢克洛缓释片和头孢克洛颗粒,以及部分合作品种。同时,持续着力产品的前期研发,公司加大研发投入在研品种包含:替格瑞洛片、复方 α -酮酸片、艾迪骨化醇原料及软胶囊、布瓦西坦、LCZ696、碳酸镧、聚卡波非钙,有望进一步丰富公司产品管线。2015年至2019年间,公司制剂产品毛利由1.36亿元大幅增长至9.42亿元,毛利率实现大幅提升,由42.71%增加至89.91%,其中苯磺酸左氨氯地平毛利率较高,其销售增加带动制剂业务毛利率整体提升。

图22: 公司制剂产品毛利与毛利率情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

表7: 公司主要制剂品种情况

分类	药品名称	主要用途	类型
抗感染类.	注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	用于对本品敏感的葡萄球菌属、大肠菌属、枸橼酸菌属、克雷伯氏菌属、肠杆菌属、普罗威登斯菌属、绿脓菌属引起的败血症、复杂性膀胱炎、肾盂肾炎的治疗	合作品种
	头孢克洛缓释片	用于治疗金黄色葡萄球菌、溶血性链球菌、肺炎球菌、大肠杆菌、肺炎杆菌、流感杆菌、痢疾杆菌等敏感菌株引起的轻、中度感染	自有品种
	头孢克肟胶囊	用于治疗下列细菌感染性疾病:1、支气管炎、支气管扩张症(感染	自有品种

抗高血压类	苯磺酸左旋氨氯地平片	时), 慢性呼吸系统感染疾病的继发感染, 肺炎; 2、肾盂肾炎、膀胱炎、淋球菌性尿道炎; 3、胆囊炎、胆管炎; 4、猩红热; 5、中耳炎、副鼻窦炎	自有品种 自有品种
	硝苯地平缓释片	用于治疗各种类型的高血压及心绞痛	
消化系统类	马来酸曲美布汀分散片	用于治疗: 1、胃肠道功能紊乱引起的食欲不振、恶心、呕吐、嗳气、腹胀、腹鸣、腹痛、腹泻、便秘等症状的改善; 2、肠易激综合症	合作品种 合作品种
	多潘立酮片	用于治疗消化不良, 腹胀、嗳气、恶心、呕吐、腹部胀痛	
	胶体果胶铋胶囊	用于治疗消化性溃疡, 特别是幽门螺杆菌相关性溃疡, 亦可用于慢性浅表性和萎缩性胃炎	合作品种

资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

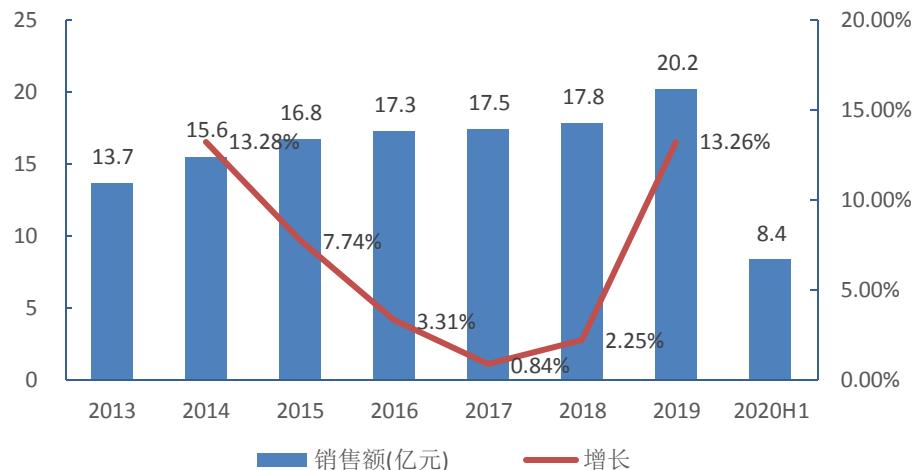
4.2 仿制药一致性评价工作持续推进

公司的制剂产品以仿制药为主, 目前积极推进现有上市产品的一致性评价, 增强公司的市场竞争力, 其中苯磺酸左氨氯地平片和头孢克洛缓释片两个品种三个规格的仿制药一致性评价申请均已被国家药监局药品评审中心受理并临床核查和生产现场动态核查, 公司头孢克洛缓释片成为国家首个通过一致性评价产品; 头孢克洛胶囊和干混悬剂、头孢克肟胶囊、硝苯地平缓释片等产品已准备进入一致性评价。

4.3 心血管类制剂: 苯磺酸左氨氯地平片业绩表现稳定, 增长势头不减

苯磺酸左旋氨氯地平片为一类长效二氢吡啶类降压药物, 是第三代钙离子拮抗剂, 临幊上主要适用于高血压病和心绞痛等方面疾病的治疗。左旋氨氯地平为氨氯地平 ((R)-及(S)-氨氯地平的消旋混合物) 中具有药理活性的对映异构体, 这类降压药的特点是降压起效比较快, 幅度也比较大, 相对来说副作用也比较少, 所以左旋的氨氯地平片是比较长效、安全的降压药, 在我国抗高血压差异化用药品种中强劲增长。根据 2019 年氨氯地平在样本医院销售情况来看, 辉瑞公司的“络活喜”和占领主要市场份额。施慧达的苯磺酸左旋氨氯地平由国家药品监督管理局 1999 年批准上市, 2019 施慧达样本医院药品销售额为 2.29 亿元, 为苯磺酸左旋氨氯地平制剂中领跑产品。昂利康得益于原料药和化学制剂一体化的产业链优势, 占据了一定市场份额, 2019 年产品在样本医院药品销售额为 5368.09 万元, 较 2018 年同比增长 48.39%。

图23: 2013-2020 年氨氯地平样本医院销售额 (亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图24: 2019年氨氯地平样本医院销售竞争格局

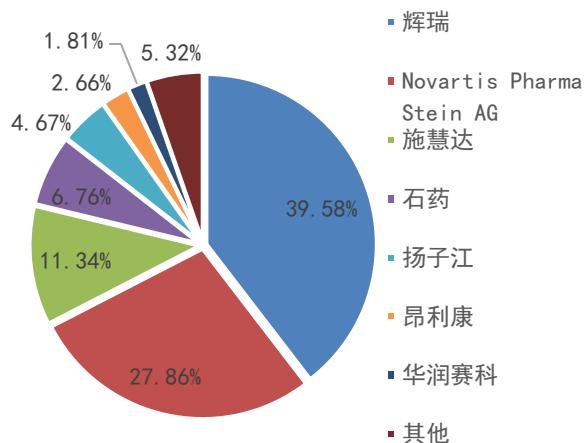


图25: 昂利康左旋氨氯地平片销售额 (万元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司经过多年的发展长期。在血管系统用药具备一定优势, 根据公司 2019 年年报, “左益”全年销售量较上年同期增长约 15%。目前公司正有序推进苯磺酸左旋氨氯地平原料药生产项目与制剂生产基地建设, 同时产品一致性评价公司处于领先地位, 得益于成本的优势, 产品在集采中也将获得更大的生存空间, 有望进入集采后, 实现产品放量, 将为公司带来可观的收益。

4.4 抗感染类制剂: 头孢克洛缓释片首个通过一致性评价企业, 竞争潜力巨大

目前公司拥有了较为完整的头孢类抗生素产业链体系, 形成医药中间体-头孢类原料药-头孢类制剂一体化的业务模式, 中间体与原料药上优势, 让公司抗感染类制剂具有更大的盈利空间与市场竞争力。公司抗感染类制剂自有产品为头孢克肟胶囊、头孢克洛缓释片和头孢克洛颗粒。其中, 头孢克洛缓释片为第二代口服头孢菌素类药物, 主要适用于敏感菌所致的急性咽炎、急性扁桃体炎、中耳炎、支气管炎、肺炎等呼吸道感染、皮肤软组织感染和尿路感染等。公司 2017 年头孢克洛缓释片的销售额为 42.52 百万元, 但由于原研厂商为美国礼来公司, 2020 年 7 月公司头孢克洛缓释片规格 (0.375g) 已通过仿制药质量和疗效一致性评价, 是国内首家且独家通过仿制药一致性评价的企业, 竞争优势明显, 产品进入集采后, 持续放量, 为公司带来新的业绩增长。

5. 公司盈利预测及投资评级

我们依据以下要点做出公司盈利预测:

原料药业务: 悅新复产以及与川宁的合作, 头孢原料药产能释放, 收入有较大的提升, ; 以及 α -酮酸原料药产能扩增, 收入稳定增加。制剂业务: 苯磺酸左氨氯地平片保持稳定增长势头; 头孢克洛缓释片也将在 2021 年放量。药用辅料业务: 收入维持稳定。我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 15.38 亿元、21.23 亿元、25.10 亿元。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表8: 公司主营业务分项目收入预测表

产品预测 [百万人民币]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
1. 原料药									
收入	329	410	343	339	303	271	294	624	708
增长率		24.6%	-16.2%	-1.4%	-10.6%	-10.4%	8.5%	112.1%	13.4%
毛利率	0.0%	8.2%	15.2%	28.1%	26.6%	23.7%	24.4%	15.7%	14.1%
毛利	34	52	95	81	64	72	98	100	
1.1 α-酮酸									
收入	3	5	44	74	74	84	105	140	175
增长率		51.9%	834.0%	67.5%	0.4%	13.5%	25.0%	33.3%	25.0%
销量 (吨)				3.0		120.0	150.0	200.0	250.0
单价 (万元/吨)					70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
毛利率	-144.8%	-61.1%	39.0%	56.8%	55.0%	55.0%	50.0%	45.0%	35.0%
毛利	-4	-3	17	42	40.71	46	53	63	61
1.2 头孢原料药									
收入	319	403	286	246	214	167	167	460	506
增长率	26.5%	-29.0%	-14.3%	-12.8%	-21.9%	0.0%	175.0%	10.0%	
毛利率	0.5%	20.0%	20.0%	24.0%	11.9%	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利	1	81	57	59	26	7	8	23	25
1.3 其他原料药									
收入	7	2	13	19	15	20	22	24	27
增长率		-70.7%	515.1%	48.8%	-25.0%	37.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-42.4%	20.0%	20.0%	24.0%	98.7%	54.3%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利	-3	2	12	18	14	11	11	12	13
2. 制剂销售合计									
收入	286	317	295	504	935	1096	1215	1470	1773
增长率		11.1%	-6.9%	70.6%	85.6%	17.2%	10.9%	21.0%	20.6%
毛利率	0.0%	42.7%	51.7%	71.8%	84.6%	85.9%	87.0%	88.0%	89.0%
毛利	136	153	362	791	942	1057	1294	1578	
2.1 自有产品									
苯磺酸左旋氨氯地平片									
收入	77	94	115	237	580	640	710	803	923
增长率		22.7%	21.6%	106.6%	144.2%	10.4%	11.0%	13.0%	15.0%
毛利率	83.0%	81.9%	83.5%	91.4%	95.3%	95.9%	96.0%	96.0%	96.0%
毛利	64	77	96	217	552	614	682	771	886
头孢克肟胶囊									
收入	42	47	26	37	41	39	42	46	51
增长率		9.8%	-44.8%	43.5%	12.2%	-6.0%	8.0%	10.0%	10.0%
毛利率	7.5%	7.6%	45.9%	47.6%	74.3%	39.6%			
毛利	3	4	12	18	31	15			
头孢克洛缓释片									
收入	27	27	26	43	3	0	0	100	120
增长率		0.1%	-3.2%	65.6%					20.0%
毛利率	57.8%	57.5%	31.0%		74.3%				
毛利	15	15	13	2	0	0			
2.2 合作产品									
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠									
收入	44	49	43	97	174	195	218	251	301
增长率		10.0%	-11.9%	125.1%	80.0%	12.0%	12.0%	15.0%	20.0%
毛利率	40.5%	35.4%	30.4%	75.7%	75.7%	75.7%	75.7%	75.7%	75.7%
毛利	18	17	13	73	132	147	165	190	228
2.3 其他制剂									
收入	96	101	86	91	137	221	244	270	379
增长率		5.8%	-14.6%	4.9%	51.6%	61.4%	10.0%	11.0%	40.0%
毛利率	21.9%	20.0%	45.4%	54.4%	74.5%				

毛利	22	17	41	75	165				
3. 药用辅料									
收入	36	22	20	14	16	14	14	14	14
增长率		-38.1%	-11.1%	-30.5%	17.0%	-12.9%			
毛利率	36.6%	32.7%	32.9%	27.6%	23.3%	28.6%			
毛利	13	7	6	4	4	4	4	4	4
其他业务收入									
收入	31.3	24.4	13.1	16.9	1.2	15.2	15	15	15
增长率									
毛利		2.5	5.2	2.6	0.9	11.2	10.5	10.5	10.5
毛利率		10.3%	40.0%	15.3%	73.6%	73.9%	70.0%	70.0%	70.0%
收入合计	682	774	672	873	1255	1396	1538	2123	2510
增长率		13.54%	-13.21%	30.01%	43.74%	11.25%	10.16%	38.03%	18.22%
毛利率	23.15%	23.13%	32.27%	53.10%	69.85%	73.12%	74.33%	66.23%	67.44%
毛利	158	179	217	464	877	1021	1143	1406	1693
营业成本/营业收入	76.9%	76.9%	67.7%	46.9%	30.1%	26.9%	25.7%	33.8%	32.6%

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

制剂业务为公司主要收入来源, 易受国家药品集中采购政策影响。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	营业收入	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1080	978	1160	1514	1841	营业收入	1255	1396	1538	2123	2510					
货币资金	618	528	780	923	1150	营业成本	378	375	395	717	817					
应收账款	192	155	171	236	279	营业税金及附加	15	14	14	19	23					
其他应收款	1	4	4	5	6	营业费用	647	765	805	963	1138					
预付款项	3	4	5	6	8	管理费用	52	65	70	96	113					
存货	172	139	146	265	303	财务费用	-4	-20	-5	-20	-21					
其他流动资产	4	7	10	23	32	研发费用	46	37	40	40	40					
非流动资产合计	390	407	380	352	324	资产减值损失	-9.87	-2.70	-2.70	-2.70	-2.70					
长期股权投资	30	24	24	24	24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产	243	262	231	199	168	投资净收益	-2.53	-13.61	-13.00	-13.00	-13.00					
无形资产	40	39	37	34	32	加: 其他收益	3.91	11.32	11.32	11.32	11.32					
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	131	155	244	332	423					
资产总计	1470	1385	1541	1867	2165	营业外收入	7.03	0.67	5.00	5.00	5.00					
流动负债合计	486	355	362	486	526	营业外支出	0.96	2.08	0.00	0.00	0.00					
短期借款	15	0	0	0	0	利润总额	137	154	239	324	415					
应付账款	114	76	79	144	164	所得税	16	27	36	49	62					
预收款项	19	19	20	21	23	净利润	122	126	203	276	352					
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	13	14	22	30	38					
非流动负债合计	13	13	13	13	13	归属母公司净利润	109	112	181	246	314					
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率										
应付债券	0	0	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
负债合计	499	369	376	500	539	成长能力										
少数股东权益	52	51	73	103	142	营业收入增长	43.74%	11.25%	10.16%	38.03%	18.22%					
实收资本(或股本)	90	90	90	90	90	营业利润增长	6.08%	18.18%	57.18%	35.99%	27.60%					
资本公积	541	541	541	541	541	归属于母公司净利润增长	7.53%	3.29%	61.04%	35.85%	27.93%					
未分配利润	248	289	415	587	807	获利能力										
归属母公司股东权益合计	919	965	1090	1262	1482	毛利率(%)	69.85%	73.12%	74.33%	66.23%	67.44%					
负债和所有者权益	1470	1385	1541	1867	2165	净利率(%)	9.69%	9.06%	13.19%	12.98%	14.05%					
现金流量表						单位:百万元	偿债能力									
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		总资产净利润(%)	7.39%	8.11%	11.73%	13.16%	14.52%				
经营活动现金流	134	213	219	214	318		ROE(%)	11.83%	11.63%	16.59%	19.47%	21.21%				
净利润	122	126	203	276	352	资产负债率(%)	34%	27%	24%	27%	25%					
折旧摊销	77.47	75.08	0.00	31.48	31.48	流动比率						3.11	3.50			
财务费用	-4	-20	-5	-20	-21	速动比率						2.57	2.92			
应收账款减少	0	0	-16	-65	-43	营运能力										
预收账款增加	0	0	1	1	1	总资产周转率	1.06	0.98	1.05	1.25	1.25					
投资活动现金流	-69	-229	83	-17	-17	应收账款周转率	7	8	9	10	10					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.61	14.70	19.80	19.06	16.33					
长期投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.61	14.70	19.80	19.06	16.33					
投资收益	-3	-14	-13	-13	-13	每股收益(最新摊薄)	1.53	1.25	2.01	2.73	3.49					
筹资活动现金流	398	-97	-49	-54	-73	每股净现金流(最新摊薄)	5.14	-1.25	2.81	1.58	2.53					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.21	10.72	12.11	14.02	16.46					
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股指标(元)										
普通股增加	23	0	0	0	0	P/E	29.48	36.08	22.45	16.53	12.92					
资本公积增加	421	0	0	0	0	P/B	4.42	4.21	3.72	3.22	2.74					
现金净增加额	462	-113	253	142	228	EV/EBITDA	16.86	16.78	12.02	9.07	6.68					

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

胡博新

药学专业, 10 年证券行业医药研究经验, 曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526