

信义山证汇通天下

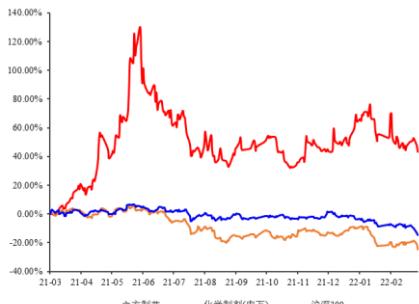
证券研究报告

医药生物

报告原因：深度报告

2022年3月10日

公司近一年股价表现



市场数据：2022年3月10日

收盘价(元):	43.06
年内最高/最低(元):	72.77/29.58
流通A股/总股本(亿):	3.85/9.26
流通A股市值(亿):	16.59
总市值(亿):	38.89

基础数据：2021年9月30日

基本每股收益	1.35
每股净资产(元):	13.53
净资产收益率:	10.33%

分析师：刘建宏

执业登记编码：S0760518030002

电话：0351-8686724

邮箱：liujianhong@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

立方制药 (003020.SZ)

渗透泵控释制剂国内产业化龙头

首次评级

增持

公司研究/深度报告

投资要点：

➤ **公司是渗透泵控释制剂国内产业化龙头，技术上已覆盖了最复杂结构及工艺。**公司以渗透泵控释技术为核心，建立了由配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术与关键设备技术四大部分组成的激光打孔渗透泵控释技术平台，并不断提升渗透泵制剂产品开发与产业化能力，产业化能力位居国内前列。公司渗透泵控释制剂技术具有成本和效率优势，并已覆盖了最复杂结构及工艺。盐酸哌甲酯缓释片原研是 Concerta，是已上市推黏式渗透泵片典型代表，它首次实现了药物的双时相控制释放。公司盐酸哌甲酯缓释片已经进入放大及工艺验证阶段，标志着公司渗透泵技术已覆盖了最复杂结构及工艺，镇痛药盐酸羟考酮缓释片已经提交上市申请。已上市产品包括非洛地平缓释片（II）、甲磺酸多沙唑嗪缓释片和硝苯地平控释片等。未来公司将把业务拓展至精神麻醉类药物结合缓控释技术平台、眼科等领域。

➤ **化药渗透泵制剂竞争格局好，中药品种乘政策春风。**非洛地平缓释片原研企业为阿斯利康，市占率接近 90%，公司产品市占率约 9%。硝苯地平控释片公司刚获批上市，有望借助第 7 批集采切入市场。甲磺酸多沙唑嗪缓释片为辉瑞的首仿，保持高增长可期。益气和胃胶囊等中药品种将受益于当前友好的中药和基药政策，继续稳健增长。

➤ **投资建议：**我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 22.76 亿元、28.67 亿元、36.87 亿元，归母净利润分别为 1.67 亿元、2.16 亿元、3.09 亿元，对应 EPS 分别为 1.81 元、2.33 元、3.33 元。以 3 月 10 日股价计算，对应 PE 为 23.8 倍、18.5 倍、12.9 倍，我们看好公司的发展，给予增持评级。

➤ **风险提示：**集采落标和降价超预期；环保及安全生产的风险；研发进度不及预期；疫情变化导致需求波动的风险等。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,894	2,276	2,867	3,687
YoY(%)	14.8	20.2	26.0	28.6
净利润(百万元)	135	167	216	309
YoY(%)	28.5	23.9	29.1	42.9
毛利率(%)	33.4	40.2	38.2	42.1
EPS(摊薄/元)	1.46	1.81	2.33	3.33
ROE(%)	11.5	12.7	14.4	17.6
P/E(倍)	28.5	23.8	18.5	12.9
P/B(倍)	3.3	3.0	2.7	2.3
净利率(%)	7.1	7.4	7.5	8.4

数据来源：wind，山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



目录

1. 渗透泵控释制剂国内产业化龙头	4
1.1 渗透泵控释技术为核心的原料、制剂一体化企业	4
1.1.1 公司近年收入与利润保持快速增长	4
1.1.2 季俊虬为公司控股股东、实控人	5
1.2 公司是渗透泵控释制剂国内产业化龙头	5
1.2.1 渗透泵控释技术为公司核心技术	5
1.2.2 公司渗透泵控释制剂技术具有成本和效率优势，并已覆盖了最复杂结构及工艺	7
1.2.3 代表品种非洛地平缓释片（II）国产品牌市占率最高，硝苯地平控释片有望借助集采快速切入市场 ...	10
1.2.4 益气和胃胶囊等中药品种将受益于当前友好的中药和基药政策	14
1.2.5 未来看点：精神麻醉类药物结合缓控释技术平台+眼科	15
2. 工业贡献主要利润，商业稳定发展	18
2.1 工业持续发力，贡献主要利润	18
2.2 商业板块稳定发展	18
2.3 期间费用率有所提高	19
3. 盈利预测及估值	19
3.1 盈利预测及假设	19
3.2 估值分析	20
4. 风险因素	20

图表目录

图 1 公司近 5 年营业收入及增速	4
图 2 公司近 5 年归母净利润及增速	4
图 3 公司股权概况	5
图 4 渗透泵制剂结构及释药机制	6
图 5 控释、缓释及常释制剂的释药曲线	6
图 6 渗透泵控释片为 0 级释药曲线	6



图 7 双层渗透泵制剂结构及释药原理	7
图 8 一般单室渗透泵制剂结构及释药机理	7
图 9 单室渗透泵控释片释药过程	8
图 10 三层复杂渗透泵控释片结构	9
图 11 推黏式渗透泵制剂代表专注达的血药浓度曲线及释药静态图	9
图 12 非洛地平缓释片（II）的销售额和占工业收入比重	11
图 13 样本医院非洛地平缓释片（含缓释片（II））的销售额和增速	12
图 14 非洛地平缓释片（含缓释片（II））样本医院市场份额概况	12
图 15 硝苯地平控释片样本医院年度销售额趋势	13
图 16 硝苯地平控释片样本医院年度销售量趋势	13
图 17 2021 年硝苯地平控释片市场格局（按销售额）	13
图 18 2021 年硝苯地平控释片市场格局（按销售量）	13
图 19 甲磺酸多沙唑嗪缓释片年度销售额趋势	14
图 20 甲磺酸多沙唑嗪缓释片年度销售额趋势	14
图 21 益气和胃胶囊近年市场销售概况	15
图 22 盐酸羟考酮缓释片样本医院销售概况	17
图 23 盐酸哌甲酯缓释片样本医院销售概况	17
图 24 公司医药工业和商业收入、增速及工业收入占比	18
图 25 医药工业和商业毛利率情况	18
图 26 公司医药商业板块收入和毛利率情况	19
表 1 公司渗透泵技术及应用	8
表 2 公司主要生产的品种	10
表 3 公司通过上市许可持有人变更获得的 13 个眼科品种	16
表 4 可比公司估值比较	20

1. 渗透泵控释制剂国内产业化龙头

1.1 渗透泵控释技术为核心的原料、制剂一体化企业

公司是一家制剂、原料一体的，业务涉及工、商全产业链的制药企业，主要产品涵盖心血管类、消化系统、皮肤外用药等领域，包括非洛地平缓释片（II）、甲磺酸多沙唑嗪缓释片等。同时，公司拥有亮菌口服溶液、丹皮酚软膏、益气和胃胶囊、坤宁颗粒等特色医药品种以及部分原料药品种。

医药工业方面，公司以渗透泵控释技术为核心，建立了由配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术与关键设备技术四大部分组成的渗透泵控释技术平台，渗透泵控释技术产业化能力在国内位居前列，非洛地平缓释片（II）国产品牌中市占率第一。商业方面则包括安徽省内的批发配送业务以及辐射合肥和周边的 60 多家零售药房。

1.1.1 公司近年收入与利润保持快速增长

2021 年前三季度，公司实现营业收入 16.65 亿元，同比增加 20.98%，实现归母净利润 1.25 亿元，同比增长 25.77%，实现扣非归母净利润 1.14 亿元，同比增长 30.44%。实现 EPS 1.35 元。

2016-2020 年，公司分别实现营业收入 10.28 亿元、11.67 亿元、14.25 亿元、16.50 亿元、18.94 亿元，同比增速 13.46%、22.12%、15.83%、14.80%；同期实现归母净利润分别为 6746.25 万元、7681.95 万元、9166.41 万元、10514.11 万元、13511.61 万元，同比增速 13.87%、19.32%、14.70%、28.51%。

图 1 公司近 5 年营业总收入及增速

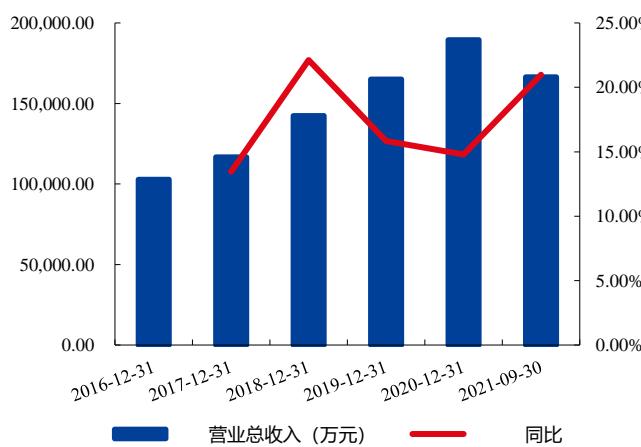
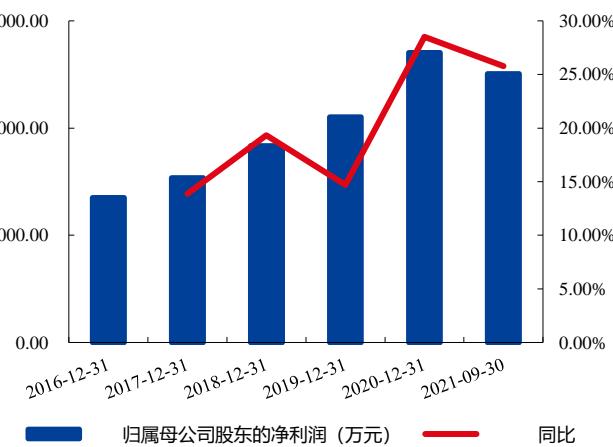


图 2 公司近 5 年归母净利润及增速



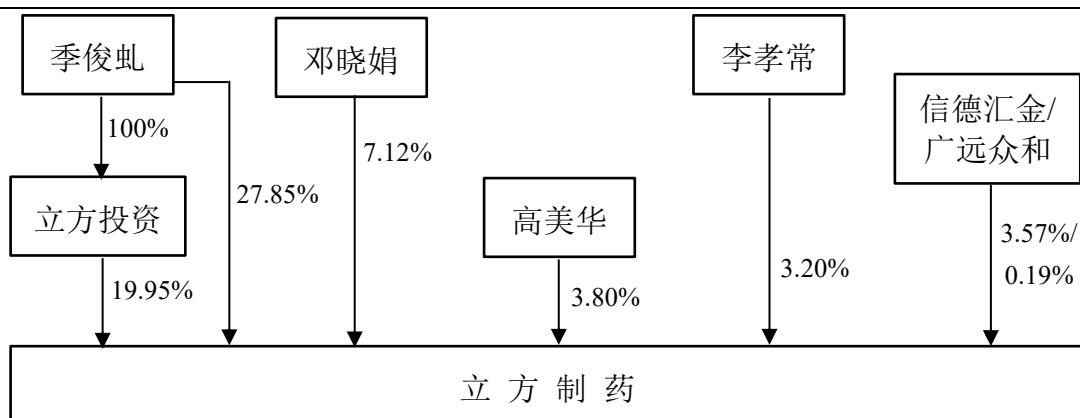
数据来源：wind，公司公告，山西证券研究所

数据来源：wind，公司公告，山西证券研究所

1.1.2 季俊虬为公司控股股东、实控人

季俊虬直接持有公司 2,554.86 万股股份，并通过其 100%控股的立方投资间接持有公司 1,848.00 万股股份，合计控制公司 47.53%的股份，为公司控股股东、实际控制人。截至 2021 年三季报，公司除季俊虬之外的前十大股东中，邓晓娟、高美华、李孝常等均为公司发起人并在/曾在（退休）公司任职，分别持股 7.12%、3.80%、3.20%。信德汇金及其员工持股平台广远众合分别持股 3.57%、0.19%。

图 3 公司股权概况



数据来源：wind，公司公告，山西证券研究所

1.2 公司是渗透泵控释制剂国内产业化龙头

1.2.1 渗透泵控释技术为公司核心技术

公司以渗透泵控释技术为核心，建立了由配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术与关键设备技术四大部分组成的渗透泵控释技术平台，并不断提升渗透泵制剂产品开发与产业化能力，主要产品包括非洛地平缓释片（II）、甲磺酸多沙唑嗪缓释片等。

公司拥有以激光打孔渗透泵控释技术为核心的研发及生产平台，相应的产业化生产能力在国内位居前列。渗透泵制剂由片芯、半透膜和释药小孔三部分组成，药物与渗透活性物质经压制而成片芯，采用高分子材料包衣形成不溶性半透膜，随后用激光打出释药小孔。在口服后胃肠道的水分通过半透膜进入片芯，产生泵室内高渗含药混悬液，在半透膜内外巨大的渗透压差作用下，药物通过释药小孔被持续泵出。药物递送至胃肠道内的控制释放速率仅与半透膜渗透阻力、片芯处方有关，而与胃肠液 pH 值及胃肠蠕动无关，释药曲线更为平缓，一般为 0 级释放。

公司现有及在研的渗透泵产品适应症涵盖心血管、糖尿病、止痛、精神疾病等领域，代表产品包括非洛地平缓释片（II）和甲磺酸多沙唑嗪缓释片、硝苯地平控释片，其中非洛地平缓释片（II）是国内首个



也是目前唯一的非洛地平渗透泵制剂上市产品，为国家基药品种。硝苯地平控释片于2022年1月中旬完成生产，现已上市销售。

渗透泵制剂专利技术是公司非洛地平缓释片（II）与国内其他同类产品的主要区别。国内通用名为“非洛地平缓释片”的药品均采用骨架型缓释技术，生产工艺、质量标准与公司非洛地平缓释片（II）有明显不同。

图 4 渗透泵制剂结构及释药机制

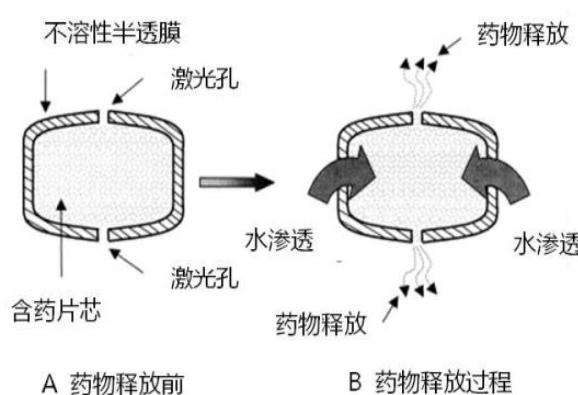
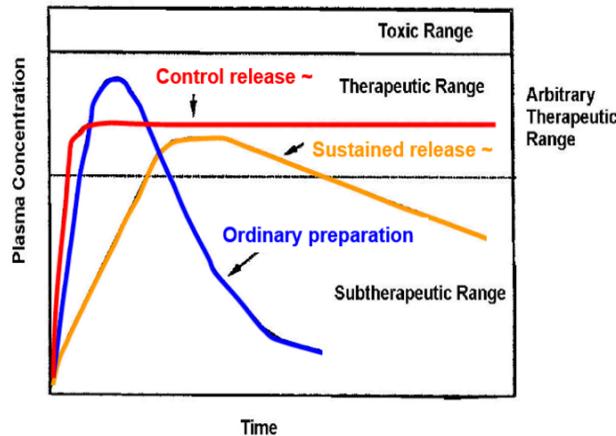


图 5 控释、缓释及常释制剂的释药曲线



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

资料来源：百度学术，山西证券研究所

图 6 渗透泵控释片为 0 级释药曲线



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

骨架片是药物与一种或多种骨架材料以及其他辅料混合，制备的片剂，根据骨架材料的性质可分为不溶性骨架片、生物溶蚀性骨架片和亲水凝胶骨架片。不溶性骨架片的药物释放是液体穿透骨架，将药物溶解然后从骨架的沟槽中扩散出来，故孔道扩散为限速步骤，释放符合 Higuchi 方程。由不可溶解但可溶蚀的

蜡质材料制成的溶蚀性骨架片是通过孔道扩散与蚀解来控制药物的释放。亲水性凝胶骨架片中药物的释放与药物性质有关。亲水凝胶遇水后形成凝胶，水溶性药物的释放速度取决于药物通过凝胶层的扩散速度，而水中溶解度小的药物，释放速度由凝胶层的逐步溶蚀速度所决定，不管哪种释放机制，凝胶最后完全溶解，药物全部释放。

渗透泵制剂与骨架型制剂相比，在体内释药更为平稳，并且不因为患者胃肠道环境等不可控因素而发生改变，因而提升了临床应用价值。

1.2.2 公司渗透泵控释制剂技术具有成本和效率优势，并已覆盖了最复杂结构及工艺

传统的双层渗透泵技术制造成本高于其他非渗透泵技术的缓释制剂，双层渗透泵片（例如硝苯地平控释片拜新同）主要由含药层与助推层的两层片芯和控制释放的半渗透膜构成，水份经半透膜进入片芯后，在含药层，难溶性药物与高分子材料迅速水化形成具有一定粘度的混悬液，在助推层高分子材料吸水膨胀后，推动含药层中的混悬液从释药孔中释出。

图 7 双层渗透泵制剂结构及释药原理

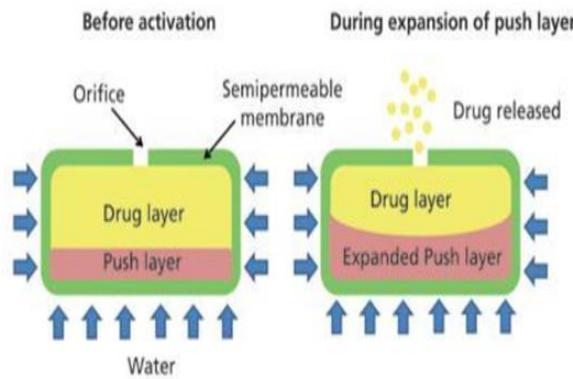
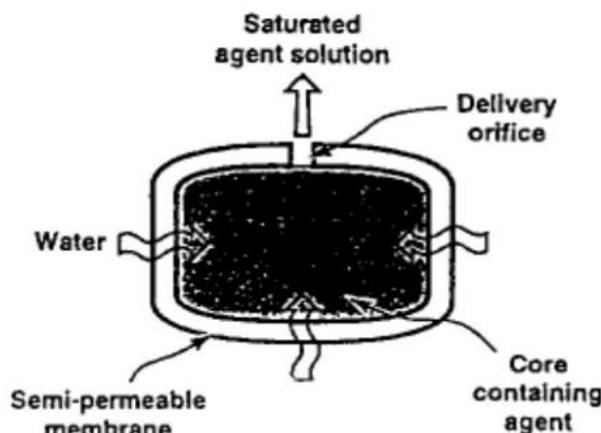


图 8 一般单室渗透泵制剂结构及释药机理



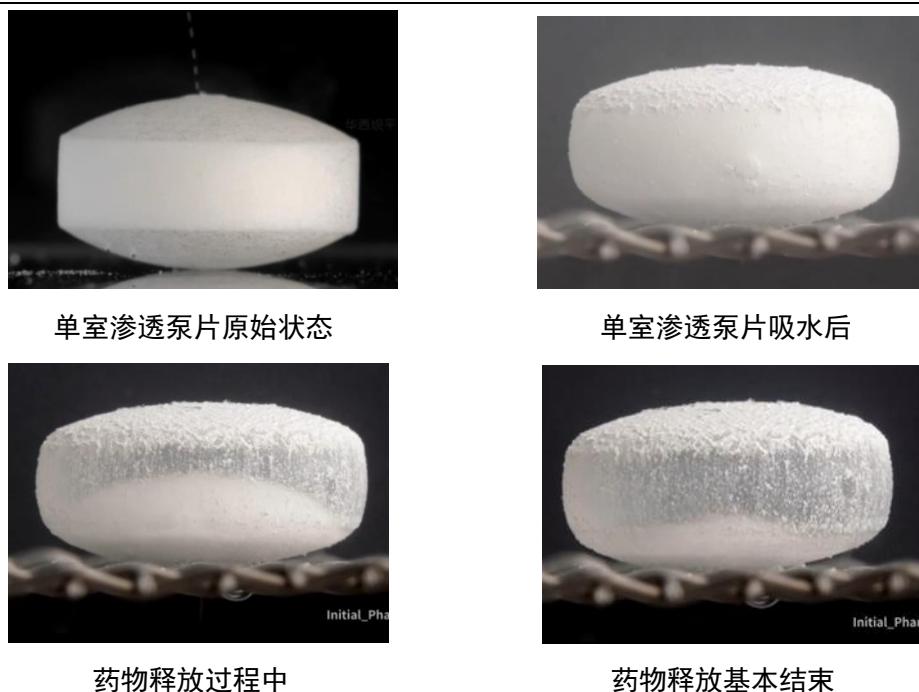
资料来源：药事纵横，山西证券研究所

资料来源：原创力，山西证券研究所

公司专利“一种难溶性药物单片芯单室渗透泵控释制剂的制备方法及其产品”提高了载药量，生产效率亦显著提升，具备成本和效率优势。基于公司核心专利的“难溶药物单层芯渗透泵控释技术研发与产业化应用”项目获 2018 年度安徽科学技术奖一等奖。



图 9 单室渗透泵控释片释药过程



资料来源：Bilibili- Initial_Pharmacy，山西证券研究所

表 1 公司渗透泵技术及应用

序号	渗透泵技术类型	品种名称	进展
1	难溶性药物单层芯渗透泵技术	非洛地平缓释片（II）	已上市销售
2	初级渗透泵技术	盐酸曲美他嗪缓释片 HO-1701	已上市 已完成处方与工艺开发
3	具推动层双层渗透泵技术	硝苯地平控释片	已上市
4	单一组成渗透泵技术	HO-1603	已完成处方与工艺开发
5	具推动层三层渗透泵技术	HO-1601、HO-1602	处方与工艺开发
6	包覆型渗透泵技术	HO-1604	已申报临床

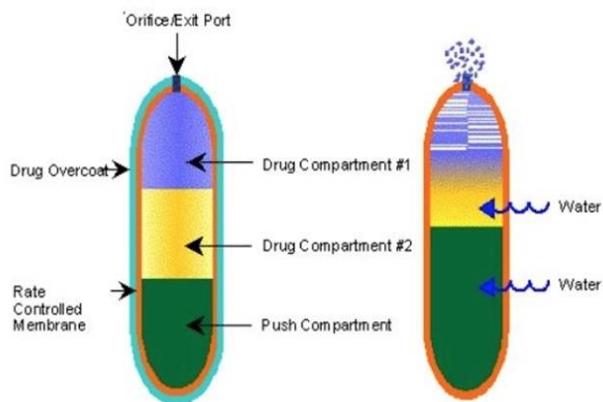
资料来源：公司招股书，山西证券研究所

公司在研项目中，盐酸哌甲酯缓释片已经进入放大及工艺验证阶段，标志着公司渗透泵技术已覆盖了最复杂结构及工艺。盐酸哌甲酯缓释片原研是 ALZA（2001 年为强生收购）的 Concerta 专注达，是已上市推黏式渗透泵片典型代表，它首次实现了药物的双时相控制释放。其结构为三层，包括释药室 1、释药室 2 以及推进层，外层包速释药物层及半透膜，顶部打孔。患者服药后，速释层迅速释放提高患者体内的血药浓度到治疗范围，能避免患者机体对哌甲酯的急性耐受反应。后续的十个小时里，在推进层的作用下，片剂能节律性地释放药物，维持患者的血药浓度。使用推黏式渗透泵技术开发的产品 Concerta 专注达在 2000



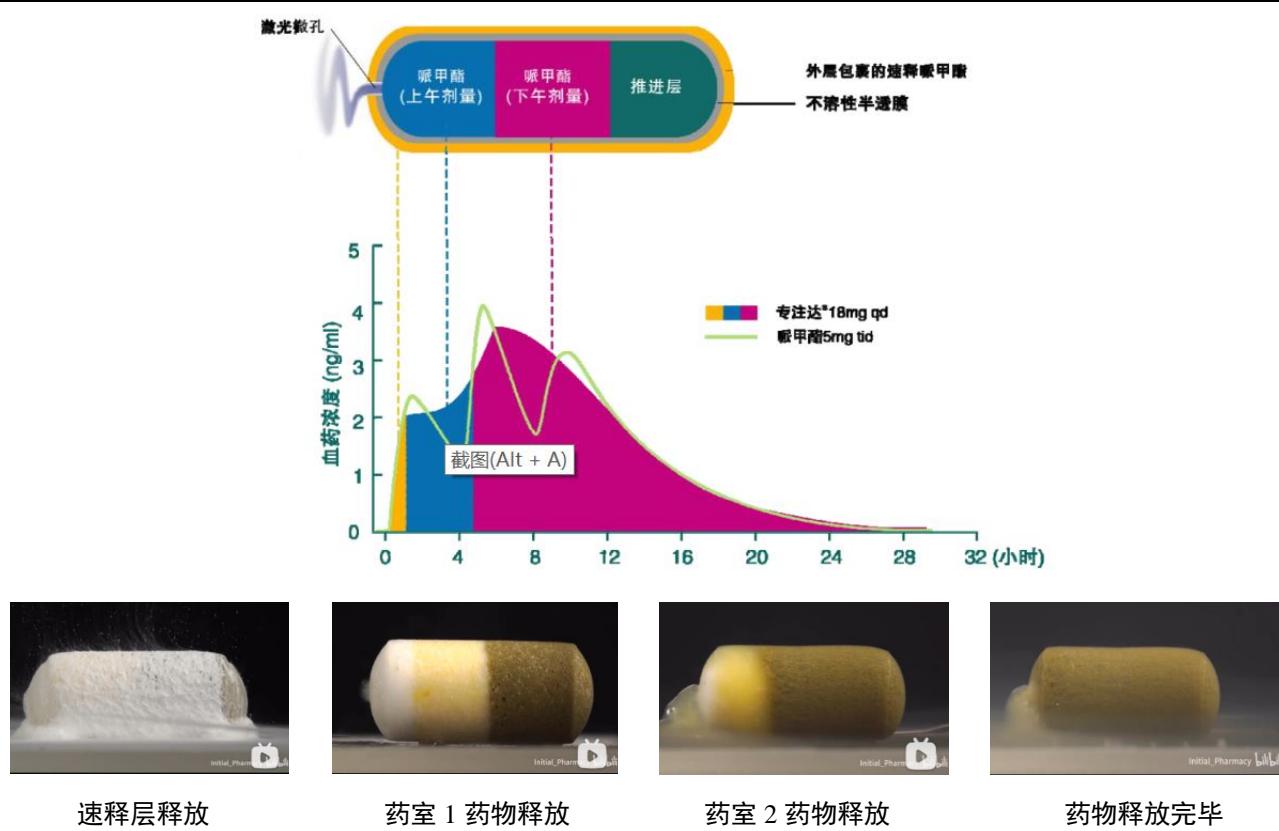
年获得 FDA 批准，成为强生的重磅产品之一，最高年销售额超过 10 亿美元，国内市场年销售额约 3 亿，增速约 15%。

图 10 三层复杂渗透泵控释片结构



资料来源：药事纵横，山西证券研究所

图 11 推黏式渗透泵制剂代表专注达的血药浓度曲线及释药静态图



资料来源：专注达说明书，Bilibili- Initial_Pharmacy，山西证券研究所

目前，公司的渗透泵产业化能力及产能在国内企业名列前茅，生产设备包括进口、国产和自主开发。公司在关键设备上有所突破，自主开发了渗透泵片剂高速激光打孔机，并不断完善升级，保证渗透泵制剂



的产品生产及后续新产品开发的应用。产能方面，在募投项目建成后，加上原有 2 亿片的产能，公司渗透泵制剂实际总产能将超过 6 亿片。公司的产能和产业化能力有助于公司在市场竞争中保持有利地位。

1.2.3 代表品种非洛地平缓释片（II）国产品牌市占率最高，硝苯地平控释片有望借助集采快速切入市场

公司主要品种包括非洛地平缓释片（II）、亮菌口服溶液、益气和胃胶囊、甲磺酸多沙唑嗪缓释片等，此外，硝苯地平控释片 1 月份已经开始生产，可以上市销售。

表 2 公司主要生产的品种

序号	产品名称	图示	功能主治	国家级目录情况
1	非洛地平缓释片（II）		用于高血压的治疗	2018 版国家基药、 2019 版国家医保乙类
2	亮菌口服溶液		用于慢性肝炎、迁延性肝炎、慢性胆管炎和胆囊炎以及慢性、浅表性、萎缩性胃炎及放疗、化疗引起的白细胞减少的辅助治疗	部分省份医保目录
3	益气和胃胶囊		健脾和胃，通络止痛。用于慢性非萎缩性胃炎脾胃虚弱兼胃热瘀阻证，症见胃脘痞满胀痛、食少纳呆、大便溏薄、体倦乏力、舌淡苔薄黄、脉细	2018 版国家基药、 2019 版国家医保乙类
4	甲磺酸多沙唑嗪缓释片		良性前列腺增生对症治疗；高血压的治疗	2019 版国家医保乙类
5	丹皮酚软膏		抗过敏药，有消炎止痒作用。用于各种湿疹、皮炎、皮肤瘙痒，蚊虫叮咬红肿等各种皮肤疾患，对过敏性鼻炎和防治感冒也有一定效果	部分省份医保

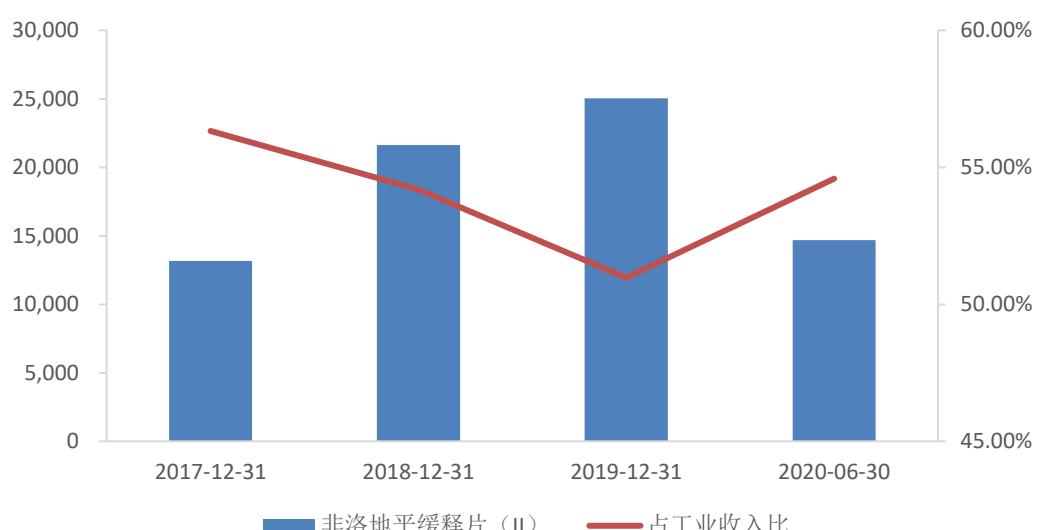


序号	产品名称	图示	功能主治	国家级目录情况
6	克痤隐酮凝胶		抑制皮脂腺分泌及痤疮 杆菌生长。用于黑头、白头粉刺及脓疮型痤疮	部分省份医保

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

非洛地平缓释片（II）是公司的主导品种。2017 年~2019 年以及 2020H1，非洛地平缓释片（II）的收入分别是 1.3 亿、2.2 亿、2.5 亿、1.5 亿元，占公司工业收入的 56.3%、54.2%、51.0%、54.6%。

图 12 非洛地平缓释片（II）的销售额和占工业收入比重



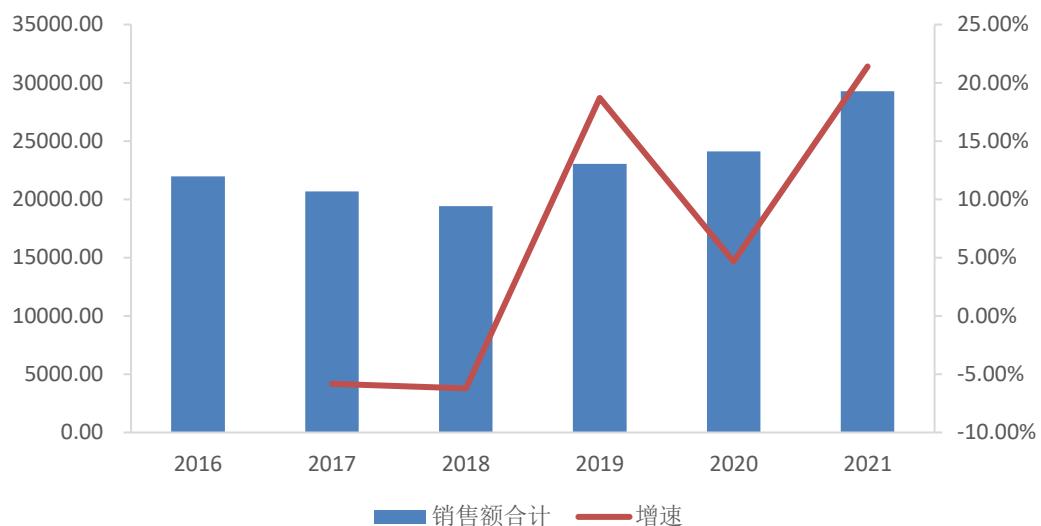
数据来源：wind，公司公告，山西证券研究所

从市场竞争格局来看，根据 Wind 医药库数据，非洛地平缓释片（含非洛地平缓释片（II））2021 年在样本医院的销售额为 29267.43 万元，同比增速为 21.4%。其中，阿斯利康（目前中国销售权益由康哲代理）占据市场的主导地位，2019~2021 年的市场份额分别为 87.56%、87.65%、87.81%。公司在国产品牌中位居市场份额的第一，占据国产份额的 70%以上，占据总市场份额的 8%以上，2019~2021 年公司非洛地平缓释片（II）的市场份额分别为 9.80%、8.96%、8.59%。

目前，公司的非洛地平缓释片（II）正在进行一致性评价，预计今年年中过评。非洛地平缓释片有可能在第 8 批集采目录中，届时公司有望借助强大的产能和原料制剂一体化的成本优势，在集采中扩大市场份额。

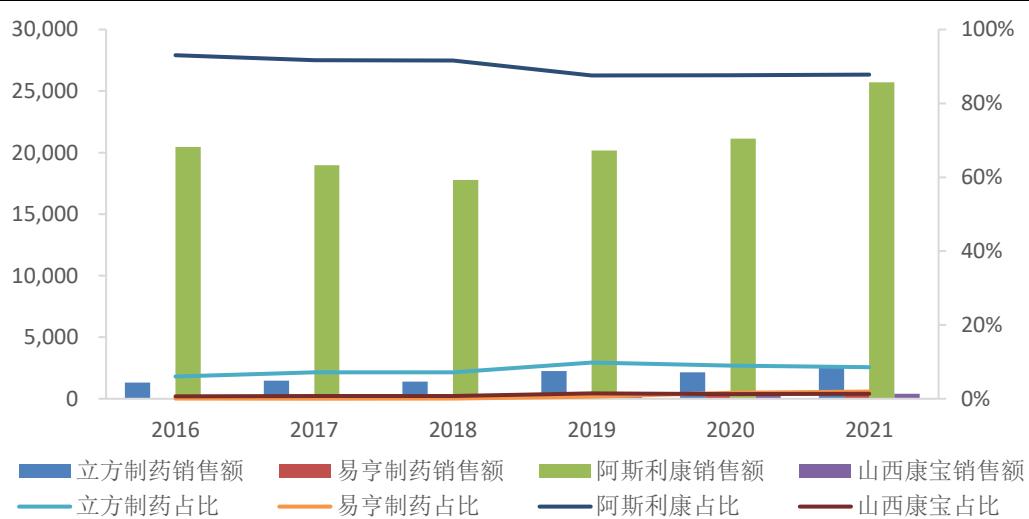


图 13 样本医院非洛地平缓释片（含缓释片（II））的销售额和增速



数据来源：wind 医药库，山西证券研究所

图 14 非洛地平缓释片（含缓释片（II））样本医院市场份额概况



数据来源：wind 医药库，山西证券研究所

公司的硝苯地平渗透泵控释片 1 月份已经开始生产，可以上市销售。硝苯地平控释片在第 7 批国家集采目录中，由于控释与缓释机制和制备工艺的差异，第 7 批集采对此进行了区分。其中，30mg、60mg 规格为控释片，10mg 和 20mg 为缓释片。目前除了原研拜耳医药之外，硝苯地平控释片（30mg）过评的企业包括公司、南京易亨、北京红林、青岛百洋、海南先声、一品红、现代制药等 7 家。从过评家数来看，集采报价竞争较大，考虑到渗透泵制剂生产过程控制的难度，稳定持续的产业化能力将是市场竞争的最重要影响因素之一。公司此前硝苯地平控释片没有大量销售，集采提供了快速切入市场的时机。

米内网数据显示，2020 年医院和药店两大终端硝苯地平片合计销售额超过 80 亿元，医院是该品种主要



销售渠道，2021年上半年销售额同比增长 25.48%；零售终端预计 2021 年同比增长 1.69%。单从等级样本医院销售额来看，根据 wind 医药库数据，2021 年销售额同比增长 14%。

图 15 硝苯地平控释片样本医院年度销售额趋势

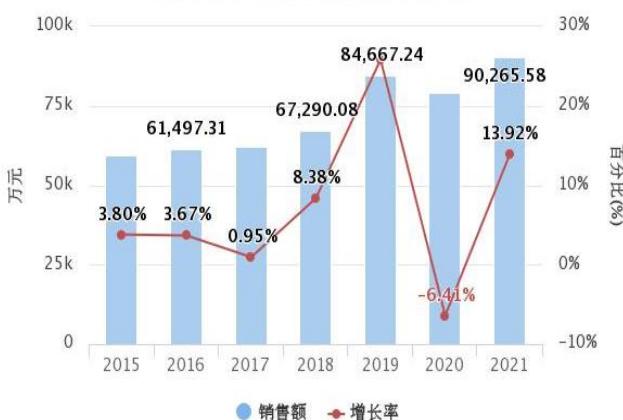
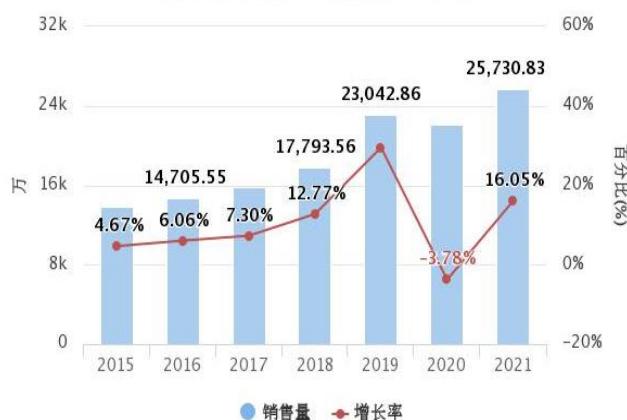


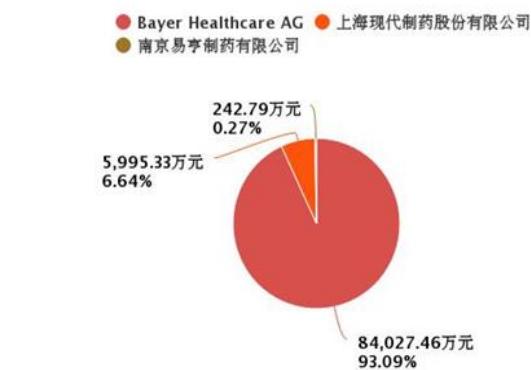
图 16 硝苯地平控释片样本医院年度销售量趋势



数据来源：wind 医药库，山西证券研究所

数据来源：wind 医药库，山西证券研究所

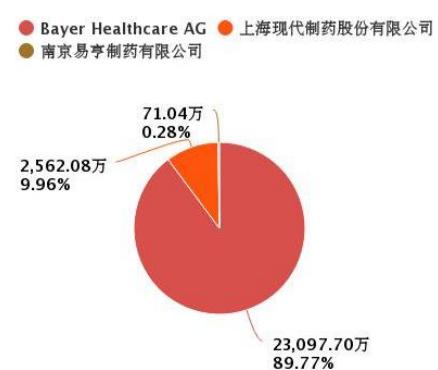
图 17 2021 年硝苯地平控释片市场格局（按销售额）



数据来源：wind 医药库，山西证券研究所

数据来源：wind 医药库，山西证券研究所

图 18 2021 年硝苯地平控释片市场格局（按销售量）

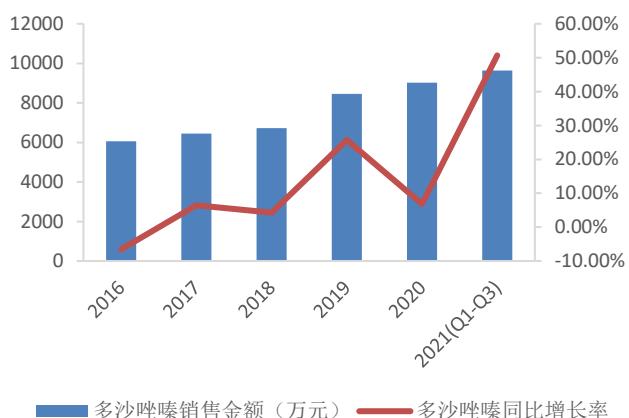


数据来源：wind 医药库，山西证券研究所

甲磺酸多沙唑嗪缓释片具备良好的增长潜力，该品种主要用于良性前列腺增生和高血压，目前市场由辉瑞和公司主导，短期没有集采压力。根据 PDB 数据库，在等级样本医院公司市占率（销售额）在 17% 左右。我们认为，该品种未来将持续保持高速增长的趋势。

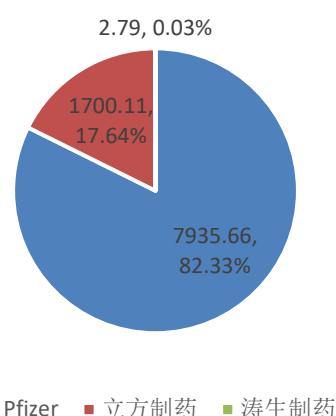


图 19 甲磺酸多沙唑嗪缓释片年度销售额趋势



数据来源：PDB，山西证券研究所

图 20 2021 年 Q1-Q3 甲磺酸多沙唑嗪缓释片样本医院市场格局（万元）



数据来源：PDB，山西证券研究所

1.2.4 益气和胃胶囊等中药品种将受益于当前友好的中药和基药政策

益气和胃胶囊是公司中药独家品种，18 年进入基药目录，19 年进入国家医保目录，主要用于慢性非萎缩性胃炎、脾胃虚弱兼胃热瘀阻证。益气和胃胶囊来源于中医院的院内制剂，临床疗效确定。

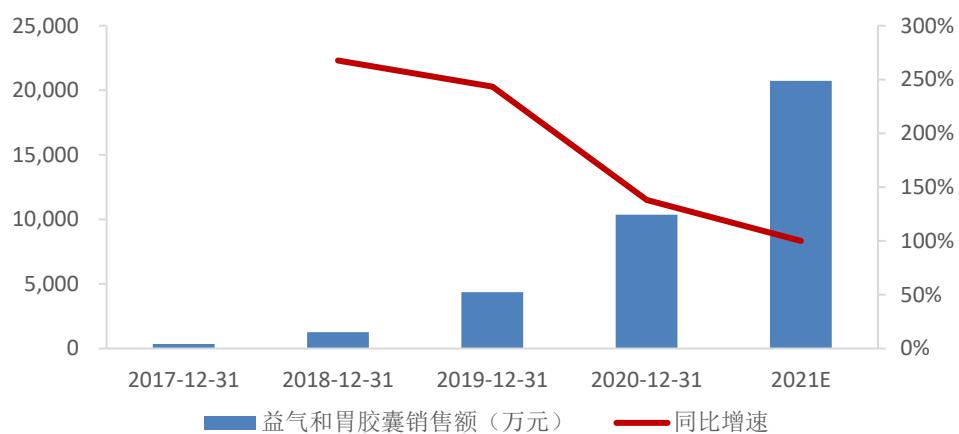
根据米内网的数据，2019 年，用于胃炎、溃疡的胃药（中成药）在中国样本医院的销售额为 73.80 亿元，2020 年销售额为 67.47 亿元。医院终端是主要销售渠道，销售占比超过七成。2021 上半年中成药胃药市场规模增幅达 17.14%。在各品种中，益气和胃胶囊在 2019、2020、2021H1 的销售额增速均保持在 200% 以上，从渠道来看，目前主要以医院渠道为主进行销售，2021 上半年县级公立医院主战场的占比缩减至 49%，城市公立医院占比提升至 21%，城市社区中心、乡镇卫生院的占比均在 15% 左右。

目前，国家对于基药和中药，有非常友好的政策导向。国务院 2019 年 9 月 25 日印发了《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》，指出未来将通过加强用药监管和考核、指导督促医疗机构优化用药目录和药品处方集等措施，促进基本药物优先配备使用，提升基本药物使用占比，并及时调整国家基本药物目录，逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于 90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基药目录、“X”为非基药，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构。

在中药政策层面，国家在 2019 年发布了《关于促进中医药传承创新发展的意见》，是中医药政策的顶层设计文件，随后陆续发布了一系列措施和文件，包括《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》、《医保支持中医药传承创新发展》等，地方政府的文件包括浙江的《<关于支持中医药传承创新发展的实施意见>执行工作的通知》（首次提到中治率，即中医药的使用占比）等。

我们预计 2021 年全年益气和胃胶囊继续保持高速增长。公司在去年初启动了益气和胃胶囊专线建设，预计 2022 年上半年可投入使用，专线设计产能可达 5 亿粒。在产能保障下，在基药和中药良好的政策推动下，预计 2022 年益气和胃仍然高速增长。

图 21 益气和胃胶囊近年市场销售概况



数据来源：wind，公司公告，山西证券研究所

1.2.5 未来看点：精神麻醉类药物结合缓控释技术平台+眼科

眼科领域：由于用眼的增多，眼科市场的增长备受关注。根据米内网的数据，2020 年医疗机构终端眼科用药的市场规模超过 100 亿元，2021 年上半年销售增速接近 30%。2020 年药店终端眼科用药市场规模达 46.3 亿元，受疫情影响，较 2019 年下滑 1.2%，预计 2021 年同比增长 1.89%。从细分小类来看，呈现出抗疲劳干涩用药市场增长较快，白内障用药市场逐渐萎缩的景象。市场份额占比情况看，其它眼科用药、抗感染药、抗疲劳和抗过敏药合计市场份额超过 80%，其中，其它眼科用药和抗感染药销售规模均超过 10 亿元。

眼科是公司未来会发力的赛道之一。2021 年 5 月 10 日，公司与安徽省双科药业有限公司签订了《药品上市许可持有人主体变更协议》，公司以人民币 3,800 万元受让金珍滴眼液等 13 个滴眼剂药品技术的所有权，并成为标的品种药品上市许可持有人。2021 年 8 月，该变更获国家局批准。2019 年、2020 年该 13 个品种销售额合计分别为 3,026.9 万元、1,731.2 万元。公司通过受让上市许可持有人的形式，进入眼科领域。公司对眼科品种的销售主要通过三个方面：（1）临床端推广，如治疗眼部感染、结膜炎用药等；（2）OTC 渠道销售，如苄达赖氨酸滴眼液等；（3）线上销售，如干眼症眼药。根据不同的产品特性，采取不同的市场策略。考虑到公司在医院渠道的销售积累和自身拥有的商业零售渠道，同时组建了眼科销售队伍，我们认为，13 个眼科品种 2022 年的销售有望超过 5000 万，2023 年有望接近亿元。

目前，公司眼科领域在研项目 3 个，包括抗生素滴眼液（3 类药）、非甾体抗炎滴眼液和眼表麻醉药（原料制剂一体化）。公司正在设计建设新的眼药生产线，未来眼科是公司重点发展方向之一。

表 3 公司通过上市许可持有人变更获得的 13 个眼科品种

序号	品种	规格	样本医院销售情况	适应症
1	利巴韦林滴眼液	8ml:8mg	2021 年样本医院销售额 4 万， 公司市占率 0.5%	单纯疱疹病毒性角膜炎
2	阿昔洛韦滴眼液	8ml:8mg	2021 年样本医院销售额 145 万， 公司市占率 0.6%	单纯疱疹病毒性角膜炎
3	硝酸毛果芸香碱滴眼液	5ml:25mg	2021 年样本医院销售额 214 万， 公司市占率 0.4%	急性/慢性闭角型、开角型、继发性 青光眼等
4	色甘酸钠滴眼液	8ml:0.16g	2021 年样本医院销售额 31 万， 公司市占率 0.1%	过敏性结膜炎
5	山梨醇滴眼液	5ml:0.2g	独家品种，2021 年样本医院销售额 10 万	眼部护理
6	诺氟沙星滴眼液	8ml:24mg	2021 年样本医院销售额 3.5 万， 公司市占率 7%	敏感菌所致的眼部感染，如角膜 炎、结膜炎等
7	复方右旋糖酐 70 滴眼液	15ml:15mg	首仿，目前 3 家上市	干燥性角膜炎、干眼症
8	氧氟沙星滴眼液	5ml:15mg	2021 年样本医院销售额 928 万	敏感菌所致的结膜炎、角膜炎、角 膜溃疡、泪囊炎、术后感染等外眼 感染
9	金珍滴眼液	每支装 8ml	独家品种	疏风、清热、明目，用于慢性卡他 性结膜炎属风热滞目症
10	盐酸环丙沙星滴眼液	5ml:15mg (按环丙沙星)	-	敏感性细菌所致的眼部感染
11	吡嘧司特钾滴眼液	5ml:5mg	2021 年样本医院销售额 304 万， 公司市占率 23%	过敏性结膜炎，春季卡他性结膜炎
12	加替沙星滴眼液	0.3% (g/ml)	2021 年样本医院销售额 1068 万， 公司市占率 10%	敏感菌所引起的急性细菌性结膜 炎
13	苄达赖氨酸滴眼液	8ml:40mg	2021 年样本医院销售额 42 万， 公司市占率 17%	早期老年性白内障

资料来源：wind 医药库，公司公告，山西证券研究所

精麻类药物结合缓控释制剂技术平台：公司盐酸羟考酮缓释片采用的骨架片缓释技术，BE 上与原研等效，已在 2021 年 9 月份提交上市申请，目前正在审批过程中，有望成为第一家仿制上市品种。羟考酮缓释片原研产品为萌蒂制药的奥施康定，其采用特殊的双相释放技术，表面包裹 38% 的速释部分，用药后 1h 内



起效，实现快速镇痛。内层采用骨架材料来实现缓慢释放，骨架材料包括疏水脂肪醇和丙烯酸树脂，能持续平稳镇痛 12h。Wind 医药库数据显示，盐酸羟考酮缓释片 2021 年样本医院销售额 4.07 亿元，市场由原研独占。我们认为整体市场规模可达 20 亿元左右，同时能保持 15%左右的市场增速。

盐酸哌甲酯缓释片已进入了放大及工艺验证阶段，同时盐酸哌甲酯原料药已获批在国内上市制剂中使用。该品种主要用于儿童用于治疗注意缺陷多动障碍，2021 年样本医院销售额为 1.47 亿元，国内市场为强生独占，我们预估年销售额约 3 亿，增速约 15%。

由于精神和麻醉类药物的特殊性，国家对其在生产、流通、销售等各个环节均有严格的监管，研发立项数量也有管控，因此竞争格局上相对温和。

公司以两个高端缓控释制剂开启了精麻药品研发领域，建立了药品研发以及产业化的精麻药品管控体系，并经历了产品开发过程以及生产设备上工艺放大与验证的检验，形成了管控类精麻药品研发与生产的质量与安全管理保障体系。公司以精麻药品市场产品结构的转型升级为目标，加大精麻药品高端制剂研发的投入，形成自身的特色开发与精麻药品产品管线。

未来，公司将发挥研发与营销协同作用，重点在眼科、精麻药选题；创新药研发聚焦心血管、精神神经药物、眼科用药、抗体放疗药物等领域。此外，结合公司外用药产品与口服溶液的市场经验，布局了具有消费属性的产品研发管线。

目前公司已获得两项 EDB 单链抗体融合蛋白专利，正在进入多用途、多模式的创新药开发中，多项试验业已证明该融合蛋白在肿瘤靶向性上的突出优势，以及富集于肿瘤部位的长效性特征，而广谱性特征进一步为融合蛋白的应用提供了更多选择。积极探索创新药的合作开发模式，加快融合蛋白研究成果转化，为公司未来创新药研发提供经验。

图 22 盐酸羟考酮缓释片样本医院销售概况

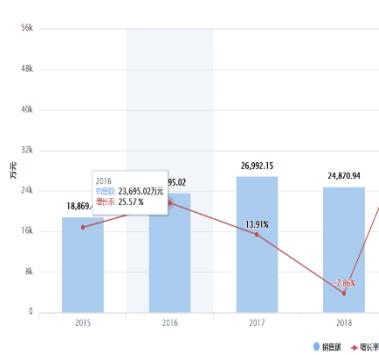
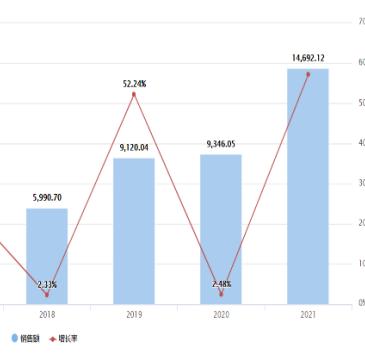


图 23 盐酸哌甲酯缓释片样本医院销售概况



数据来源：wind 医药库，山西证券研究所

数据来源：wind 医药库，山西证券研究所

2. 工业贡献主要利润，商业稳定发展

公司业务分为医药工业和商业，工业是公司利润的主要来源，保持快速增长态势，未来有望持续发力。商业板块则保持稳定发展。

2.1 工业持续发力，贡献主要利润

2018~2021Q3，公司实现营业收入 14.2 亿元、16.5 亿元、18.9 亿元和 16.6 亿元，同比增速分别为 22.1%、15.8%、14.8% 和 21.0%。同期实现净利润分别为 7682.0 万元、9166.4 万元、10514.1 万元、13511.6 万元和 12534.3 万元，同比增速分别为 13.9%、19.3%、14.7%、28.5% 和 25.8%。

2018~2021Q3，公司医药工业毛利率分别为 86.2%、86.1%、86.6%、89.4%，医药商业毛利率分别为 7.5%、7.6%、7.3%、7.6%，医药工业收入占比分别为 28.0%、29.8%、32.3%、39.9%，工业收入占比持续提升。同期公司综合毛利率分别为 29.9%、31.4%、33.5% 和 40.3%，综合毛利率持续提升的原因，主要是工业毛利率稳中有升，工业收入占比持续提升。

2020 年，医药工业实现收入 6.12 亿元，同比增长 24.6%，实现毛利 5.30 亿元，同比增长 25.30%。2021H1，公司医药工业收入 4.28 亿元，同比增长 59.0%，实现毛利 3.83 亿元，同比增长 62.5%，业绩呈加速的趋势。

图 24 公司医药工业和商业收入、增速及工业收入占比

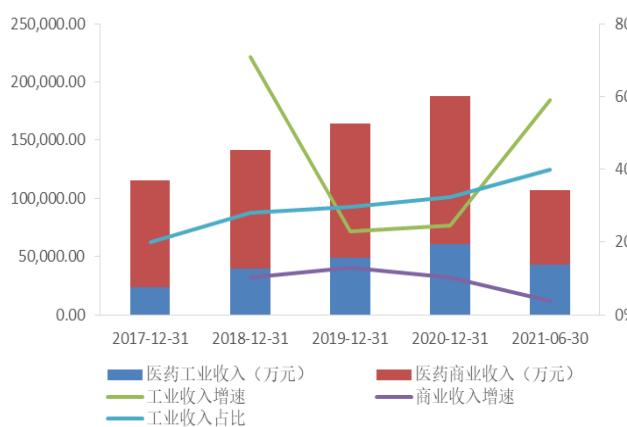
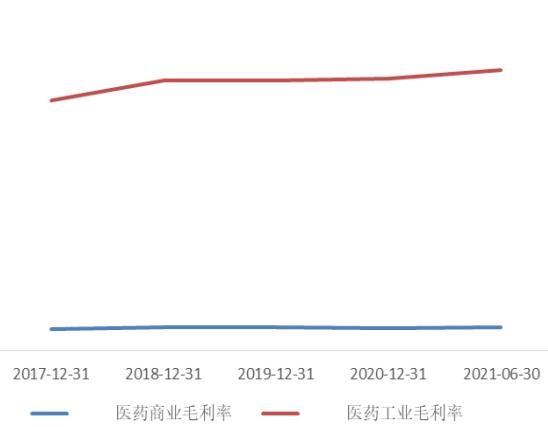


图 25 医药工业和商业毛利率情况



数据来源：wind，公司公告，山西证券研究所

数据来源：wind，公司公告，山西证券研究所

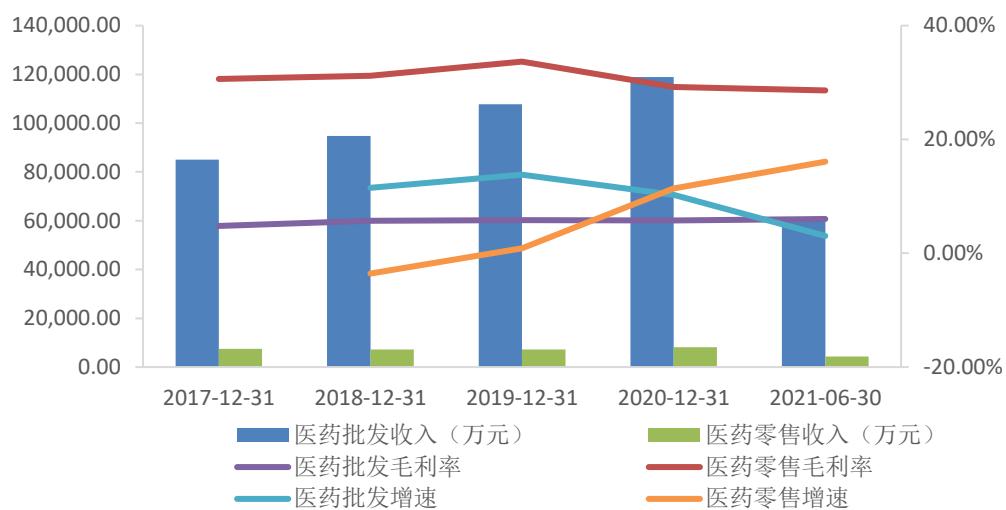
2.2 商业板块稳定发展

公司医药商业板块稳定发展。2018~2021H1 的收入分别为 10.2 亿元、11.5 亿元、12.7 亿元和 6.4 亿元，增速分别为 10.26%、12.89%、10.32% 和 3.84%。公司在安徽省内医药批发配送业务具有一定的规模优势，在合肥市及周边区域设有 60 余家零售连锁。

毛利率方面基本稳定。分拆来看，2018~2021H1 医药批发业务毛利率分别为 5.7%、5.8%、5.8% 和 6.0%，

同期零售业务毛利率分别为 31.2%、33.7%、29.2% 和 28.6%。

图 26 公司医药商业板块收入和毛利率情况



数据来源：wind，公司公告，山西证券研究所

2.3 期间费用率有所提高

公司近年来的期间费用率有所提高。管理费用率基本稳定，2018~2021H1 分别为 2.5%、2.1%、2.1% 和 1.9%。销售费用和研发费用的发生主要与医药工业业务相关，我们对此两项费用与医药工业收入进行比较，2018~2021H1 销售费用/医药工业收入分别为 64.9%、66.8%、64.4%、67.5%，呈现提升的态势。研发费用/医药工业收入分别为 6.0%、7.6%、7.1%、6.8%，整体呈现提升的趋势，我们预计随着公司后续管线的推进，公司研发费用还将有所提升。

3. 盈利预测及估值

3.1 盈利预测及假设

1. 收入端：假设公司的硝苯地平控释片和非洛地平缓释片（II）在第 7、8 批集采中标，考虑到剂型的特殊性，价格降幅小于既往集采的平均降幅。假设盐酸羟考酮缓释片在今年获批。医药商业业务保持稳定增长。

2. 毛利率：除集采品种外，其他品种维持目前的毛利率水平，不出现大幅下降。

综上，我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 22.76 亿元、28.67 亿元、36.87 亿元，归母净利润分别为 1.67 亿元、2.16 亿元、3.09 亿元，对应 EPS 分别为 1.81 元、2.33 元、3.33 元。



3.2 估值分析

目前公司动态 PE 为 24.81 倍，与可比公司相比，公司估值水平低于平均值，与行业平均估值相比，公司估值水平低于平均值。考虑到公司在渗透泵控释制剂产业化的优势以及复杂制剂领域的积累，业绩增长具有确定性，给予公司“增持”评级。

表 4 可比公司估值比较

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
688513.SH	苑东生物	52.40	1.48	-	2.40	3.08	32.08	23.99	21.73	16.92
300723.SZ	一品红	28.55	1.40	1.15	1.43	1.79	28.65	24.25	19.47	15.53
000963.SZ	华东医药	35.76	1.61	1.56	1.87	2.23	16.48	22.42	18.78	15.74
平均								25.74	23.55	19.99
003020.SZ	立方制药	43.06	1.46	1.81	2.33	3.33	29.52	23.83	18.46	12.92

数据来源：wind 一致预测，山西证券研究所

4. 风险因素

风险包括但不限于：

1. 集采落标和降价超预期

公司的非洛地平缓释片和硝苯地平缓释片两个品种面临集采。如果集采落标，或者价格降幅超预期，会对公司业绩产生不利影响。

2. 环保及安全生产的风险

公司产品包含原料药，生产过程涉及化学反应，有可能产生污染，存在环保的压力和安全生产的压力。

3. 研发进度不及预期

公司后续产品包括羟考酮缓释片、盐酸哌甲酯缓释片以及抗体融合蛋白等品种，如果研发进度不及预期，或者新品审批上市进度较慢，会影响公司业绩。

4. 疫情变化导致需求波动的风险

疫情波动有可能干扰公司正常生产，或者造成需求波动，会对公司产生负面影响。



资产负债表				利润表					
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,292	1,396	1,653	1,933	营业收入	1,894	2,276	2,867	3,687
现金	767	786	851	929	营业成本	1,261	1,362	1,772	2,135
应收票据	35	0	33	37	营业税金及附加	12	15	19	24
应收账款	235	310	383	484	销售费用	394	603	717	995
其他应收款	3	4	5	6	管理费用	39	46	57	74
预付账款	41	52	59	78	研发费用	43	59	75	103
存货	195	219	280	337	财务费用	(3)	(6)	(7)	(8)
其他流动资产	16	25	42	63	资产减值损失	(1)	0	0	0
非流动资产	244	291	358	440	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	133	180	252	338	营业利润	157	197	234	363
无形资产	31	29	27	26	营业外收入	0	0	20	0
其他非流动资产	80	81	78	77	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1,536	1,687	2,011	2,373	利润总额	157	197	254	363
流动负债	342	343	484	582	所得税	22	30	38	54
短期借款	0	0	0	0	净利润	135	167	216	309
应付账款	118	123	162	196	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	224	220	322	386	归属母公司净利润	135	167	216	309
非流动负债	20	25	30	40	EBITDA	162	206	247	382
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.46	1.81	2.33	3.33
负债合计	362	368	515	622					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	93	93	93	93					
资本公积	522	522	522	522					
留存收益	559	704	881	1,137					
归属母公司股东权益	1,174	1,319	1,496	1,751					
负债和股东权益	1,536	1,687	2,011	2,373					
现金流量表									
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	172	97	187	232					
净利润	135	167	216	309					
折旧摊销	16	14	20	27					
财务费用	1	(6)	(7)	(8)					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	37	(79)	(42)	(95)					
其他经营现金流	(16)	0	0	0					
投资活动现金流	(56)	(60)	(90)	(110)					
资本支出	(14)	(60)	(90)	(110)					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	(42)	0	0	0					
筹资活动现金流	408	(17)	(32)	(45)					
短期借款	(24)	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	23	0	0	0					
资本公积增加	454	0	0	0					
其他筹资现金流	(44)	(17)	(32)	(45)					
现金净增加额	525	20	65	77					

主要财务比率			
会计年度	2020	2021E	2022E
成长能力			
营业收入	14.80%	20.16%	25.95%
营业利润	32.47%	25.08%	18.97%
归属于母公司净利润	28.51%	23.89%	29.13%
获利能力			
毛利率(%)	33.45%	40.15%	38.18%
净利率(%)	7.13%	7.35%	7.54%
ROE(%)	11.51%	12.69%	14.45%
ROIC(%)	34.90%	40.94%	28.02%
偿债能力			
资产负债率(%)	23.57%	21.81%	25.60%
净负债比率(%)	-41.81%	-32.15%	-32.32%
流动比率	3.77	4.07	3.41
速动比率	3.20	3.43	2.83
营运能力			
总资产周转率	1.56	1.41	1.55
应收账款周转率	8.12	8.35	8.27
应付账款周转率	17.13	18.89	20.13
每股指标 (元)			
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.81	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.86	1.04	2.02
每股净资产(最新摊薄)	12.67	14.24	16.15
估值比率			
P/E	29.5	23.8	18.5
P/B	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	14.86	16.63	13.84

数据来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

