



福元医药(601089)

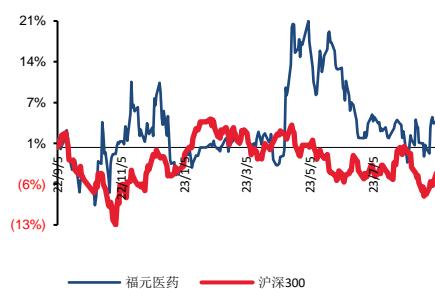
目标价：23.00

昨收盘：16.36

医药生物 化学制药

仿制药在研管线丰富，院外市场有望加速成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	480/205
总市值/流通(百万元)	7,853/3,359
12个月最高/最低(元)	19.33/14.52

相关研究报告：

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190523060002

研究助理：乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190123080015

报告摘要

公司是集研发、生产、销售于一体的综合性医药企业。公司主要从事仿制药及医疗器械的研发、生产和销售，药品制剂业务占比超 90%。公司仿制药产品种类丰富，主要覆盖心血管等慢病领域，截至 2023 年 6 月底，公司共有 94 个产品被纳入医保目录，首仿药物 11 个，主要产品中有 15 个被纳入医保目录，9 个中选国家集采。公司营收稳定增长，归母净利润快速增长，2018-2022 年营收 CAGR 为 12.54%，2023H1 实现收入 16.30 亿元，同比增长 5.61%，2018-2022 年归母净利润 CAGR 为 21.65%，2023H1 实现归母净利润 2.50 亿元，同比增长 21.57%。

中国为慢病人口大国，未来慢病用药市场前景广阔。根据国新办发布的《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，与 2015 年相比，2019 年高血压、糖尿病、慢性阻塞性肺疾病、癌症四类慢性病患病率均呈现增长趋势，其中 18 岁及以上居民高血压和糖尿病患病率分别上升了 2.3、2.2 个百分点。同时，中国慢病市场管理规模有望继续保持双位数增长，根据华经产业研究院数据，2020 年我国慢病管理市场规模为 5.59 万亿元，2015 年-2020 年的复合增速为 18.13%，预计 2026 年有望突破十万亿元，2020 年-2026 年的复合增速为 11.31%。

首仿快仿临床急需品种，院外市场有望加速成长。公司产品战略为首仿和快仿针对重大、多发性疾病的临床急需品种。此类品种，无论是针对重大的还是多发性的疾病药物都具有市场规模大，前期学术推广完善的特性，而市场规模大的品种也正是集采考虑的重点品种。此外，公司品规在 2 个及以上的品种超 15 个，公司的多品规申报有助于公司产品实现差异化竞争，院外市场有望加速成长。

公司在研项目储备丰富，有望持续贡献增量收入。截至 2023 年 6 月底，公司共有仿制药制剂在研项目 55 个、创新药在研项目 4 个、医疗器械在研项目 2 个。仿制药方面，预计未来公司每年将有 6-8 个品种获批，有望持续为公司贡献新的增量收入。

公司向上布局原料药，募资建设制剂产能，一体化能力持续提升。公司持续向上布局原料药，已拥有多个“原料药+制剂”一体化品种。同时，公司募投项目新产能建设加速，满产后将形成约 59 亿片/粒药品制剂的年生产能力。

● 盈利预测

我们预测公司 2023/24/25 年收入为 35.55/40.17/44.99 亿元，净利

润为 5.50/6.90/8.65 亿元，对应当前 PE 为 14/11/9X，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；国家带量采购风险；产品研发失败风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,240.16	3,555.00	4,017.15	4,499.21
(+/-%)	14.18%	9.72%	13.00%	12.00%
归母净利(百万元)	438.46	549.99	690.14	865.37
(+/-%)	39.43%	25.44%	25.48%	25.39%
摊薄每股收益(元)	0.91	1.15	1.44	1.80
市盈率(PE)	17.91	14.28	11.38	9.07

资料来源：IFIND，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司概况	5
(一) 公司是集研发、生产、销售于一体的综合性医药企业	5
(二) 产品种类丰富，聚焦慢病领域	6
(三) 营收稳定增长，归母净利润快速增长	8
二、 中国为慢病人口大国，未来慢病用药市场前景广阔	10
(一) 中国慢病患病率逐年提升，慢病市场管理规模有望保持双位数增长	10
(二) 心血管疾病患病率处上升阶段，院内药物市场规模有望重回 900 亿	13
(三) 中国为糖尿病人口第一大国，糖尿病药物市场规模将快速增长	14
(四) 中国慢性肾脏病知晓率较低，市场前景较为广阔	16
三、 投资看点	16
(一) 首仿快临近临床急需品种，院外市场有望加速成长	16
(二) 公司在研项目储备丰富，有望持续贡献增量收入	19
(三) 向上布局原料药，募资建设制剂产能，一体化能力持续提升	23
四、 盈利预测及估值	24
(一) 关键假设	24
(二) 收入拆分及盈利预测	25
(三) PE 估值及投资建议	27
五、 风险提示	27

图表目录

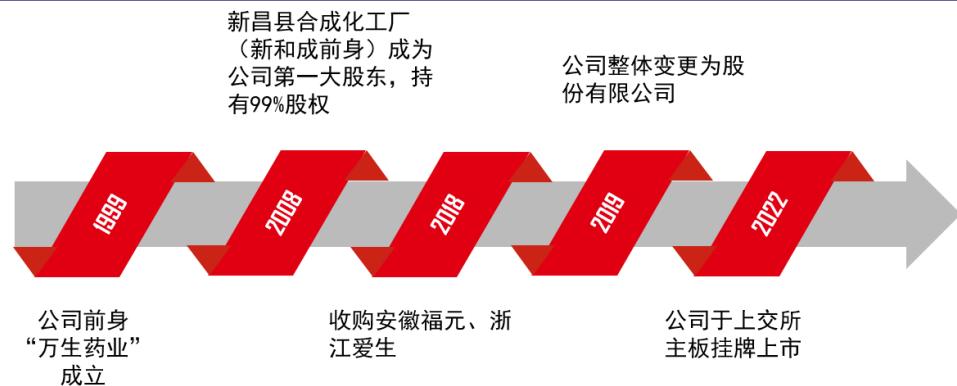
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）	6
图表 3: 主要产品情况（截至 2023 年 6 月 30 日）	7
图表 4: 公司首仿药物情况（截至 2023 年 6 月 30 日）	8
图表 5: 公司历年营业收入及增长情况	8
图表 6: 公司历年归母净利润及增长情况	8
图表 7: 公司分业务营业收入占比情况（%）	9
图表 8: 公司历年分业务营收同比增长情况（%）	9
图表 9: 公司历年毛利率及净利率情况（%）	10
图表 10: 公司分业务毛利率情况（%）	10
图表 11: 公司期间费用率情况（%）	10
图表 12: 中国居民的慢病负担	11
图表 13: 2015 及 2019 年中国居民慢病患病率对比	11
图表 14: 中国慢病管理相关政策	12
图表 15: 2015–2026 年中国慢病管理市场规模及预测	13
图表 16: 中国历年心血管疾病患病人数及增速	13
图表 17: 2021 年心血管疾病现患人数(万人)	13
图表 18: 中国心血管系统药物院内市场规模及预测	14
图表 19: 2021 年中国公立医院心血管系统药物市场占比(%)	14
图表 20: 全球糖尿病患者情况 (20–79 岁)	15
图表 21: 中国糖尿病患病人数及预测 (20–79 岁)	15
图表 22: 中国糖尿病药物市场规模及预测 (十亿元)	15
图表 23: 2021 年中国糖尿病用药院内市场竞争格局	15
图表 24: 中国慢性肾脏病患病率对比	16
图表 25: 中国公立医疗机构终端复方 A-酮酸片销售情况	16
图表 26: 公司部分主要品种及在研品种情况	17
图表 27: 历次国家药品集采情况梳理	18
图表 28: 公司部分取得多个品规的品种	19
图表 29: 2012–2026 年全球面临的专利悬崖情况(单位: 十亿美元)	20
图表 30: 公司首仿药物情况（截至 2023 年 6 月 30 日）	21
图表 31: 公司部分在研项目情况（截至 2023 年 6 月 30 日）	22
图表 32: 公司主要创新药在研项目情况	22
图表 33: 公司主要“原料药+制剂”一体化品种（截至 2022 年 12 月 31 日）	23
图表 34: 公司 IPO 募投项目情况	24
图表 35: 收入及毛利率拆分	26
图表 36: 盈利预测表	26
图表 37: 估值对比	27

一、公司概况

(一) 公司是集研发、生产、销售于一体的综合性医药企业

北京福元医药股份有限公司（股票代码：601089.SH）成立于1999年，2008年新和成控股成为公司第一大股东，2022年公司于上交所主板挂牌上市。公司主要从事仿制药及医疗器械的研发、生产和销售，并致力于打造研发、生产、销售三位一体的核心竞争优势，截至2022年底，公司共有研发人员363人，占员工总数比例约为11.15%。公司已入选北京医药产业跨越发展工程G20企业，进入中国化药研发实力百强榜、北京民营企业科技创新百强榜。

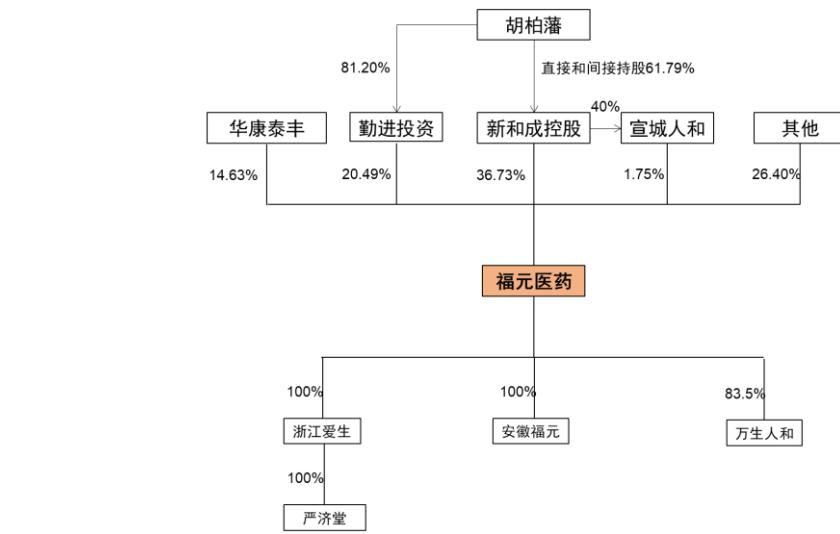
图表1：公司发展历程



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

公司股权结构清晰，实控人持股比例较高。公司控股股东为新和成控股，实际控制人为胡柏藩先生，截至2023年6月30日，新和成控股直接和间接持有公司37.43%的股权，胡柏藩直接和间接持有新和成控股61.79%的股权，持股比例较高。公司拥有全资子公司2家，控股子公司1家，全资孙公司1家，其中浙江爱生主要从事妇科类等药品制剂的研发、生产及销售；安徽福元主要从事皮肤病类、消化系统类药物的研发、生产和销售；万生人和主要从事医疗器械的生产、研发和销售。

图表 2：公司股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 产品种类丰富，聚焦慢病领域

仿药制剂产品种类丰富，主要覆盖心血管等慢病领域。公司主要从事仿制药及医疗器械的研发、生产和销售，其中仿制药制剂主要覆盖心血管系统类、慢性肾病类、皮肤病类、消化系统类、糖尿病类、精神神经系统类、妇科类等多个慢病领域；医疗器械业务以加湿吸氧装置为主，主要产品包括一次性使用吸氧管等。

94 个产品被纳入医保目录，数量占比过半。截至 2023 年 6 月底，公司共获得药品制剂境内药品注册批件 179 个，其中多个批件属于同一品种的不同品规；共有 94 个产品纳入国家医保目录，占全部产品比重超 50%，其中医保甲类品种共 43 个；共有 46 个品种进入国家基本药物目录。

公司主要产品市占率较高，且均被纳入医保目录，9 个集采中标。公司主要产品众多，其中纳入医保目录的有 15 个，包括氯沙坦钾氢氯噻嗪片、奥美沙坦酯片、替米沙坦片、盐酸曲美他嗪片、阿托伐他汀钙片、复方 α-酮酸片、哈西奈德溶液、匹维溴铵片、开塞露、瑞格列奈片、格列齐特缓释片、阿卡波糖片、盐酸帕罗西汀片、盐酸文拉法辛缓释胶囊、黄体酮软胶囊。奥美沙坦酯片、匹维溴铵片、开塞露、盐酸文拉法辛缓释胶囊市占率较高。截至 2023 年 6 月底，公司盐酸帕罗西汀片、奥美沙坦酯片、孟鲁司特钠咀嚼片、盐酸曲美他嗪片、格列齐特缓释片、瑞格列奈片、替米沙坦片、盐酸文拉法辛缓释胶囊、依折麦布片 9 个品种已中标带量采购。

图表 3：主要产品情况（截至 2023 年 6 月 30 日）

疾病领域	产品名称	上市时间	是否集采品种	集采中标情况	通过一致性评价情况	是否首仿	是否首家通过一致性评价	是否纳入国家医保目录	2021H1 公立医疗机构市场份额(米内网)
心血管系统类	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	2007 年	是 (第八批)		2020 年 9 月	是	是	是	25.94%
	奥美沙坦酯片	2006 年	是	第二批	2019 年 8 月	是		是	58.88%
	替米沙坦片	2005 年	是	第四批	2020 年 10 月			是	19.92%
	盐酸曲美他嗪片(含缓释剂型)	2006 年/2020 年	是	第三批	2019 年 12 月	是		是	2.30%
慢性肾脏病类	阿托伐他汀钙片	2020 年	是 (第一批)		2020 年 3 月			是	-
皮肤类	复方 α-酮酸片	2009 年			2022 年 11 月	是	是	是	-
消化道系统类	哈西奈德溶液	2002 年					是		17.65%
	匹维溴铵片	2013 年			拟申请	是		是	48.91%
	开塞露	2002 年					是		36.45%
糖尿病类	瑞格列奈片	2013 年	是	第四批	2020 年 10 月			是	
	格列齐特缓释片	2006 年	是	第四批	2020 年 6 月			是	4.27%
	阿卡波糖片	2019 年	是 (第二批)		2019 年 12 月			是	8.37%
精神神经系统类	盐酸帕罗西汀片	2013 年	是	第一批扩围	2019 年 12 月			是	-
	盐酸文拉法辛缓释胶囊	2014 年	是	第五批	2021 年 3 月			是	28.79%
妇科类	黄体酮软胶囊	2003 年			2022 年 7 月	是	是	是	6.02%

资料来源：公司招股书，公司公告，米内网，上海阳光采购网，太平洋证券整理

公司共有首仿药物 11 个，包括奥美沙坦酯片、氯沙坦钾氢氯噻嗪片、盐酸曲美他嗪片、复方 α-酮酸片、匹维溴铵片、盐酸莫西沙星片、黄体酮软胶囊、达格列净片、磷酸特地唑胺片、富马酸贝达喹啉片、沙格列汀二甲双胍缓释片(I)(III)。截至 2023 年 6 月底，达格列净片、磷酸特地唑胺片、富马酸贝达喹啉片、沙格列汀二甲双胍缓释片(I)(III)4 个产品无销售收入。

图表 4：公司首仿药物情况（截至 2023 年 6 月 30 日）

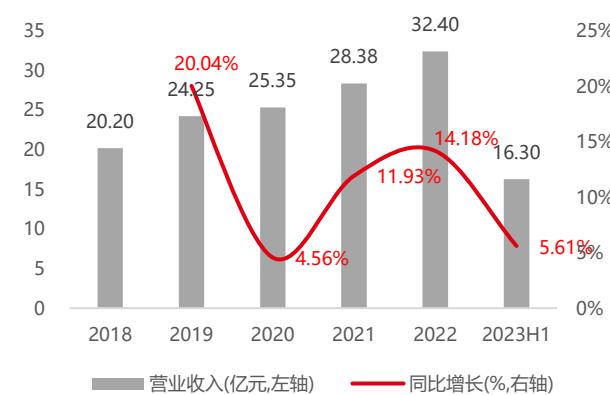
疾病领域	产品名称	获得注册批件时间	通过一致性评价情况
心血管系统类	奥美沙坦酯片	2006 年	2019 年 8 月
	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	2007 年	2020 年 9 月
	盐酸曲美他嗪片	2006 年	2019 年 12 月
	达格列净片	2021 年	2021 年 10 月
慢性肾脏病类	复方 α-酮酸片	2009 年	2022 年 11 月
消化道系统类	匹维溴铵片	2013 年	拟申请
抗感染类	盐酸莫西沙星片	2018 年	2019 年 12 月
	磷酸特地唑胺片	2022 年	2022 年 12 月
妇科类	黄体酮软胶囊	2003 年	2022 年 7 月
耐药性肺结核	富马酸贝达喹啉片	2021 年	2021 年 12 月
糖尿病类	沙格列汀二甲双胍缓释片 (I) (III)	2023 年	2023 年 5 月

资料来源：公司公告，国家药监局，太平洋证券整理

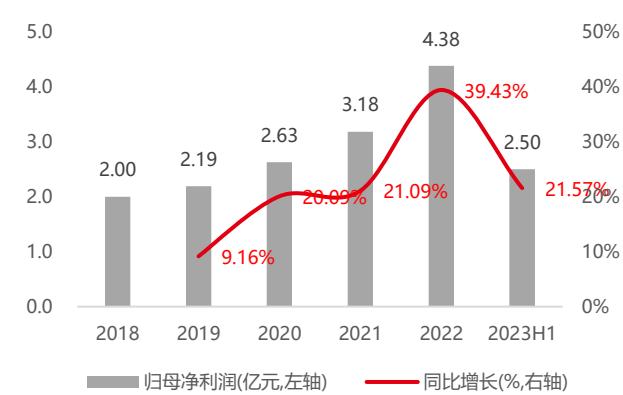
（三）营收稳定增长，归母净利润快速增长

公司营收稳定增长，归母净利润快速增长。从收入端来看，公司营业收入保持稳定增长，由 2018 年的 20.20 亿元增长至 2022 年的 32.40 亿元，2018–2022 年复合增速为 12.54%，2023H1 实现收入 16.30 亿元，同比增长 5.61%；从利润端来看，公司归母净利润由 2018 年的 2.00 亿元快速增长至 2022 年的 4.38 亿元，2018–2022 年复合增速为 21.65%，其中 2022 年同比增长 39.43%，增速较上年同期增加 18.34pct，2023H1 实现归母净利润 2.50 亿元，同比增长 21.57%。

图表 5：公司历年营业收入及增长情况



图表 6：公司历年归母净利润及增长情况



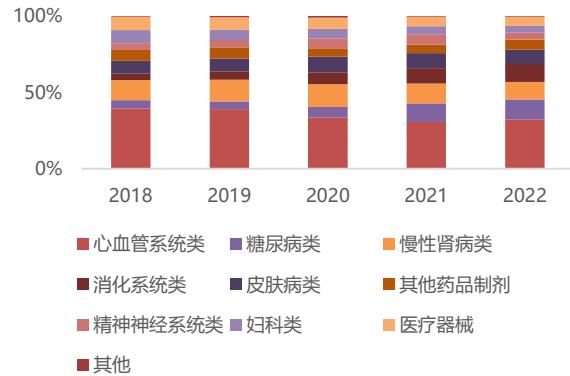
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

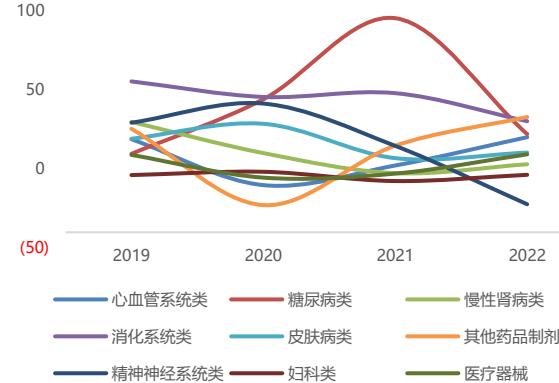
公司药品制剂销售收入占比超 90%，心血管系统、糖尿病、慢性肾病、消化系统类药物销售贡献主要收入。公司药品制剂销售收入稳定增长，由 2018 年的 18.32 亿元增长至 2022 年的 30.31 亿元，2018-2022 年复合增速为 13.41%，2023 年 H1 收入为 15.09 亿元，同比增长 4.52%，占比超 90%；医疗器械销售收入由 2018 年的 1.81 亿元增长至 2022 年的 1.98 亿元，2018-2022 年复合增速为 2.27%，2023 年 H1 快速增长，销售收入达 1.15 亿元，同比增长 21.96%。

按适应症划分来看，心血管系统、糖尿病、慢性肾病、消化系统类药物总销售收入占比持续提升，由 2018 年的 62.25% 提升至 2022 年的 68.54%，贡献了主要收入，其中心血管系统类药物销售收入占比最高，2022 年达 32.32%。糖尿病类及消化系统类药物销售占比逐年提升，其中糖尿病类药物销售收入占比由 2018 年的 5.49% 提升至 2022 年的 12.94%，消化系统类药物销售收入占比由 2018 年的 4.26% 提升至 2022 年的 11.64%。

图表 7：公司分业务营业收入占比情况（%）



图表 8：公司历年分业务营收同比增长情况（%）

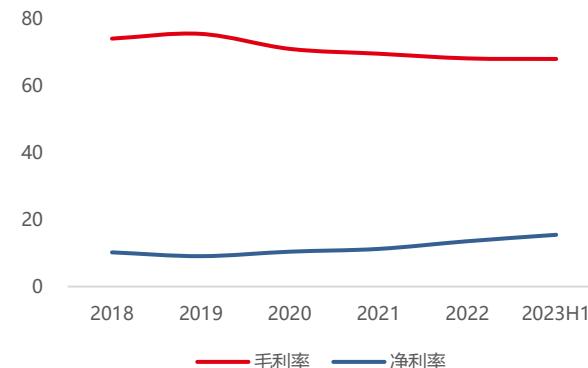


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

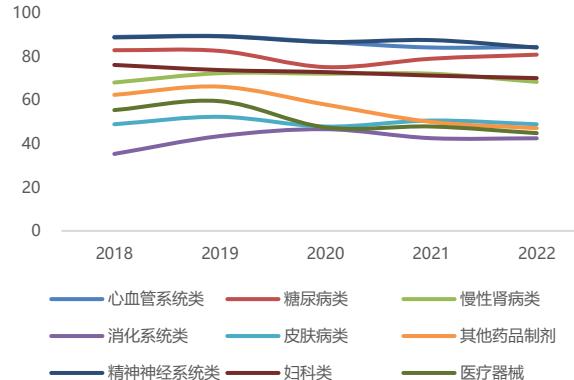
公司净利率稳中有升，心血管系统、糖尿病、精神神经系统类药物拉高毛利率水平。公司毛利率虽受集采、收入准则变更影响，由 2018 年的 74.15% 降至 2022 年的 68.23%，但仍维持在较高水平，其中心血管系统、糖尿病、精神神经系统类药物 2022 年毛利率超 80%，2023 年 H1 公司毛利率为 68.06%，与上年同期基本持平；净利率由 2018 年的 10.23% 增长至 2022 年的 13.55%，2023 年 H1 为 15.48%，较上年同期上升 2.03pct。

图表 9：公司历年毛利率及净利率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

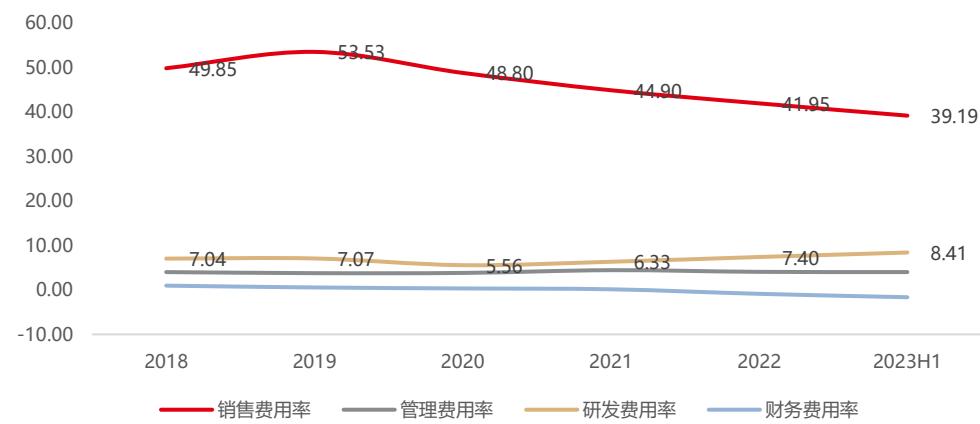
图表 10：公司分业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司期间费用率总体呈下降趋势，研发费用率持续稳定增长。公司销售费用率、管理费用率和财务费用率呈下降趋势，2023年 H1 分别为 39.19%、4.01% 和 -1.65%。公司研发投入占收入比重呈提升趋势，由 2018 年的 7.04% 提升至 2022 年的 7.40%，2023 年 H1 为 8.41%。

图表 11：公司期间费用率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、中国为慢病人口大国，未来慢病用药市场前景广阔

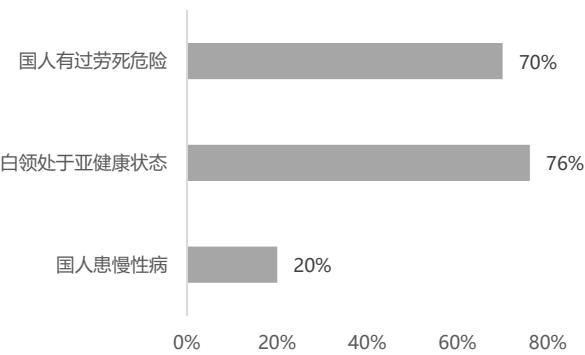
（一）中国慢病患病率逐年提升，慢病市场管理规模有望保持双位数增长

中国面临慢病患病人数及患病率逐年提升的趋势。慢病指慢性非传染性疾病，主要包括心脑血管疾病、癌症、糖尿病、慢性呼吸系统疾病等，死亡率较高，是医疗卫生市场重要的细分市场。

在人口老龄化背景下，中国的慢病患者群体庞大，且面临患病人数及慢病患病率逐年提升的趋势，同时因慢性病死亡的比例也会持续增加，居民慢病负担较重。

根据国新办发布的《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，2019 年高血压、糖尿病、慢性阻塞性肺疾病、癌症四类慢性病患病率均呈现增长趋势，与 2015 年相比，18 岁及以上居民高血压和糖尿病患病率分别上升了 2.3、2.2 个百分点，40 岁及以上人群慢性阻塞性肺病患病率上升 3.7 个百分点，癌症发病率由 2015 年的 235/10 万攀升至 2019 年的 293.9/10 万。同时报告也指出，因慢病死亡的比例持续增加，2019 年中国居民因慢性病导致的死亡占总死亡 88.5%，其中心脑血管病、癌症、慢性呼吸系统疾病死亡比例为 80.7%。

图表 12：中国居民的慢病负担



资料来源：《中国国民健康与营养大数据报告》，产业信息网，太平洋证券整理

图表 13：2015 及 2019 年中国居民慢病患病率对比

人群	病种	2015 年患病率 (%)	2019 年患病率 (%)
18 岁以上居民	高血压	25.2	27.5
	糖尿病	9.7	11.9
40 岁及以上居民	慢性阻塞性肺疾病	9.9	13.6
全部居民	癌症	235/10 万	293.9/10 万

资料来源：《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，中康 CMH，太平洋证券整理

随着健康中国建设持续推进，未来慢病管理将迎更多政策红利。2012 年，我国首次将慢病管理防治列入政府工作规划，2015 年起，我国针对慢病管理行业的发展规划、服务标准、体系建设等方面陆续出台了一系列政策，旨在推动慢病管理行业发展。如 2020 年国家发改委等部门印发《近期扩内需促消费的工作方案》，提出将慢性病互联网复诊费用纳入医保范围；2021 年国家卫健委等部门联合发布《关于做好 2021 年基本公共卫生服务项目工作的通知》，提出有针对性地为慢病患者提供服务；2022 年国务院发布《关于印发“十四五”国民健康规划的通知》，提出实施慢性病综合防控策略等。

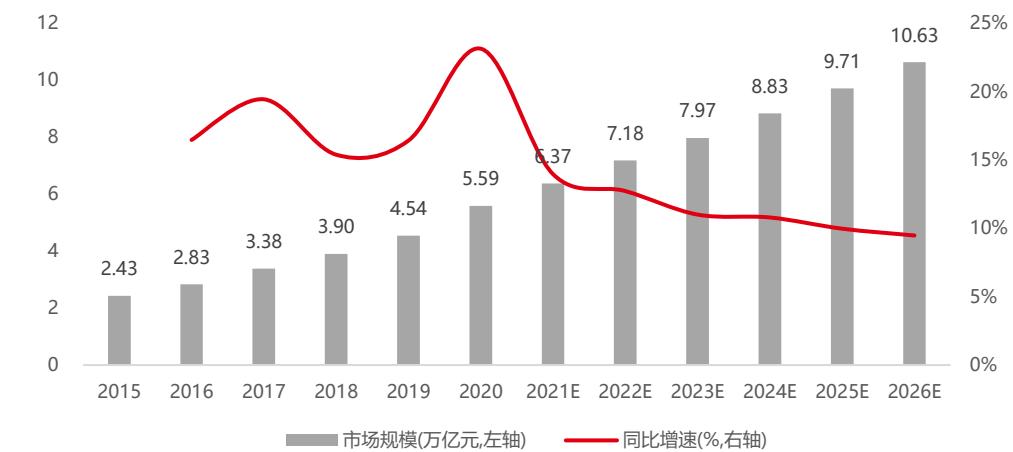
图表 14：中国慢病管理相关政策

时间	颁布主体	政策文件名称	主要内容
2016. 10	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	提出加强体医融合和非医疗健康干预，到 2030 年实现全人群、全生命周期的慢性病健康管理。
2017. 02	国务院	《中国防治慢性病中长期规划（2017—2025 年）》（国办发〔2017〕12 号）	计划到 2025 年慢性病危险因素得到有效控制，实现全人群生命周期健康管理，大幅降低过早死亡率，有效控制慢病负担。
2019. 07	国务院	《关于实施健康中国行动的意见》（国发〔2019〕13 号）	提出实施心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病防治行动。
2019. 10	国家医保局等 4 部门	《关于完善城乡居民高血压、糖尿病门诊用药保障机制的指导意见》（医保发〔2019〕54 号）	对参保的高血压、糖尿病患者将其在国家基本医保用药目录范围内的门诊用药统一纳入医保支付，报销比例提高至 50% 以上。
2020. 10	发改委等 14 部门	《近期扩内需促消费的工作方案》（发改综合〔2020〕1565 号）	在保证医疗安全和质量的前提下，将慢性病互联网复诊费用纳入医保支付范围。
2021. 03	国家卫健委	《关于做好当前慢性病长期用药处方管理工作通知》（联防联控机制医疗发〔2020〕267 号）	提出制定完善针对慢病患者的长期处方管理政策，明确可开具长期处方的病种目录、用药范围、管理制度等要求，减少患者取药次数。
2021. 07	国家卫健委、财政部、中药局	《关于做好 2021 年基本公共卫生服务项目工作的通知》（国卫基层发〔2021〕23 号）	提出深入推进基层慢病医防融合。
2022. 05	国务院	《关于印发“十四五”国民健康规划的通知》（国办发〔2022〕11 号）	实施慢性病综合防控策略。

资料来源：国务院，卫健委，医保局，发改委，36 氪研究院，太平洋证券整理

中国慢病市场管理规模有望继续保持双位数增长。根据华经产业研究院数据，2020 年我国慢病管理市场规模为 5.59 万亿元，2015 年—2020 年的复合增速为 18.13%，预计 2026 年有望突破十万亿元，2020 年—2026 年的复合增速为 11.31%。

图表 15：2015-2026 年中国慢病管理市场规模及预测



资料来源：华经产业研究院，太平洋证券整理

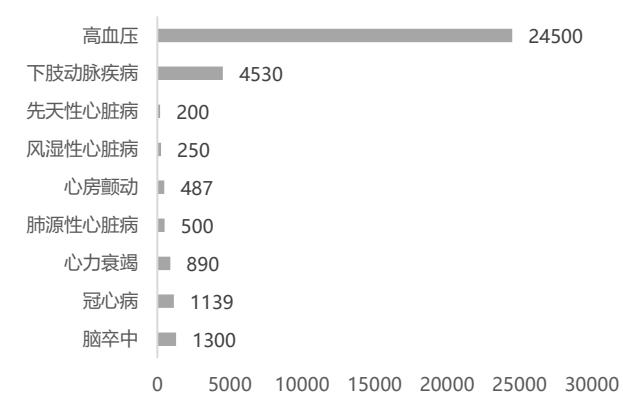
(二) 心血管疾病患病率处上升阶段，院内药物市场规模有望重回 900 亿

中国心血管病患病人数逐年增长，患病率处上升阶段。根据智研咨询数据，2017 年-2021 年中国心血管疾病的患病人数持续增长，2021 年患病总人数约为 2600 万人。《中国心血管健康与疾病报告 2021 概要》指出，中国心血管疾病的患病率处于持续上升阶段，推算心血管病现患人数 3.3 亿，其中高血压现患人数最多，达 2.45 亿人，约占比总现患人数的 74%，是心血管领域第一大疾病。

图表 16：中国历年心血管疾病患病人数及增速



图表 17：2021 年心血管疾病现患人数(万人)

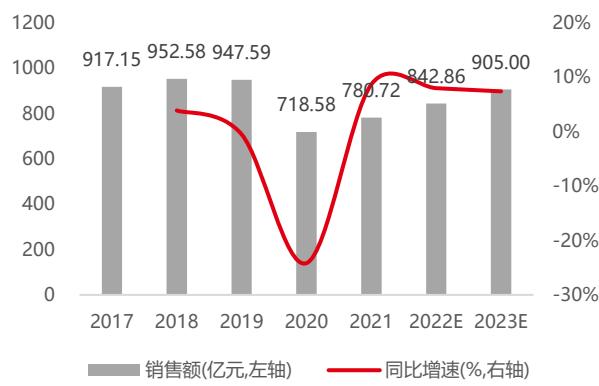


资料来源：智研咨询，太平洋证券整理

资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2021 概要》，中国循环杂志，太平洋证券整理

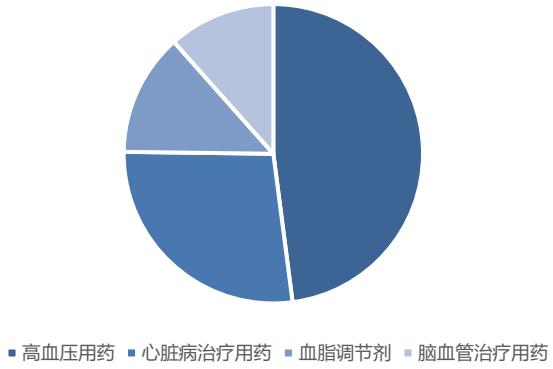
心血管系统药物市场规模持续增长，高血压用药市场占比最大。根据米内网数据，中国心血管系统药物院内市场规模由 2017 年的 917.15 亿元增长至 2019 年的 947.59 亿元，后受疫情等因素影响，总规模下降明显，但随着国内疫情的好转以及防疫政策的优化，市场规模由 2020 年的 718.58 亿元增长至 2021 年的 780.72 亿元，预计 2023 年达到 905.00 亿元，2021-2023 年的复合增速为 7.67%。2021 年，中国公立医院心血管系统药物市场中，高血压用药占比 47.94%，比重最大，其次是心脏病治疗用药，占比 27.26%，血脂调节剂及脑血管治疗用药占比均不超过 15%。

图表 18：中国心血管系统药物院内市场规模及预测



资料来源：米内网，中商情报网，太平洋证券整理

图表 19：2021 年中国公立医院心血管系统药物市场占比(%)



资料来源：米内网，中商情报网，太平洋证券整理

(三) 中国为糖尿病人口第一大国，糖尿病药物市场规模将快速增长

中国成人糖尿病患病人数约占全球 1/4，患病率不断攀升。根据国际糖尿病联盟 2021 年的数据，全球糖尿病患病人数(20-79 岁)已高达 5.37 亿，患病率为 10.5%，预计患病人数将以 2.28% 的复合增速增长到 2030 年的 6.43 亿，患病率也将达到 11.3%，2045 年，患病人数将增至 7.83 亿，患病率继续提升至 12.2%。目前，中国是世界上糖尿病患者数量最多的国家，患者数量(20-79 岁)从 2011 年的 0.90 亿增长至 2021 年的 1.41 亿，约占全球成人糖尿病患者总数的四分之一，预计到 2045 年增长至 1.74 亿。于此同时，中国居民糖尿病患病率也在不断攀升，19 世纪 80 年代不到 1%，2021 年则高达 10.6%，略高于全球平均患病率。

图表 20：全球糖尿病患者情况（20-79岁）

	2021年	2030年	2045年
全球人口数	79亿	86亿	95亿
成人人口 (20-79岁)	51亿	57亿	64亿
全球糖尿病患者人数 (20-79岁)	5.37亿	6.43亿	7.83亿
患病率	10.50%	11.30%	12.20%
由于糖尿病导致的死亡人数	0.67亿	/	/
医疗总支出 (十亿美元)	966	1028	1054

资料来源：IDF 2021 糖尿病图谱（第十版），太平洋证券整理

图表 21：中国糖尿病患病人数及预测（20-79岁）

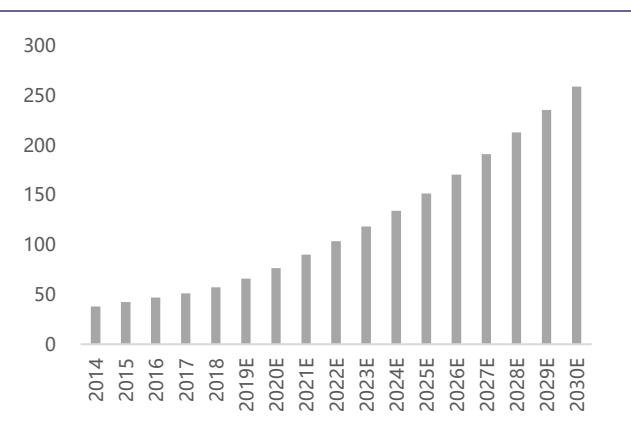
年份	患病人数（亿人）
2011年	0.90
2021年	1.41
2045年	1.74

资料来源：IDF 2021 糖尿病图谱（第十版），太平洋证券整理

中国糖尿病药物市场规模快速增长，口服降糖药达格列净片市场份额较高。根据弗若斯特沙利文的数据，2018 年中国糖尿病药物市场规模为 573 亿元，预计 2023 年将达到 1184 亿元，复合增速可达 15.6%，且有望于 2028 年超 2000 亿元，并在 2030 年达到 2592 亿元，2023 年-2030 年的复合增速为 11.9%。

我国糖尿病化药市场主要分为胰岛素与其同系物、非胰岛素类降糖药两类，两者几乎占据了全部市场份额，根据药融云公布的数据，2021 年，胰岛素与其同系物在院内市场占比 53.57%，非胰岛素类降糖药占比 43.51%，二者合计占比达 97.08%。分药物剂型来看，2021 年，中国院内糖尿病药物市场份额占比前十中，有 8 个均为注射液，口服降糖药仅有达格列净片和磷酸西格列汀片上榜，市场份额分别为 10.17% 和 7.91%。

图表 22：中国糖尿病药物市场规模及预测（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

图表 23：2021 年中国糖尿病用药院内市场竞争格局

药品名称	市场份额
门冬胰岛素 30 注射液	18.23%
甘精胰岛素注射液	17.41%
重组甘精胰岛素注射液	12.21%
达格列净片	10.17%
门冬胰岛素注射液	9.77%
磷酸西格列汀片	7.91%
利拉鲁肽注射液	7.41%
精蛋白重组人胰岛素混合注射液 (30/70)	6.65%
精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 (25R)	5.22%
德谷胰岛素注射液	5.02%

资料来源：药融云，太平洋证券整理

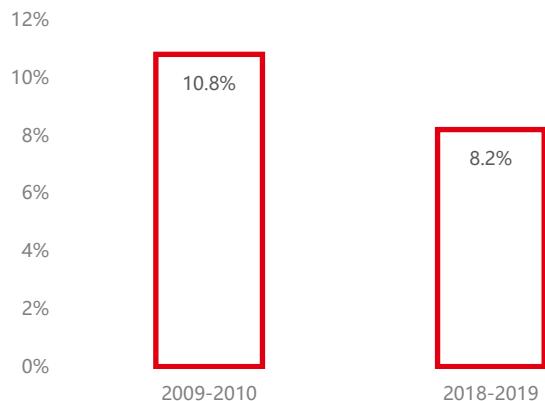
(四) 中国慢性肾脏病知晓率较低，市场前景较为广阔

中国慢性肾脏病知晓率较低，延缓肾衰的主要药品复方 α -酮酸片销售额近 30 亿元。2023 年 2 月 20 日，中国疾病预防控制中心周脉耕联合南方医科大学南方医院侯凡凡院士团队在 JAMA Intern Med 杂志发表《基于第六次中国慢性病及危险因素监测的中国慢性肾脏病的患病率》文章，结果显示，2018–2019 年，我国约有 8200 万成年人有慢性肾脏病，患病率为 8.2%，较 2009–2010 年的 10.8% 有所下降，但慢性肾脏病的知晓率和控制率仍然较低，2018–2019 年的知晓率仅 10%。

复方 α -酮酸片是延缓肾衰的主要药品，可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《中国慢性肾脏病营养治疗临床实践指南（2021 版）》、《慢性肾脏病早期筛查、诊断及防治指南（2022 年版）》和 2017 年国家卫生和计划生育委员会发布的《慢性肾脏病患者膳食指导》，对于有补充氨基酸需求的慢性肾脏病患者，尤其是较严重的 3–5 期患者，复方 α -酮酸片为首选用药。

根据米内网数据，中国公立医疗机构复方 α -酮酸片销售额持续增长，由 2013 年的 14.88 亿元增长至 2021 年的 28.72 亿元，复合增速为 9.85%，2022 年上半年销售额近 15 亿元，同比增长 6.79%。

图表 24：中国慢性肾脏病患病率对比



资料来源：JAMA Intern Med 杂志，太平洋证券整理

图表 25：中国公立医疗机构终端复方 α -酮酸片销售情况



资料来源：米内网，太平洋证券整理

三、投资看点

(一) 首仿快仿临床急需品种，院外市场有望加速成长

公司产品战略为首仿和快仿针对重大、多发性疾病的临床急需品种。此类品种，无论是针对重大的还是多发性的疾病药物都具有市场规模大，前期学术推广完善的特性，而市场规模大的品

种也正是集采考虑的重点品种。

重大、多发性疾病临床急需品种的学术推广完善。公司产品主要布局市场规模较大、患病人數较多的心血管疾病、消化系统疾病和糖尿病等慢病领域，如现有品种氯沙坦钾氢氯噻嗪片、阿托伐他汀、瑞格列奈片、格列齐特缓释片、阿卡波糖片等，以及在研品种中依折麦布辛伐他汀片、乳果糖口服溶液、磷酸西格列汀片等。上述品种原研厂商均为全球排名靠前的海外大药企，学术推广较为完善，医生及患者认可度高，公司仿制产品上市后，可迅速依托海外大药企前期良好的医患教育，实现市场切入。

图表 26：公司部分主要品种及在研品种情况

所处阶段	治疗领域	品种名称	原研厂商
现有品种	心血管系统类药物	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	默沙东
		阿托伐他汀片	辉瑞
	糖尿病类用药	瑞格列奈片	诺和诺德
		格列齐特缓释片	施维雅
		阿卡波糖片	拜耳
在研品种	心血管系统类药物	依折麦布辛伐他汀片	默沙东
	消化系统用药	乳果糖口服溶液	雅培
	糖尿病类用药	磷酸西格列汀片	默沙东

资料来源：公司公告，国家药监局，太平洋证券整理

集采从开标到执行的时间通常不超过 4 个月。截至 2023 年 4 月底，国家共已完成九次集采，共涉及药品品种 333 个，每批集采的平均降价幅度在 48% 到 59% 之间，从集采时间来看，除第六批胰岛素专项集采外，每批集采从开标到执行的时间均不超过 4 个月，若公司中标集采，产品可快速切入院内市场。

图表 27：历次国家药品集采情况梳理

集采批次	开标时间	执行时间	中选品种数量	平均降价幅度
第一批	2018 年 12 月	2019 年 3 月起	25	52%
第一批扩容	2019 年 9 月	2019 年 12 月起	25	59%
第二批	2020 年 1 月	2020 年 4 月起	32	53%
第三批	2020 年 8 月	2020 年 11 月起	55	53%
第四批	2021 年 3 月	2021 年 4 月起	45	52%
第五批	2021 年 6 月	2021 年 9 月起	61	56%
第六批（胰岛素专项）	2021 年 11 月	2022 年 5 月起	16	48%
第七批	2022 年 7 月	2022 年 11 月起	60	48%
第八批	2023 年 3 月	2023 年 7 月起	39	56%

资料来源：上海阳光采购网，公开新闻报道，太平洋证券整理

多品规申报助力公司产品实现差异化竞争，院外市场有望加速成长。根据公司招股书，公司品规在 2 个及以上的品种超 15 个。截至 2023 年 6 月 30 日，通过或视同通过一致性评价的仿制药品种为 31 个，多个品种取得了 2 个品规并中选国家集采。公司的多品规申报有助于公司产品实现差异化竞争，当前公司院内市场销售收入占比显著高于院外市场销售，院外市场有望加速成长。

图表 28：公司部分取得多个品规的品种

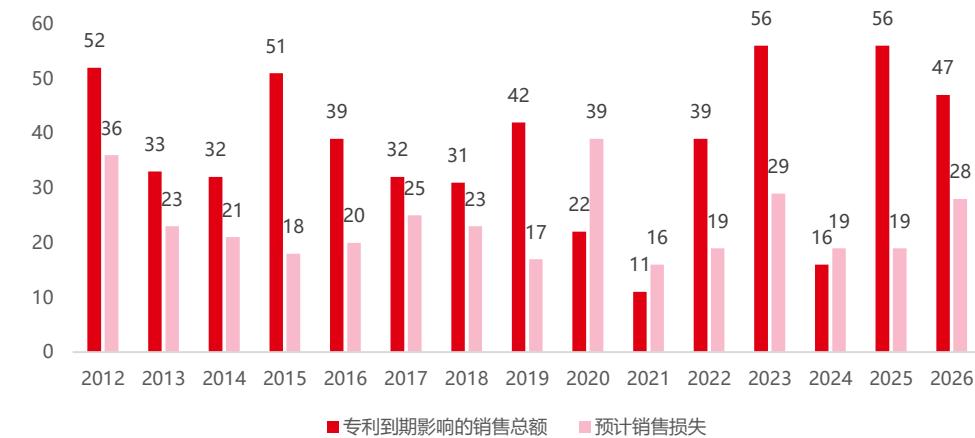
品种名称	规格	是否通过一致性评价	国采中标批次
孟鲁司特钠咀嚼片	5mg (按 C35H36C1N03S 计)	√	
	4mg (按 C35H36C1N03S 计)	√	第三批
替米沙坦片	80mg	√	
	40mg	√	第四批
瑞格列奈片	0.5mg	√	
	1.0mg	√	第四批
阿托伐他汀钙片	按 C33H35FN205 计 20mg	√	
	按 C33H35FN205 计 10mg	√	
辛伐他汀片	40mg		
	20mg		
	10mg		
	5mg		
阿仑膦酸钠片	70mg (按 C4H13N07P2 计)		
	10mg (按 C4H13N07P2 计)		
阿奇霉素分散片	0.1g		
	0.25g		

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

(二) 公司在研项目储备丰富，有望持续贡献增量收入

重磅专利药物陆续到期，持续扩容仿制药市场空间，推动仿制药需求逐步放量。据 Evaluate Pharma 统计，2013 年-2030 年，全球共有 1666 个药品化合物专利到期，2021 年-2026 年全球专利到期的药品销售额达 2,250 亿美元，由此带来的仿制药替代空间或达 1,300 亿美元，其中 2023 年、2025 年及 2026 年全球专利到期的药品销售额分别为 560 亿美元、560 亿美元、470 亿美元，因此，未来四年，专利悬崖将持续扩容仿制药市场空间，仿制药需求有望逐步放量。

图表 29：2012–2026 年全球面临的专利悬崖情况(单位：十亿美元)



资料来源：Evaluate Pharma，太平洋证券整理

公司研发实力较强，立项能力突出。截至 2023 年 6 月底，公司依托化学合成技术平台、口服固体制剂技术平台、外用制剂技术平台等研发平台，已成功打造 11 款首仿药物，包括奥美沙坦酯片、氯沙坦钾氢氯噻嗪片、盐酸曲美他嗪片、复方 α-酮酸片、匹维溴铵片、盐酸莫西沙星片、黄体酮软胶囊、达格列净片、富马酸贝达喹啉片、磷酸特地唑胺片、沙格列汀二甲双胍缓释片(I)(III)。其中，达格列净片和富马酸贝达喹啉片于 2021 年获得注册批件，磷酸特地唑胺片于 2022 年获得注册批件，沙格列汀二甲双胍缓释片(I)(III) 于 2023 年获得注册批件。

同时，公司坚持“临床急需，仿创结合”研发战略，持续加大研发投入，2022 年公司研发投入达 2.40 亿元，同比增长 33.44%，占总营收比重为 7.40%，研发人员结构持续优化，截至 2022 年末，共有研发人员 363 人，其中博士及硕士研究生共 90 人，占比 24.79%，较 2021 年提升 4.89pct。

图表 30：公司首仿药物情况（截至 2023 年 6 月 30 日）

疾病领域	产品名称	获得注册批件时间	通过一致性评价情况
心血管系统类	奥美沙坦酯片	2006 年	2019 年 8 月
	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	2007 年	2020 年 9 月
	盐酸曲美他嗪片	2006 年	2019 年 12 月
糖尿病类	达格列净片	2021 年	2021 年 10 月
慢性肾脏病类	复方 α -酮酸片	2009 年	2022 年 11 月
消化道系统类	匹维溴铵片	2013 年	拟申请
抗感染类	盐酸莫西沙星片	2018 年	2019 年 12 月
	磷酸特地唑胺片	2022 年	2022 年 12 月
妇科类	黄体酮软胶囊	2003 年	2022 年 7 月
耐药性肺结核	富马酸贝达喹啉片	2021 年	2021 年 12 月
糖尿病类	沙格列汀二甲双胍缓释片 (I)(III)	2023 年	2023 年 5 月

资料来源：公司公告，国家药监局，太平洋证券整理

公司在研项目储备丰富，有望持续为公司贡献新的增量收入。截至 2023 年 6 月底，公司共有仿制药制剂在研项目 55 个、创新药在研项目 4 个、医疗器械在研项目 2 个。

仿制药方面，2023 年上半年，公司磷酸特地唑胺片、沙格列汀二甲双胍缓释片(I)(III)和他克莫司软膏已经获得注册批件，新提交了 9 个产品的上市申请，目前处于审评审批阶段。55 个在研项目中，夫西地酸乳膏、氟伐他汀钠缓释片、依折麦布辛伐他汀片、地奈德乳膏、多巴丝肼片、美阿沙坦钾片竞争格局良好，磷酸西格列汀片、乳果糖口服溶液和美沙拉秦肠溶片市场空间较大，预计未来公司每年将有 6-8 个品种获批，有望持续为公司贡献新的增量收入。

图表 31：公司部分在研项目情况（截至 2023 年 6 月 30 日）

品种名称	适应症	研发进展	CDE 最新承办日期	国内竞争格局 (原研+已上市仿制 数量)	2021 年国内市场销 售额 (亿元)
磷酸西格列汀片	高血糖	已申报 CDE	2022/5/5	1+17	22
替米沙坦氢氯塞嗪片	高血压	已申报 CDE	2023/1/20	1+3	-
糠酸莫米松乳膏	皮肤病用皮质激素	已申报 CDE	2022/7/11	1+8	-
夫西地酸乳膏	皮肤感染	已申报 CDE	2022/8/25	0+2	4
氟伐他汀钠缓释片	高血脂	已申报 CDE	2022/8/10	1+1	2
依折麦布辛伐他汀片	高血脂	已申报 CDE	2022/9/8	1+1	13
西洛他唑片	慢性动脉闭塞症	已申报 CDE	2022/9/21	0+21	-
地奈德乳膏	皮炎湿疹	已申报 CDE	2022/10/25	0+1	5
乳果糖口服溶液	便秘	已申报 CDE	2022/11/11	1+11	17
卡泊三醇软膏	银屑病	已申报 CDE	2022/12/17	1+3	2
丙酸氟替卡松乳膏	皮炎湿疹	已申报 CDE	2023/2/11	0+6	-
多巴丝肼片	帕金森	已申报 CDE	2023/3/8	1+0	10
美阿沙坦钾片	降血压	已申报 CDE	2023/3/18	1+0	-
美沙拉秦肠溶片	肠道抗炎	已申报 CDE	2023/3/22	1+4	18

资料来源：公司公告，CDE，国家药监局，米内网，太平洋证券整理

注：表格中 2021 年国内市场销售额数据来自米内网公布的产品在国内三大终端六大市场销售额

创新药方面，公司拟投入 11,965.90 万元用于 FY002 项目和 N-ER 项目（核酸技术平台项目）建设。公司在创新药方面聚焦核酸技术平台的进行多个靶点的研发，以核酸药物领域前沿科学家作为技术顾问，拥有博士后工作站，并引进了多名博士，搭建了核酸药物设计、制备、修饰、分析、生物学评价一体化研发平台。截至 2023 年 4 月中旬，公司创新核酸技术平台已孵化近 40 个靶点，且完成多项专利申请，预计 2023 年-2024 年进行非临床研究，2024-2025 年进行 2 项 IND。同时，预计 FY002 项目变构激动剂有望于 2024 年完成成药性研究并确定 PCC，2025 年开展非临床研究。

图表 32：公司主要创新药在研项目情况

在研项目	适应症	研发阶段
FY002 (GLP-1)	糖尿病、肥胖症、非酒精性脂肪肝炎	药物发现
N-ER (核酸类项目)	-	药物发现
P-ER (蛋白降解类项目)	-	药物发现

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) 向上布局原料药，募资建设制剂产能，一体化能力持续提升

公司持续向上布局原料药，已拥有多个“原料药+制剂”一体化品种。公司原料药产能位于河北省沧州市，该厂房具备十余个原料药品种的 GMP 证书，2022 年，公司沙格列汀、磷酸特地唑胺原料药 DMF 登记转 A，2023 年上半年，完成丙戊酸钠、罗替高汀的原料药 DMF。

截至 2022 年末，公司已拥有多个“原料药+制剂”一体化主要品种，分别为复方 α-酮酸片、盐酸曲美他嗪片、奥美沙坦酯片、盐酸帕罗西汀片、沙格列汀片、磷酸特地唑胺片，利于公司降低成本，提升竞争力。同时，公司也在持续拓展其他一体化品种，主要在研原料药为罗沙司他、利多卡因、丙胺卡因，对应的制剂为罗沙司他片和利丙双卡因乳膏。

图表 33：公司主要“原料药+制剂”一体化品种（截至 2022 年 12 月 31 日）

	制剂名称	原料药名称
已实现一体化	复方 α-酮酸片	酮苯丙氨酸钙、酮亮氨酸钙、酮缬氨酸钙、消旋羟蛋氨酸钙、消旋酮异亮氨酸钙
	盐酸曲美他嗪片	盐酸曲美他嗪
	奥美沙坦酯片	奥美沙坦酯
	盐酸帕罗西汀片	盐酸帕罗西汀
	沙格列汀片	沙格列汀
主要在研原料药	磷酸特地唑胺片	磷酸特地唑胺
	罗沙司他片	罗沙司他
	利丙双卡因乳膏	利多卡因、丙胺卡因

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

募投项目新产能建设加速，投产后公司生产能力将大幅提升。在公司 IPO 募投项目“高精尖药品产业化建设项目（一期）”中，公司拟投资 81,816.45 万元用于北京市通州区漷县镇生产基地建设，将新建厂房及增加生产线提高公司现有产品的生产能力，同时对依折麦布片等新产品进行布局，满产后将形成约 59 亿片/粒药品制剂的年生产能力。截至 2022 年底，公司“高精尖药品产业化建设项目（一期）”在建工程期末余额为 0.25 亿元，2023 年公司项目投入加速，截至 2023 年 6 月底，公司“高精尖药品产业化建设项目（一期）”在建工程期末余额已达到 1.32 亿元，该项目投产后，公司生产能力将得到大幅提升。

图表 34：公司 IPO 慕投项目情况

序号	项目名称	投资总额（万元）	建设期	项目地点	项目内容
1	高精尖药品产业化建设项目（一期）	93,184.00			-
1.1	生产建设项目	81,816.45	3 年	北京市通州区漷县镇中 心区西部产业用地	新建厂房及增加生产线，满产后将形成约 590,000 万片/粒药品制剂的年生产能力。对 依折麦布片等新产品进行布局。
1.2	研发中心建设项目	11,367.55	3 年		建设研发中心，对仿制药及创新药进行研 发。
2	创新药及仿制药研发项目	50,668.40			-
2.1	创新药研发项目	11,965.90	-	-	用于 FY002 (1355.33 万元)、N-ER 项 目(核酸技术平台项目) (10,610.57 万元) 的研发投入
2.2	仿制药研发项目	38,702.50	-	-	用于仿制药的原料药及制剂产品研发
3	补充流动资金	30,000.00			-
	总计	173,852.40			-

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

四、 盈利预测及估值

(一) 关键假设

按公司的核心业务板块分别进行盈利预测，核心假设为：

1) 药品制剂业务：

- **心血管系统类：**考虑到公司核心产品氯沙坦钾氢氯噻嗪片未中标第八批集采，预计 2023 年销售收入同比下降，随着产品标外市场的持续拓展，预计 2024 年和 2025 年销售收入同比有所回升，预计心血管系统类药物 2023-2025 年销售收入同比增长 -21.93%，8.09%，9.45%；由于公司核心产品氯沙坦钾氢氯噻嗪片不受集采降价影响，预计毛利率不会出现大幅下降，随着公司加大力度拓展标外市场，预计毛利率有小幅下降，2023-2025 年毛利率分别为 83.80%，82.50%，81.50%。
- **糖尿病类：**公司达格列净片于 2021 年首仿上市，沙格列汀二甲双胍缓释片(I)(III)于今年首仿上市，此外公司磷酸西格列汀片已申报 CDE，将于近几年获批上市，暂不考虑产品中标，预计糖尿病类药物销售收入将在近三年快速增长，毛利率也将有所提升，预计 2023-2025 年销售收入同比增长 69.79%，21.48%，25.02%，毛利率分别为 83.00%，85.00%，85.50%。
- **慢性肾病类：**公司慢性肾病类药物核心产品复方 α-酮酸片已销售多年，产品竞争格局较

为稳定，预计慢性肾病类药物未来三年销售收入有小幅增长，毛利率稳中有小幅下降，预计 2023-2025 年销售收入同比增长 3.60%, 2.73%, 0.80%，毛利率分别为 68.70%, 68.50%, 67.50%。

- **消化系统类：**公司治疗便秘的产品乳果糖口服溶液已申报 CDE，该产品市场规模较大，预计产品上市后将为公司带来可观的增量收入，由于消化系统类药物 2022 年增速较高，预计 2023-2025 年销售收入同比增长 13.09%, 13.00%, 2.67%，毛利率分别为 42.50%, 42.00%, 40.50%。
- **皮肤病类：**公司皮肤病类药物产品储备丰富，他克莫司软膏于 2023 年 4 月获批上市，2021 年该产品在中国三大终端六大市场销售额约为人民币 6.79 亿元，另有糠酸莫米松乳膏、夫西地酸乳膏、地奈德乳膏、卡泊三醇软膏、丙酸氟替卡松乳膏多个产品已申报 CDE，将在近几年陆续上市销售，且该类药品受集采影响较小，预计皮肤病类药物 2023-2025 年销售收入同比增长 15.68%, 13.00%, 17.60%，毛利率保持基本稳定，分别为 49.00%, 49.00%, 49.00%。
- **精神神经系统类：**预计未来精神系统类药物市场规模增速较快，且公司产品阿戈美拉汀片、丙戊酸钠缓释片(1)均于 2023 年申报 CDE，将于近几年上市销售，预计公司精神系统类药物销售收入将快速增长，2023-2025 年分别同比增长 4.53%, 31.40%, 34.40%，毛利率分别为 85.00%, 84.00%, 83.00%。
- **妇科类：**公司产品黄体酮阴道缓释凝胶于 2023 年申报 CDE，预计公司妇科类药物销售收入 2023-2025 年分别同比增长 11.38%, 13.00%, 12.00%，毛利率分别为 70.00%, 69.00%, 68.50%。

2) 医疗器械业务：

- **医疗器械：**预计公司医疗器械业务收入 2023-2025 年分别同比增长 11.32%, 9.35%, 8.27%，毛利率分别为 48.00%, 47.00%, 45.00%。

3) 期间费用率：

- 随着公司销售规模的扩大，预计销售费用率继续保持下降趋势，2023-2025 年分别为 40.00%, 37.50%, 35.40%; 预计管理费用率呈下降趋势，2023-2025 年分别为 3.60%, 3.30%, 3.00%; 公司在研项目丰富，预计研发费用率呈上升趋势，2023-2025 年分别为 7.50%, 7.70%, 7.90%; 预计 2023-2025 年财务费用率分别为 -1.27%, -1.09%, -1.17%。

(二) 收入拆分及盈利预测

截止至 2023 年 9 月 4 日，公司的收盘价为 16.36 元，总市值为 78.53 亿元，我们预计 2023

年-2025年营业收入分别为35.55亿元、40.17亿元和44.99亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为5.50亿元、6.90亿元和8.65亿元，对应的2023年-2025年EPS分别为1.15元/股、1.44元/股和1.80元/股，市盈率分别为14.28倍、11.38倍、9.07倍。

图表 35：收入及毛利率拆分

	2022A			2023E			2024E			2025E		
	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	营业收入 (百万)	YOY	毛利率
药品制剂业务												
心血管系统类	1047.27	20.17%	84.49%	817.65	-21.93%	83.80%	883.77	8.09%	82.50%	967.33	9.45%	81.50%
糖尿病类	418.75	22.15%	80.94%	711.00	69.79%	83.00%	863.69	21.48%	85.00%	1079.81	25.02%	85.50%
慢性肾病类	377.47	3.05%	68.44%	391.05	3.60%	68.70%	401.72	2.73%	68.50%	404.93	0.80%	67.50%
消化系统类	377.21	30.30%	42.53%	426.60	13.09%	42.50%	482.06	13.00%	42.00%	494.91	2.67%	40.50%
皮肤病类	307.32	10.43%	48.97%	355.50	15.68%	49.00%	401.72	13.00%	49.00%	472.42	17.60%	49.00%
其他药品制剂类	212.77	32.95%	47.19%	302.18	42.02%	54.00%	341.46	13.00%	48.00%	314.94	-7.76%	43.00%
精神神经系统类	146.24	-22.28%	84.18%	152.87	4.53%	85.00%	200.86	31.40%	84.00%	269.95	34.40%	83.00%
妇科类	143.63	-3.64%	70.18%	159.98	11.38%	70.00%	180.77	13.00%	69.00%	202.46	12.00%	68.50%
医疗器械业务												
医疗器械	198.00	9.34%	44.90%	220.41	11.32%	48.00%	241.03	9.35%	47.00%	260.95	8.27%	45.00%
其他												
其他	11.50	-2.40%	40.00%	17.78	54.57%	55.00%	20.09	13.00%	45.00%	31.49	56.80%	40.00%
总计	3240.16	14.18%	68.23%	3555.00	9.72%	68.08%	4017.15	13.00%	67.65%	4499.21	12.00%	67.68%

资料来源：太平洋证券整理

图表 36：盈利预测表

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业收入	3,240.16	3,555.00	4,017.15	4,499.21
增长率 (%)	14.18%	9.72%	13.00%	12.00%
归母净利润	438.46	549.99	690.14	865.37
增长率 (%)	39.43%	25.44%	25.48%	25.39%
EPS (元/股)	0.91	1.15	1.44	1.80
市盈率 (P/E)	17.91	14.28	11.38	9.07
市净率 (P/B)	2.47	2.22	1.86	1.54

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) PE 估值及投资建议

选取行业中与福元医药业务最为相近的立方制药、悦康药业和苑东生物三家公司，2023-2025年三家公司的平均PE分别为18倍、15倍、12倍。公司产品战略为首仿和快仿针对重大、多发性疾病的临床急需品种，重大、多发性疾病临床急需品种的学术推广完善，同时院外市场提升空间大，且公司在研产品储备丰富，预计公司业绩将快速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 37：估值对比

股票代码	证券简称	收盘价	总市值(亿元)	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
003020.SZ	立方制药	26.43	42	1.71	1.84	2.27	2.77	15	14	12	10
688658.SH	悦康药业	16.90	76	0.74	0.95	1.11	1.42	23	18	15	12
688513.SH	苑东生物	49.09	59	2.05	2.19	2.78	3.62	24	22	18	14
可比公司平均		30.81	59	1.50	1.66	2.05	2.60	21	18	15	12
601089.SH	福元医药	16.36	79	0.91	1.15	1.44	1.80	18	14	11	9

资料来源：IFIND，股价为2023年9月4日收盘价，福元医药来自太平洋研究院预测，其余数据来自IFIND一致，太平洋证券整理

五、风险提示

- 1) **市场竞争加剧风险：**公司产品品类丰富，覆盖多个治疗领域，主要产品市占率较高，已形成一定竞争优势，若行业内其他公司未来推出更具疗效优势或性价比优势的产品，又或是升级换代的新产品，将削弱公司的现有优势。
- 2) **国家带量采购风险：**公司多个产品有望借助集采实现在院内市场的快速布局，如果公司主要产品在后续带量采购中被纳入采购目录而未能中标，将对产品销售产生不利影响；若公司主要产品中标带量采购，则产品的销售价格可能出现一定幅度下滑，若销量的增加未能填补价格下降空间，将对公司的盈利能力造成不利影响。
- 3) **产品研发失败风险：**公司的长期竞争力取决于新产品的成功研发和后续的产业化，当前公司在研产品众多，截至2023年6月底，公司共有仿制药制剂在研项目55个、创新药在研项目4个、医疗器械在研项目2个，如果出现关键技术无法突破、临床试验暂停或终止、未能成功通过监管机构审批或审批速度不及预期的情形，公司存在在研产品不能如期完成注册或无法顺利上市的风险。

资产负债表(百万)				利润表(百万)					
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,541	2,567	3,018	3,863	营业收入	3,240	3,555	4,017	4,499
应收和预付款项	414	466	512	567	营业成本	1,029	1,135	1,300	1,454
存货	339	366	370	379	营业税金及附加	37	39	44	49
其他流动资产	78	84	94	105	销售费用	1,359	1,422	1,506	1,593
流动资产合计	3,372	3,484	3,994	4,915	管理费用	371	395	442	490
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-28	-45	-44	-53
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值损失	-13	-16	-21	-27
固定资产合计	675	815	1,058	1,176	投资收益	18	21	24	27
无形资产	143	148	153	158	公允价值变动	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	营业利润	477	615	772	965
递延所得税资产	4	11	11	11	其他非经营损益	9	-3	-4	-2
其他非流动资产	127	321	459	379	利润总额	486	612	768	963
资产总计	4,322	4,778	5,675	6,639	所得税	47	61	77	96
短期借款	40	90	115	65	净利润	439	551	691	867
应付和预收款项	384	375	426	471	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款	17	27	30	22	归母股东净利润	438	550	690	865
其他负债	737	748	875	986					
负债合计	1,143	1,241	1,446	1,544	预测指标				
股本	480	480	480	480		2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1,662	1,662	1,662	1,662	毛利率	68.23%	68.08%	67.64%	67.68%
留存收益	1,017	1,375	2,065	2,930	销售净利率	13.53%	15.47%	17.18%	19.23%
归母公司股东权益	3,174	3,532	4,222	5,087	销售收入增长率	14.18%	9.72%	13.00%	12.00%
少数股东权益	5	5	6	8	净利润增长率	39.4%	25.44%	25.48%	25.39%
股东权益合计	3,179	3,537	4,228	5,095	EPS	1.04	1.15	1.44	1.80
负债和股东权益	4,322	4,778	5,675	6,639	BVPS	6.61	7.36	8.80	10.60
现金流量表(百万)				PE	17.91	14.28	11.38	9.07	
	2022A	2023E	2024E	2025E	PEG	0.45	0.56	0.45	0.36
经营性现金流	660	624	929	1,077	PB	2.47	2.22	1.86	1.54
投资性现金流	-31	-443	-519	-187	EV/EBITDA	10.27	8.11	5.89	3.94
融资性现金流	1,494	-155	41	-46	ROE	14%	16%	16%	17%
现金增加额	2,123	26	451	845	ROIC	12%	14%	15%	16%

资料来源：IFIND，太平洋证券



投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。