太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2023-11-27

公司深度报告

买入/首次

京新药业(002020)

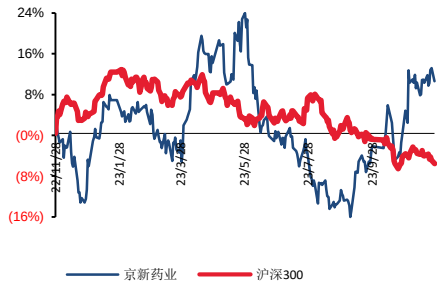
目标价：18.42

昨收盘：14.09

医药生物 化学制药

产能升级释放新动能，仿创结合构筑业绩增长驱动力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	861/656
总市值/流通(百万元)	12,132/9,249
12 个月最高/最低(元)	15.87/10.69

证券分析师：周豫

E-MAIL：zhouyua@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190523060002

报告摘要

公司是中国精神神经、心脑血管领域的领先者。公司主要从事药品及医用器械的研发、生产和销售，医药制造板块业务收入占比超 80%。公司制剂产品主要聚焦于精神神经、心脑血管、消化三大领域布局，核心品种全部纳入集采。其中精神神经以及心脑血管两大管线现已逐步消化集采影响，主营业务业绩稳健回升。消化管线康复新液降幅收窄，集采风险有望快速消化。医疗器械收入占公司总收入的比例常年稳定在 15%左右，近五年收入稳步增长，CAGR 达 11%。2023 年 Q1-3 公司实现营业收入 29.26 亿元，同比增长 4.48%，实现归母净利润 4.73 亿元，同比增长 0.18%。

院内+院外双驱动，助推制剂业绩增长。公司精神神经和心脑血管管线品种几乎全部进入集采，以价换量后重点医院市占率快速提升，销量稳健增长，院内立足基层市场有望提升空间。2021 年公司开始在心脑血管领域重点布局院外市场，通过医药电商、品牌、商销等多种方式加速拓展院外终端市场，院外市场线上业务发力，2022 年收入增长至 1.67 亿元，同比增速 174%，已成为药品业务新的收入和盈利增长点。公司于 2023 年一季度启动销售策略改革，联合院外商业合作伙伴积极开发院外零售市场，院外终端市场有望迎来加速拓展。

原料药和制剂一体化优势，产能提升增长新动能。公司构建了从原料药到成品药的完整制药产业链，并且持续向上下游延伸，将提升公司的成本优势和市场竞争力。截至 2022 年末，公司已拥有多个“原料药+制剂”一体化主要品种，分别为辛伐他汀片、瑞舒伐他汀钙片、匹伐他汀分散片、盐酸舍曲林片、左乙拉西坦片等。随着上虞制剂生产基地、山东原料生产基地、内蒙中药生产基地的产能逐步投放，公司原料药制剂一体化优势将不断突显，业绩有望进一步提升，同时 CMO 业务规模有望提升。总固体制剂产能将突破 100 亿片，预计产值约为 16 亿元。内蒙中药生产基地建成后将形成 6000 万盒中药产品产能，预计满产产值约 4.5 亿元。

仿创结合构筑产品管线，失眠新药打开成长天花板。围绕精神神经和心脑血管两大管线，公司合理规划研发管线和产品梯度布局，持续加快创新药物研发的同时，推进仿制药的研发。公司每年申报 10 个以上项目，形成具有一批成本优势的仿制药产品群，提高仿制药竞争力。截至 2023 年上半年，公司仿制药项目注册获批 3 项、注册申报 4 项，研发启动 9 项，累计在研 50 余项，持续丰富仿制药产品管线，为公司的发展持续提供产品支持。创新药方面，公司首个创新药品种地达西尼的上市申请已完

成技术审评，有望在今年底获批上市。地达西尼激动剂+拮抗剂作用机制创新，不良反应、疗效及半衰期方面优势明显。依托公司在精神神经领域多年的经验及专业的销售团队，有望在获批上市后快速提升市场份额。我们认为公司地达西尼远期空间有望超过 10 亿元。

- **盈利预测及投资建议**

我们预测公司 2023/2024/2025 年收入为 40.17/44.47/49.83 亿元，同比增长 6.26%/10.72%/12.05%。归母净利润为 6.77/7.20/8.44 亿元，同比增长 2.17%/6.43%/17.24%。对应当前 PE 为 18/17/14X。考虑公司产品管线储备丰富，院内集采影响出清，院外市场提升空间大，产能逐步释放以及失眠新药地达西尼获批在即有望驱动未来增长。我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应未来 6 个月目标价为 18.42 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示**

行业政策变化风险；药品研发及上市不及预期；环保风险；人才缺乏风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3780	4017	4447	4983
(+/-%)	9.03	6.27	10.70	12.05
归母净利(百万元)	662	677	720	844
(+/-%)	8.12	2.17	6.43	17.24
摊薄每股收益(元)	0.77	0.79	0.84	0.98
市盈率(PE)	18.27	17.88	16.80	14.33

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) 中国精神神经、心脑血管领域的领先者 5
(二) 丰富的产品管线和完整产业链布局 6
(三) 营收及利润稳健增长 8

二、 制剂集采影响出清，器械板块贡献稳定收入 10

(一) 制剂围绕三大治疗领域，主要品种纳入集采 10
(二) 深耕精神神经领域，集采助力提升市占率 11
(三) 心脑血管集采影响消化，反弹趋势明显 14
(四) 康复新液有望消化集采影响，地衣芽孢杆菌贡献增量空间 16
(五) 不断拓展业务板块，医疗器械贡献稳定收入 17

三、 投资看点 19

(一) 院内+院外双驱动，助推制剂业绩增长 19
(二) 产业链协同助推制剂发展，产能提升增长新动能 20
(三) 仿创结合构筑产品管线，失眠新药打开成长天花板 22

四、 盈利预测及估值 27

(一) 关键假设 27
(二) 收入拆分及盈利预测 29
(三) PE 估值及投资建议 29

五、 风险提示 30

图表目录

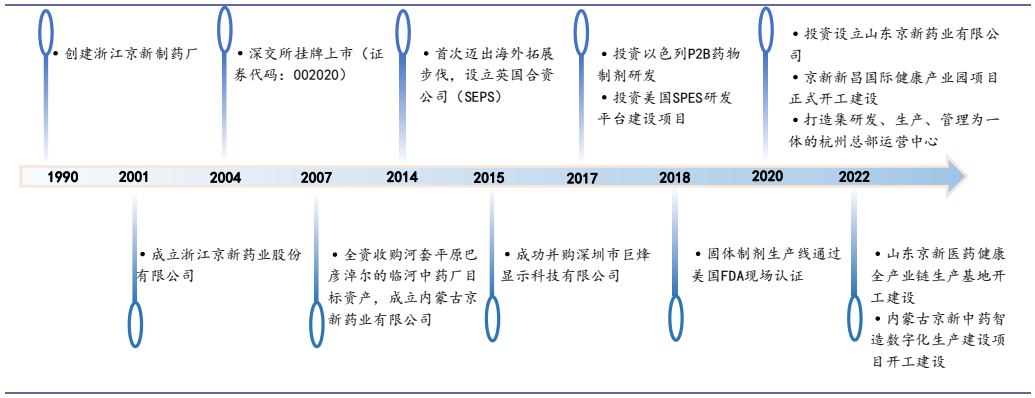
图表 1：公司发展历程 5
图表 2：公司股权结构 6
图表 3：公司三期持股计划情况 6
图表 4：公司国内布局 6
图表 5：公司主要产品 7
图表 6：公司全球战略布局 8
图表 7：近 5 年营收及增速（亿元） 9
图表 8：近 5 年归母净利润及增速（亿元） 9
图表 9：近 5 年公司期间费用率 9
图表 10：近 5 年公司销售毛利率和净利率（%） 9
图表 11：公司分业务营业收入情况（亿元） 10
图表 12：公司分业务毛利率水平 10
图表 13：公司核心品种集采情况及竞争格局 11
图表 14：抗癫痫药物样本医院销售趋势（亿元） 12
图表 15：2023H1 样本医院抗癫痫药 TOP10 品种（亿元，占比） 12
图表 16：新型主要抗癫痫药物特点 13
图表 17：左乙拉西坦片样本医院销售额（亿元） 14
图表 18：左乙拉西坦片样本医院销售量（万片） 14
图表 19：盐酸普拉克索片样本医院销售额（亿元） 14
图表 20：盐酸舍曲林片样本医院销售量（万片） 14
图表 21：血脂调节剂样本医院销售额（亿元） 15
图表 22：2023H1 血脂调节剂样本医院市场格局（亿元，%） 15
图表 23：瑞舒伐他汀钙片样本医院销售额（亿元） 16
图表 24：瑞舒伐他汀钙片样本医院销售量（万片） 16
图表 25：匹伐他汀样本医院销售额（亿元） 16
图表 26：辛伐他汀片样本医院销售量（万片） 16
图表 27：康复新液样本医院销售额（亿元） 17
图表 28：地衣芽孢杆菌样本医院销售额（亿元） 17
图表 29：深圳巨烽全球战略布局 18
图表 30：近五年巨烽收入及占比（亿元） 18
图表 31：巨烽在研项目 18
图表 32：2015-2022 实体药店药品规模与增长趋势 19
图表 33：2015-2022 网上药店药品规模与增长趋势 19
图表 34：公司主要在建工程投入进度（截至 2023H1） 21
图表 35：公司建设项目及预计收入（万元） 22
图表 36：近五年研发费用（亿元） 23
图表 37：近五年研发人员及增速 23
图表 38：公司主要在研产品 24
图表 39：安定类药物样本亿元销售额（亿元） 24
图表 40：2023H1 安定类药物样本医院 TOP10 品种 24
图表 41：失眠症药物分类及作用机制 25
图表 42：地达西尼市场空间测算 27
图表 43：收入及毛利率拆分 28
图表 44：盈利预测表 29
图表 45：估值对比 29

一、 公司概况

（一）中国精神神经、心脑血管领域的领先者

公司是聚焦精神神经、心脑血管、消化领域药品的研发、生产、销售企业。公司成立于 1990 年 2 月 12 日，2001 年 10 月成立股份公司，2004 年公司在深交所上市（证券代码：002020）。公司是一家集研发、生产、销售于一体的医药上市公司，聚焦于精神神经、心脑血管、消化三大领域，同时开拓医疗器械、中药业务板块，为公司注入新动能。公司是第一批“中国医药企业制剂国际化先导企业”，连续多年荣登“中国化学制药行业制剂出口型优秀企业品牌”、“中国医药工业百强”和“中国化学制药企业百强榜”。

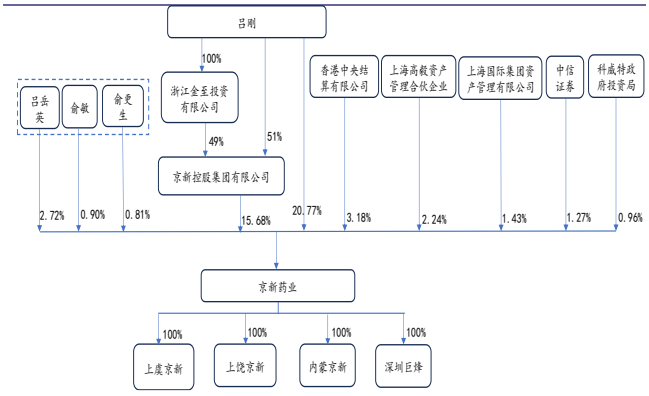
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司股权结构稳定，三期持股计划员工与公司共同发展。公司董事长吕刚先生直接持股 20.77%，并通过京新控股集团有限公司间接持有 15.68%公司股份，合计持股 36.45%，是公司的控股股东和实际控制人。公司的股权结构稳定，有利于公司持续稳定经营和决策。截至目前公司已累计推出 3 期员工持股计划，员工与公司共同发展。公司控股多家子公司分管不同业务板块，协同差异化布局管理，主要的子公司有绍兴京新（原上虞京新）、上饶京新、内蒙京新和深圳巨烽。绍兴京新及上饶京新负责原料药研发生产和销售，内蒙京新负责中成药生产和销售，深圳巨烽负责医疗器械生产和销售。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 3：公司三期持股计划情况

时间	参与人数	初始资金规模	持股锁定期是否届满	截至2023H1账户持股数	仍在计划参与人员
2019.11	109 人	2954 万元	是	348 万股	85 人
2019.11	95 人	1525 万元	是	180 万股	74 人
2021.2	93 人	2052 万元	是	227 万股	76 人

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司分设新昌、杭州两个总部，于上海张江高科技园区建有上海研究所，拥有六个生产基地和一个中药原料基地，分别为新昌的制剂生产基地、上虞和上饶的原料药生产基地、内蒙古巴彦淖尔的中药生产基地、深圳、沈阳的医疗器械生产基地和云南中药原料基地，并投资筹建山东基地和京新新昌国际健康产业园。

图表 4：公司国内布局

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

（二）丰富的产品管线和完整产业链布局

公司围绕三大管线构建丰富的产品管线。目前公司在精神神经系统、心脑血管系统、消化系统三大疾病领域进行了多维度、多层次的产品布局。左乙拉西坦片、盐酸舍曲林片、盐酸普拉克

索片、瑞舒伐他汀钙片、匹伐他汀钙分散片等重点产品全部通过一致性评价并进入国家或省级联盟集采；消化类药物康复新液、地衣芽孢杆菌活菌胶囊竞品厂家少，竞争格局好。原料药主要产品左氧氟沙星和环丙沙星的产量和市场份额位居全球前列。2015 年通过收购深圳巨烽迈入医疗器械领域，业务范围由药品制造拓展为综合性医药器械制造，进一步拓宽公司业务板块，打开发展空间。

图表 5：公司主要产品

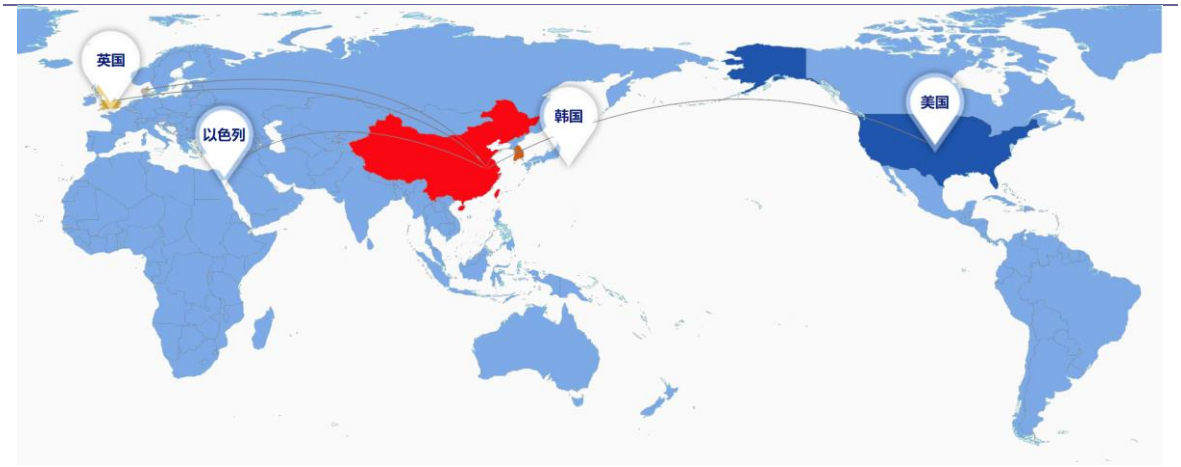
产品类别	产品领域	主要产品名称	产品用途
化学制剂	心脑血管药物	瑞舒伐他汀片/分散片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片	主要用于高血脂症及冠心病
	神经系统药物	盐酸舍曲林片/分散片	用于抗抑郁治疗
		左乙拉西坦片/口服液	主要用于成人及 4 岁以上儿童癫痫患者部分性发作
		盐酸普拉克索片/缓释片	主要用于治疗帕金森病
		重酒石酸卡巴拉汀胶囊、盐酸美金刚缓释胶囊	主要用于治疗轻中度、中重度阿尔茨海默型痴呆
中成药、生物制剂	消化系统药物	康复新液	主要用于胃痛出血、胃肠道溃疡及外部创伤修复
		地衣芽孢杆菌活菌胶囊	主要用于婴幼儿腹泻、急性肠炎、便秘、痢疾及各种原因引起的肠道菌群失调
		润肠宁神膏	滋阴、润肠、安神。用于阴血亏虚症引起的便秘兼见失眠等症
	呼吸系统	沙溪凉茶、沙溪凉茶袋泡茶、沙溪凉茶颗粒	清热、除湿，导滞。用于四时感冒，身倦骨痛，寒热交作，胸膈饱滞，痰凝气喘
	泌尿生殖系统	排石颗粒	清热利水，通淋排石。用于下焦湿热所致的石淋，症见腰腹疼痛、排尿不畅或伴有血尿；泌尿系结石见上述证候者
		缩泉丸	补肾缩尿。用于肾虚之小便频数，夜卧遗尿
化学原料药	喹诺酮类抗感染原料药	左氧氟沙星、环丙沙星、恩诺沙星	用作喹诺酮类制剂的原料
	他汀类原料药	辛伐他汀、瑞舒伐他汀钙、匹伐他汀钙	用作他汀类制剂的原料
	精神类原料药	盐酸舍曲林、左乙拉西坦	用作精神类制剂的原料
医疗器械	定制化医用显示器和 HMI	放射类医疗影像设备定制显示器、超声类医疗设备定制显示器、内窥与手术类医疗设备定制显示器、医疗设备定制人机界面产品等	针对各类医疗设备定制化开发的配套显示器和 HMI
	标准化医用显示器及医疗影像解决方案	诊断级医用显示器、临床及医用显示器、综合会诊级医用显示器、内窥手术专用显示器等，以及医疗影像解决方案	可供医院独立使用的医用显示器和医疗影像解决方案

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

全球战略布局，打开原料药制剂出海通道。原料药板块积极拓展国际市场，不断提升技术和

质量水平，多个品种获得 CEP、FDA 证书。瑞舒伐他汀钙、左乙拉西坦、左氧氟沙星原料药已实现多个欧盟国家的发货，逐步开拓进入欧美主流市场，打开原料药出海通道。公司在美国、以色列、韩国、英国等国投资合作建立了子公司和研发实验室，持续改革创新。2020 年首个自主研发 ANDA 品种盐酸考来维仑片在美国获批。

图表 6：公司全球战略布局

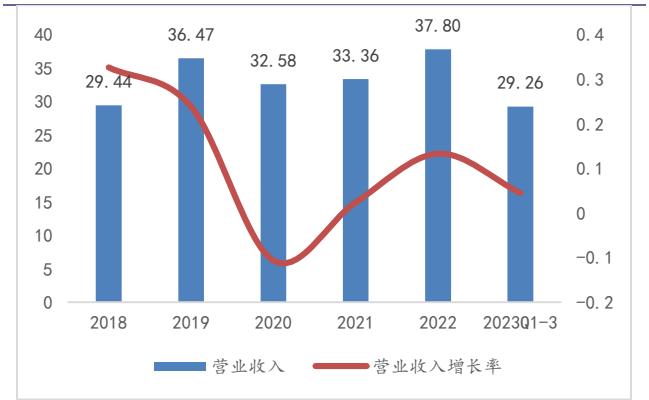


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

（三）营收及利润稳健增长

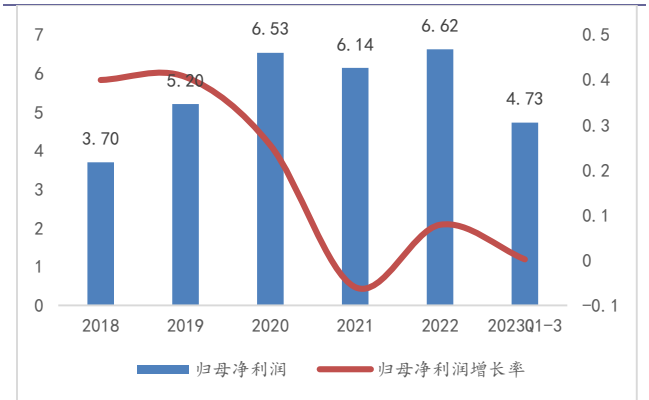
公司营收和利润呈现稳步增长趋势，2020 年至 2022 年，受到新冠疫情的扰动，以及集采政策的影响，公司产品价格和销售出现波动，公司的收入和利润略有下滑。公司通过立足院内、拓展院外，实施营销体系改革，深化精益生产体系建设，持续增强研发能力，2022 年公司实现营业收入 37.80 亿元，同比增长 9.04%，实现归母净利润 6.62 亿元，同比增长 8.12%。2023 年 Q1-3 公司实现营业收入 29.26 亿元，同比增长 4.48%，实现归母净利润 4.73 亿元，同比增长 0.18%，增速有所收窄，主要是受公司销售策略调整影响。

图表 7：近 5 年营收及增速（亿元）



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

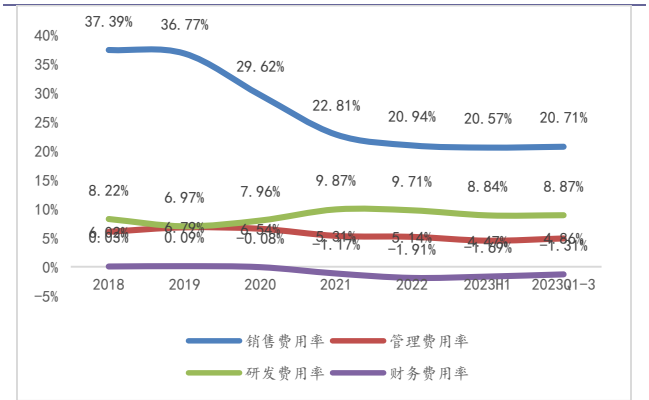
图表 8：近 5 年归母净利润及增速（亿元）



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

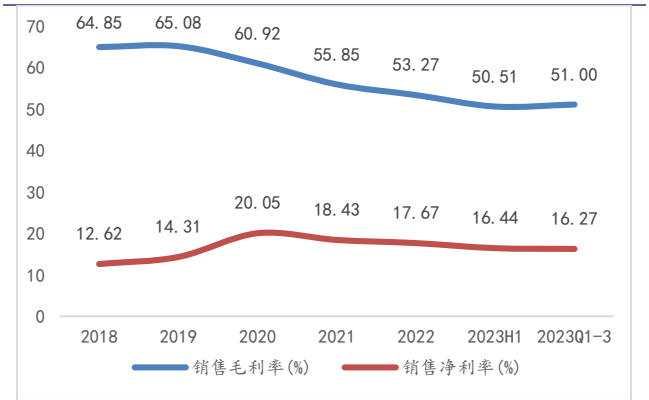
利润率下滑态势趋稳，期间费用率稳定。自 2019 年以来，受集采政策影响公司的毛利率大幅下降，近几年毛利率仍能保持在 50%以上。公司净利率集采后小幅上升，近年来逐渐趋稳。期间费用率总体保持稳定，其中受集采影响公司的销售费用率大幅下滑，2021 年以来稳定在 20%左右，管理费用率和财务费用率呈现稳定小幅下降趋势，研发费用率保持平稳。

图表 9：近 5 年公司期间费用率



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表 10：近 5 年公司销售毛利率和净利率（%）

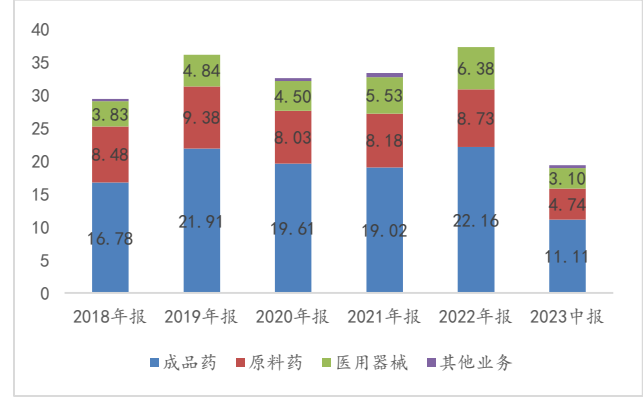


资料来源：IFIND，太平洋证券整理

各项业务收入稳步增长，医药制造贡献主要收入。2020 年受到疫情及集采政策的影响，收入略有下滑，随着扰动因素逐渐出清，成品药板块收入稳步上升。截至 2023H1，医药制造板块业务实现收入 11.11 亿元，占比为 57%；原料药板块业务实现收入 4.74 亿元，占比 24%；医用器械板块业务实现收入 3.10 亿元，占比为 16%；其他业务实现收入 0.41 亿元，占比为 2%。医药制造板块（2015 年开始公司将原料药和成品药合并统计）是公司的核心业务板块，收入占比超 80%，同

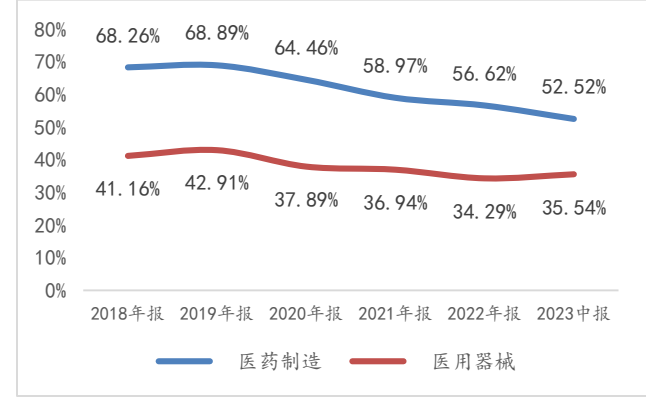
时也贡献了公司的主要毛利。2019 年以来公司受集采影响，医药制造板块的毛利率下降，截至 2023H1 公司医药制造板块毛利率为 52.52%。医药器械板块毛利率近年来稳定在 35%左右。

图表 11：公司分业务营业收入情况（亿元）



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表 12：公司分业务毛利率水平



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

二、 制剂集采影响出清，器械板块贡献稳定收入

（一）制剂围绕三大治疗领域，主要品种纳入集采

公司的制剂产品围绕精神神经、心脑血管及消化三大治疗领域布局。其中精神神经领域的主要产品左乙拉西坦片、盐酸舍曲林分散片、普拉克索片及缓释片以及心脑血管领域的核心产品瑞舒伐他汀片、匹伐他汀钙分散片、辛伐他汀片全部通过一致性评价并被纳入集采。消化领域康复新液 2022 年纳入省级区域联盟集采，导致消化板块当年收入同比下降 7.3%。目前公司尚未集采的较大品种为重酒石酸卡巴拉汀胶囊和地衣芽孢杆菌活胶囊，竞争格局良好。

图表 13：公司核心品种集采情况及竞争格局

治疗领域	药品	集采范围	执行时间	入围企业	过评企业（截至2023.11.15）	公司进展	2022样本医院竞争格局	2022年京新对应样本医院销售额（万元）
精神神经	左乙拉西坦片（250mg）	第一批国采（4+7试点/扩围）	2019.3	2	13	首家过评	优时比47%，京新40%	10,843
	左乙拉西坦口服液（150ml）	第三批国采未中标	2019.1	2	4	未过评	-	-
	盐酸舍曲林片（50mg）	第三批国采	2020.1	2	7	首家过评	辉瑞59%，华海21%，京新20%	3,721
	盐酸普拉克索片（0.25mg）	第四批国采	2021.1	3	4	过评	勃林格殷格翰53%，力品药业20%，京新19%	2,753
	盐酸普拉克索缓释片（0.375mg）			4	14		勃林格殷格翰48%，京新28%，石药欧意13%	579
	盐酸普拉克索缓释片（0.75mg）							
	盐酸美金刚缓释胶囊	第七批国采	2022.1	6	9	过评		
	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	未集采	5家企业生产，第2家过评，共3家过评				诺华82%，太阳制药6%，京新4%	146
心脑血管	瑞舒伐他汀钙片（5mg）	第一批国采（4+7试点）	2019.3	4	31	过评	阿斯利康81%，京新7%	3,624
	瑞舒伐他汀钙片（10mg）							
	匹伐他汀钙分散片（2mg）	第三批国采	2020.1	4	1（普通片剂8家）	独家过评	京新100%	2,583
	辛伐他汀片（20mg）	第二批国采	2020	2	13	过评	默沙东45%，京新35%，山德士11%	196
消化	康复新液	湖北、广东联盟集采	2022.4（湖北）2022.12（广东）	3	-	-	好医生56%，科伦24%，京新14%	3,537
	地衣芽孢杆菌活胶囊	未集采	2家企业生产				东北制药57.5%，京新42.5%	4,266

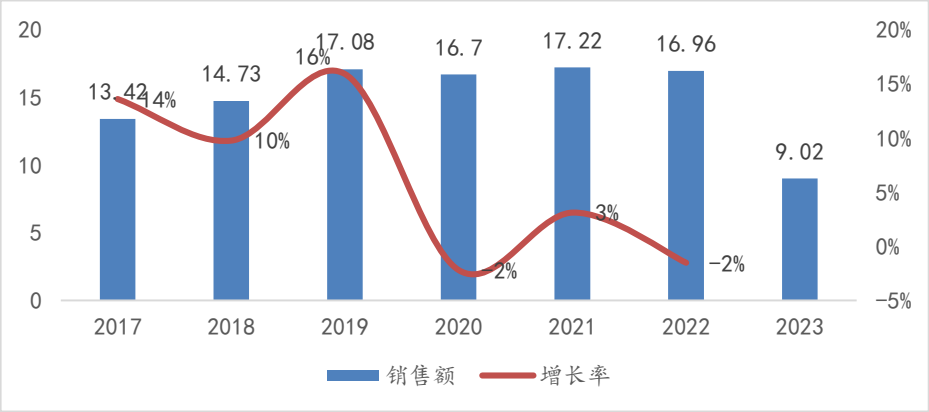
资料来源：Wind医药库，国家药品审评中心，上海阳光医药采购网，太平洋证券整理

（二）深耕精神神经领域，集采助力提升市占率

抗癫痫药物市场空间广阔。癫痫是常见的神经系统疾病之一，WHO数据显示，全球约有5000万名癫痫患者，其中4000万在发展中国家。流行病学资料显示，中国癫痫的总体患病率为7.0‰，年发病率为28.8/10万，1年内有发作的活动性癫痫患病率为4.6‰。在中国，约有1000多万癫痫患者，其中600万病人每年仍有发作，癫痫已经成为神经科仅次于头痛的第二大常见病。从样

本医院销售情况来看，2022 年抗癫痫药物的总销售额达 16.96 亿元，2017-2022 的 CAGR 为 4.8%。

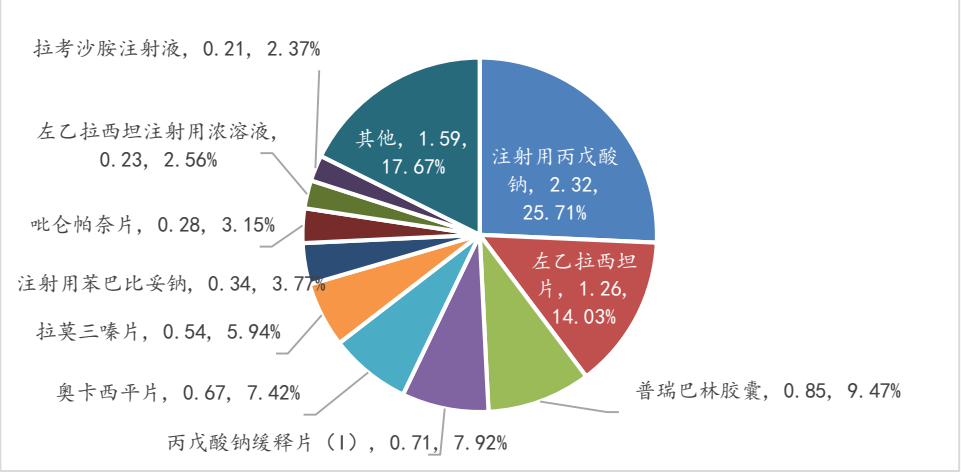
图表 14：抗癫痫药物样本医院销售趋势（亿元）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

左乙拉西坦是常用的新型抗癫痫药物。左乙拉西坦（Levetiracetam，LEV）为吡拉西坦衍生物，是一种新型抗癫痫药物，于 1999 年经美国 FDA 批准，最初用于成人部分性癫痫发作，2005 年其口服片剂和溶液剂被批准用于 4 岁及以上儿童部分性发作的辅助治疗。2007 年在中国上市（商品名为开浦兰），原研企业为优时比制药，目前左乙拉西坦已上市的剂型有片剂、口服液体剂和注射剂。2023 年上半年，左乙拉西坦在样本医院抗癫痫药物销售额中排名第二，其中左乙拉西坦片销售占比 14.03%，左乙拉西坦注射用浓溶液占比 2.56%。

图表 15：2023H1 样本医院抗癫痫药 TOP10 品种（亿元，占比）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

左乙拉西坦作用机制独特，临床优势明显，应用前景广阔。左乙拉西坦作用机制独特，起效迅速，表现出良好的抗癫痫疗效和耐受性、安全性。研究显示左乙拉西坦可能通过与其作用靶点-中枢神经突触囊泡蛋白 SV2A 结合来发挥抗癫痫作用，减少癫痫放电的传播，从而起到抗癫痫作用。传统抗癫痫药物一般是通过作用于离子通道或兴奋-抑制性神经递质系统起作用，而左乙拉西坦不作用于神经递质或受体，对神经远门控纳、钙离子通道没有影响。左乙拉西坦表现为生物利用度高、药动学呈线性、蛋白结合率低、肝脏代谢少、能快速获得稳定血药浓度和药物相互作用小等特点，是临床用药较安全的药物。左乙拉西坦除用于难治性癫痫的辅助治疗之外，其适应症也逐渐扩展到新诊断癫痫的单药治疗，有广阔的应用前景。

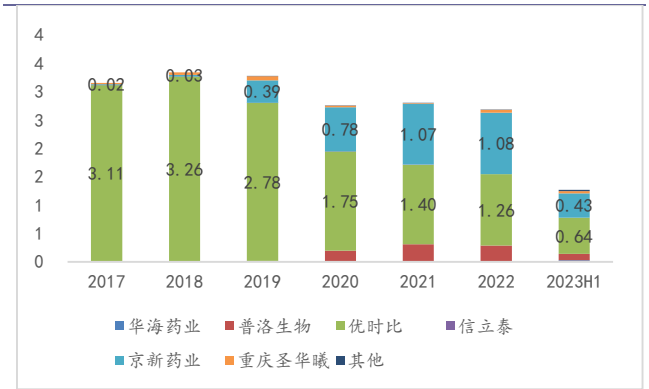
图表 16：新型主要抗癫痫药物特点

	生物利用度（%）	一级动力学	蛋白结合率（%）	半衰期（h）	血浆达峰浓度时间（h）	活性代谢产物	对肝酶的作用
左乙拉西坦	＜100	是	0	6~8	0.6~1.3	无	无
加巴喷丁	＜60	是	0	5~7	2~3	无	无
拉莫三嗪	98	是	55	15~30	2~3	无	无
非氨酯	≥80	是	30	14~25	1~4	有	抑制
奥卡西平	＜96	是	40	8~25	4~8	有	弱诱导
托吡酯	≥80	是	13	20~30	2~4	无	抑制
氨己烯酸	≥60	是	0	5~8	1~3	无	无
替加宾	≥90	是	96	4~13	0.5~1.5	无	无
唑尼沙胺	≥50	否	50	50~70	2~6	无	无

资料来源：《中国癫痫临床诊疗指南》，太平洋证券整理

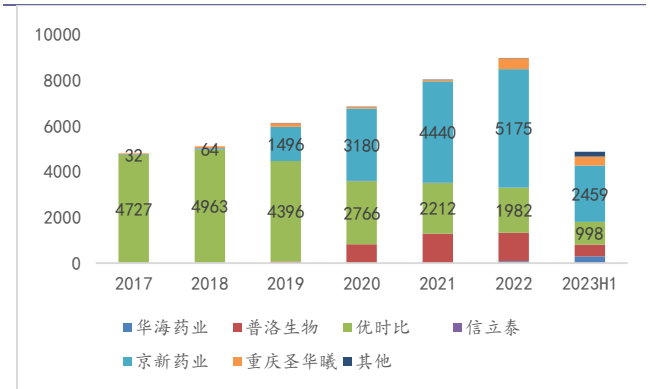
集采中标助推左乙拉西坦片放量，国产替代趋势明确。公司的左乙拉西坦片于 2018 年通过仿制药一致性评价，是国内首家过评企业。2019 年，左乙拉西坦片 250mg 纳入第一批（4+7 扩围）国家集采，公司（中标价 71.79 元）和浙江普洛康裕（中标价 71.9 元）中标，2019 年 12 月开始执行，2020 年至 2022 年顺利续标。凭借集采中标，公司的左乙拉西坦在样本医院的销售额从 2017 的 0.02 亿元快速提升至 2022 年的 1.08 亿元，市占率从 0.48%提升至 40%，仅次于原研（46.8%）。从样本医院销售量来看，从 2017 年的 32 万片提升至 2022 年的 5157 万片，占比从 0.67%提升至 57.61%，已经超过原研（22.07%）。

图表 17：左乙拉西坦片样本医院销售额（亿元）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

图表 18：左乙拉西坦片样本医院销售量（万片）

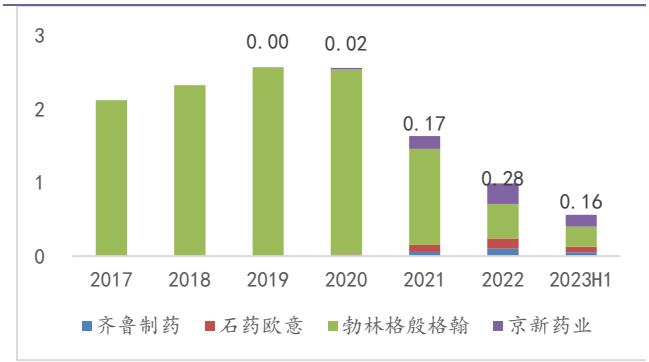


资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

集采助力普拉克索市占率快速提升。盐酸普拉克索是一种多巴胺受体激动剂，通过兴奋纹状体的多巴胺受体来减轻帕金森病患者的运动障碍，用于治疗特发性帕金森病的体征和症状，2021 年盐酸普拉克索片/缓释片中标第四批国采，销量快速提升，样本医药销售额快速从 2020 年 0.02 亿元提升至 2021 年的 0.17 亿元，市占率从 0.77%快速提升至 10.53%。2023 年上半年样本医院销售额为 0.16 亿元，市占率达到 29%，仅次于原研勃林格殷格翰市占率 48%。

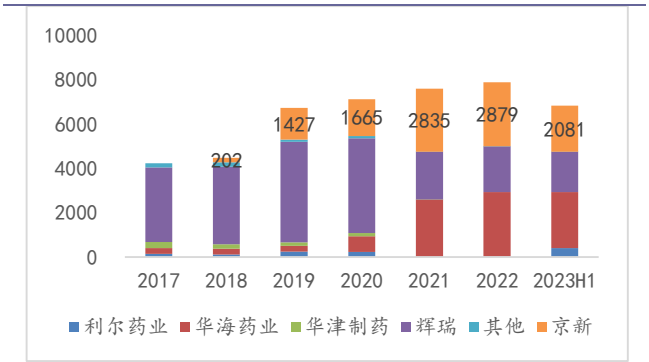
舍曲林集采后快速放量。盐酸舍曲林片为公司首仿药品，原研为辉瑞，是一种选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂(SSRI)，于 1990 年首次在英国上市，1996 年进入中国市场。2020 年中标第三批集采后价格降幅 21%，2020 年以来受疫情和集采影响销售额下滑，但是集采中标后销量实现快速提升。2023 年上半年，公司的舍曲林在样本医院销售量占比超过 30%。

图表 19：盐酸普拉克索片样本医院销售额（亿元）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

图表 20：盐酸舍曲林片样本医院销售量（万片）



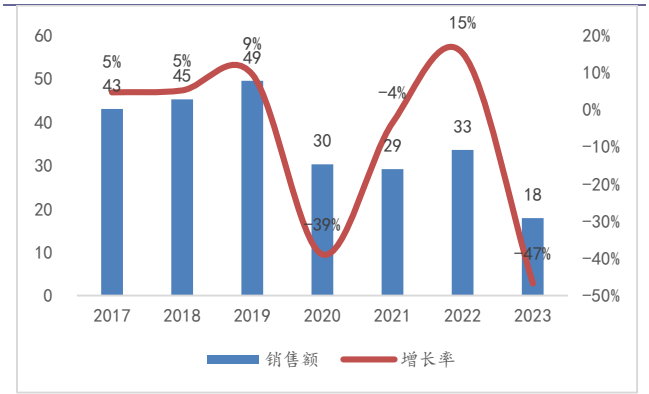
资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

（三）心脑血管集采影响消化，反弹趋势明显

高血脂症发病率逐年上升，患者基数庞大。《中国居民营养与慢性病状况报告(2020 年)》显示，中国 18 岁及以上居民高脂血症总体患病率高达 35.6%。中国高血脂症患者基数庞大，随着生活水平提高发病率呈逐年上升态势，发病呈逐渐年轻化趋势。2020 年以来，受集采因素影响，血脂调节剂销售额下滑，近年来集采影响基本消化，反弹趋势明显，2022 年样本医院血脂调节剂销售额达 33 亿元，增速达 15%。

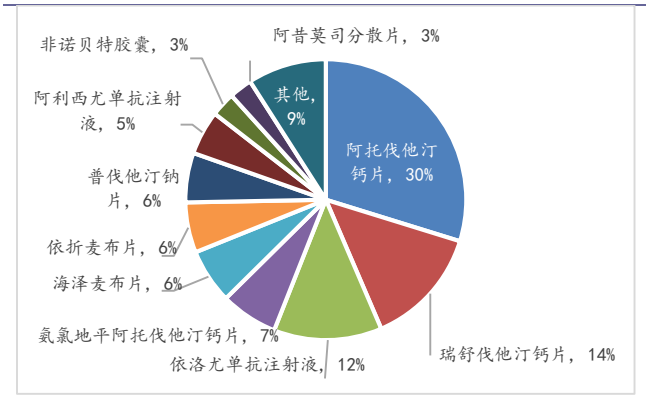
他汀类药物为主要血脂调节剂药物。高脂血症的药物治疗一般包括两大类，第一类是以降胆固醇为主的他汀类药物，临床上常见的有辛伐他汀、阿托伐他汀、瑞舒伐他汀等；第二类是降血脂药物，以降甘油三酯为主，包括苯扎贝特、菲诺贝特等。2023 年 H1 样本医院销售数据显示，血脂调节剂中他汀类药物的市场份额最高，其中阿托伐他汀钙片占比 30%，瑞舒伐他汀钙片占比 14%。

图表 21：血脂调节剂样本医院销售额（亿元）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

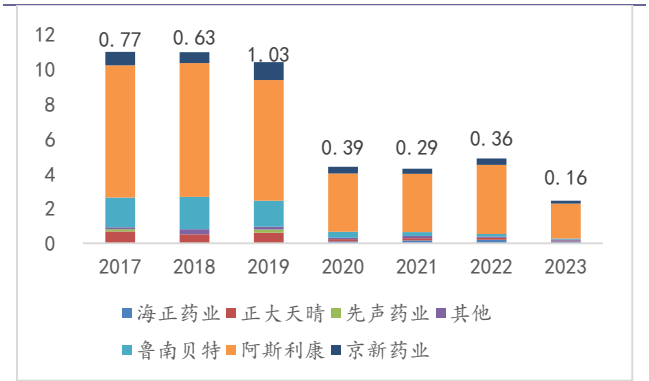
图表 22：2023H1 血脂调节剂样本医院市场格局（亿元，%）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

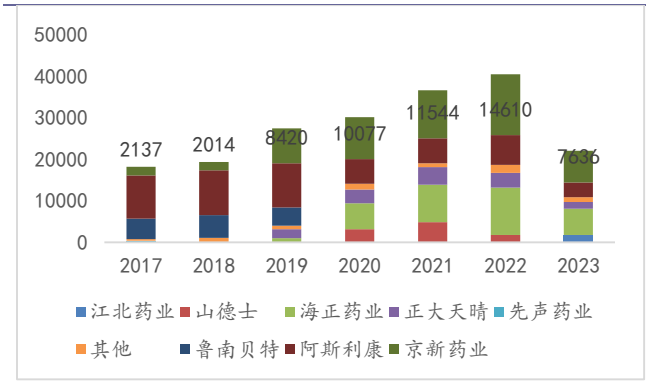
瑞舒伐他汀钙院内市场以价换量，集采利空基本消化。2019 年瑞舒伐他汀钙片纳入首批集采，2020 年瑞舒伐他汀钙片样本医院总销售额为 4.4 亿元，同比下降 58%。2019 年 3 月，公司的瑞舒伐他汀钙片集采独家中标，价格同比下降 46%(5mg)/75%(10mg)。进入集采后实现快速放量，2019 年样本医院销售量 8420 万片，同比增长 318%，2020 至 2022 年样本医院销量稳步提升，CAGR 为 20%。

图表 23：瑞舒伐他汀钙片样本医院销售额（亿元）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

图表 24：瑞舒伐他汀钙片样本医院销售量（万片）

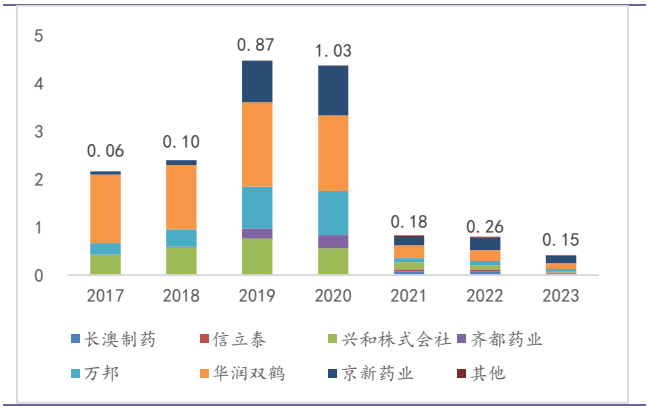


资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

独家剂型匹伐他汀分散片样本医院市占率第一。匹伐他汀钙分散片(2mg)为公司独家品种，公司独有的分散片剂型具有剂量更低而且安全性更高的优势，于 2020 年 11 月中标第三批国采。2021 年匹伐他汀（不区分剂型）样本医院销售额 8247 万元，同比减少 81%。2023 年 H1，公司的匹伐他汀分散片在匹伐他汀所有剂型的样本医院销售额占比为 37%，市占率第一。

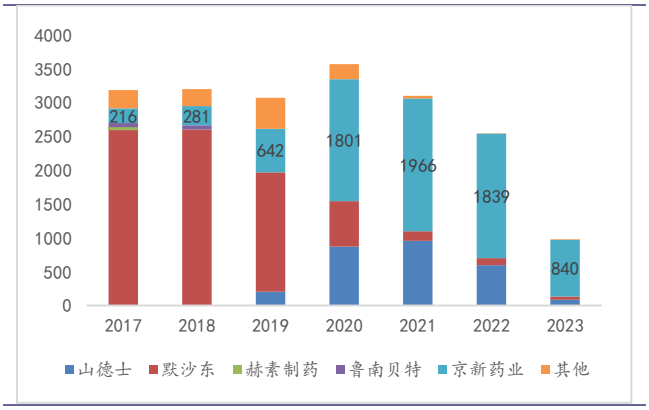
辛伐他汀以价换量成效显著。2020 年 4 月，公司的辛伐他汀片(20mg)第二批全国集采中标，价格降幅超 80%。2023 年上半年公司的辛伐他汀片样本医院销售量的份额高达 85%，以价换量成效显著。

图表 25：匹伐他汀样本医院销售额（亿元）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

图表 26：辛伐他汀片样本医院销售量（万片）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

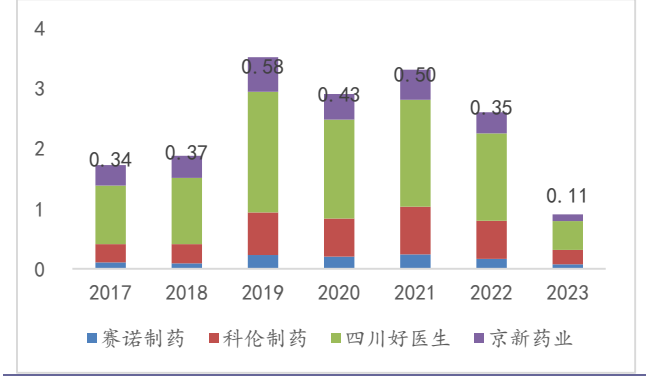
（四）康复新液有望消化集采影响，地衣芽孢杆菌贡献增量空间

康复新液用途广泛，集采影响有望快速消化。康复新液具有促进表皮细胞、肉芽组织和血管新生，改善局部血液循环，加速病损和坏死组织脱落，加快各种创面愈合等功效和作用。康复新

液用途广泛，内服可用于治疗消化道出血及溃疡，使用科室包括烧伤科、皮肤科、妇科等；外敷可用于治疗外伤、烧烫伤及溃疡，使用科室有消化科、肿瘤科等。康复新液是地方医保类乙类品种，目前主要厂家包括四川好医生、京新药业和科伦药业。2022 年，康复新液被纳入广东、湖北联盟集采，导致公司消化管线当年收入下降 7%，但是市占率仍有提升。依托公司核心品种经历多轮集采的经验，以及院外市场的进一步拓展，康复新液集采影响有望快速消化。公司也不断开发新剂型药物，进一步拓展消化管线的市场空间，目前在研的康复新肠溶胶囊已于 2022 年完成 II 期入组。

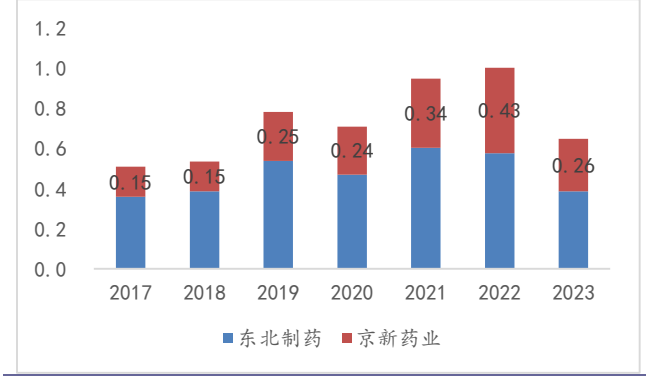
益生菌市场空间广阔，地衣芽孢杆菌活菌胶囊市场竞争格局良好，有望助力消化板块中长期发展。根据 BlueWeave 机构的数据显示，2022 年全球益生菌市场规模达到 602.3 亿美元，2022-2030 年，全球益生菌市场年复合增长率预计达到 8.7%。地衣芽孢杆菌活菌胶囊市场竞争格局良好，目前竞品厂家只有东北制药，暂时不符合集采规则。样本医院销售额占比不断提升，2022 年样本医药销售额 0.43 亿元，市场份额达到 42%。随着院外市场进一步拓展，地衣芽孢杆菌活菌胶囊未来有望贡献增量空间，助力消化板块中长期发展。

图表 27：康复新液样本医院销售额（亿元）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

图表 28：地衣芽孢杆菌样本医院销售额（亿元）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

(五)不断拓展业务板块，医疗器械贡献稳定收入

收购深圳巨烽切入医疗器械领域，进一步打开发展空间。2015 年，公司收购深圳巨烽，成功切入医疗器械领域，业务范围由药品制造拓展为综合性医药器械制造，进一步打开发展空间，拓宽了公司的收入来源和抗风险能力。深圳巨烽成立于 2004 年，是一家从事医疗影像智能显示和人机界面技术研发和制造的企业，产品线覆盖智能显示、人机界面、解决方案、中小设备。公司产品在国内医疗影像显示终端市占率超 50%，并且公司已与 GE、飞利浦、西门子、佳能、联影、迈瑞等全球知名医疗设备厂家建立战略合作关系，占据市场领先地位。公司目前面向全球进行战略布局，在沈阳、韩国、深圳、上海四地成立研发中心，沈阳、韩国、杭州三地建立生产基地，并且

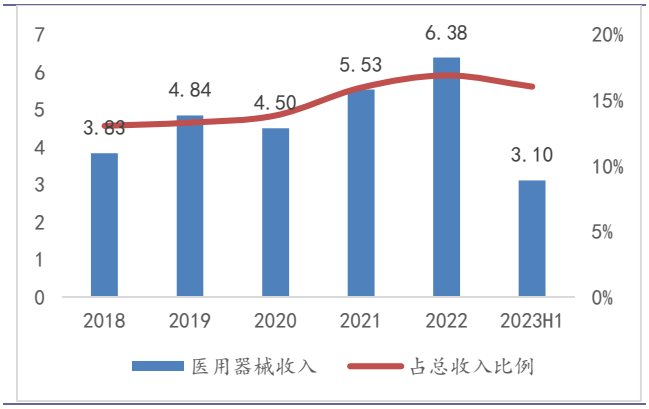
提供全球服务支持。

图表 29：深圳巨烽全球战略布局

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

医疗器械收入稳步增长，稳定贡献营收。公司医疗器械的收入主要由深圳巨烽贡献，近五年巨烽收入稳步增长，CAGR 达 11%。医疗器械收入占公司总收入的比例常年稳定在 15%左右，为公司稳定贡献营收。2020 年受疫情影响，海外市场收入下滑，但高端客户 ODM 产品的标率、占有率稳定提升，国内市场品牌的占有率实现持续上升，2020 年国内自有品牌业务同比增长 50%以上。同时公司积极研究开发 OLED 等新一代医用显示技术，提升超声、内窥、诊断、会诊等配套产品和解决方案。2022 年，公司成功争取了西门子、富士等重点项目，首次进入欧洲超声企业百胜供应商体系。

图表 30：近五年巨烽收入及占比（亿元）



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表 31：巨烽在研项目

研发项目	目的	进展
诊断显示器提升项目	对诊断显示器进行功能性提升，以增强产品的竞争力	6MP 曲面，30.9”12MP 等产品上市；21.3”3MP,21.3”5MP,30”6MP,27”8MP,31.5”8MP 等正在逐步导入平台
内窥手术显示器提升项目	通过系列化内窥手术显示器开发，完善产品线和产品覆盖，提升市场竞争力	已完成 32”4K、55”4K、OR 手术面板，32”全高清 3D 等多款内窥手术新产品开发和生产导入

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

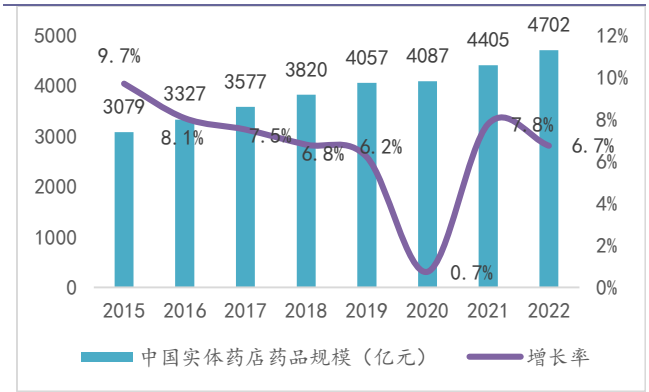
三、 投资看点

（一）院内+院外双驱动，助推制剂业绩增长

核心品种基层医院市场大有可为，院内市场有望进一步增长。基层医院诊疗空间广阔、增速较快。2023 年 10 月 12 日，国家卫生健康委发布《2022 年我国卫生健康事业发展统计公报》。2022 年，全国县级（含县级市）医院诊疗人次 13.5 亿，乡镇卫生院诊疗人次 12.1 亿，村卫生室诊疗人次 12.8 亿，与上年相比，社区卫生服务中心（站）人员数比上年增加 3.4 万人，增长 5.0%。2023 年 6 月 8 日，国家卫健委确定了 81 个紧密型城市医疗集团建设试点城市，为均衡医疗资源，大医院将慢性病或需恢复期较长的患者下沉到基层医疗机构，同时基层医疗机构通过大医院的品牌效应吸引辖区内居民就医，使得药品将在基层市场进一步扩大，渠道将更加通畅。公司精神神经和心脑血管管线核心品种几乎全部集采，以价换量后重点医院市占率快速提升，销量稳健增长，随着诊疗服务逐步向基层渗透，带动药品向基层医院下沉，基层医院的院内市场有望进一步拓宽。

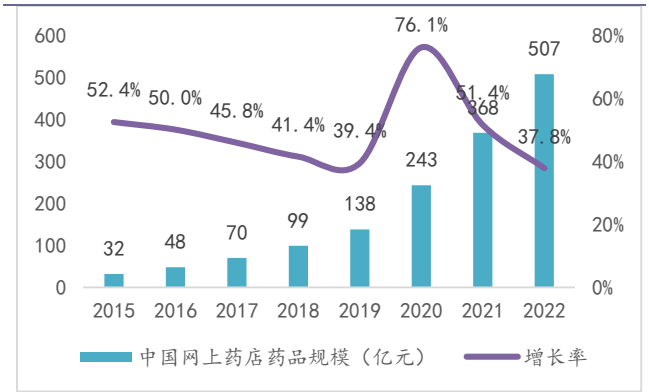
药房与线上药店增长稳健，院外渠道的慢病品类重要性突显。米内网数据显示，实体药店药品规模稳步增长，已超 4000 亿元，2015-2022 年 CAGR 为 6%。近年来网上药店药品规模增速较快，2015-2022 年 CAGR 为 48%。受客流下滑、集采扩面、处方外流及个账改革等医保政策影响，实体药店愈为重视处方药经营，药占比逐步提升至 77%，而网上药店的药占比不到 20%。面对人口老龄化、慢病年轻化的加速，院外渠道的慢病品类重要性突显。对于药店而言，慢病患者是最稳定的消费群体，慢病销售品类是药店中占比最大的品类，米内网数据显示，实体药店药品中的慢病品类占比达到 1/3。

图表 32：2015-2022 实体药店药品规模与增长趋势



资料来源：米内网，太平洋证券整理

图表 33：2015-2022 网上药店药品规模与增长趋势



资料来源：米内网，太平洋证券整理

院外市场线上业务发力，成为药品业务新的盈利增长点。2021 年公司开始在心脑血管领域重点布局院外市场，通过医药电商、品牌、商销等多种方式加速拓展院外终端市场。2021 年公司打造了针对癫痫、帕金森、抑郁、痴呆等围绕中枢神经系统常见疾病的医患沟通诊疗平台——向日

葵关爱中心，同年精神神经线上业务实现3000万元。公司不断发力与线上电商平台合作，先后与B2C主流平台阿里健康、京东健康等客户以及B2B核心平台药师帮、壹药城达成合作，互联网电商销售实现快速成长，2021年销售收入超5000万元，同比增长378%，2022年收入增长至1.67亿元，同比增速174%，已成为药品业务新的收入和盈利增长点。

公司联合院外商业合作伙伴积极开发院外零售市场，院外终端市场有望迎来加速拓展。公司于2023年一季度启动销售策略改革，将心脑血管、精神神经、消化系统三条成品药管线合并后，按院内和院外重新划分，新组建零售事业部负责院外市场。依托公司在院内树立疗效口碑的品牌外溢效应，公司联合院外商业合作伙伴积极开发院外零售市场，充分发挥商业平台的渠道优势，院外终端市场有望迎来加速拓展。

（二）产业链协同助推制剂发展，产能提升增长新动能

公司构建了从原料药到成品药的完整制药产业链，并且持续向上下游延伸。公司的全资子公司绍兴京新（原上虞京新）是全球喹诺酮类抗感染原料药的主要生产企业之一，其主要产品左氧氟沙星和环丙沙星的产量和市场份额位居全球前列。截至2022年末，公司已拥有多个“原料药+制剂”一体化主要品种，分别为辛伐他汀片、瑞舒伐他汀钙片、匹伐他汀分散片、盐酸舍曲林片、左乙拉西坦片等。原料药与成品药的协同发展不但能够为成品药业务提供稳定的原料来源，也能带动原料药业务的市场销售，将提升公司的成本优势和市场竞争力。同时公司也不断拓展精神神经、心脑血管及喹诺酮类等原料药类新产品、新工艺开发，促进供应链延伸，提升原料药产品的竞争力。

强化公司原料药和制剂一体化优势，有序推进产能建设。目前公司拥有上饶、沙溪、沈阳等8个生产基地。**原料药产能方面**，上虞、上饶两大原料药生产基地的产能为喹诺酮类4000吨、他汀类等特色原料药400吨，目前已经满产，产能瓶颈明显，公司通过工艺改进及新车间的建设，不断提升原料药产能，截至目前，已有3个新车间投入使用。山东原料生产基地主要负责上游关键中间体的生产，项目建成后将形成年产24702吨原料药、医药高级中间体及71670吨联产品的规模，有望在今年底试产。随着上游中间体产能进一步提升，公司成品药制剂有望进一步降低成本。

制剂产能方面，新昌成品药生产基地持续通过产能扩建、设备自动化改造升级、产线优化组合等措施积极解决生产瓶颈。2021年8月，公司通过非公开发行股票，募集资金净额4.95亿元用于年产30亿粒固体制剂产能提升项目、年产50亿粒固体制剂数字化车间建设项目两个产能提升项目建设。其中年产50亿粒固体制剂数字化车间建设项目已顺利完工并通过GMP现场检查，制剂产能得到进一步释放，总固体制剂产能将突破100亿片，预计产值约为16亿元。

中药产能方面，公司不断深挖中药品种潜力，通过并购沙溪制药，实现了公司中药产业资源的整合，增加排石颗粒、沙溪凉茶、缩泉丸、骨仙片等市场占有率领先的产品，同时安宫牛黄丸、润肠宁神膏、浓缩水牛角片、补血宁神片等多个潜力品种将逐步复产上市。目前公司持有中成药批文约 200 个，只有不到 40 个活跃品种。为提升中药产能，实现公司中药业务板块的产业结构升级，2021 年 6 月，公司在巴彦淖尔经济技术开发区投资 2 亿元建设中药生产新基地，建成后预计年产 5799.6 万盒中药产品，包括片剂 1444 万盒、颗粒剂 2484 万盒、丸剂 929 万盒糖浆剂 791 万盒及胶囊剂 151.6 万盒，预计满产产值约 4.5 亿元。

图表 34：公司主要在建工程投入进度（截至 2023H1）

项目名称	预算投入金额（百万元）	工程进度	公司预计剩余投入（百万元）
年产 30 亿粒固体制剂产能提升项目	341	25.52%	254
山东京新 1.1 期项目	559	46.80%	297
中药事业部中药生产基地建设项目	239	51.84%	115
上饶京新 622 标准化车间项目	24	70.01%	7
上虞京新 502 车间项目	50	100.00%	0

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 35：公司建设项目及预计收入（万元）

项目名称	建设类型	厂区	投资额（万元）	预计年收入（万元）	详细产能	建设进度
上虞京新药业有限公司年产 125 吨辛伐他汀、400 吨左氧氟沙星及联产 26 吨碳酸锂、102 吨硅醇技改项目	技改	上虞原料生产基地	5,000		年产 125 吨辛伐他汀、400 吨左氧氟沙星及联产 26 吨碳酸锂、102 吨硅醇技改项目	2021.4 环评，2022.12 验收
中药事业部中药生产基地建设项目	新建	内蒙古中药	20,000	45,000	年产 5799.6 万盒中药产品，包括片剂 1444 万盒、颗粒剂 2484 万盒、丸剂 929 万盒糖浆剂 791 万盒及胶囊剂 151.6 万盒。	在建
山东京新药业有限公司年产 24702 吨医药原料药及中间体项目	新建	山东原料生产基地	204,696	2,600	2000 吨/年 2,3,4,5-四氟苯甲酰氯、1500 吨/年恩诺沙星系列原料药、4000 吨/年环丙羧酸、302 吨/年 VD3 及结晶物、400 吨/年氨基丙醇、2000 吨/年环丙胺、1000 吨/年 4-氯丁酰氯、1000 吨/年 2-氨基丁酰胺盐酸盐、100 吨/年替格瑞洛中间体 1、100 吨/年替格瑞洛中间体 2、100 吨/年替格瑞洛中间体 3、5500 吨/年 2,4-二氯-5 氟-苯甲酰氯、2000 吨/年环丙乙酯胺化物、4700 吨/年 N,N-二甲氨基丙烯酸乙酯的生产能力	2022.2 环评，基本建设完成
年产 20 亿粒固体制剂建设项目	新建	新昌制剂产区	23,276		20 亿粒固体制剂：4 亿粒苯磺酸氨氯地平片，1 亿粒左乙拉西坦片，1 亿粒盐酸舍曲林片，7 亿粒辛伐他汀片，5 亿粒瑞舒伐他汀钙片，1 亿粒重酒石酸卡巴拉汀胶囊	2021.1 环评，基本建设完成
年产 50 亿粒固体制剂数字化车间建设项目	新建	新昌制剂产区	28,639	84,638	50 亿粒固体制剂:4 亿粒匹伐他汀钙分散片，7 亿粒辛伐他汀片，4 亿粒酒石酸美托洛尔片，8 亿粒盐酸二甲双胍片，5 亿粒盐酸二甲双胍缓释片，8 亿粒对乙酰氨基酚片，8 亿粒阿司匹林肠溶片，6 亿粒苯磺酸氨氯地平片	基本建设完成
年产 30 亿粒固体制剂产能提升项目	新建	新昌制剂产区	36,153	73,630	30 亿粒固体制剂：10 亿粒瑞舒伐他汀钙片，5 亿粒瑞舒伐他汀钙分散片，6 亿例阿托伐他汀钙片，6 亿例厄贝沙坦片，3 亿粒阿司匹林肠溶片	基本建设完成

资料来源：公司公告，环评报告，太平洋证券整理

制剂产能提升有望进一步拉动 CMO 业务空间。公司积极发展 CMO 业务，通过多年的积累，已组建一支 40 多人的技术转移团队，涵盖了制剂工艺、质量分析、项目管理等模块，具备年转移 20+项目的能力，公司已累计实现 30 多个产品的商业化供货。2021 年成品药 CMO 收入增速约 40%，并且连续多年实现高速增长，业务体量已达 2 亿元。制剂外贸方面，公司已经完成 CMO 项目产品转移验证十余个。公司也积极引入国内制剂代工业务，目前已经与部分国内药证持有人达成合作签约数十项，部分项目已进入商业化阶段，将为制剂业务拓展新的业绩增长空间。随着公司制剂的产能释放，制剂 CMO 业务空间有望进一步提升。

(三)仿创结合构筑产品管线，失眠新药打开成长天花板

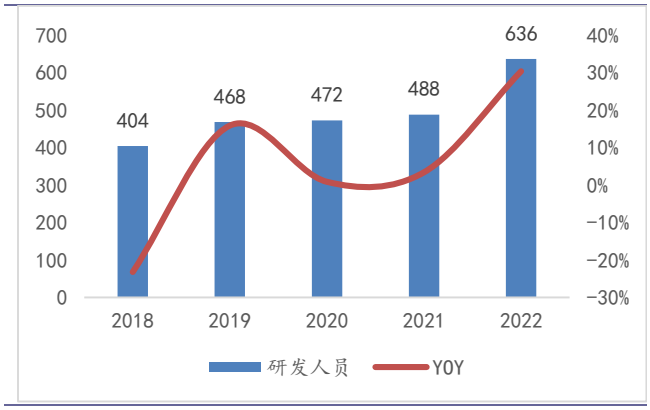
持续加码研发投入，不断完善创新药研发全流程人才梯队建设。公司持续加大研发投入，近

五年研发费用稳步提升，2022 年研发费用 3.67 亿元，增速 10%。公司不断完善创新药研发全流程人才梯队建设，近五年研发人员数量稳中有升，已经培育了一支涵盖有机化学、精细化工、药学、药物制剂、工程技术、生物工程、中药制药、软件工程等各领域、专业搭配合理、技术力量雄厚的技术研发队伍。公司现有技术人员 960 多人，约占公司总人数的 23%，其中硕博士 250 多人，占技术人员的 30%以上，已组建了创新药研发药物化学、药理药效、分子生物学、医学、临床、CADD 平台等 90 多人的技术团队。

图表 36：近五年研发费用（亿元）

资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表 37：近五年研发人员及增速



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

围绕精神神经和心脑血管两大管线，合理规划研发管线和产品梯度布局。公司持续加快创新药物研发的同时，推进仿制药的研发。公司每年申报 10 个以上项目，形成具有一批成本优势的仿制药产品群，提高仿制药竞争力。截至 2023 年上半年，公司仿制药项目注册获批 3 项、注册申报 4 项，研发启动 9 项，累计在研 50 余项，持续丰富仿制药产品管线，为公司的发展持续提供产品支持。创新药方面，公司首个创新药品种——地达西尼胶囊（EVT201）的上市申请已完成技术审评，并且在 2023 年 9 月 11 日被列入第二类精神药品目录，有望在今年底获批上市。公司引进的抗癫痫 1 类新药 JBP0S0101 胶囊拟开发用于治疗成人局灶性癫痫在中国获批临床。公司自研开发的治疗精分的 1 类新药 JX11502MA 胶囊目前 II 期临床推进中。

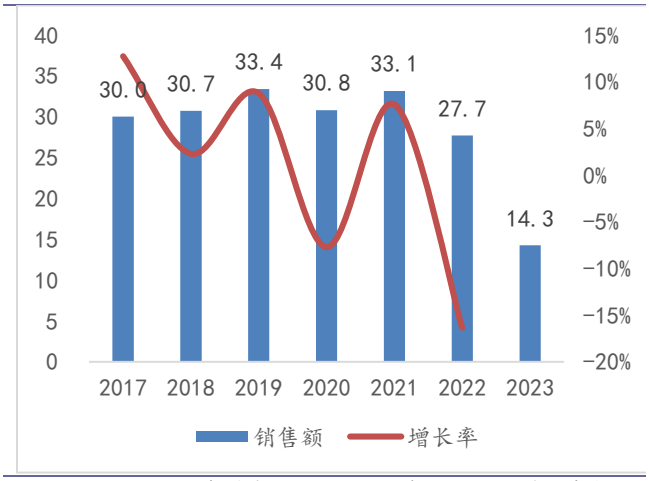
图表 38：公司主要在研产品

治疗领域	项目代码	适应症	所处阶段（临床前 / 临床I期 / 临床II期 / 临床III期 / 上市申请）
精神神经	EVT201胶囊	失眠障碍治疗	
	JX11502MA胶囊	精神分裂	
	普拉克索雷沙吉兰缓释胶囊	早期帕金森	
	JBP0S0101	用于婴儿痉挛症、成人局灶性癫痫	
	T2219	精神分类	
	2245	帕金森	
心脑血管	降血脂改良复方	血脂异常	
	静脉桥外支架	CABG 术后桥血管的预防性治疗	
	JX7002注射液	满足他汀不耐受高胆固醇血症高危患者需求	
消化系统	康复新液肠溶胶囊	溃疡性结肠炎	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

失眠患者人群庞大，《2022 中国国民健康睡眠白皮书》数据显示，成人失眠发生率高达 38.2%，而有 42%的老年人入睡时长超过半小时，失眠率高达 21%。据国家卫健委精神障碍诊疗规范（2020 年版）数据，中国人口失眠症发病率在 10%-20%，即 13 亿人中有 2 至 3 亿人患失眠，患者人数庞大，但是就诊率不足 30%。近几年安定类药物的样本医院年销售额为 30 亿元左右，其中占比较高的品种为咪达唑仑。

图表 39：安定类药物样本亿元销售额（亿元）



资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

图表 40：2023H1 安定类药物样本医院 TOP10 品种

药品名称	销售额	占比
咪达唑仑注射液	2.29	16.09%
盐酸右美托咪定注射液	1.99	13.94%
奥氮平片	1.09	7.67%
酒石酸唑吡坦片	0.79	5.51%
帕利哌酮缓释片	0.77	5.41%
枸橼酸坦度螺酮胶囊	0.75	5.23%
富马酸喹硫平片	0.65	4.58%
奥沙西泮片	0.51	3.60%
艾司唑仑片	0.47	3.27%
佐匹克隆片	0.44	3.10%
其他	4.51	31.62%

资料来源：Wind 医药库，太平洋证券整理

安眠药市场 16 年无新药推出。临床治疗失眠的药物主要为苯二氮䓬类激动剂（BzRAs）、褪黑素受体激动剂、抗抑郁剂和食欲素受体拮抗剂等。苯二氮䓬类受体激动剂（BzRAs）分为非苯二氮䓬类药物（non-BZDs）和苯二氮䓬类药物（BZDs），主要通过增加γ-氨基丁酸的抑制作用产生镇静催眠的效果，相比之下，non-BZDs 的不良反应较少。褪黑素受体激动剂可治疗以入睡困难为主

诉的失眠和昼夜节律失调的失眠症。食欲素受体拮抗剂以影响食欲素信号通路的方式实现增加总睡眠时间的治疗目的。中国安眠药市场自 2007 年佐匹克隆上市后，已经 16 年无新药推出。第一代安眠药为巴比妥类、水合氯醛、三溴合剂以及羟嗪等，此类药物拥有镇静作用，但需要一定剂量下才能改善睡眠，且过多剂量下还会抑制呼吸。第二代安眠药的主要成份是苯二氮䓬类药物，主要有咪达唑仑、地西泮、劳拉西泮、艾司唑仑、三唑仑等。第二代安眠药治疗指数相对增高，对内脏毒性低，是目前临床上最常用的镇静、催眠和抗焦虑的药物。第三代安眠药主要包括唑吡坦、扎来普隆、佐匹克隆等。耐受性和依赖性较第二代安眠药更小，但是主要作用只有镇静催眠。

图表 41：失眠症药物分类及作用机制

剂型	分类	作用靶点	药物
苯二氮䓬受体激动剂	非苯二氮䓬类（non-BZDs）	γ-氨基丁酸（GABA）A 受体	佐匹克隆片剂
			右匹克隆片剂
			唑吡坦片剂
			扎来普隆胶囊
	苯二氮䓬类（BZDs）	γ-氨基丁酸（GABA）A 受体	艾司唑仑片剂
			替马西泮胶囊
			三唑仑片剂
			氟西泮胶囊
			夸西泮片剂
			劳拉西泮片剂
褪黑素受体激动剂	褪黑素类	褪黑素 MT_1 和 MT_2 受体	雷美替胺片剂
抗抑郁剂	具有催眠作用的抗抑郁药	胆碱能受体、α_1-肾上腺素能受组胺 H_1 受体	多塞平片剂
		5-HT 受体拮抗/再摄取抑制剂 SARIs	曲酮片剂
		5-HT_{2A} 受体、组胺 H_1 受体	米氮平片剂
		选择性 5-HT 再摄取抑制剂 $SSRI_s$	氟伏沙明片剂
食欲素受体拮抗剂		阻断食欲素	苏沃雷生片剂
抗癫病药		-	加巴喷丁胶囊
抗精神病药		拮抗组胺、多巴胺 D_2 和 5-HT_2 受体	隆硫平片剂
		5-$HT_{2A}2_C$、5-HT_3、5-HT_6 受体，多巴胺 D_1、D_2、D_3、D_4、D_5 受体，胆碱能 M_1-M_5 受体及组胺 H_1 受体	奥氮平片剂

资料来源：中国睡眠研究会，太平洋证券整理

地达西尼激动剂+拮抗剂作用机制创新，不良反应方面优势明显。地达西尼最早由 Roche 研发，随后 Evotec 获得全球独占权并将其开发用于治疗失眠症，2010 年京新药业与 Evotec 签署协议，获得地达西尼在中国的独家专利许可和开发权，2021 年完成Ⅲ期临床试验，获批上市在即。地达西尼是γ-氨基丁酸（GABA）A 受体的部分正向别构调节剂，选择性作用于 GABAA 受体α1-亚型，对 GABA 受体具有较低的最大激活效果强度。与 GABA 受体的全激活剂相比，该机制使得地达

西尼既能对 GABA 受体具有激活效果，又能快速抑制神经系统，且能避免对 GABA 受体过度激活引起的神经副作用。与传统 GABA 受体全激动剂相比，地达西尼在运动障碍、后遗症、耐受性、乙醇相互作用、身体依赖、记忆损伤等不良反应方面具有明显的优势。

地达西尼半衰期更长，日间功能损害优于传统药物。研发数据表明，地达西尼在治疗成人原发性失眠症和老年原发性失眠症上均表现良好，且能显著降低老年患者日间生理性睡眠倾向。对于成人患者，相比于安慰剂，1.5 毫克和 2.5 毫克的地达西尼分别延长总睡眠时长 33.1 和 45 分钟，减少入睡后的觉醒 16.7 和 25.7 分钟，减少觉醒次数 1.2 和 2.6 次，两种剂量均显著改善了患者的睡眠质量。同时，高剂量的地达西尼对老年患者睡眠的改善更明显，2.5 毫克该药物能延长 56.4 分钟的总睡眠时长，并减少 36.1 分钟入睡后觉醒。与唑吡坦、扎来普隆和三唑仑等短效苯二氮类受体激动剂（平均半衰期 1-3 小时）的最优剂量相比，地达西尼消除半衰期（3-4 小时）更长，从而维持睡眠的作用时间更久；而对比右佐匹克隆、替马西泮等中效苯二氮类受体激动剂（平均半衰期 6 小时及以上），地达西尼产生残留效应的可能性更小。

地达西尼竞品较少，有望快速打开市场。目前失眠症除了苯二氮䓬类受体激动剂之外，新一代的安眠药褪黑素受体激动剂、食欲素受体拮抗剂受到广泛关注，例如武田的雷美替胺、默沙东的苏沃雷生、卫材的 Dayvigo。国内目前没有相关药物上市，并且对于失眠症的创新药物研发较少。目前国内已进入临床阶段的失眠创新药有扬子江药业的 YZJ-1139（Ⅲ期临床）以及东阳光药的 orexin receptor 拮抗剂 HEC-83518（Ⅰ期临床）。因此地达西尼的竞品较少，依托公司在精神神经领域多年的经验及专业的销售团队，有望在获批上市后快速提升市场份额。

我们认为公司地达西尼远期空间有望超过 10 亿元。根据国家卫健委精神障碍诊疗规范（2020 年版）数据，中国人口失眠症发病率在 10%-20%，即 13 亿人中有 2 至 3 亿人患失眠，患者人数庞大，但是就诊率不足 30%。根据 Wind 医药库统计，近几年安定类药物样本医院销售额超 30 亿元。由于地达西尼具有独特的机制和疗效安全性优势，我们预计地达西尼上市作为独家品种后将逐步提升市占率，我们假设上市后平均年使用费为 0.15 万元/人，远期市场空间有望超过 10 亿元。

图表 42：地达西尼市场空间测算

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
全国失眠症人数（万人）	25000	25250	25629	26141	26664	27197	27877	28574
YoY	1.0%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.5%	2.5%	3.0%
就诊比例	30.0%	30.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	32.0%	32.0%
用药占比	20.0%	22.0%	25.0%	25.0%	25.0%	28.0%	28.0%	28.0%
失眠症用药潜在需求量（万人/次）	1500	1667	1986	2026	2066	2361	2498	2560
苯二氮䓬类受体激动剂渗透率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
苯二氮䓬类受体激动剂覆盖患者人数（万人）	450	500	596	608	620	708	749	768
地达西尼市占率	0.8%	1.5%	3.0%	5.0%	8.0%	9.5%	10.0%	13.0%
年费用（万元）	0.150	0.150	0.150	0.158	0.158	0.158	0.150	0.150
YoY		0.0%	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	-5.0%	0.0%
销售额（亿元）	0.54	1.12	2.68	5.03	7.81	10.60	10.65	14.94

资料来源：国家卫健委精神障碍诊疗规范（2020 年版），太平洋证券整理

公司的创新药 JX11502MA 有望改变精神分裂症阴性患者用药格局。公司自研的 1 类新药 JX11502MA 是卡利拉嗪的类似物，主要靶点是多巴胺受体及 5-HT 受体，二者作用机制相似但结构不同。卡利拉嗪由吉瑞药厂和艾伯维研发，2015 年获美国 FDA 批准，全球销售突破 20 亿美元，国内目前尚未上市。国内精神分裂症新药还有绿叶制药研发的注射用利培酮微球（2021 年上市）以及再鼎医药引进的 KarXT（临床Ⅲ期）。公司的 JX11502MA 目前处于临床 II 期阶段，主要针对精神分裂症阴性症状，有望改变阴性患者用药格局。

四、 盈利预测及估值

（一）关键假设及收入拆分

按公司的核心业务板块分别进行盈利预测，核心假设为：

1、 **医药制造：**公司集采影响基本出清，成品药业务毛利率趋稳，我们预计 2023-2025 年，毛利率为 54.5%，54.5%，54.5%。

其中：

1）精神神经：随着院内基层医院市场进一步打开空间，左乙拉西坦片，普拉克索有望进一步增长，盐酸舍曲林片降幅逐步收窄，地达西尼有望年底获批上市，我们预计在 2024-2025 年逐步放量，预计 2023-2025 年精神神经板块收入增速为 6%，18%，20%。

2)心脑血管:公司对院外市场不断开拓,心脑血管板块慢病用药有望稳步增长,我们预计 2023-2025 年心脑血管板块收入增速为 8%，6%，6%。

3）消化：康复新液受湖北、广东省级联盟集采影响落地，降幅逐步收窄，未来院内市场份额有望提升，地衣芽孢杆菌活菌胶囊竞争格局良好，收入增速较快，我们预计 2023-2025 年消化板块收入增速为-1%，7%，12%。

4）其他（中药及 CMO）：随着新产能的投放，中药板块和 CMO 板块有望快速提升，我们预计 2023-2025 年收入增速为 5%，20%，22%。

5）原料药：原料药价格企稳回升，预计收入缓步提升我们预计 2023-2025 年原料药板块收入增速为 5%，7%，6%。

2、 **医疗器械**：预计医疗器械板块收入稳步提升，我们预计 2023-2025 年医疗器械板块收入增速为 5%，7%，7%。毛利率水平保持稳定，我们预计 2023-2025 年毛利率为 35%，35%，35%。

3、 **其他业务**：预计收入水平稳中有升，我们预计 2023-2025 年其他业务收入增速为 1%，1%，2%。毛利率水平保持稳定，我们预计 2023-2025 年毛利率为 80%，80%，80%。

费用端：公司核心制剂品种全部进入集采，院内销售费用降低，院外新产品推广依托公司多年积攒的科室经验，预计销售费用保持稳定，我们预计公司销售费用率小幅下降，2023-2025 年分别为 20.25%，20.20%，20.00%。2023 年底公司在建工程大量转固，预计 2024 年管理费用有所上升，我们预计公司管理费用率 2024 年上升之后下降，2023-2025 年分别为 4.6%，5.5%，5.2%。预计公司财务费用保持稳定，2023-2025 年分别为-1%，-1%，-2%。预计公司研发费用稳定，2023-2025 年分别为 9%，9%，9%。

图表 43：收入及毛利率拆分

单位（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
医药制造	3,141	3,294	3,677	4,163
YoY	16%	5%	12%	13%
毛利率	57%	55%	55%	55%
其中：				
原料药	873	912	976	1,035
YoY	7%	5%	7%	6%
精神神经	570	604	713	856
YoY	5%	6%	18%	20%
心脑血管	586	633	671	711
YoY	13%	8%	6%	6%
消化	432	430	460	515
YoY	-7%	-1%	7%	12%
其他（CMO、中药等）	680	715	857	1,046
YoY	82%	5%	20%	22%
医疗器械	629	660	707	756
YoY	14%	5%	7%	7%
毛利率	34%	35%	35%	35%
其他业务	62	62	63	64
YoY	-2%	1%	1%	2%
毛利率	79%	80%	80%	80%
合计	3,780	4,017	4,447	4,983
YoY	13%	6%	11%	12%
毛利率	54%	52%	52%	52%

资料来源：IFIND，太平洋证券整理

（二）盈利预测

截止至 2023 年 11 月 27 日，公司的收盘价为 14.09 元，总市值为 121.32 亿元，我们预测公司 2023/2024/2025 年收入为 40.17/44.47/49.83 亿元，同比增长 6.26%/10.72%/12.05%。归母净利润为 6.77/7.20/8.44 亿元，同比增长 2.17%/6.43%/17.24%。对应的 2023 年-2025 年 EPS 分别为 0.79 元/股，0.84 元/股和 0.98 元/股，市盈率分别为 17.88 倍，16.80 倍，14.33 倍。

图表 44：盈利预测表

项目/年度 单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,779.85	4,016.62	4,447.06	4,983.02
增长率（%）	9.04%	6.26%	10.72%	12.05%
归母净利润	662.25	676.64	720.16	844.32
增长率（%）	8.12%	2.17%	6.43%	17.24%
EPS（元/股）	0.77	0.79	0.84	0.98
市盈率（P/E）	18.27	17.88	16.80	14.33
市净率（P/B）	2.35	2.17	1.92	1.70

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）PE 估值及投资建议

选取行业中与京新药业业务最为相近的科伦药业、信立泰和苑东生物三家公司，2023-2025 年三家公司的平均 PE 分别为 32 倍，28 倍，23 倍。考虑公司产品管线储备丰富，院内集采影响出清，院外市场提升空间大，产能逐步释放以及失眠新药地达西尼获批在即有望驱动未来增长。我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应未来 6 个月目标价为 18.42 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 45：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
688513.SH	苑东生物	54.96	66.00	2.05	2.10	2.58	3.23	30	26	21	17
002422.SZ	科伦药业	28.35	420.41	1.20	1.57	1.80	2.13	22	18	16	13
002294.SZ	信立泰	32.85	366.22	0.57	0.62	0.72	0.88	58	53	46	37
可比公司平均			284.21					36	32	28	23
002020.SZ	京新药业	14.09	121.32	0.77	0.79	0.84	0.98	18	18	17	14

资料来源：IFIND，股价为 2023 年 11 月 27 日收盘价，京新药业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、 **行业政策变化风险。**近年来，随着国家医药体制改革不断深入，国家带量采购全面推进，医保目录动态调整、两票制、一致性评价、新药审批、医保控费、公立医院改革及 GMP 认证取消增加飞行检查等系列政策的出台，正在逐步改变行业格局，给公司带来了挑战与风险。

2、 **药品研发及上市不及预期风险。**医药行业药品研发须经历临床前研究、临床试验、申报注册、获准生产等过程，存在高投入、高风险、周期长、环节多等特点，同时可能受国家政策、市场因素、成本超预算等因素影响，带来研发失败或者进度不及预期的风险。

3、 **环保风险。**近年来国家对节能减排、安全环保的政策要求进一步提高，监管力度进一步加大，对公司生产经营提出了更高的环保标准。

4、 **人才缺乏风险。**随着公司规模的扩张和业务的拓展，公司在战略执行和推进中，可能存在管理人才、专业人才储备与公司发展需求不能很好匹配的风险。

资产负债表（百万）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,561	1,548	2,040	2,777	3,782
应收和预付款项	478	495	520	577	635
存货	678	774	635	628	655
其他流动资产	577	464	335	314	294
流动资产合计	3,294	3,281	3,529	4,296	5,365
长期股权投资	108	81	80	78	76
投资性房地产	137	133	133	133	133
固定资产	1,092	1,291	1,480	1,611	1,655
在建工程	161	285	252	221	166
无形资产开发支出	157	419	405	391	376
长期待摊费用	56	27	15	16	14
其他非流动资产	4,837	5,126	5,726	6,481	7,538
资产总计	6,547	7,363	8,092	8,932	9,957
短期借款	148	239	369	319	269
应付和预收款项	450	719	677	770	872
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,050	1,233	1,447	1,517	1,639
负债合计	1,648	2,191	2,493	2,605	2,779
股本	905	861	861	861	861
资本公积	2,236	1,720	1,720	1,720	1,720
留存收益	2,150	2,554	2,974	3,695	4,539
归母公司股东权益	4,862	5,146	5,568	6,288	7,132
少数股东权益	38	26	32	39	46
股东权益合计	4,899	5,172	5,600	6,326	7,178
负债和股东权益	6,547	7,363	8,092	8,932	9,957

现金流量表（百万）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	373	856	1,115	1,028	1,192
投资性现金流	142	(738)	(479)	(223)	(120)
融资性现金流	113	(188)	(147)	(69)	(67)
现金增加额	625	(55)	491	737	1,005

利润表（百万）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,467	3,780	4,017	4,447	4,983
营业成本	1,544	1,766	1,940	2,145	2,398
营业税金及附加	30	38	40	44	49
销售费用	789	792	813	898	997
管理费用	182	194	185	245	259
财务费用	(38)	(72)	(18)	(27)	(44)
资产减值损失	(10)	(21)	(12)	(15)	(18)
投资收益	48	19	20	22	25
公允价值变动	7	24	0	0	0
营业利润	698	757	765	811	949
其他非经营损益	1	(6)	1	1	1
利润总额	700	750	766	812	950
所得税	82	82	84	85	98
净利润	618	668	683	727	852
少数股东损益	5	6	6	7	8
归母股东净利润	613	662	677	720	844

预测指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	55.47%	53.27%	51.69%	51.76%	51.87%
销售净利率	17.67%	17.52%	16.85%	16.19%	16.94%
销售收入增长率	6.40%	9.04%	6.26%	10.72%	12.05%
EBIT 增长率	7.31%	6.54%	14.33%	4.93%	15.44%
净利润增长率	(6.21%)	8.12%	2.17%	6.43%	17.24%
ROE	12.60%	12.87%	12.15%	11.45%	11.84%
ROA	9.36%	8.99%	8.36%	8.06%	8.48%
ROIC	10.65%	10.65%	11.08%	10.51%	10.86%
EPS(X)	0.75	0.77	0.79	0.84	0.98
PE(X)	19.75	18.27	17.88	16.80	14.33
PB(X)	1.77	2.04	2.17	1.92	1.70
PS(X)	2.48	2.77	3.01	2.72	2.43
EV/EBITDA(X)	9.09	10.81	10.99	9.59	7.52

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	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	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@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
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@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

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。