



## 买入（首次）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：24.22

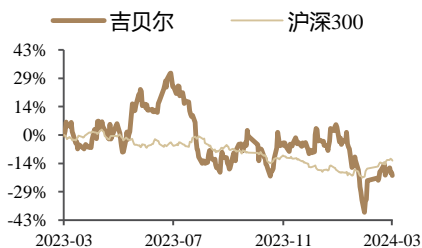
### 证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.55	-23.31	-13.78
相对涨幅(%)	12.96	-29.33	-17.60

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 吉贝尔（688566.SH）：核心产品助力业绩高增长，创新管线有望持续催化

- 利可君片：独家升白化药品种，疗效安全性优势明显，多科室应用拓展带来新增量。**利可君片是用于预防、治疗白细胞及血小板减少症的药物，具有稳定、安全性高、适合长期服用的特点。近年来公司利可君片销售收入不断上升，2023年上半年实现销售收入3.3亿元。目前利可君已在国内数千家医院实现销售，基本覆盖国内三甲医院，同时公司也积极开拓院外市场，已开发大中型连锁药店超400家，其中全国百强连锁达65家。目前公司仍是国内外独家生产利可君原料药及国内外唯一有能力生产利可君片的企业。此外利可君片广泛应用在肿瘤科、内分泌科、精神科、传染科、血液科等多科室，近几年公司尤其加大了肿瘤科室的推广力度，产品后续放量可期。
- 尼群洛尔：血压心率双达标，临床独家品种，专业销售团队有望推动高增长。**尼群洛尔片是国家首个复方抗高血压一类新药，用于治疗轻中度原发性高血压和轻中度高血压合并心率快患者，产品在降低血压的同时可以降低心率，针对高血压合并心率快患者有明显的不可替代优势。尼群洛尔目前获得了包括《基层心血管病综合管理实践指南2020》在内的多个临床指南推荐，产品疗效获得权威专家认可和推荐。2022年公司组建了尼群洛尔专业事业部，采用专家推广模式，产品销售额快速增长，2022年全年实现销售额0.6亿元。考虑到国内高血压患者人群不断提升，高血压复方制剂的用药趋势，尼群洛尔作为血压心率双达标的产品，未来有望实现较快增长。
- 研发投入持续增加，创新管线未来可期。**公司研发费用总体呈现上升趋势，2022年研发费用达0.55亿元，研发费用率达8.4%，公司拥有复方制剂研发技术、氘代药物研发技术、脂质体药物研发技术三大研发平台，目前在研新药包括抗抑郁新药JJH201501、抗胃酸新药JJH201701、治疗胆囊炎胆结石药物JJH201801、抗肿瘤新药JJH201601等。其中氘代平台新药JJH201501抗抑郁效果明显，副作用显著低于临床一线用药文拉法辛，且氘代技术下药代动力学相比临床相关用药有明显改善，目前正在开展IIb期临床试验。脂质体平台新药JJH201601抑瘤作用显著，具有更低的毒副作用，且药物的耐受性和安全性较好。
- 盈利预测和投资建议。**我们预测2023-2025年吉贝尔归母净利润分别为2.2/2.7/3.3亿元，同比增长39.8%/24.3%/23.6%。考虑到利可君片多科室拓展后广阔的成长空间，尼群洛尔通过成立专门事业部大力推广有望高速增长，以及抗抑郁新药JJH201501和抗肿瘤新药JJH201601等创新药物的后续潜力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**核心产品销售不及预期的风险；产品推广节奏不及预期的风险；研发进度不及预期的风险

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	189.08		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	189.08	营业收入(百万元)	510	655	861	1,076	1,327
52 周内股价区间(元):	18.57-39.89	(+/-)YOY(%)	-9.9%	28.5%	31.5%	25.0%	23.4%
总市值(百万元):	4,579.61	净利润(百万元)	115	155	216	269	332
总资产(百万元):	2,118.92	(+/-)YOY(%)	-11.4%	34.6%	39.8%	24.3%	23.6%
每股净资产(元):	9.72	全面摊薄 EPS(元)	0.61	0.82	1.14	1.42	1.76
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	87.8%	88.4%	88.4%	89.3%	90.0%
		净资产收益率(%)	7.2%	9.2%	11.6%	12.6%	13.5%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 吉贝尔：产品布局多元化，创新构筑护城河 .....	6
1.1. 注重发展研发能力，技术创新引领公司发展 .....	6
1.2. 营收利润稳健增长，利可君片贡献显著 .....	7
2. 核心产品优势明显，未来增长空间可观 .....	8
2.1. 利可君片：独家口服升白化药，科室拓展带来增量 .....	9
2.2. 尼群洛尔：高壁垒临床稀缺品种，推广加速下销售规模有望快速增长 .....	11
3. 研发持续加码，静待创新进展 .....	13
3.1. 研发费用稳定上涨，三大平台研发持续推进 .....	13
3.2. 抗抑郁新药 JJH201501：市场缺口较大，氙代平台优势明显 .....	14
3.3. 抗肿瘤新药 JJH201601：比较优势明显，I期临床顺利开展 .....	16
4. 盈利预测与估值 .....	16
4.1. 盈利预测 .....	16
4.2. 可比公司估值 .....	17
5. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	6
图 2: 公司股权结构图 (截至 23 年三季报) .....	6
图 3: 2017-2023H1 吉贝尔营业收入情况 .....	7
图 4: 2017-2023H1 吉贝尔归母净利润情况 .....	7
图 5: 2017-2022 年公司毛利率及净利率 .....	7
图 6: 2017-2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率 .....	7
图 7: 公司营业收入结构 .....	8
图 8: 公司产品毛利结构 .....	8
图 9: 2016-2020 年国内升白制剂市场规模 .....	9
图 10: 国内肿瘤发病人数 .....	9
图 11: 公司核心产品利可君片具备较高壁垒 .....	9
图 12: 利可君片可用于多科室 .....	10
图 13: 2016-2023H1 公司利可君片销售额 .....	10
图 14: 2016-2022 年公司利可君片销量 .....	10
图 15: 中国抗高血压药物市场规模及增速 .....	11
图 16: 中国成人高血压患病率变化情况 .....	11
图 17: 我国高血压患者知晓率、治疗率和控制率情况 .....	11
图 18: 公司 2016-2022 年尼群洛尔销售规模及增速 .....	12
图 19: 公司 2016-2022 年尼群洛尔销售量及增速 .....	12
图 20: 尼群洛尔针对高血压合并快心率患者具备较为明显优势 .....	12
图 21: 我国高血压患者心率情况 .....	13
图 22: 尼群洛尔被一系列指南列为高血压推荐用药 .....	13
图 23: 公司研发费用及研发费用率 .....	14
图 24: 公司在研管线布局情况 (截止至 2023 年 8 月) .....	14
图 25: 2016-2022 年城市公立医疗机构抗抑郁化药销售额及增速 .....	14
图 26: 中国抑郁症人数变化 .....	14
图 27: JJH201501 和阳性药物血药浓度—时间曲线 .....	15
图 28: JJH201501 和阳性药物主要代谢物血药浓度—时间曲线 .....	15
图 29: 全球肿瘤药物市场规模 (十亿美元) .....	16
图 30: 全球肿瘤患病人数及患病率 (估算值) .....	16

表 1: 公司已上市产品管线 .....	8
表 2: 升白药物对比 .....	9
表 3: 单次给药下 JJH201501 和对照药物药代动力学结果对比 .....	15
表 4: 吉贝尔盈利预测.....	17
表 5: 吉贝尔可比公司估值 .....	17

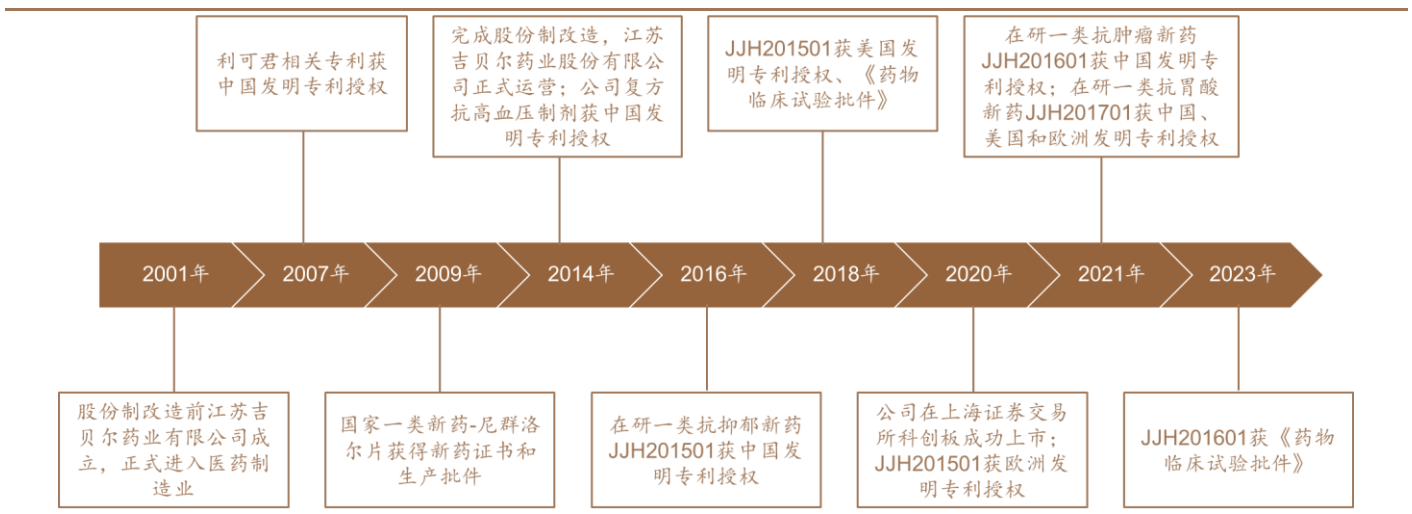
## 1. 吉贝尔：产品布局多元化，创新构筑护城河

公司成立于 2001 年，是一家专业从事药物研发、制造，以创新药为主的医药高新技术企业。公司的主营业务是化学药品制剂、中成药制剂、原料药的研发、生产、销售，经过多年发展，公司形成了以升白药物利可君片、复方抗高血压一类新药尼群洛尔片等高新技术产品为主的多元产品系列，并且加大了在抑郁症、肿瘤、胃病等疾病的创新型药物的研发，以满足市场和临床用药的需求。

### 1.1. 注重发展研发能力，技术创新引领公司发展

**夯实创新基础，技术引领发展。**江苏吉贝尔药业有限公司 2001 年正式进入医药制造业。2007 年，利可君相关专利获中国发明专利授权，次年公司被评为高新技术企业。2009 年，公司核心产品，国家一类新药尼群洛尔片获得新药证书和生产批件。2016 年以来，公司抗抑郁新药 JJH201501、抗肿瘤新药 JJH201601、抗胃酸新药 JJH201701 等多个在研一类新药在中国乃至美国、欧洲获得发明专利授权。其中公司核心产品利可君片作为升白化药的代表性药品，可广泛用于预防、治疗白血球减少症及血小板减少症、再生障碍性贫血等，市场份额在升白化药领域处于绝对领先地位。

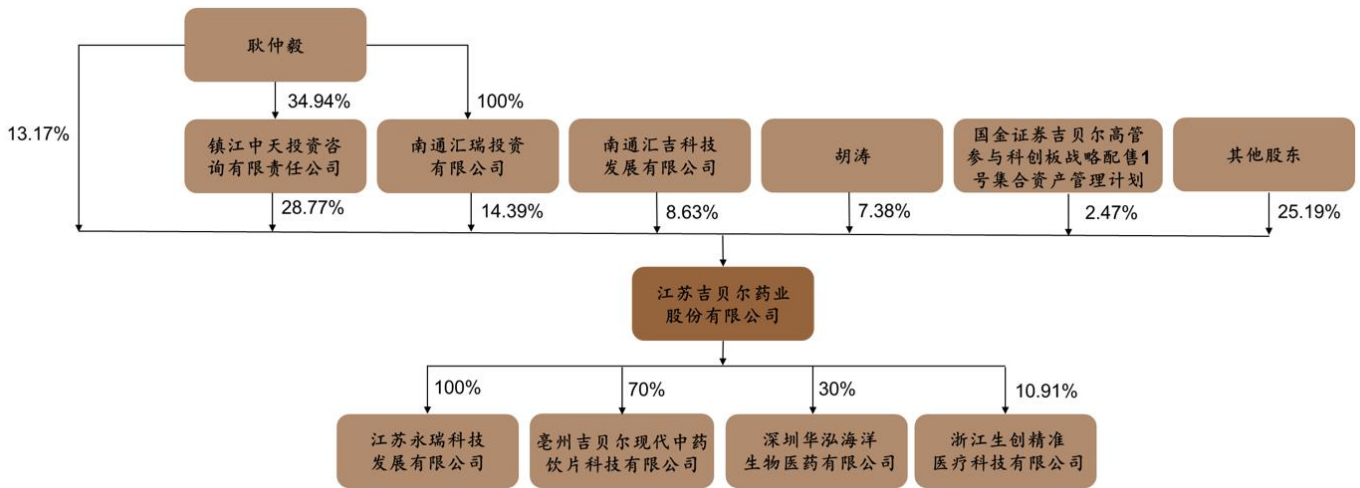
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

**公司股权结构集中，镇江中天投资咨询为公司最大股东。**公司最大股东为镇江中天投资咨询有限责任公司，现持股比例为 28.77%（截至 2023 年三季度），实际控制人为现任董事长、总经理耿仲毅先生，耿仲毅先生除直接持有公司 13.17% 股份外，还通过镇江中天投资咨询有限责任公司和南通汇瑞投资有限公司间接持股，合计控制公司 37.61% 股权。

图 2：公司股权结构图（截至 23 年三季度）

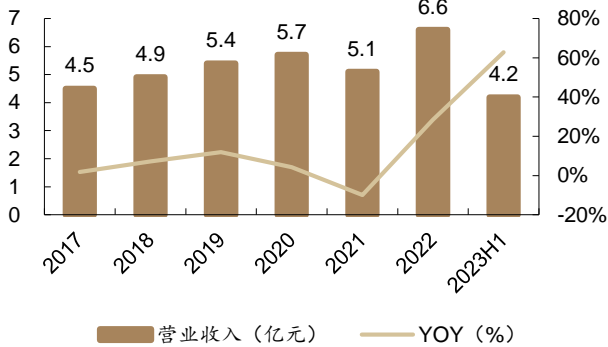


资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

## 1.2. 营收利润稳健增长, 利可君片贡献显著

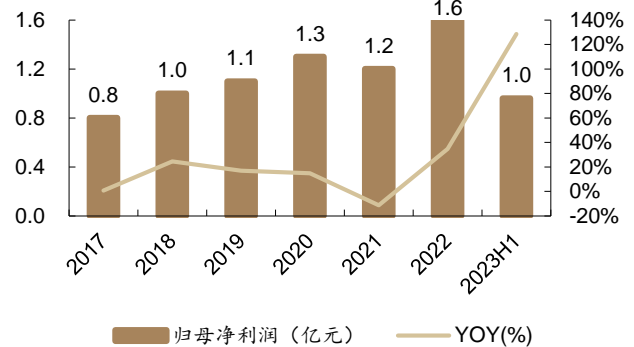
盈利能力不断增强, 整体趋势稳中向好。2017-2022 年公司营业收入和归母净利润稳定上升, 盈利能力不断增强。公司 2022 年归母净利润有较大回升, 主要系公司不断加强产品渠道建设和推广力度, 进一步开发市场潜力, 公司产品销量快速增加所致。2021 年营业收入及归母净利润下降或主要受疫情影响。

图 3: 2017-2023H1 吉贝尔营业收入情况



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 2017-2023H1 吉贝尔归母净利润情况



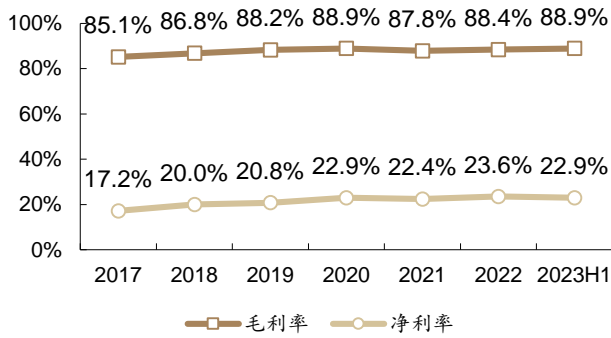
资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

公司毛利率和净利率稳定高位, 销售、管理费用相对稳定。2023 上半年, 公司毛利率达 88.9%, 净利率达 22.9%, 销售费用率为 47.8%, 管理费用率为 13.5%, 整体趋势稳定, 公司 2017-2022 年财务费用为负值, 主要系公司利息收入常年高于利息费用所致。

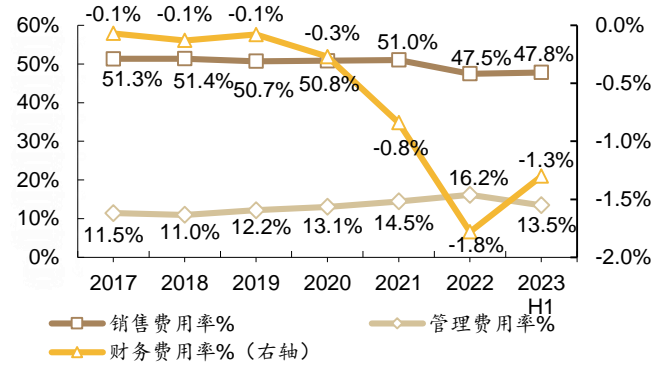
图 5: 2017-2022 年公司毛利率及净利率

图 6: 2017-2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率





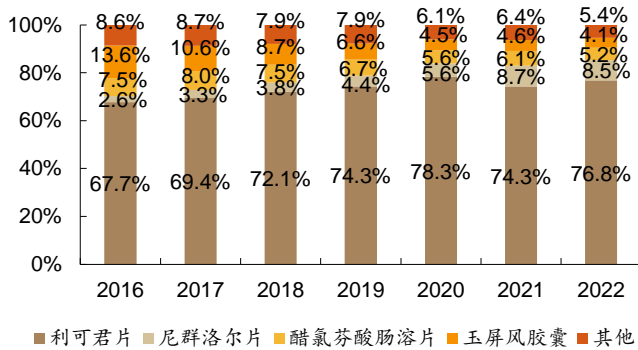
资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

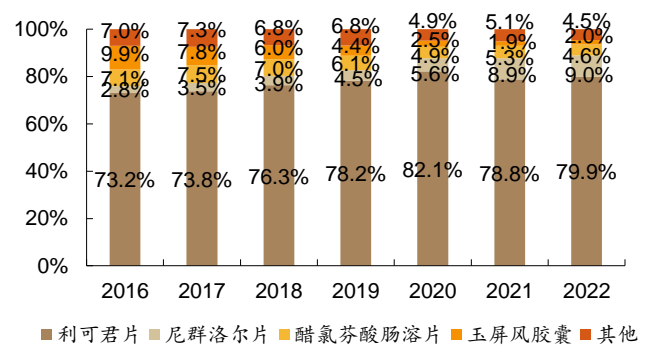
利可君片贡献主要营收, 尼群洛尔占比不断提高。利可君片是公司主力产品, 贡献了大部分公司营收和毛利, 2022 年利可君片贡献 76.8% 的营收和 79.9% 的毛利; 尼群洛尔是公司第二大产品, 近年来销售规模逐步扩大, 营收和毛利占比也不断提高。

图 7: 公司营业收入结构



资料来源: 公司历年年报, 公司招股说明书, 德邦研究所 (注: 2019 年数据为 1-9 月数据)

图 8: 公司产品毛利结构



资料来源: 公司历年年报, 公司招股说明书, 德邦研究所 (注: 2019 年数据为 1-9 月数据)

产品布局多元化, 多为医保覆盖。公司共有 8 款已上市产品, 包括片剂、胶囊、滴眼剂三大剂型, 覆盖升白、抗高血压、抗炎镇痛、支气管炎及支气管哮喘等多种疾病治疗领域。公司片剂产品主要包括利可君片、醋氯芬酸肠溶片、尼群洛尔片以及细辛脑片, 胶囊产品主要包括玉屏风胶囊和益肝灵胶囊, 滴眼剂产品主要包括加替沙星滴眼液和盐酸洛美沙星滴眼液, 其中有 1 款产品进入 2022 医保目录甲类, 5 款产品进入 2022 医保目录乙类。

表 1: 公司已上市产品管线

产品类别	产品名称	上市时间	医保目录 (2022)	处方药	一致性评价	样本医院销售额 (百万元)			2023H1 销售占比
						2021	2022	2023H1	
片剂	利可君片	1982	乙类	处方药	不适用	91.61	90.16	48.98	91.1%
	醋氯芬酸肠溶片	2005	乙类	处方药	未开展	1.79	2.13	1.04	1.9%
	尼群洛尔片	2009	乙类	处方药	不适用	1.82	2.56	1.96	3.6%
	细辛脑片	1999	非医保	处方药	未开展	0.16	0.15	0.06	0.1%
胶囊	玉屏风胶囊	1998	乙类	OTC 甲类	不适用	--	--	--	--
	益肝灵胶囊	2005	甲类	处方药	不适用	0.01	0.01	0.06	0.1%
滴眼剂	加替沙星滴眼液	2009	乙类	处方药	未开展	1.76	1.77	0.93	1.7%
	盐酸洛美沙星滴眼液	1998	非医保	处方药	未开展	0.92	0.84	0.48	0.9%

资料来源: PDB, 医药魔方, 公司年报, 德邦研究所

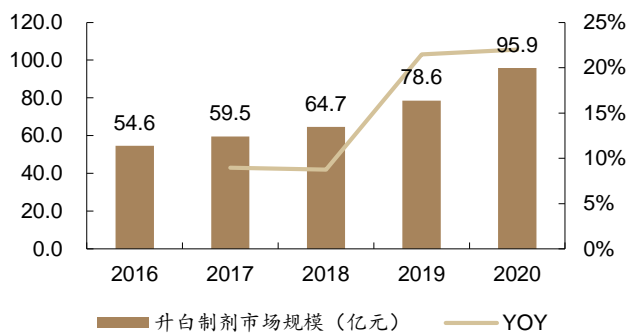
## 2. 核心产品优势明显, 未来增长空间可观



## 2.1. 利可君片：独家口服升白化药，科室拓展带来增量

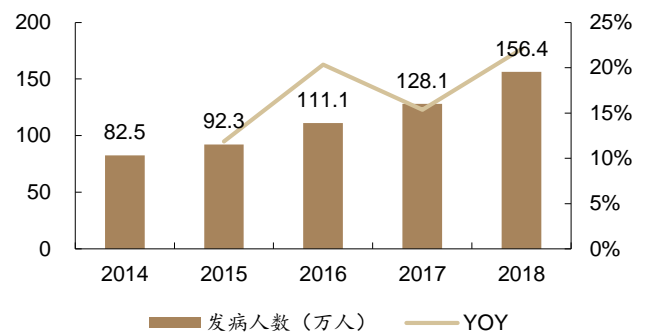
升白制剂赛道规模快速提升，百亿市场发展机会无限。升白药主要用于提高外周血中的白细胞数量，适应症包括防治肿瘤化疗后骨髓抑制引起的白细胞减少症等。升白制剂分为口服和注射剂两种。口服西药升白制剂有利血生(利可君片)、维生素 B4、鲨肝醇、肌苷和碳酸锂等；中药口服制剂有地榆升白片、复发皂矾丸、生血宝合剂、生白合剂、益血生胶囊等。西药注射剂主要指重组人粒细胞刺激因子注射液(也就是升白针)，中药注射剂有升白注射液、生脉注射液、黄芪注射液等。2020 年国内升白制剂市场规模达 95.9 亿元，同比增长 22%，白细胞减少症在肿瘤放化疗中尤为常见，叠加肿瘤发病人数逐年增加的影响，未来升白制剂市场有较大增长空间。

图 9：2016-2020 年国内升白制剂市场规模



资料来源：头豹研究院，德邦研究所

图 10：国内肿瘤发病人数



资料来源：药渡数据，德邦研究所

稳定升白疗效安全显著，临床优势明显。临床上的升白药包括以利可君片为代表的化药制剂、以地榆升白片为代表的中成药制剂以及以重组人粒细胞刺激因子为代表的生物制剂。利可君片作为半胱氨酸衍生物，具有药物疗效好、药物稳定性高、毒副作用发生率低等多种优点，在升高白细胞的作用方面具有稳定、安全性高、适合长期服用的特点。

表 2：升白药物对比

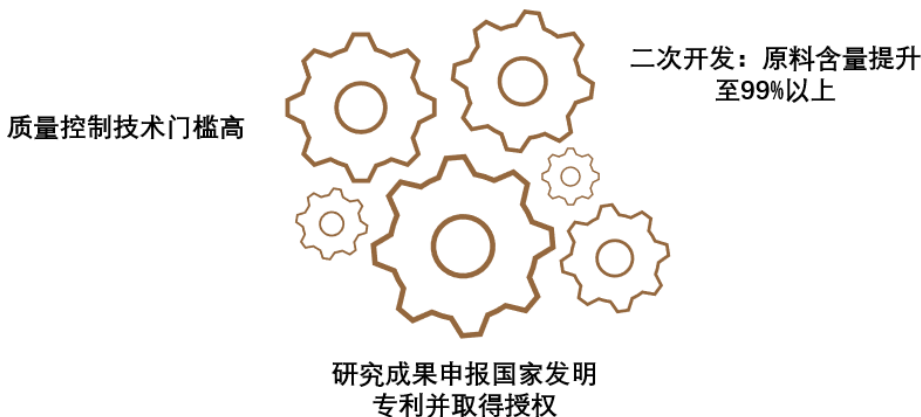
药品名称	利可君片	聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液	地榆升白片
药品类型	升白化学制剂	升白生物制剂	升白中成药制剂
适应症	预防、治疗白血球减少症及血小板减少症。	适用于非骨髓性癌症患者在接受易引起临床上显著的发热性中性粒细胞减少症发生的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染的发生率。	适用于白细胞减少症
不良反应	尚未发现有关不良反应报道，根据国家药品不良反应监测中心数据反馈，该药不良反应发生率属于十分罕见。	骨骼肌肉痛；便秘、恶心、呕吐、腹泻、纳差；乏力、发热、头晕、失眠、心率及心律紊乱；具有潜在的免疫原性。	尚不明确

资料来源：公司招股说明书，米内网，药品说明书，德邦研究所

制备工艺难度大，技术门槛与专利保护打造高壁垒。利可君原料药合成、分离、提纯难度大，质量控制技术门槛高，公司对其检测方法学进行系统研究，将工艺优化、质量提升、方法学研究等综合申报国家发明专利并取得授权，对产品形成了多层次技术壁垒和保护，公司目前仍是国内外独家生产利可君原料药的企业，也是国内外唯一有能力生产利可君片的企业，也是利可君片国家药品标准起草单位。

图 11：公司核心产品利可君片具备较高壁垒

## 核心产品 利可君片 独家产品 拥有多层技术壁垒

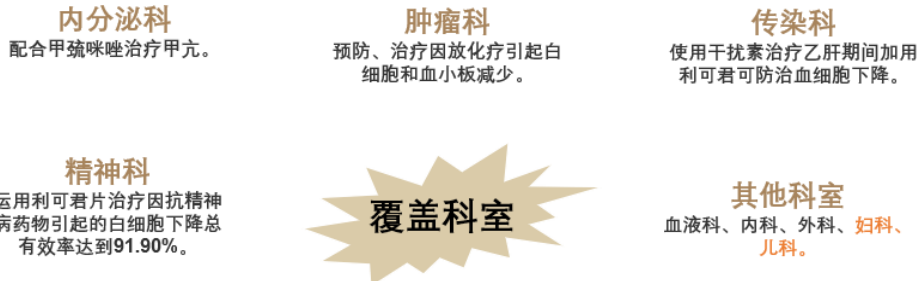


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

多科室推广有望打开利可君片未来成长空间。利可君片可用于肿瘤科、内分泌科、传染科、精神科、血液科、内科、外科、妇科、儿科等多个科室，2022年被《临床路径释义·肿瘤疾病分册》(2022版)收录并推荐用药，未来肿瘤科室有望成为利可君片重要拓展科室。我们认为利可君片受益于多科室适用性，未来的成长空间较为广阔。

图 12：利可君片可用于多科室

## 核心产品 利可君片 科室拓展 保障未来增速



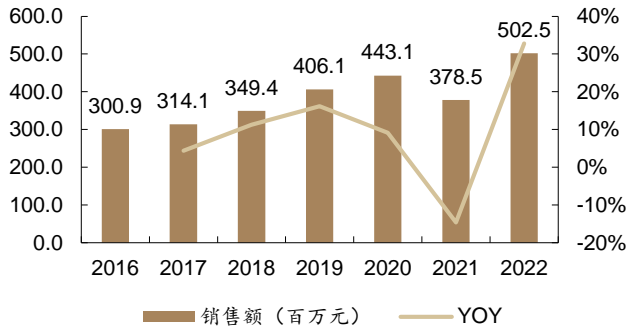
利可君片广泛应用在肿瘤科、内分泌科、精神科、传染科、血液科等科室。

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

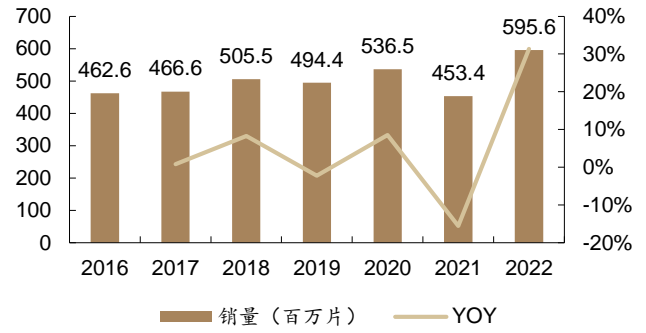
院内院外双重渠道发力，利可君片未来增长可期。2016-2022年，公司利可君片销量由4.63亿片增长至5.96亿片，销售收入由3.0亿元增长至5.0亿元。利可君片作为公司核心产品，采用网络布局+药品流通商双重优势结合的销售策略，在全国范围内建立了全面的营销网络体系，销售范围基本覆盖全国各大区域，同时坚持专家网络建设+学术推广，以专家网络为基础开展学术推广活动，产品推广效果显著。院内市场，利可君片被纳入国家医保目录，目前已在国内数千家医院实现销售，基本覆盖国内三甲医院；院外市场，公司第三终端营销队伍加强第三终端的推广应用，加大利可君片市场推广力度，已开发大中型连锁药店超400家，其中全国百强连锁达65家。

图 13：2016-2023H1 公司利可君片销售额

图 14：2016-2022 年公司利可君片销量



资料来源：公司历年年报，公司招股说明书，德邦研究所

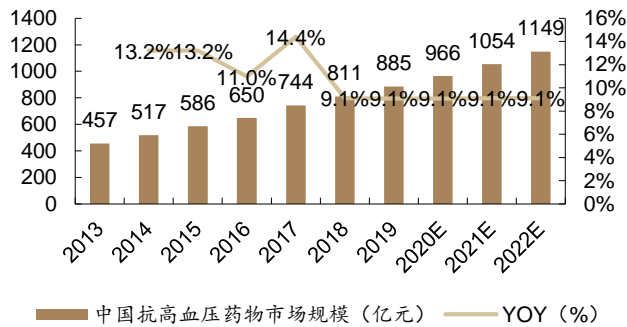


资料来源：公司历年年报，公司招股说明书，德邦研究所

## 2.2. 尼群洛尔：高壁垒临床稀缺品种，推广加速下销售规模有望快速增长

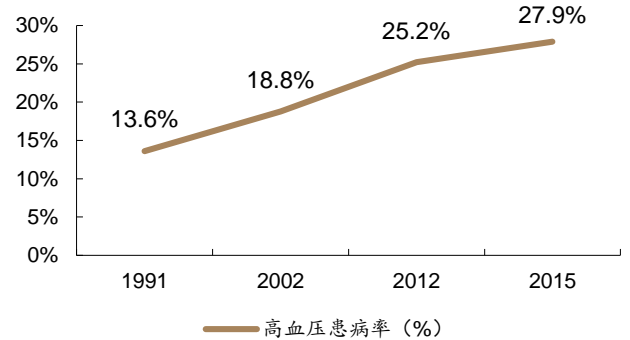
抗高血压药物千亿级赛道，患病率呈持续上升趋势。高血压作为全球第一大慢性心血管疾病，影响着全球近 10 亿人的健康。根据沙利文研究院预测，2022 年我国抗高血压用药市场规模将达 1149 亿元，体量巨大。而根据《中国高血压防治指南(2018 年修订版)》，我国成人高血压患病率从 1991 年的 13.6% 增长到 2015 年的 27.9%，呈逐步增长趋势，高血压药物随着高血压人数的持续上升，整体市场规模有望持续扩张。

图 15：中国抗高血压药物市场规模及增速



资料来源：药时代，沙利文研究院，德邦研究所

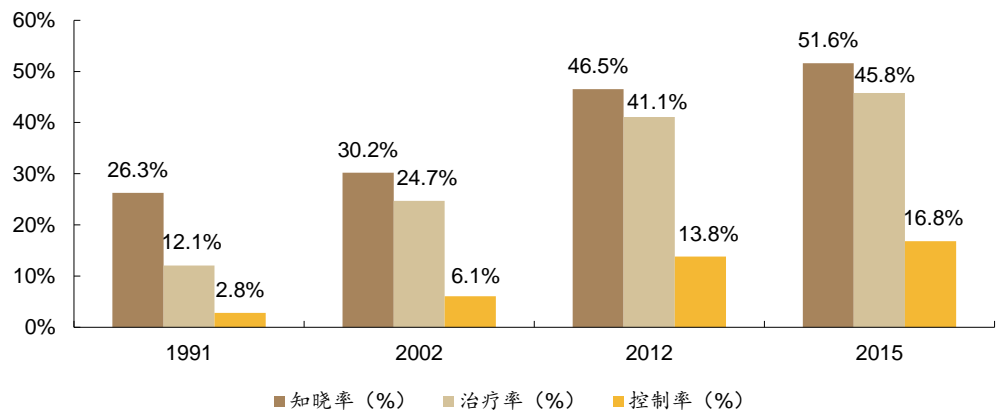
图 16：中国成人高血压患病率变化情况



资料来源：《中国高血压防治指南(2018 年修订版)》，德邦研究所  
注：1991 年统计对象年龄为 ≥15 岁，其余数据统计对象年龄 ≥18 岁；2012 年患病率为综合调整患病率，其余年份患病率为患病粗率。

知晓率与治疗率仍有提升空间，高血压用药市场有望持续扩容。根据《中国高血压防治指南(2018 年修订版)》，2015 年我国高血压患者知晓率、治疗率和控制率分别为 51.6%、45.8% 和 16.8%，随着人们健康意识的提高，高血压用药市场有望继续扩容。

图 17：我国高血压患者知晓率、治疗率和控制率情况

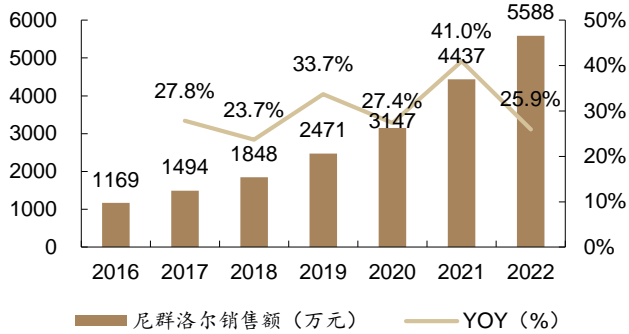


资料来源:《中国高血压防治指南(2018年修订版)》,德邦研究所

注:1991年统计对象年龄 $\geq 15$ 岁,其余年份统计对象年龄 $\geq 18$ 岁;2012年患病率为综合调整患病率,其余年份患病率为患病粗率。

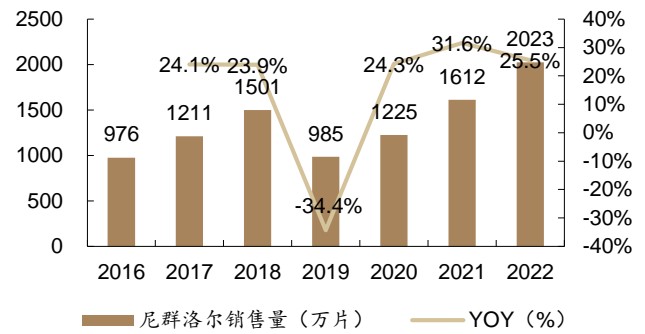
**独家产品尼群洛尔销量高速增长。**根据公司公告,2022年公司尼群洛尔销售额为5588万元,同比增长25.9%,2016-2022年CAGR=29.8%,增速较快。2019年尼群洛尔销售规模增长而销量下滑的原因系公司调整药品销量统计口径导致,尼群洛尔未进行大幅提价。据公司公告,尼群洛尔片已获多项相关技术的发明专利授权,相关专利技术仍在保护期内且保护期较长,技术壁垒较高。尼群洛尔作为独家品种,竞争格局好,有望延续强劲增长态势。

图 18: 公司 2016-2022 年尼群洛尔销售规模及增速



资料来源:公司历年年报,公司招股说明书,德邦研究所

图 19: 公司 2016-2022 年尼群洛尔销售量及增速



资料来源:公司历年年报,公司招股说明书,德邦研究所

**定位高血压伴高心率患者,尼群洛尔具有临床治疗优势。**尼群洛尔片是国家首个钙通道阻滞剂(CCB)+ $\beta$ 受体阻滞剂(BB)组成的低剂量固定复方制剂,用于治疗轻中度原发性高血压,更适用于轻中度高血压合并心率快患者。尼群洛尔创新性地运用了协同降压机制,消减不良反应并提升疗效,有效控制血压并保护靶器官,扩大了适应范围和人群,减轻了药物的副作用,提高了患者的依从性。与市场上其他抗高血压药品种相比,尼群洛尔片在降低血压的同时,又能降低心率,针对高血压合并心率快患者具有明显的优势。

图 20: 尼群洛尔针对高血压合并快心率患者具备较为明显优势

Table 2 Haemodynamic characteristics of the hypertensive patients, before and after therapy

	Control	NTDP	NTDP + atenolol	ANOVA P
N	10	10	8	
Heart rate (bpm)	80 $\pm$ 8	76 $\pm$ 12	59 $\pm$ 12*†	<0.005
Systolic BP (mmHg)	198 $\pm$ 22	161 $\pm$ 15**	138 $\pm$ 18**†	<0.001
Diastolic BP (mmHg)	101 $\pm$ 11	84 $\pm$ 8**	81 $\pm$ 9**	<0.001
Ejection Fraction (%)	66 $\pm$ 4	67 $\pm$ 11	58 $\pm$ 8	NS
TPFR (ms)	223 $\pm$ 28	190 $\pm$ 46*	161 $\pm$ 27**	<0.02
PFR (EDC s <sup>-1</sup> )	1.6 $\pm$ 0.6	1.6 $\pm$ 0.5	1.1 $\pm$ 0.4	NS
PFR (SC s <sup>-1</sup> )	3.5 $\pm$ 0.5	4.1 $\pm$ 0.8*	3.1 $\pm$ 0.3	NS
1/3 FF	0.29 $\pm$ 0.08	0.39 $\pm$ 0.15*	0.44 $\pm$ 0.08**	<0.05

\*P<0.05 vs control, \*\*P<0.001 vs control, †P<0.05 vs NTDP.

For abbreviations, see Table 1; BP: blood pressure; NTDP: nitrendipine.

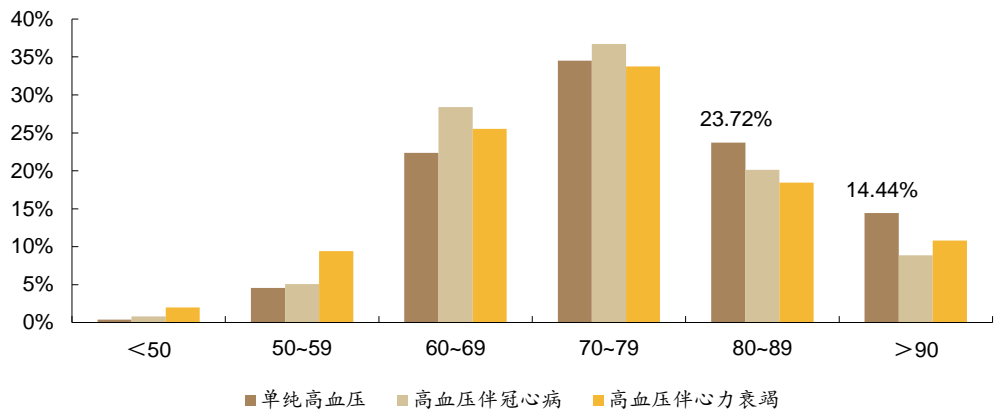
资料来源: M De Kock et al.《Alteration of left ventricular diastolic filling in hypertensive patients: effects of nitrendipine and atenolol》,德邦研究所注: TPFR – time to peak filling rate; PFR – peak filling rate; EDC – end-diastolic counts; SC – stroke counts; 1/3 FF: first-third filling fraction; ANOVA – analysis of variance

**高血压伴快心率患者比例高,尼群洛尔增长空间广阔。**《中国高血压患者心率管理多学科专家共识(2021年版)》指出,“窦性心率60~100次/min为正常”这一定义缺乏科学验证,并建议将我国高血压患者的心率干预切点定义为静息心率 $\geq 80$ 次/min。苏宁玲等人发表的《中国高血压患者心率现状调查》指出,一项针对115229例高血压患者的心率调查结果显示**38.2%的单纯高血压患者心率 $\geq 80$ 次/min**。考虑到我国高血压患者基数庞大以及尼群洛尔在针对高血压伴高心率



域的临床稀缺性，我们认为尼群洛尔增长空间极为广阔，远未见天花板。

图 21：我国高血压患者心率情况



资料来源：孙宁玲等人《中国高血压患者心率现状调查》，德邦研究所

注：单纯高血压 n=86676，高血压伴冠心病 n=26661，高血压伴心力衰竭 n=1892。

**控制血压的同时加强对心率的管控正逐步成为高血压治疗领域的共识。**在长城心脏病学大会暨亚洲心脏学会大会上，尼群洛尔片以“疗效确切，安全性高，血压心率双达标”等特性，成为高血压合并高心率患者治疗的有效方案，获得专家一致好评和推荐。尼群洛尔片已被纳入《国家基本医疗保险目录(2022)》，同时被《中国高血压防治指南(2018年修订版)》和《基层心血管病综合管理实践指南2020》列为推荐用药，也是《高血压合理用药指南(第2版)》的推荐国产创新药。**公司组建了专门的尼群洛尔事业部，采用专家推广模式，**通过全国头部专家推荐宣传并使各省市专家及医院医生形成共识，进一步优化产品推广模式，显著提升了推广效果。随着专家医生对高血压心率管控以及尼群洛尔的知晓率进一步提升，并考虑到公司对尼群洛尔的营销投入增大，销售人员与覆盖医院数持续增加，我们认为，尼群洛尔片有望呈现快速增长态势。

图 22：尼群洛尔被一系列指南列为高血压推荐用药

## 核心产品 尼群洛尔片 指南推荐用药

- 尼群洛尔片是《中国高血压防治指南》等推荐用药



### 《基层心血管病综合管理实践指南2020》

“尼群洛尔是由尼群地平与阿替洛尔组成的低剂量长效固定复方制剂，为国家一类抗高血压新药。通过CCB和β受体阻滞剂的协同降压互补机制，平稳控制心率和血压，有效保护靶器官。可作为轻中度高血压及合并心率加快患者的初始联合治疗方案。”



### 《高血压合理用药指南(第2版)》

“尼群洛尔片应用推荐：低剂量单片复方制剂尼群洛尔片，每日一次，方便服用，药物经济性显著，提高患者依从性，符合我国高血压患者防治需求。”



### 《中国高血压防治指南2018年修订版》

“较早进行的中国老年收缩期降压治疗临床试验(Syst-China)(39,127)以及上海(STONE)(128)和成都(CNIT)(129)硝苯地平降压治疗等临床试验均证实，以尼群地平、硝苯地平、CCB为基础的积极降压治疗方案可显著降低我国高血压患者脑卒中的发生与死亡率。”

资料来源：《基层心血管病综合管理实践指南2020》，《高血压合理用药指南(第2版)》，《中国高血压防治指南2018年修订版》，德邦研究所

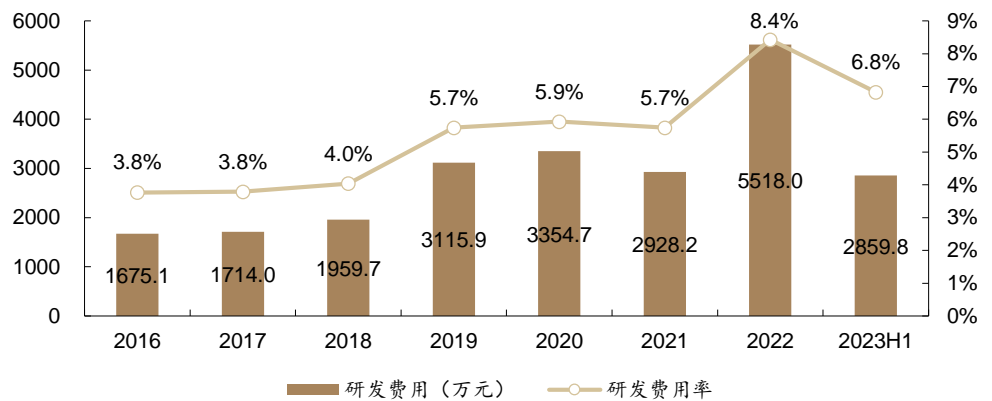
## 3. 研发持续加码，静待创新进展

### 3.1. 研发费用稳定上涨，三大平台研发持续推进

2016-2022年公司研发费用及研发费用率整体呈稳定上升趋势，2022年研发费用达到5518万元、研发费用率达到8.4%，2022年研发费用及研发费用率上升主要系公司积极推进JJH201501、JJH201601等新药研发工作，委托试制设计、

新药临床试验费等费用增加所致。2023 年上半年，公司研发费用达 2859.8 万元，研发费用率为 6.8%。

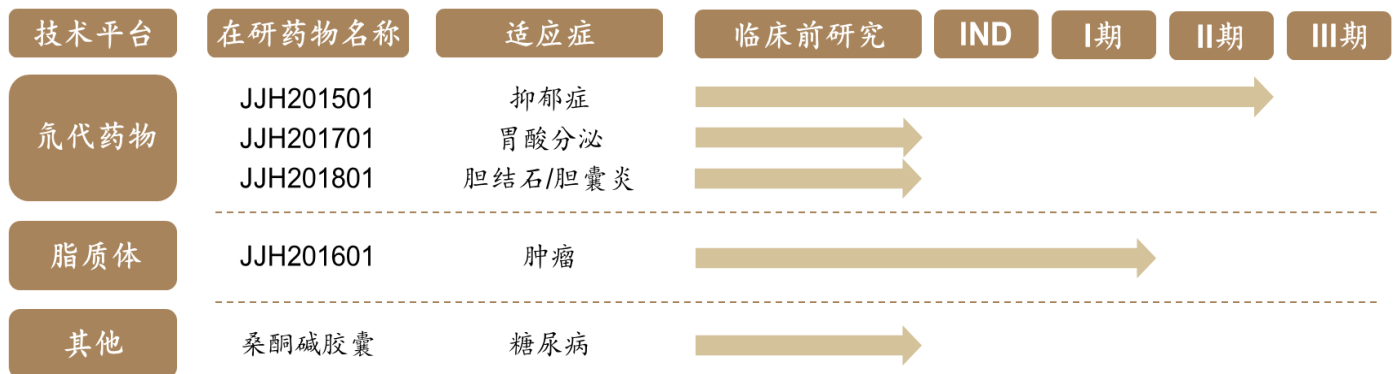
图 23：公司研发费用及研发费用率



资料来源：公司历年年报，公司招股说明书，德邦研究所

公司积极布局优质品种，多条在研管线稳健推进。公司现已拥有复方制剂研发技术、氘代药物研发技术、脂质体药物研发技术三大研发平台，以抑郁症、肿瘤、胃病、干眼症、糖尿病、肥胖疾病等常见病症为目标应用领域研发新产品，并进行创新技术和成果转化。目前在研新药包括抗抑郁新药 JJH201501、抗胃酸新药 JJH201701、治疗胆囊炎胆结石药物 JJH201801、抗肿瘤新药 JJH201601 等，其中 JJH201501 正在开展 IIb 期临床试验，JJH201601 正在开展 I 期临床研究。

图 24：公司在研管线布局情况（截止至 2023 年 8 月）



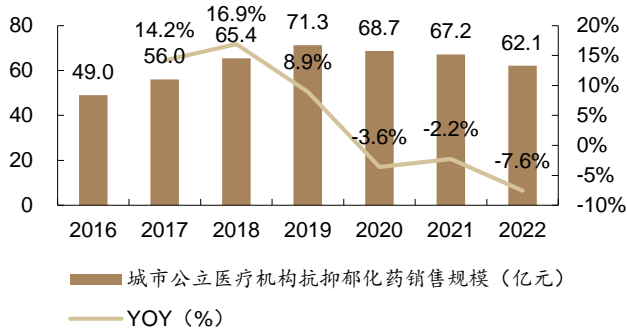
资料来源：公司官网 (<https://www.jbepharm.com/development#platform>)，公司年报，德邦研究所

### 3.2. 抗抑郁新药 JJH201501：市场缺口较大，氘代平台优势明显

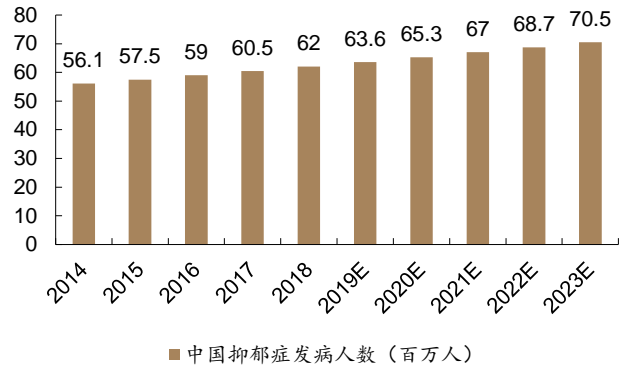
抑郁人数不断增长，抗抑郁领域亟需新药。抑郁症已成为全球的主要精神问题，是危害全人类的常见病、多发病，给个人、家庭和社会带来巨大的损失。根据米内网数据，2022 年我国城市公立医疗机构抗抑郁化药销售规模超 60 亿元，自 2019 年起抗抑郁化药销售规模有所下降。根据弗若斯特沙利文研究数据，2018 年我国抑郁症发病人数达到 6200 万人，伴随现代社会压力加大，国内抑郁症患者预期仍将保持稳定增长，预计 2023 年将达到 7050 万人。

图 25：2016-2022 年城市公立医疗机构抗抑郁化药销售额及增速

图 26：中国抑郁症人数变化



资料来源：米内网，德邦研究所



资料来源：头豹研究院，弗若斯特沙利文，德邦研究所

**JJH201501：氙代技术优势明显，有望成为新型抗抑郁症药物。**抗抑郁化药一类新药 JJH201501 是公司依托氙代药物研发技术平台自主研发的沃替西汀衍生物，主要通过抑制脑内 5-羟色胺 (5-HT) 能神经末梢对 5-HT 的再摄取、部分抑制肾上腺素能神经元和多巴胺神经元对 NA 和 DA 的再摄取、作用于 5-HT<sub>1</sub> 受体、促进脑内神经元的增生而发挥综合作用。

JJH201501 具有明显的抗抑郁作用且副作用明显低于临床一线用药文拉法辛；并且还能促进脑内神经元增生，具有明显改善学习记忆的作用，该作用优于沃替西汀，且文拉法辛无此作用；药代研究试验表明，相比沃替西汀，JJH201501 在动物体内代谢较慢，半衰期较长。根据 I 期临床试验结果显示，一类新药 JJH201501 在药代动力学方面比目前临床相关用药有一定改善，有望成为新型抗抑郁症药物。

表 3：单次给药下 JJH201501 和对照药物药代动力学结果对比

临床药代动力学参数	JJH201501	对照药物	JJH201501 比对照药物在 PK 参数的增加率(%)
t <sub>1/2</sub> (hr)	70.36	56.50	24.53%
T <sub>max</sub> (hr)	9.00	10.00	-
C <sub>max</sub> (ng/mL)	4.51	3.48	29.60%
AUC <sub>inf_obs</sub> (ng*hr/mL)	456.85	276.12	65.45%
主要代谢物 AUC <sub>inf_obs</sub> (ng*hr/mL)	226.77	287.36	-21.09%
药物与主要代谢物 AUC 的比值	2.01	0.96	109.38%

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

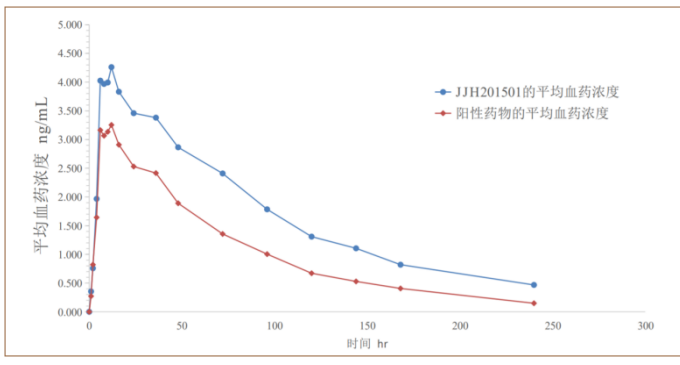
注：t<sub>1/2</sub> 表示药物在体内药量或血药浓度下降一半所需的时间，是衡量药物在体内清除速率快慢的参数；T<sub>max</sub> 指药物（一般指血管外给药）在体内血药浓度的达峰时间，是衡量药物在体内吸收快慢的参数；C<sub>max</sub> 表示药物（一般指血管外给药）在体内血浆中的最高浓度值，是衡量药物在体内吸收程度的参数；AUC<sub>inf\_obs</sub>：以药物在体内的血药浓度和对应时间做血药浓度曲线，AUC 表示血药浓度曲线对时间轴所包围的面积，是评价药物在体内吸收程度的参数；代谢物：指药物进入人体后通过代谢过程产生的物质

与阳性对照药物相比，单次给药 JJH201501 可明显延长药物在人体内的半衰期，延长药物体内滞留时间，提高药物在体内的血药浓度以及 AUC，减慢药物在体内的代谢速度，药物与主要代谢产物的体内 AUC 比值远高于阳性对照药物。公司抗抑郁新药 JJH201501 现已完成 I 期临床研究，正在开展 IIb 期临床试验，目前已完成受试者入组，正在进行随访观察和数据处理。

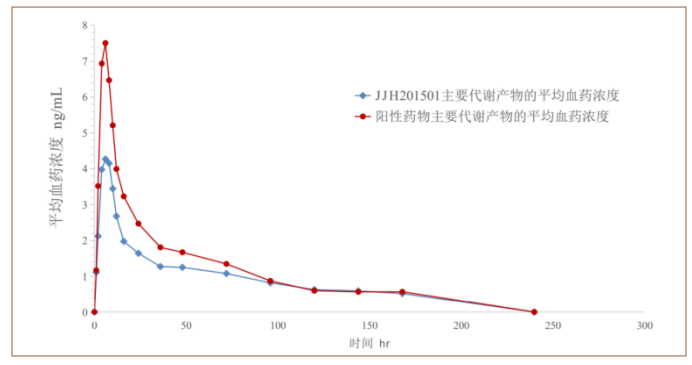
图 27：JJH201501 和阳性药物血药浓度—时间曲线

图 28：JJH201501 和阳性药物主要代谢物血药浓度—时间曲线





资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

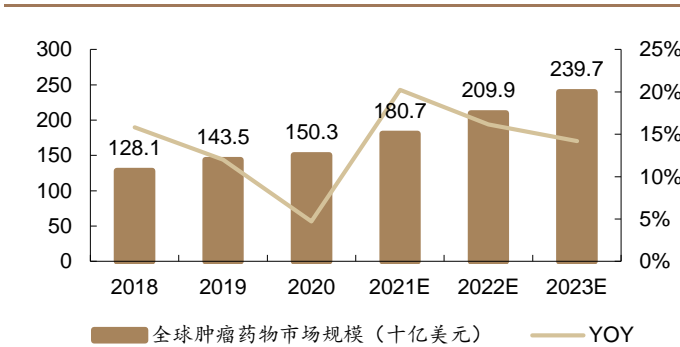


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

### 3.3. 抗肿瘤新药 JJH201601：比较优势明显，I 期临床顺利开展

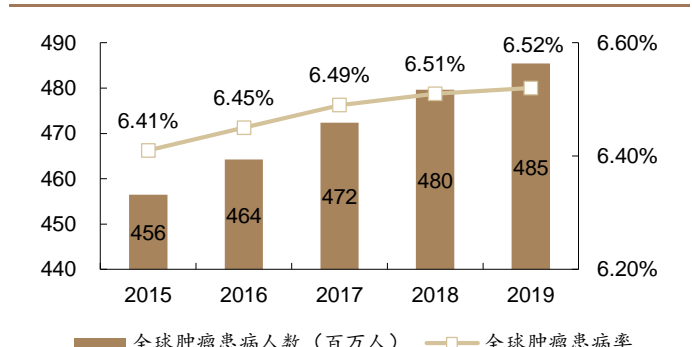
万亿市场稳定增长，癌症人数上升支持用药需求。根据弗若斯特沙利文数据，2022 年全球肿瘤药物市场规模预计达 2099 亿美元，预计 2023 年将增长至 2397 亿美元，伴随全球肿瘤患者人数及发病率不断上升带来的用药需求，我们认为未来肿瘤药物市场仍然存在较大增长空间。

图 29：全球肿瘤药物市场规模（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，德邦研究所

图 30：全球肿瘤患病人数及患病率（估算值）



资料来源：IHME，德邦研究所

多西他赛是一种以红豆杉中化学物质为基础的合成药物，能加快微管蛋白聚合合成微管的速度并延缓微管的解聚作用，导致形成稳定的非功能性的微管束，从而抑制细胞分裂和增殖，发挥抗肿瘤作用。多西他赛的体外实验证实，多西他赛对多种小鼠及人的肿瘤细胞株具有细胞毒作用，其细胞毒作用是紫杉醇的 1.3—12 倍。

**JJH201601：比较优势明显，进口替代潜力无限。**JJH201601 是由公司和上海交通大学颜德岳院士及其团队对多西他赛进行结构改造，通过分子设计和药效试验筛选得到的全新化合物，与进口多西他赛相比，裸鼠模型药效显著提高，且毒副作用明显降低，能够消除肿瘤（抑瘤率达到 99% 以上），停药后与对照组比较未发现肿瘤复发，该结果已在肺癌 A549、肝癌 HepG2 和胰腺癌 Panc-1 模型得以验证。公司还利用脂质体技术将 JJH201601 开发为脂质体制剂，注射用 JJH201601 脂质体在多种实体瘤 CDX 模型上的抑瘤作用显著，且均强于进口多西他赛注射液，并具有更低的毒副作用；同时，在多项由重度免疫缺陷小鼠构建的 PDX 荷瘤模型上，JJH201601 也表现出优于阳性对照多西他赛、白蛋白紫杉醇、替吉奥和吉西他滨的抑瘤效果，且药物的耐受性和安全性较好。抗肿瘤新药 JJH201601 已取得《药物临床试验批准通知书》，获批在晚期实体瘤中开展临床试验，目前正在开展 I 期临床研究，已完成首例受试者入组和给药。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

公司主要产品剂型是片剂和胶囊，我们对公司各项主营业务进行拆分，预测如下：

- 1) 片剂：基于利可君片多科室拓展下的放量逻辑，以及尼群洛尔片被纳入国家医保，同时公司成立专门的尼群洛尔事业部加大推广力度，我们预计 2023-2025 年公司片剂业务增速较快，分别为 31.1%/27.7%/25.3%。
- 2) 胶囊：玉屏风胶囊及益肝灵胶囊已被纳入国家医保，我们预计 2023-2025 年公司胶囊业务增速分别为 82%/0.0%/0.0%。

表 4：吉贝尔盈利预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	484.96	542.52	565.97	509.69	654.73	860.9	1075.9	1327.2
YOY	7.22%	11.87%	4.32%	-9.94%	28.64%	31.5%	25.0%	23.4%
毛利	420.80	478.61	503.09	447.56	578.58	761.1	960.9	1194.4
毛利率	86.77%	88.22%	88.89%	87.81%	88.37%	88.4%	89.3%	90.0%
片剂	411.74	473.84	506.07	453.97	592.43	776.5	991.5	1242.8
YOY		15.1%	6.8%	-10.3%	30.5%	31.1%	27.7%	25.3%
胶囊	45.96	39.39	25.62	23.18	26.90	49.0	49.0	49.0
YOY		-14.3%	-35.0%	-9.5%	16.0%	82%	0%	0%
其他主营业务	2.22	2.05	20.69	21.24	35.40	35.40	35.40	35.40
YOY		-8%	909%	3%	67%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，公司历年年报，公司公告，德邦研究所

## 4.2. 可比公司估值

我们选取了信立泰（高血压赛道创新药企）、九典制药（核心品种推动业绩高速增长）和福元医药（高血压赛道仿制药）作为可比公司，2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 32X/27X/22X。考虑到利可君片多科室拓展广阔的成长空间，尼群洛尔成立专门事业部大力推广有望高增速，以及抗抑郁新药 JJH201501 和抗肿瘤新药 JJH201601 等创新药物的后续潜力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 5：吉贝尔可比公司估值

股票代码	公司名称	最新股价(元)	每股收益 EPS(元)			市盈率 PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002294.SZ	信立泰	27.21	0.54	0.61	0.73	50.39	44.61	37.27
300705.SZ	九典制药	35.21	1.12	1.44	1.81	31.44	24.45	19.45
601089.SH	福元医药	14.76	1.06	1.28	1.55	13.96	11.53	9.54
	平均值					31.93	26.86	22.09
688566.SH	吉贝尔	24.22	1.14	1.42	1.76	21.18	17.03	13.78

资料来源：Wind，德邦研究所（信立泰、九典制药为德邦研究所预测，福元医药和股价取自 2024 年 3 月 7 日 wind 数据）

## 5. 风险提示

核心产品销售不及预期的风险；产品推广节奏不及预期的风险；研发进度不及预期的风险

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.83	1.14	1.42	1.76
每股净资产	9.03	9.83	11.25	13.01
每股经营现金流	0.81	0.70	1.00	1.35
每股股利	0.48	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	25.81	21.18	17.03	13.78
P/B	2.37	2.46	2.15	1.86
P/S	6.92	5.26	4.21	3.41
EV/EBITDA	17.93	18.93	15.63	12.89
股息率%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	88.4%	88.4%	89.3%	90.0%
净利润率	23.6%	25.1%	25.0%	25.0%
净资产收益率	9.2%	11.6%	12.6%	13.5%
资产回报率	7.9%	10.0%	11.0%	11.7%
投资回报率	8.3%	8.7%	9.0%	9.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.5%	31.5%	25.0%	23.4%
EBIT 增长率	41.9%	16.3%	19.1%	19.4%
净利润增长率	34.6%	39.8%	24.3%	23.6%
偿债能力指标				
资产负债率	13.8%	14.0%	12.8%	12.9%
流动比率	6.9	6.0	6.2	5.7
速动比率	6.7	5.5	5.7	5.2
现金比率	5.0	3.7	3.9	3.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	48.2	49.3	52.1	55.9
存货周转天数	152.4	148.4	145.7	153.5
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	7.6	9.2	10.3	11.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	155	216	269	332
少数股东损益	-0	-0	0	0
非现金支出	15	-23	-31	-38
非经营收益	-6	-10	-7	-11
营运资金变动	-12	-49	-42	-28
经营活动现金流	151	133	189	256
资产	-293	-179	-185	-205
投资	-11	-14	72	13
其他	128	7	7	11
投资活动现金流	-175	-186	-107	-181
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-90	-45	0	-1
融资活动现金流	-90	-45	0	-1
现金净流量	-114	-98	82	73

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 7 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	655	861	1,076	1,327
营业成本	76	100	115	133
毛利率%	88.4%	88.4%	89.3%	90.0%
营业税金及附加	9	15	19	24
营业税金率%	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	311	417	519	640
营业费用率%	47.5%	48.4%	48.2%	48.2%
管理费用	51	69	86	109
管理费用率%	7.7%	8.0%	8.0%	8.2%
研发费用	55	86	127	173
研发费用率%	8.4%	10.0%	11.8%	13.0%
EBIT	159	185	220	263
财务费用	-12	-18	-34	-54
财务费用率%	-1.8%	-2.1%	-3.1%	-4.1%
资产减值损失	0	39	46	55
投资收益	6	10	9	12
营业利润	176	249	312	385
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	175	247	310	383
EBITDA	173	199	236	281
所得税	20	32	41	50
有效所得税率%	11.6%	12.8%	13.1%	13.1%
少数股东损益	-0	-0	0	0
归属母公司所有者净利润	155	216	269	332

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	904	806	889	962
应收账款及应收票据	216	278	377	479
存货	33	91	94	128
其它流动资产	104	117	44	33
流动资产合计	1,257	1,292	1,404	1,601
长期股权投资	62	66	69	71
固定资产	86	93	104	119
在建工程	466	620	773	942
无形资产	60	58	57	55
非流动资产合计	708	875	1,044	1,231
资产总计	1,965	2,167	2,448	2,832
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	102	123	120	155
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	80	92	106	125
流动负债合计	181	215	226	279
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	89	87	88	88
非流动负债合计	89	87	88	88
负债总计	270	303	314	367
实收资本	187	187	187	187
普通股股东权益	1,688	1,859	2,128	2,460
少数股东权益	6	6	6	6
负债和所有者权益合计	1,965	2,167	2,448	2,832

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。