

中国生物制药 (01177)

证券研究报告
2018年05月19日

业绩稳健研发高投入，安罗替尼获批万众瞩目

公司业绩保持稳健增长，毛利率稳定在较高水平

公司是一家综合性集团化制药企业，药品主要针对心脑血管及肝病治疗领域，并正在致力发展治疗肿瘤、镇痛、糖尿病、呼吸系统疾病以及其他疾病领域的药物。公司近年来业绩保持稳健增长，2017年公司实现主营业务收入约人民币148.19亿元，同比增长9.42%，2013年至2017年度主营业务收入复合增长率达17.2%；2017年公司实现归母净利润约人民币21.71亿元，同比增长32.6%，2013年至2017年复合增长率达25.3%。公司近年来主营业务毛利率一直维持在稳定的较高水平，2016、2017年分别为79.2%、79.14%。由于期间费用控制较好，公司主营业务净利率水平有所提高，至2017年提升至24.59%。

以肝病心脑血管药为基础，积极拓展抗肿瘤镇痛等多治疗领域

公司在制药业务方面以发展专科治疗领域相关产品为主，致力打造专科品牌。公司以具规模的肝病用药系列及心脑血管用药系列为基础，积极拓展抗肿瘤用药、镇痛药、骨科用药、抗感染用药、肠外营养用药、呼吸系统用药、肛肠科用药及糖尿病用药等产品。主要品种润众、天晴甘美、依伦平、托妥、新海能等仍保持合理增长，疼痛管理产品氟比洛芬酯注射液、氟比洛芬巴布膏增长显著；盖三淳骨化三醇胶丸转换行销模式取得理想效果；肛肠科用药之新产品艾速平开展多项严谨循证医学研究，加强学术推广，销售取得突破性增长；呼吸系统用药天晴速乐、肝病用药天丁片、甘泽胶囊、抗肿瘤药格尼可胶囊、晴维可、依尼舒片等上升稳健。

研发高投入比例位居药企前列，万众瞩目安罗替尼获批上市

公司专注于心脑血管、肝病、抗肿瘤、镇痛和呼吸系统等治疗领域的新产品研发。2017年度，研发开支约人民币159,531万元，占公司收入约10.8%，研发投入占收入比在医药企业中位居前列。目前公司已累计拥有临床批件、正在进行临床试验、申报生产的在研产品共477件，其中心脑血管用药54件、肝病用药37件、抗肿瘤用药202件、呼吸系统用药22件、糖尿病用药26件及其他类用药136件。2018年5月10日，由公司附属公司正大天晴药业自主研发的抗肿瘤化学药品第1类新药「盐酸安罗替尼胶囊」获得国家食品药品监督管理总局颁发批准上市。其具有抗肿瘤血管生成和抑制肿瘤生长的双重作用，有望成为晚期NSCLC患者三线治疗的标准用药，且对软组织肉瘤、卵巢癌等多个癌种均有很好的治疗效果，安罗替尼的上市标志著公司从「仿创结合」向「创仿结合」战略转型迈出坚实步伐，也是公司向肿瘤领域进军所取得的重大突破。

医药工业挑战与机会并存，公司行销生产研发多方面协同努力

面对医药工业挑战与机会并存的外表环境，公司在多方面做出协调努力。行销方面，公司销售网络遍布全国，覆盖全国90%以上医院，专业销售人员超过11,000人。公司将继续通过专业化慢病管理模式不断改善肝病产品与疼痛管理产品的患者体验，继续巩固其于消化科、肿瘤科、呼吸科新产品方面已经取得的学术认知优势，积极开展严谨学术研究和推广；妥善布局新批准的抗病毒产品之上市学术研究和推广安排。公司建设的新厂区将于二零一八年陆续全面完工投产，届时公司的研发能力和对应制剂生产能力将获得较大提升。预计未来公司仍将加大研发力度。

安罗替尼等潜在重磅有望增厚业绩，公司由「仿创结合」逐步转向「创仿结合」

我们预计18-20年营业收入为180.8、222.4、273.5亿元，同比增长22%、23%、23%，EPS分别为0.36、0.45、0.57元（0.45、0.56、0.70港元）。根据可比公司2018年PE，平均值为39倍，考虑到公司备受行业瞩目的潜在重磅产品国家1类新药安罗替尼获批上市，公司由「仿创结合」逐步转向「创仿结合」，给予中国生物制药一定估值溢价2018年47.3倍估值，对应目标价17.03元（20.95港元），首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：新药研发充满不确定性，临床前研究或临床试验延迟或失败、审批流程需时及监管批准过程结果的不确定性；

投资建议

行业	消费品制造业/医疗保健
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	19.04 港元
目标价格	20.95 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	8,425.19
港股总市值(百万港元)	160,921.21
每股净资产(港元)	1.70
资产负债率(%)	39.76
一年内最高/最低(港元)	19.66/6.40

作者

郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003 zhengwei@tfzq.com	
杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003 yangyehui@tfzq.com	
潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006 panhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况.....	3
2. 以肝病心脑血管药为基础，积极拓展抗肿瘤镇痛等多治疗领域.....	4
2.1. 肝病用药	5
2.2. 心脑血管用药	5
2.3. 镇痛药	6
2.4. 骨科用药	6
2.5. 抗肿瘤用药	6
2.6. 抗感染用药	6
2.7. 肛肠科用药	6
2.8. 肠外营养用药	7
2.9. 呼吸系统用药	7
2.10. 糖尿病用药	7
3. 研发高投入比例位居药企前列，万众瞩目安罗替尼获批上市.....	7
4. 医药工业挑战与机会并存，公司行销生产研发多方面协同努力.....	9
5. 盈利预测及估值	9

图表目录

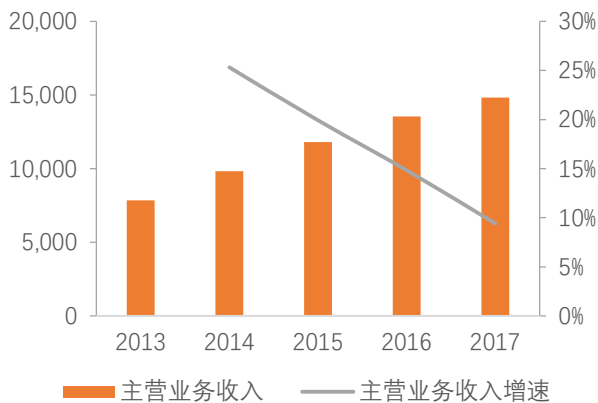
图 1：公司主营业务收入（百万元）及增速	3
图 2：公司盈利（百万元）及增速	3
图 3：公司主营业务毛利率及净利率	3
图 1：按治疗领域划分的产品收入（百万港元）	4
图 2：公司新产品 2017 年销售收入（百万元）	5
图 6：公司研发费用（百万元）及增速	7
图 7：公司研发费用（百万元）及占主营收入比例	7
图 8：公司主要在研产品	8
表 1：公司主要产品	4
表 2：公司业绩预测（百万港元）	10
表 3：同行业公司可比 PE	11

1. 公司概况

公司是一家综合性兼集团化制药企业，主要通过应用先进的中药现代化技术和生物技术，研发、生产及销售多种生物药品、中药现代制剂及化学药品。公司亦策略性地通过湖南省邵阳正骨医院拓展医疗及医院业务。公司的药品主要针对心脑血管及肝病治疗领域，并正在致力发展治疗肿瘤、镇痛、糖尿病、呼吸系统疾病以及其他疾病领域的药物，以满足市场和广大的医生及患者的需要。主要产品包括心脑血管用药、肝病用药、抗肿瘤用药及镇痛用药。

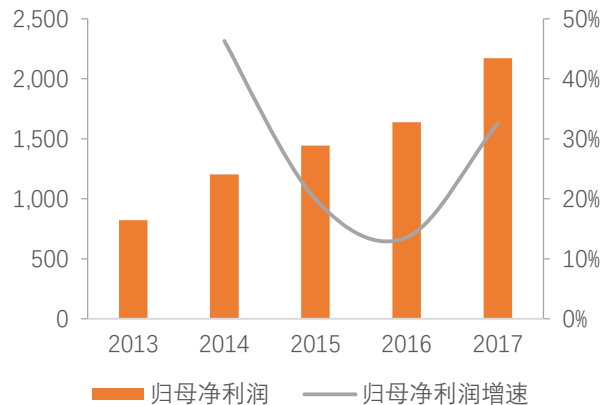
2017 年公司实现主营业务收入约人民币 148.19 亿元，同比增长 9.42%，2013 年至 2017 年度主营业务收入复合增长率达 17.2%；2017 年公司实现归母净利润约人民币 21.71 亿元，同比增长 32.6%，2013 年至 2017 年复合增长率达 25.3%。

图 1：公司主营业务收入（百万元）及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

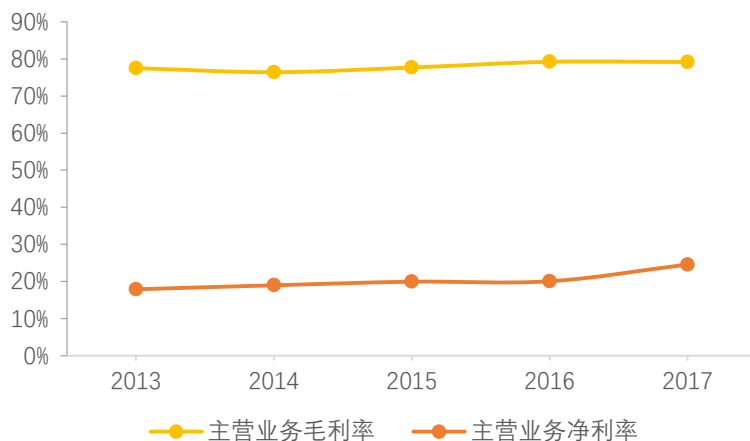
图 2：公司盈利（百万元）及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司近年来主营业务毛利率一直维持在稳定的较高水平，2016、2017 年分别为 79.2%、79.14%。由于期间费用控制较好，公司主营业务净利率水平有所提高，至 2017 年提升至 24.59%。

图 3：公司主营业务毛利率及净利率

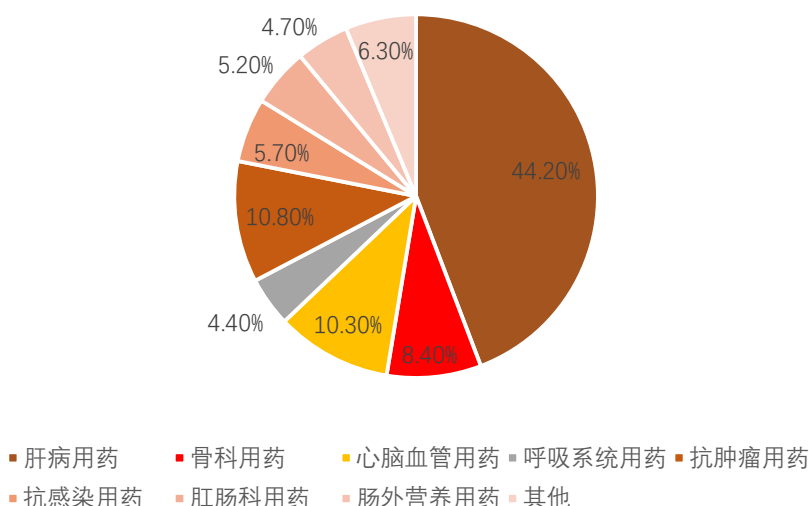


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 以肝病心脑血管药为基础，积极拓展抗肿瘤镇痛等多治疗领域

公司在制药业务方面以发展专科治疗领域相关产品为主，致力打造专科品牌。公司以具规模的肝病用药系列及心脑血管用药系列为基础，积极拓展抗肿瘤用药、镇痛药、骨科用药、抗感染用药、肠外营养用药、呼吸系统用药、肛肠科用药及糖尿病用药等产品。

图 4：按治疗领域划分的产品收入（百万港元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司目前已上市多个重磅产品，根据 2017 年报显示，公司销售额在 10 至 40 亿元的产品有 4 个，销售额在 5 至 10 亿元产品有 4 个，销售额在 3 至 5 亿元的产品有 9 个，销售额在 1 至 3 亿元的产品有 15 个。

表 1：公司主要产品

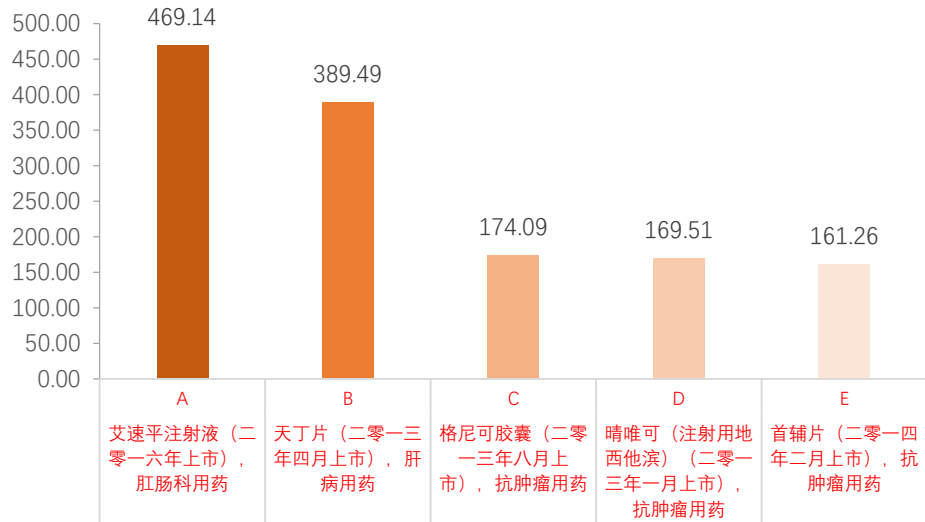
产品销售额量级	数量	产品
10 至 40 亿元产品	4 个	
5 至 10 亿元产品	4 个	
3 至 5 亿元产品	9 个	
1 至 3 亿元产品	15 个	

资料来源：公司年报，天风证券研究所

根据 2017 年年报信息，2017 年度内持续医保控费、降低医院药占比和产品降价对上市时间较长的主要产品影响较为明显。公司适时调整行销策略，加大医院开发力度，提高产品的医院覆盖率。同时通过多种管道强化集团品牌认知，并通过专业化慢病管理模式改善服务品质，提高病人用药依从性和已有覆盖医院的产出。主要品种润众、天晴甘美、依伦平、

托妥、新海能等仍保持合理增长，疼痛管理产品氟比洛芬酯注射液、氟比洛芬巴布膏增长显著；盖三淳骨化三醇胶丸转换行销模式取得理想效果；肛肠科用药之新产品艾速平开展多项严谨循证医学研究，加强学术推广，销售取得突破性增长；呼吸系统用药天晴速乐、肝病用药天丁片、甘泽胶囊、抗肿瘤用药格尼可胶囊、晴维可、依尼舒片等上升稳健。

图 5：公司新产品 2017 年销售收入（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 肝病用药

2017 年度，公司肝病用药销售额约人民币 654,325 万元，占公司收入的 44.2%。

公司肝病用药系列由保肝降酶和抗肝炎病毒用药两大类用药构成。以甘草为原料的甘利欣注射液和胶囊有保肝降酶的功效，2017 年度销售额约人民币 10,961 万元。在行政保护期届满后，仿制品大批出现，导致市场竞争加剧的情况下，正大天晴推出天晴甘平肠溶胶囊，由于其更优于甘利欣胶囊的疗效和拥有知识产权保护，2017 年度内销售额约人民币 40,375 万元。2005 年，以甘草为原料提取分离甘草酸，再将结构异化的专利药天晴甘美注射液上市，2017 年度内该产品销售额约人民币 192,528 万元，较去年同期增长约 4.0%。以甘草为原料的系列药有望使得正大天晴维持保肝降酶药的市场领先地位。

于 2006 年上市的专利药名正胶囊是目前国际上以化学合成之抗肝炎病毒的一线药物，上市后市场反应良好，销量迅速上升，已经成为抗肝炎病毒的重磅产品。2017 年度销售额已达约人民币 32,355 万元。

另外，正大天晴研制的治疗乙肝新药 - 润众（恩替卡韦）分散片于 2010 年 2 月获得新药证书和生产批件，成为国内首家获准生产该制剂的企业，并于 2010 年 3 月推出市场。2017 年度销售额约人民币 316,868 万元，较去年同期增长约 4.8%。润众分散片为新一代鸟票呤核苷类似物口服药，主要用于治疗乙肝病毒感染，其抑制病毒复制的能力强大，并拥有耐药率极低的特点。恩替卡韦自 2005 年上市以来，在全球市场上销售增长迅速，是目前临床使用效果最好的抗乙肝病药物之一。另一产品 - 天丁片于 2013 年 4 月推出市场，2017 年度销售额约人民币 38,948 万元，较去年同期增长约 65.5%。2017 年度，甘泽（恩替卡韦）胶囊销售额约人民币 12,897 万元，较去年同期增长约 62.3%。这两款新产品均保持了高速增长态势。

2.2. 心脑血管用药

2017 年度，计入若干没有合并但由公司管理的药品后，心脑血管用药调整后销售额约人民

币 298,097 万元，占公司调整扩大后收入约 16.3%。而公司经合并后的心脑血管用药销售额约人民币 152,530 万元，占公司收入约 10.3%。

南京正大天晴的天晴宁注射液为血液容量扩充剂，主要用于患者失血后的血液容量补充。由于此产品可以代替血液，故市场非常庞大。2017 年度，该产品销售额约人民币 17,274 万元，较去年同期增长约 1.7%。另一药品依伦平片 2017 年度销售额约人民币 63,400 万元，较去年同期增长约 17.9%。托妥钙片 2017 年度销售额约人民币 56,739 万元，较去年同期增长约 5.7%。凯时注射液是根据药物运载系统(DDS)理论制成的脂微球靶向制剂，能有效改善心脑血管微循环障碍，也是国内首种脂微球靶向缓释制剂。其独有的制剂技术使其疗效较同类产品更为显著，故占据大部份市场份额，市占率较高。该产品自上市以来获得多个国家奖项，更于 2012 年 12 月再次获得日本厚生劳动省对外国制药企业的 GMP 认证许可。2017 年度的凯时注射液的销售额约人民币 109,023 万元。应用微克级微量分散技术，贝前列素钠片能明显改善慢性动脉闭塞性疾病引起的溃疡、间歇性跛行、疼痛及冷感等症状。2017 年度，贝前列素钠片实现销售额约人民币 36,545 万元，较去年同期增长约 25.4%。

2.3. 镇痛药

2017 年度，计入若干没有合并但由公司管理的药品后，镇痛药销售额约人民币 205,465 万元，占公司调整扩大后收入约 11.2%。镇痛药凯纷注射液是由北京泰德研发生产，并于二零零五年推出的产品。该产品的特点是根据 DDS 理论研制而成的脂微球靶向缓释制剂，具有独特的靶向性，大大提升产品的镇痛效果之余，副作用明显降低。2017 年度销售额约人民币 157,292 万元，较去年同期增长约 31.6%。缓解非手术性关节软组织疼痛的另一产品氟比洛芬巴布膏，2017 年度销售额约人民币 43,272 万元，较去年同期增长约 59.0%。

2.4. 骨科用药

2017 年度，骨科用药销售额约人民币 125,102 万元，占公司收入约 8.4%。骨科用药主要产品为骨化三醇胶丸。2017 年度销售额约人民币 84,765 万元，较去年同期增长约 17.1%。2017 年度，另一骨科药品九力片销售额约人民币 24,268 万元，较去年同期增长约 35.1%。

2.5. 抗肿瘤用药

2017 年度，抗肿瘤用药销售额约人民币 159,700 万元，占公司收入约 10.8%。抗肿瘤用药主要由正大天晴和南京正大天晴研发生产。2017 年度，止若注射液销售额约人民币 24,226 万元。2017 年度内，赛维健注射液销售额约人民币 33,387 万元，较去年同期增长约 12.4%。天晴依泰注射液销售额约人民币 21,483 万元，较去年同期增长约 5.3%。新产品晴唯可注射液，2017 年度销售额约人民币 16,951 万元，较去年同期增长约 26.9%。首辅片于二零一四年二月推出市场，2017 年度销售额约人民币 16,126 万元，较去年同期增长约 5.1%。格尼可胶囊 2017 年度销售额约人民币 17,409 万元，较去年同期增长 31.2%。依尼舒片 2017 年度销售额约人民币 10,871 万元，较去年同期增长约 46.6%。

2.6. 抗感染用药

2017 年度，抗感染用药销售额约人民币 84,692 万元，占公司收入约 5.7%。抗感染用药主要产品为天册注射液。2017 年度销售额约人民币 63,692 万元。2017 年度，另一产品天解片销售额约人民币 15,506 万元，较去年同期增长约 42.5%。

2.7. 肛肠科用药

2017 年度，肛肠科用药销售额约人民币 76,322 万元，占公司收入约 5.2%。肛肠科用药主要产品为葛泰片。2017 年度销售额约人民币 21,799 万元，较去年同期增长约 12.8%。新产品 - 艾速平（艾司奥美拉唑钠）注射液于二零一六年五月推出市场，2017 年度销售额约人民币 46,914 万元，较去年同期大幅增长约 1205.5%。

2.8. 肠外营养用药

2017 年度，肠外营养用药销售额约人民币 70,332 万元，占公司收入约 4.7%。肠外营养用药主要产品为新海能注射液。2017 年度销售额约人民币 49,233 万元。2017 年度，丰海糖果糖注射液销售额约人民币 20,266 万元。

2.9. 呼吸系统用药

2017 年度，呼吸系统用药销售额约人民币 65,718 万元，占公司收入约 4.4%。呼吸系统用药主要产品为天晴速乐粉雾吸入剂。2017 年度销售额约人民币 41,329 万元，较去年同期增长约 30.7%。另一产品正大素克片，2017 年度销售额约人民币 17,231 万元，较去年同期增长约 6.7%。

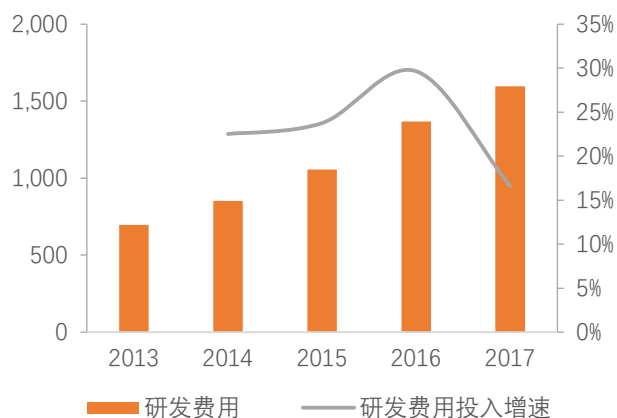
2.10. 糖尿病用药

2017 年度，糖尿病用药销售额约人民币 10,785 万元，占公司收入约 0.7%。由正大天晴研发生产的泰白缓释片是公司用于糖尿病治疗的降糖药。中国糖尿病患者超逾 1 亿，而盐酸二甲双胍属降糖药的一线药。由于泰白缓释片有缓慢释放药物的作用，可使该药在患者体内维持平稳的血糖水准。2017 年度销售额约为人民币 8,939 万元，较去年同期增加约 20.6%。

3. 研发高投入比例位居药企前列，万众瞩目安罗替尼获批上市

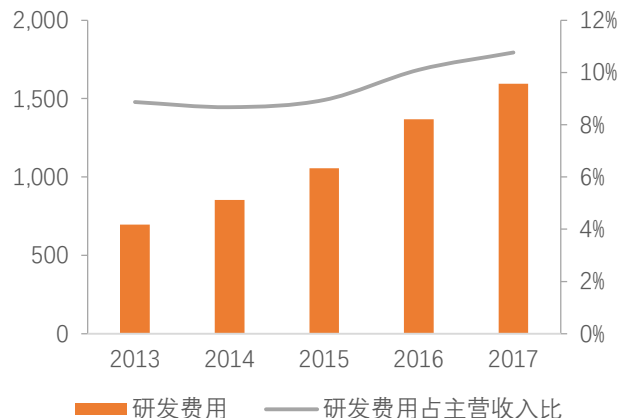
一直以来公司十分重视研发，以结合自主创新、联合开发及仿创开发的研发理念，不断提升研发水准和速度，并视其为可持续发展的基础，加大研发的资金投入。2017 年度，研发开支约人民币 159,531 万元，占公司收入约 10.8%，研发投入占收入比在医药企业中位居前列。公司现有研发基地共 10 个，研发人员超过 2,000 人，已累计有临床批件、正在进行临床试验、申报生产的在研产品共 477 件。

图 6：公司研发费用（百万元）及增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 7：公司研发费用（百万元）及占主营收入比例



资料来源：公司年报，天风证券研究所

正大天晴和北京泰德两成员企业再次进入中国工业和信息化部「工信部」制药工业企业百强且分别获得二零一六年第 16 位及第 50 位。研发方面成效显著，富马酸替诺福韦二吡啶酯原料和片剂获批上市，公司抗病毒产品线更加完善。降血脂药托妥全国首批及通用名全国首家通过品质一致性评价。成员企业正大天晴被国家工信部评为中国医药研发产品线最佳工业企业 20 强榜首。北京泰德被评为二零一七年中国医药工业最具投资价值企业第 4 位。

公司专注于心脑血管、肝病、抗肿瘤、镇痛和呼吸系统等治疗领域的新产品研发。二零一七年第四季度内，公司获得临床批件 3 件、新申报临床 9 件及申报生产 15 件。二零一七年全年，公司共提交临床申请 33 件，申报生产 38 件；获批临床批件 54 件，生产批件 2 件；申请专利 337 件，其中发明专利申请 308 件；获专利授权 62 件，其中发明专利 59 件。

目前公司已累计拥有临床批件、正在进行临床试验、申报生产的在研产品共 477 件，其中心脑血管用药 54 件、肝病用药 37 件、抗肿瘤用药 202 件、呼吸系统用药 22 件、糖尿病用药 26 件及其他类用药 136 件。

图 8：公司主要在研产品

药物名称	适应症	试验状态	试验分期	临床前	一期	二期	三期	新药注册
盐酸安罗替尼胶囊	恶性黑色素瘤	进行中（招募中）	1期	→				
盐酸安罗替尼胶囊	小细胞肺癌	进行中（尚未招募）	2期	→	→			
泊马度胺胶囊	复发性或难治性多发性骨髓瘤	进行中（招募中）	3期	→	→	→		
索氟布韦片	基因2型慢性丙型肝炎	进行中（招募完成）	2期	→	→			
罗氟司特片	慢性阻塞性肺部疾病	进行中（招募中）	2期	→	→			
沙美特罗替卡松粉吸入剂(泡囊型,II)	支气管哮喘	进行中（招募中）	3期	→	→	→		
注射用TQ-B3203	晚期实体瘤	进行中（招募中）	1期	→				
TQ-B3525片	复发或难治性淋巴瘤和晚期实体瘤	进行中（招募中）	1期	→				
TQ-B3233胶囊	晚期恶性黑色素瘤	进行中（招募中）	1期	→				
TQ-B3234胶囊	恶性肿瘤	进行中（招募中）	1期	→				
TQ-B3139胶囊	晚期恶性肿瘤	进行中（尚未招募）	1期	→				
TQ-B3101胶囊	晚期恶性肿瘤	进行中（尚未招募）	1期	→				
TQ-B3395胶囊	晚期恶性肿瘤	进行中（招募中）	1期	→				
AL2846胶囊	晚期恶性肿瘤	进行中（招募中）	1期	→				

资料来源：CDE，天风证券研究所

2018 年 5 月 10 日，由公司附属公司正大天晴药业集团股份有限公司自主研发的抗肿瘤化学药品第 1 类新药「盐酸安罗替尼胶囊」(商品名称「福可维®」)获得国家食品药品监督管理总局颁发的药品注册批件，这标志着备受关注的中国肿瘤领域原研创新药 - 「盐酸安罗替尼胶囊」正式上市。

安罗替尼是一种新型小分子多靶点酪氨酸激酶抑制剂，能有效作用于 VEGFR、PDGFR、FGFR、c-Kit 等靶点，具有抗肿瘤血管生成和抑制肿瘤生长的双重作用。经临床试验证实，福可维® 是目前晚期非小细胞肺癌（「NSCLC」）抗血管生成靶向药物中仅有的单药有效的口服制剂，而且不良反应较轻，患者耐受性良好。福可维® 将有望成为晚期 NSCLC 患者三线治疗的标准用药。

近年来，随着 NSCLC 一线、二线治疗药物的发展，晚期 NSCLC 患者的治疗得到了改善；但对于一线、二线治疗失败的患者，现有的三线治疗手段较为缺乏且选择混乱，患者往往处于无药可用的困境。在这种情况下，福可维® 的面世，可为中国晚期 NSCLC 患者提供了一种有效的全新治疗手段。

临床研究结果显示，安罗替尼不仅对 NSCLC，而且对软组织肉瘤、卵巢癌等多个癌种均有很好的治疗效果，公司正在积极开展包括美国在内的多中心临床试验研究。安罗替尼治疗

软组织肉瘤 IIb 期临床研究结果曾在美国临床肿瘤学会年会 (ASCO) 获得口头报告，这表明国际医学界对该创新药的认可。

福可维® 的获批，是公司发展史上一个里程碑式的事件。安罗替尼是公司首个按照国际研发流程和标准进行开发的创新小分子药，也是公司迄今为止研发投入最多的抗癌药。福可维® 的成功上市，标志著公司按从「仿创结合」向「创仿结合」战略转型迈出坚实一步，也是公司向肿瘤领域进军所取得的重大突破。

公司亦十分重视对知识产权的保护，鼓励企业积极申报各种专利，以提高公司的核心竞争能力。二零一七年第四季度内，公司取得授权公告专利 17 项（其中发明专利 16 项及外观设计 1 项）及新增专利申请 64 项（其中发明专利 51 项、实用新型 6 项及外观设计 7 项）。公司已累计获得发明专利授权 591 项、授权实用新型专利 13 项及授权外观设计专利 58 项。

4. 医药工业挑战与机会并存，公司行销生产研发多方面协同努力

二零一八年，全球经济环境积极的短期因素增加，同时面临贸易政策改变、金融环境突然恶化以及地缘政治等风险。中国经济虽面临诸多挑战，但总体结构逐步优化，趋势平稳向好。分级诊疗、两票制、营业税改增值税「营改增」、医院药品零加成和控制医院收入药占比等医改措施的持续深入将对医药的流通体系和医药销售终端结构造成显著影响。品质一致性评价、系列严管研发和鼓励创新等政策推动行业研发更加规范研发和产品品质提升，加速企业的优胜劣汰。从外部环境来看，预计医药工业未来总体稳健，挑战与机会并存。

行销方面，公司销售网络遍布全国，覆盖全国 90% 以上医院，专业销售人员超过 11,000 人。公司将继续通过专业化慢病管理模式不断改善肝病产品与疼痛管理产品的患者体验，继续巩固其于消化科、肿瘤科、呼吸科新产品方面已经取得的学术认知优势，积极开展严谨学术研究 and 推广；妥善布局新批准的抗病毒产品之上市学术研究和推广安排。

公司目前在北京、青岛、连云港、南京等地的已使用及可开发土地资源超过 133 万平方米，足以满足公司生产及研发的中长线发展需求。公司分别于二零一三年及二零一五年开工开始建设南京经济技术开发区新厂区、青岛经济技术开发区团结路新厂区与北京亦庄经济技术开发区新厂区，其中包括主要进行质检、研发冻干粉针、小容量注射剂、凝胶膏外用贴剂、片剂和软胶囊等工程技术中心和十余条制剂生产线车间。新厂区将于二零一八年陆续全面完工投产，届时公司的研发能力和对应制剂生产能力将获得较大提升。其中，北京亦庄经济技术开发区新厂区将成为全世界规模最大的凝胶膏外用贴剂生产基地。

未来，预计公司将继续高度重视并利用国家鼓励创新政策带来的研发创新机会，加大产品研发力度，利用互联网、人工智能及大数据等全新战略提升集团管理水准和行销能力。

5. 盈利预测及估值

分业务假设：

1、肝病和心脑血管病用药两大基础业务方面，传统产品增速有些已回落到个位数，但新产品如天丁片、甘泽等均保持了高速增长态势，仍有望拉动板块增长。参考 17 年板块增速，预测 18-20 年两大板块有望维持 17 年增速，肝病用药同比增长分别为 5%、5%、5%；心脑血管用药同比增长分别为 10%、10%、10%；

2、抗肿瘤药方面，随着公司万众瞩目的潜在重磅品种安罗替尼获批上市，未来 3 年有望迎来放量，带动板块业绩提速，预测抗肿瘤药 18-20 年同比增长分别为 25%、40%、40%；

3、肛肠科用药方面，由于新产品 - 艾速平（艾司奥美拉坐钠）注射液于二零一六年五月推出市场，目前增速较高，2017 年度销售额约人民币 46,914 万元，同比大幅增长约 1205.5%，预计有望拉动板块高速增长，预测 18-20 年同比增长分别为 60%、30%、20%；

4、其它业务方面，我们认为在没有重大变动的情况下增速分别有望延续或略低于 17 年增速，参考历史及 17 年增速预测 18-20 年同比增长分别如图表所示；

5、三费方面，受两票制高开等行业因素及公司销售规模的扩大，预计公司销售费用率短期仍可能上升，参考历史及 17 年费用率，预测 18-20 年销售费用率维持在 45%，管理费用率维持在 7%，预计 18-20 年归母净利润分别为 27.14、33.92、42.4 亿港元，对应 EPS 分别为 0.36、0.45、0.57 元（0.45、0.56、0.70 港元）。

表 2：公司业绩预测（百万港元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
主营业务收入	7,849	9,835	11,794	13,543	14,819	18,080	22,238	27,353
主营业务收入增速		25.31%	19.92%	14.83%	9.42%	22%	23%	23%
主营业务毛利率	77.49%	76.41%	77.67%	79.20%	79.14%	80%	80%	80%
肝病用药								
收入	3859	4591	5632	6206	6543	6898	7243	7605
YOY		18.98%	22.67%	10.20%	5.43%	5%	5%	5%
心脑血管用药								
收入	780	948	1112	1381	1525	1685	1854	2039
YOY		21.48%	17.35%	24.12%	10.47%	10%	10%	10%
抗肿瘤用药								
收入	656	894	1195	1505	1597	1694	2118	2965
YOY		36.20%	33.64%	26.00%	6.09%	25%	40%	40%
镇痛药								
收入	668	870	1152	1494	2055	2826	3674	4776
YOY		30.24%	32.47%	29.62%	37.54%	30%	30%	30%
骨科用药								
收入	576	754	844	1001	1251	1563	1876	2251
YOY		30.97%	11.87%	18.71%	24.94%	20%	20%	20%
抗感染用药								
收入	373	538	734	867	847	827	811	794
YOY		44.33%	36.60%	18.06%	-2.33%	-2%	-2%	-2%
肛肠科用药								
收入	178	196	205	257	763	2263	3621	4707
YOY		10.00%	4.80%	25.45%	196.53%	60%	30%	20%
肠外营养用药								
收入	625	682	741	764	703	647	595	548
YOY		9.19%	8.64%	3.15%	-7.97%	-8%	-8%	-8%
呼吸系统用药								
收入	213	289	428	532	657	812	975	1,170
YOY		35.73%	48.22%	24.09%	23.63%	20%	20%	20%
糖尿病用药								
收入	50	57	75	92	108	127	146	167
YOY		13.74%	32.64%	21.65%	17.43%	15%	15%	15%
销售费用率	44.58%	43.16%	40.53%	40.26%	39.93%	45%	45%	45%
管理费用率	6.45%	6.66%	8.48%	7.67%	6.66%	7%	7%	7%
财务费用率	-0.67%	-0.57%	-0.09%	0.28%	-0.03%	0%	0%	0%
归母净利润	822	1,202	1,442	1,637	2,171	2,714	3,392	4,240
EPS	0.16	0.24	0.28	0.23	0.29	0.36	0.45	0.57

资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

根据可比公司 2018 年 PE，平均值为 39 倍，考虑到公司备受行业瞩目的潜在重磅产品国家 1 类新药安罗替尼获批上市，公司由「仿创结合」逐步转向「创仿结合」，给予中国生物制药一定估值溢价 2018 年 47.3 倍估值，对应目标价 17.03 元（20.95 港元），首次覆盖给予“增持”评级。

表 3：同行业公司可比 PE

代码	公司简称	最新收盘价（元）	预测 PE（2018）	预测 EPS（2018）
1093.HK	石药集团	23.75	41.94	0.46
0853.HK	微创医疗	10.80	39.88	0.22
1530.HK	三生制药	20.20	35.10	0.47

资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com