

美诺华(603538)

原料药量价齐升，制剂布局蓄势待发

——美诺华深度报告

深度报告

行业公司研究

证券研究报告

✎：陈亚天 执业证书编号：S1230518070002
☎：021-80108128
✉：chenyatian@stocke.com.cn

报告导读

缬沙坦产品量价齐升，是推动公司短期业绩增长的主要因素，储备的原料药以及制剂研发管线是支持公司持续增长的基石。

投资要点

□ 受益行业景气度提升，公司缬沙坦产品有望迎来黄金发展期

公司降血压板块业务是公司核心驱动力之一，缬沙坦原料药是公司降血压板块的主要产品，主要销往欧洲等规范市场，销售量呈增长趋势。2018年销量在140吨左右。在2018年的“缬沙坦事件”中，国内多家缬沙坦生产商海外销售受影响，产业格局出现较大变动，缬沙坦原料药价格大幅抬升，从2018年600元/KG左右提升至1900元/KG左右。我们预计缬沙坦产业格局在近两年会保持一个供给小于需求的状态，在2021年重新回到供给平稳。美诺华缬沙坦产品质量过关，成为“事件”后国内主要缬沙坦出口商，并且公司缬沙坦新产能即将投入使用，公司目前缬沙坦产量约270吨，预计后续扩产至470吨左右，未来三年有望实现量价齐升的盛况。我们认为市场预期未反应缬沙坦进一步提价空间，市场库存消耗接近底部，短期内产家扩产进度未能完全弥补缺口，缬沙坦存在进一步提价空间。

□ 立足原料药优势，多方位研发新产品

公司研发实力强劲，目前，公司已取得了95项发明专利及多项国际或国内领先的研究成果，成功研发生产了缬沙坦、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷和埃索美拉唑等重磅炸弹类药物的原料药及中间体。2018年，公司主要产品缬沙坦、氯吡格雷、培哌普利叔丁胺盐、维格列汀、普瑞巴林、艾司奥美拉唑、度洛西汀均在CDE登记注册，其中缬沙坦和度洛西汀原料药已通过CDE技术审评；埃索美拉唑三水、度洛西汀原料药获得欧盟CEP证书；米氮平、瑞巴派特收到日本PMDA签发MF证书。公司目前有多项原料药项目已进入注册阶段，并将计划开展西他列汀、利伐沙班、阿哌沙班等多项新的研发项目。

□ 进军制剂研发与生产，预备打通全产业链

凭借公司优质的特色原料药业务基础，公司积极布局化学制剂业务。公司于2015年3月通过收购天康药业100%的股权取得了19个药品制剂文号，目前，天康药业共有21个药品制剂文号。同时，公司准备与PHARMSOL开展培哌普利制剂项目合作，与美国Amerigen在埃索美拉唑制剂生产方面开展战略合作，该两项合作项目在与我国商务部确认过程中。公司还在美国设立全资子公司Menovo Pharma USALLC，未来将作为美洲制剂业务的管理中心，推进公司原料药制剂业务全球化的发展战略。公司还与战略合作伙伴KRKA共同投资设立了宁波科尔康美诺华药业，有效促进了公司制剂业务发展，丰富了公司制剂产品类别。美诺华原料药产能的扩张给公司制剂的发展奠定了良好的基础，通过内生式增长和外延式扩张并举的策略，业务规模必将进一步扩大。

□ 盈利预测及估值

评级

增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥20.80

单季度业绩

元/股

1Q/2019

0.31

4Q/2018

0.23

3Q/2018

0.15

2Q/2018

0.33



公司简介

宁波美诺华药业股份有限公司主要从事特色原料药及医药中间体的研发、生产与销售，其主要类别包括心血管类、肠胃类和中枢神经类等药物，是一家集医药中间体、原料药和成品药研发、中试、生产、销售为一体的综合性制药企业。

相关报告

报告撰写人：陈亚天

数据支持人：陈亚天

我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 10.91 亿元、12.57 亿元、14.31 亿元，增速分别为 28.51%、15.26%、13.83%。归属母公司净利润 1.53 亿、2.10 亿、2.50 亿元，增速分别为 58.83%、37.49%、18.94%。预计 2018-2020 年公司 EPS 为 1.03、1.41、1.68 元/股，对应 PE 为 20.27 倍、14.74 倍、12.40 倍。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	849	1091	1258	1431
(+/-)	40.25%	28.51%	15.26%	13.83%
净利润	96	153	210	250
(+/-)	115.66%	58.83%	37.49%	18.94%
EPS (最新摊薄)	0.65	1.03	1.41	1.68
P/E	32.20	20.27	14.74	12.40

正文目录

1. 原料药企业新秀，产业链一体化发展壮大	5
2. 主打原料药，产品研发多动力	8
2.1. 产品丰富，研发助力	8
2.2. 领军产品--心血管类原料药	13
2.2.1. 降血压类	13
2.2.2. 降血脂类	17
2.2.3. 抗血栓类	19
2.3. 肠胃类以及其他产品	20
3. 发展下游，产业链进一步拓展	21
3.1. 自主研发与合作研发并举	22
3.2. CMO 业务发展迅速，自有品牌打开海外市场	25
4. 关键假设	26
5. 风险提示	27

图表目录

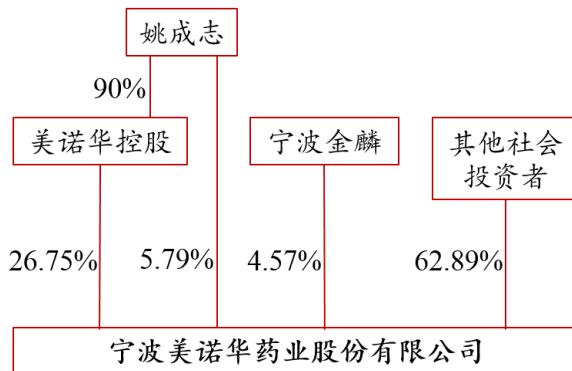
图 1: 美诺华股权结构图	5
图 2: 美诺华发展的历史沿革时间轴	5
图 3: 美诺华的业务板块及主要参控股子公司	5
图 4: 2011-2019Q1 年美诺华的营业收入及增速	6
图 5: 2011-2019Q1 年美诺华的净利润及增速	6
图 6: 2014-2018 年美诺华不同行业营业收入及同比增速	6
图 7: 2014-2018 年美诺华不同行业营业利润及同比增速	6
图 8: 2014-2018 年美诺华不同行业毛利率	7
图 9: 2014-2018 年美诺华国内外营业收入比例	7
图 10: 2018 年美诺华主要子公司营业收入及占比	7
图 11: 2018 年美诺华主要子公司净利润及占比	7
图 12: 2012-2018 年原料药业主要产品营业收入比例	7
图 13: 2011-2018 年原料药业营业收入及增速	7
图 14: 2018 年美诺华主要产品收入的比例	8
图 15: 2018 年美诺华主要产品的毛利率	8
图 16: 医药行业产业链简图	8
图 17: 原料药市场的分类介绍	9
图 18: 世界原料药生产区域构成图	9
图 19: 中国化学原料药产量变化(吨/月)	9
图 20: 2017-2018 年美诺华主要原料药产销量(吨)	10
图 21: 2015 年美诺华的各类原料药在欧洲市场的占比	10
图 22: 2016 年美诺华前 5 大客户的销售占比	11
图 23: 2016 年各产品来自 KRKA 的收入及占总销售收入比例	11

图 24: 美诺华目前原料药生产扩建项目	12
图 25: 1990-2015 年中国居民心血管死亡率变化	13
图 26: 样本医院肾素-血管紧张素类抗高血压用药前十	14
图 27: 2012-2015 年缬沙坦原料药全球需求量变化情况	14
图 28: 缬沙坦生产工艺主要流程	14
图 29: 2014-2016 年美诺华缬沙坦原料药的销售收入	15
图 30: 2014-2016 年美诺华缬沙坦原料药产能、产量及销量变化	15
图 31: 全球缬沙坦原料药的主要生产商	15
图 32: 2015-2019 年缬沙坦原料药平均价格	15
图 33: 产能格局变化预测	15
图 34: 国内样本医院缬沙坦制剂销量	15
图 35: 2016 年氯沙坦、坎地沙坦和培哌普利的产量和销量	16
图 36: 2014-2016 年氯沙坦、坎地沙坦和培哌普利销售收入变化情况	16
图 37: 2013-2017 年样本公立医院降血脂药物销售额	17
图 38: 2017 年样本公立医院降血脂药前十产品份额格局	17
图 39: 2014-2016 年公司瑞舒伐他汀原料药的销售收入	18
图 40: 美诺华瑞舒伐他汀原料药的产能、产量及销量变化	18
图 41: 2014-2016 年美诺华阿托伐他汀原料药的销售收入	18
图 42: 美诺华阿托伐他汀原料药的产能、产量及销量变化	18
图 43: 2013-2017 年样本公立医院抗血栓药物销售额	19
图 44: 2017 年样本公立医院抗血栓药物前十产品份额格局	19
图 45: 2014-2016 年美诺华氯吡格雷原料药的销售收入	19
图 46: 2014-2016 年美诺华氯吡格雷原料药的产能、产量及销量变化	19
图 47: 2014-2016 年美诺华艾美拉唑原料药的销售收入	21
图 48: 2014-2016 年美诺华艾美拉唑原料药的产能、产量及销量变化	21
图 49: 全球医药产业转移趋势	21
图 50: 2013-2017 年本公立医院缬沙坦制剂销售额	24
图 51: 2017 年样本公立医院缬沙坦制剂前十品牌份额格局	24
图 52: 2013-2017 年本公立医院氯沙坦制剂销售额	25
图 53: 2017 年样本公立医院氯沙坦制剂前五品牌份额格局	25
图 54: 2017-2018 年天康药业营业收入(万元)	25
表 1: 美诺华主要原料药情况	10
表 2: 美诺华主要原料药研发(注册)情况	12
表 3: 美诺华计划开展的重要原料药研发项目情况	12
表 4: 燎原药业氯吡格雷中间体	19
表 5: 美诺华现有的制剂产品种类	22
表 6: 美诺华制剂的研发(注册)情况	23
表 7: 公司主要业务盈利预测	26
表 8: 可比公司估值表	26
表附录: 三大报表预测值	28

1. 原料药企业新秀，产业链一体化发展壮大

宁波美诺华药业股份有限公司创立于2004年，2012年1月由美诺华有限公司整体变更设立为股份有限公司，2017年4月在上海证券交易所的主板上市，成为宁波市首家专业从事医药制造产业的上市公司。公司主要从事医药中间体、特色原料药和制剂的研发、生产与销售，其主要类别包括心血管类、肠胃类和中枢神经类等药物，是一家集医药中间体、原料药和成品药研发、中试、生产、销售为一体的综合性制药企业。

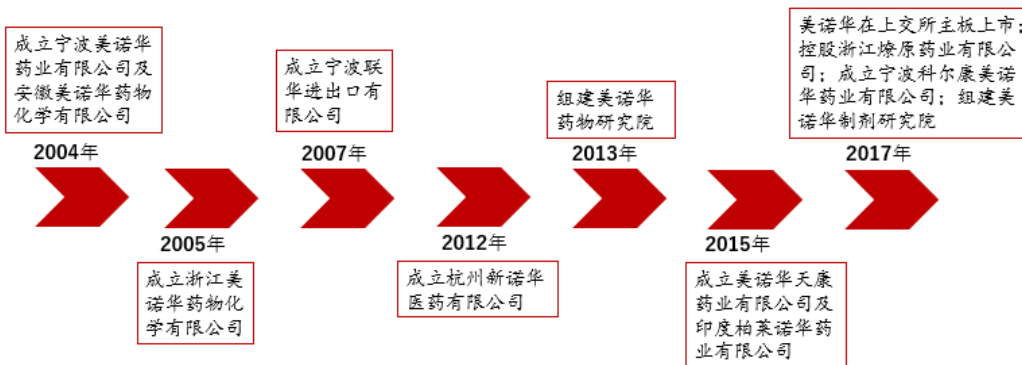
图 1：美诺华股权结构图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

宁波美诺华控股为公司的控股大股东，姚成志先生直接和间接控制公司 4455 万股股份，占总股 29.87%，为公司的实际控制人，现任公司董事长兼总经理；宁波科尔康美诺华药业有限公司副董事长；浙江美诺华董事；联华进出口执行董事；安徽美诺华董事。

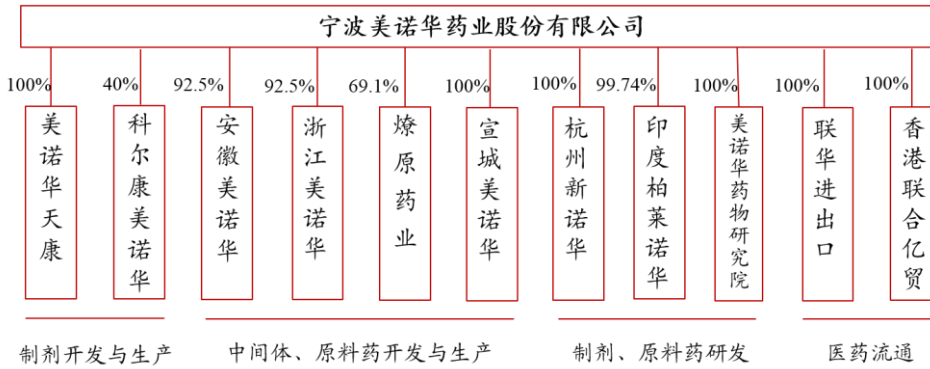
图 2：美诺华发展的历史沿革时间轴



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

2012 年整体变更为宁波美诺华药业股份有限公司。2015 年，公司新设全资子公司宣城美诺华药业有限公司，目前定位欧美规范高端市场的原料药、中间体的研发生产，将成为公司的新产能基地。2016 年，发行人以 1830 万卢比认购印度柏莱诺华新增的 183 万股股份，占公司总股本 99.46%。2017 年，美诺华以约 1.2 亿元收购燎原药业 33.37% 股权，公司对其持股比例由此将增加至 62.22% 股权。2018 年，美诺华再一次收购燎原药业股份，拟以现金 8045 万元收购燎原药业 22.34% 股权。若本次交易完成后，公司将持有燎原药业 2377.15 万股股份，占其总股本的 84.57%。

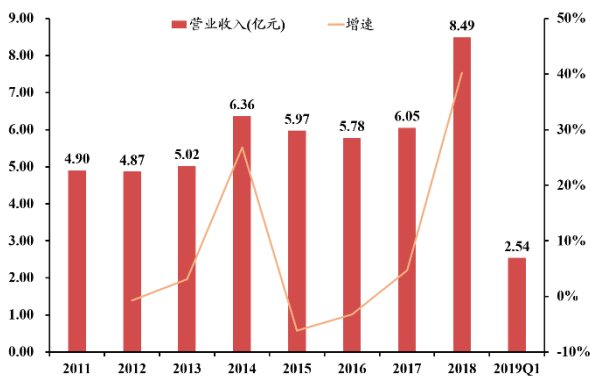
图 3：美诺华的业务板块及主要参控股子公司



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

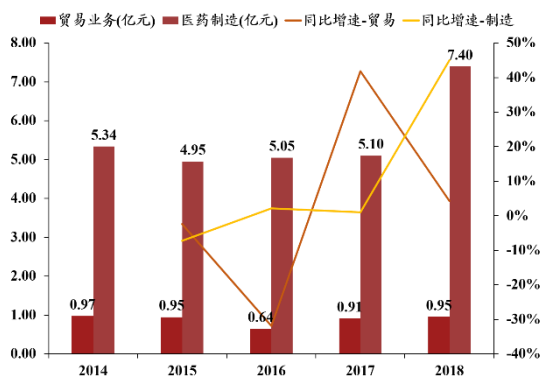
公司主营化药中间体、原料药及制剂的研发生产，兼顾医药贸易业，营业收入稳中有升。尤其是于2017年主板上市后，公司业绩实现跨越式增长，2018年，公司实现营业收入8.49亿元，净利润1.05亿元，分别同比增长40%、115%，其中医药制造业营业收入7.40亿元，营业利润2.61亿元；医药贸易业营业收入0.95亿元，营业利润0.13亿元。2019年开局公司取得突出业绩，一季度营业收入和净利润分别达到2.54亿元、0.47亿元，分别同比增长64.4%、454.8%。

图4：2011-2019Q1年美诺华的营业收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

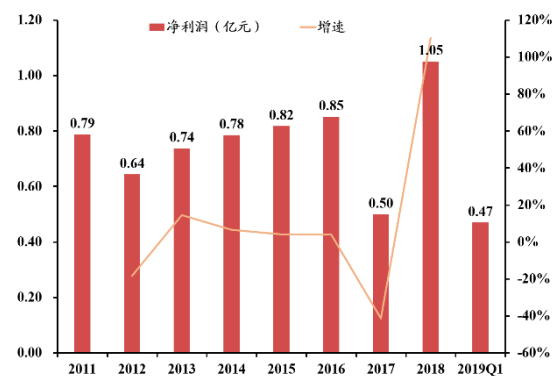
图6：2014-2018年美诺华不同行业营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

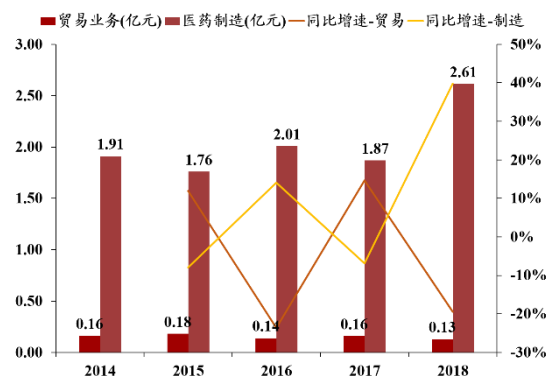
公司的医药制造板块是公司利润贡献的主要来源，毛利率维持在35%以上。2018年，公司医药制造板块占公司总收入的88.58%，其毛利润占公司总毛利润的95.31%。2017年公司毛利率有所下降，主要原因是：公司以出口业务为主，受汇率波动影响较大；部分原材料价格有所上涨；参股子公司浙江博腾经营亏损。2018年营业收入大幅上升主要系在2018年的“缙沙坦事件”中，国内多家缙沙坦生产商海外销售受影响，产业格局出现较大变动，缙沙坦原料药价

图5：2011-2019Q1年美诺华的净利润及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

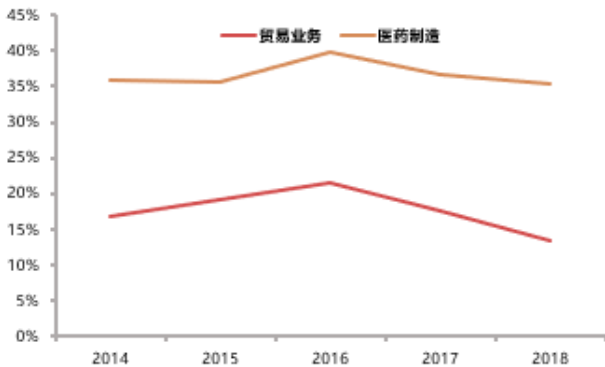
图7：2014-2018年美诺华不同行业营业利润及同比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

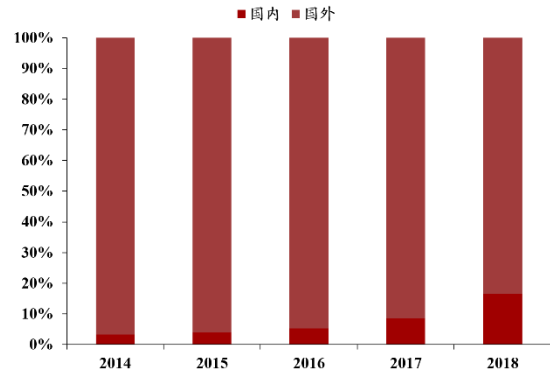
格大幅抬升。美诺华缙沙坦产品质量过关，成为“事件”后国内主要缙沙坦出口商，缙沙坦的全球市场需求加大，客户订单急剧增加。公司最大限度的发挥了现有产能，促使了重点产品产量和销量大幅度提升。

图 8：2014-2018 年美诺华不同行业毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

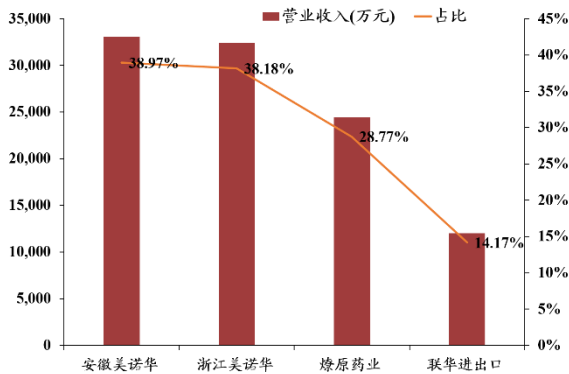
图 9：2014-2018 年美诺华国内外营业收入比例



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

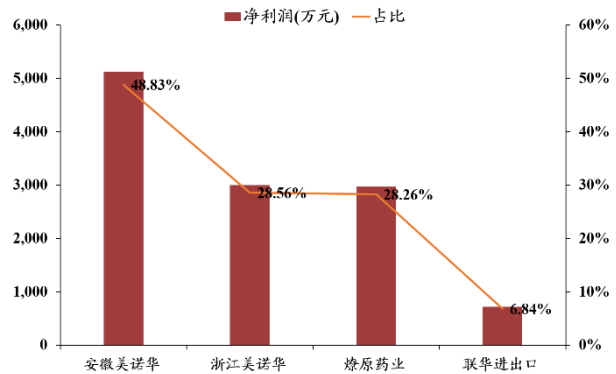
公司目前已经在医药化工行业建立了完整的“医药中间体、原料药、制剂”产业链，主要面向海外欧美市场。同时，由于国内市场的不断规范化和需求量增加，公司的国内业务也在不断增加。公司医药原料药生产的核心是浙江美诺华和安徽美诺华，这两家控股子公司均为国家级高新技术企业，是公司医药中间体和原料药的重要生产基地，且均已完成相关原料药的境外注册与 GMP 认证。宣城美诺华是公司新建的原料药、中间体研发生产基地，高起点、高规格设计建设，定位面向美国、欧洲等高端规范市场。目前，一期建设已基本完成，2019 年 5 月已开始试生产。在制剂方面，杭州新诺华主要负责研发工作，柏莱诺华主要针对美国等高端市场制剂研发，天康药业主要从事生产业务。公司的贸易业务采用外购外销的模式，是全资子公司联华进出口与联合亿贸的主要业务。

图 10：2018 年美诺华主要子公司营业收入及占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：2018 年美诺华主要子公司净利润及占比

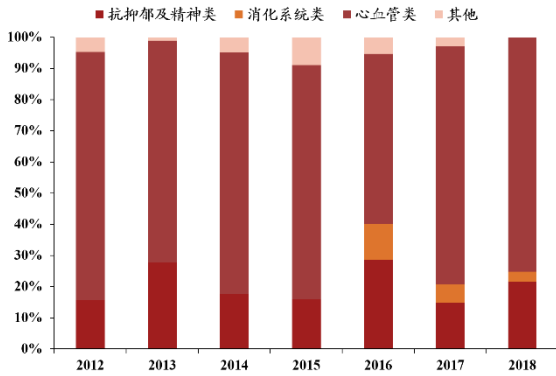


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

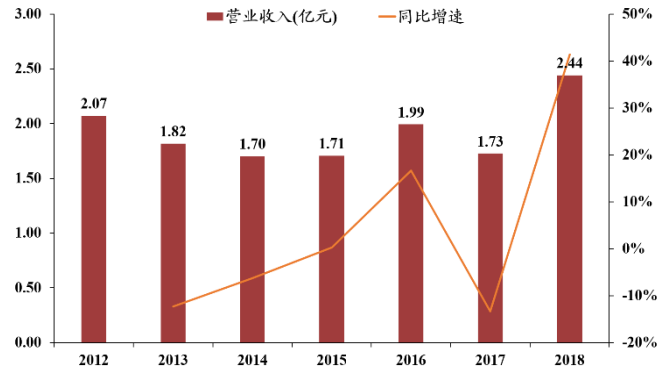
2017 年，公司收购控股浙江燎原药业股份有限公司。浙江燎原药业股份有限公司坐落于浙江省化学原料药生产基地——临海工业园区，公司成立于 1994 年 3 月，总面积 12.6 万平方米，总投资人民币 2 亿元。燎原药业拥有省级高新技术研发中心，科研方面保持较高的投入，具有较强的新产品开发能力和高新技术研发能力，工艺技术处于国际同行业的先进水平。燎原药业主要生产抗凝血，抗抑郁及心脑血管类药物的原料药和中间体，2014 年 11 月 6 日在三板挂牌上市。上市后，燎原药业营业收入稳中有升，尤其是加入美诺华后，营业收入实现大幅增长，达 2.44 亿元，同比增长 40%，基本符合预期。公司收购燎原药业是为了布局抗血栓类产品，包括氯吡格雷、度洛西汀、阿哌沙班、利伐沙班、替卡格雷等以噁吩类为原材料的系列产品，燎原药业是该系列产品在全球范围内规模最大的中间体供应商之一，燎原药业成为了公司又一支主力军。

图 12：2012-2018 年燎原药业主要产品营业收入比例

图 13：2011-2018 年燎原药业营业收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

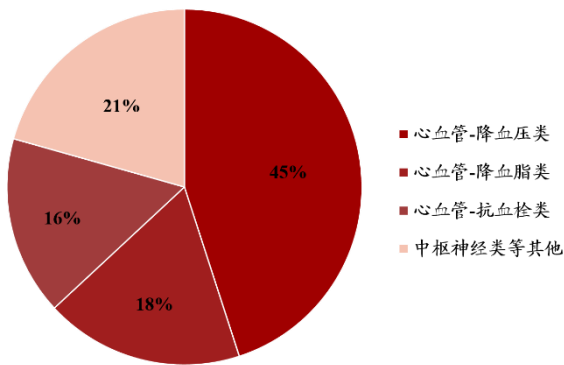


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

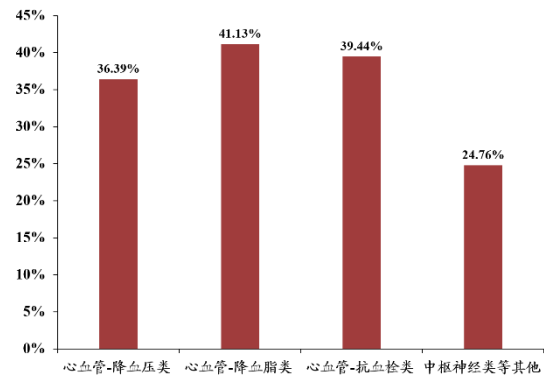
目前为止，公司主营的化学原料药主要覆盖心血管类和中枢神经类，其中心血管类主要有降血压、降血脂和抗血栓三大类，为公司最主要的原料药产品。2018 年，降血压、降血脂、抗血栓以及中枢神经类原料药营业收入分别占比 45%、18%、16%和 21%，毛利率分别为 36.39%、41.13%、39.44%和 24.76%。

图 14: 2018 年美诺华主要产品收入的比例

图 15: 2018 年美诺华主要产品的毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所



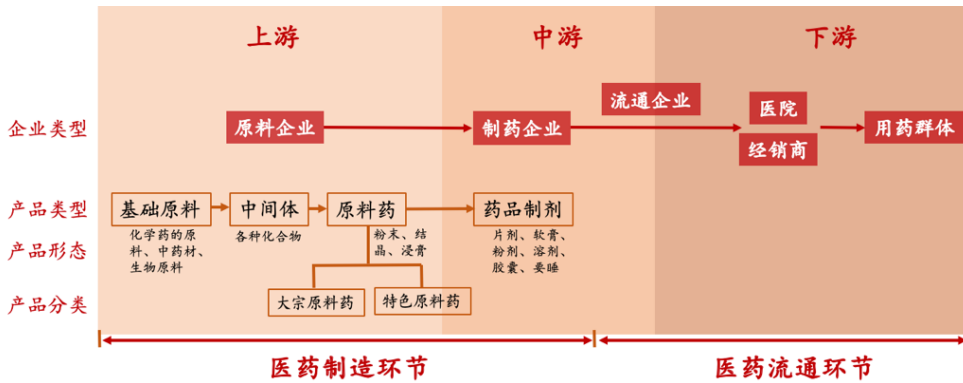
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 主打原料药，产品研发多动力

2.1. 产品丰富，研发助力

医药行业的产业链条较多且较为复杂，其细分子行业也较多。产业链上游的原料企业主要生产化学药的原料、中药材和生物原料等；中游的制药企业主要生产化学原料药、化学制剂、中药和生物生化药等；然后药品通过流通渠道达到经销商和终端客户平台，最终面向用药群体。在化学制药板块中，分为化学原料药和化学制剂两个子行业。化学原料药指的是用于制造各种化学制剂的原料药物，包括药用的粉末、结晶和浸膏等；化学制剂指的是直接用于人体疾病防治诊断的药品制剂，包括片剂、胶囊、药水、软膏、粉剂和溶剂等。

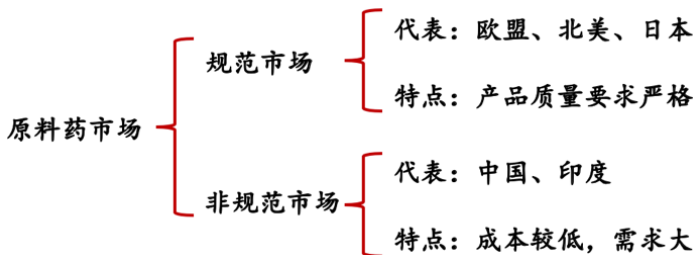
图 16: 医药行业产业链简图



资料来源: CNKI, 浙商证券研究所

根据药政法规的规范程度, 国际原料药的使用市场可以分为规范市场及非规范市场。医药行业习惯上将欧盟、北美、日本等市场称为规范市场或高端市场。原料药产品在规范市场上的销售不仅能为企业带来稳定的利润, 还能帮助企业树立品牌形象, 创造良好的口碑和声誉。然而, 原料药产品要进入规范市场, 除了产品质量合格外, 自身还必须具备良好的生产环境、严格的质量控制和规范的企业运作, 制作符合标准的产品规范文件, 并经过规范市场药政部门的现场审查及资质认可, 方能向规范市场销售原料药产品。例如, 进入美国市场, 需具备规范市场 GMP 药品生产管理规范要求的能力, 能够通过规范市场药政部门的现场审计, 有能力编制并提交原料药的 DMF 文件, 是原料药企业进入规范市场最基本也是最核心的要素。

图 17: 原料药市场的分类介绍



资料来源: 浙商证券研究所

我国生产的原料药种类丰富, 是仅次于印度的第二大化学原料药生产国。通常, 原料药可以分为大宗原料药和特色原料药。大宗原料药通常是市场需求量大、不涉及专利问题的品种, 这些品种对应的制剂产品一般比较成熟, 市场集中度较高。特色原料药主要是为非专利药企业及时提供专利刚刚过期产品的原料药, 产品的特点是规模相对较小、种类多、通常需要进口国许可、附加值相对较高。目前, 我国抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占据相当的份额和地位。

图 18: 世界原料药生产区域构成图

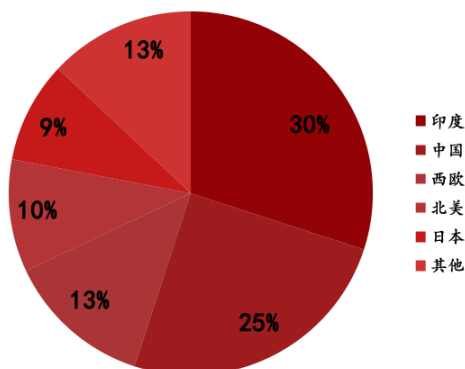
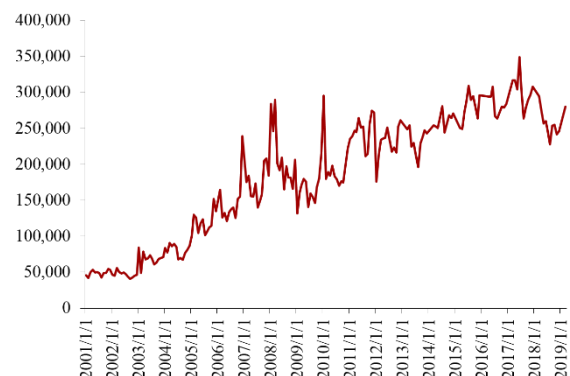


图 19: 中国化学原料药产量变化 (吨/月)



资料来源：慧聪制药工业网，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

重磅专利药物的到期，带来了全球仿制药的迅速发展，伴随着产业转型，使得制药企业对特色原料药的需求加大。一方面，传统的大型跨国公司在自有创新药物专利到期后，由于产品价格降低，希望将非核心业务如原料药和制剂加工外包给成本更低的企业；另一方面，领先的仿制药生产商为了控制成本、专注更高端的核心业务，也开始将业务转移给其它企业。印度和中国等具有成本优势的国家在特色原料药体系中扮演的角色越来越重要，国内化学原料药的产量自 2001 年以来呈持续增长的趋势。2017 年，由于进一步深化医疗改革，政府对药品价格的控制，以及部分生产企业因产品质量事故等，导致产量有所下滑。但正是由于监管力度的加大，行业正处于日益规范的发展阶段，产业趋于集中化，成本降低，价格升高。2019 年，化学原料药产量迅速回升，月均产量 25 万吨以上。

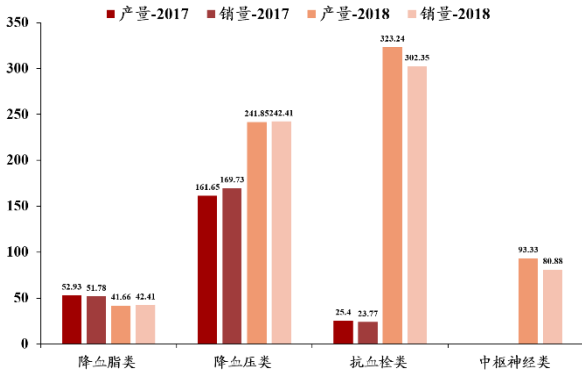
表 1：美诺华主要原料药情况

原料药	状态	规格	文件
瑞舒伐他汀钙	商业化	EP	EDMF, USDMF, CEP plan
阿托伐他汀钙三水合物	商业化	EP, USP	EDMF, USDMF
依替米贝	商业化	In house (ICH)	EDMF plan
缬沙坦	商业化	EP, USP	EDMF, USDMF
氯沙坦钾	商业化	EP, USP	EDMF, CEP
坎地沙坦酯	商业化	EP, USP	EDMF
奥美沙坦酯	商业化	EP, USP	EDMF
培哌普利叔丁胺盐	商业化	EP	EDMF
盐酸伊伐布雷定	商业化	In house (ICH)	EDMF
埃索美拉唑镁二水合物	商业化	EP	EDMF, USDMF, CEP 2017
埃索美拉唑镁三水合物	商业化	EP, USP	EDMF, CEP 2018
氯吡格雷硫酸氢盐	商业化	EP, USP	EDMF
盐酸文拉法辛	商业化	EP, USP	EDMF
盐酸度洛西汀	商业化	EP, USP	EDMF, CEP
加兰他敏氢溴酸盐	商业化	EP, USP	EDMF plan
普瑞巴林	商业化	In house (ICH)	EDMF plan
维达列汀	商业化	In house (ICH)	EDMF
盐酸莫西沙星	商业化	EP, USP	EDMF
氟虫腈	商业化	In house (ICH)	EDMF
氟苯尼考	商业化	In house (ICH)	EDMF
马波沙星	商业化	EP	EDMF
阿哌沙班	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
替诺福韦艾拉酚胺	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

公司特色原料药及中间体治疗领域涵盖心血管类、肠胃类和中枢神经类等。目前，公司在生产的主要产品为缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷和埃索美拉唑等原料药和中间体共有 20 余种，控股燎原药业后，原料药产销量实现跨越式增长。相比于 2017 年，公司新增中枢神经类原料药、抗血栓类原料药产销量增长更是超过 10 倍，超过 300 吨；降血压类原料药产销量增长近 50%。公司长期专注于特色原料药及医药中间体的研发、生产，紧密追随市场前沿，克服了重磅炸弹类药物极高的专利壁垒，逐步形成了丰富的产品种类和具有竞争性的产品结构；通过长期服务于欧洲知名制药企业，加深了对医药规范市场的理解，成为国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一。

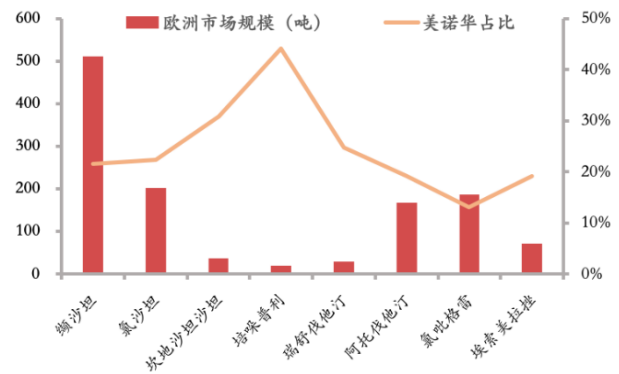
图 20：2017-2018 年美诺华主要原料药产销量（吨）
图 21：2015 年美诺华的各类原料药在欧洲市场的占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2014 年度、2015 年度和 2016 年度, 公司对前五名客户的主营业务收入合计占当期主营业务收入的比例分别为 92.78%、89.39% 和 87.74%, 其中向 KRKA 的销售额占同期主营业务收入的比重分别为 69.96%、67.57% 和 66.17%。公司自 2004 年成立以来一直与 KRKA 保持的长期稳定的合作关系, 且销售额保持稳定。为了实现长远业务发展规划, 公司正积极开拓新客户, 已与 TEVA、Sandoz、Servier、Amerigen、PHARMSOL、ACTOVERCO、PHARMOLAM B.V. 和 MEDSYN B.V. 等客户建立了初步的合作关系。公司将在继续扩大与现有的优质客户合作规模的同时, 同时与全球知名医药企业洽谈战略合作, 谋求发展中国、日本和韩国市场。

图 22: 2016 年美诺华前 5 大客户的销售占比



资料来源: 公司 2017 招股说明书, 浙商证券研究所

图 23: 2016 年各产品来自 KRKA 的收入及占总销售收入比例

资料来源: 公司 2017 招股说明书, 浙商证券研究所

公司第一大客户 KRKA 成立于 1954 年, 是斯洛文尼亚最大的制药公司, 国有股份占 27%, 是欧洲著名的跨国医药公司, 主要从事医药研究、生产和销售以及健康服务等, 在斯洛文尼亚、俄罗斯、克罗地亚、波兰和德国设有制造工厂。在长期的合作过程中, 公司与 KRKA 之间形成了共同研发、联合申报、共同抢仿等灵活的合作形式组成的战略联盟, 双方约定了在医药中间体和原料药的生产 and 供应方面建立长期合同关系。稳定的大客户模式, 有利于公司在首仿药的抢仿阶段就客户提供原料药和中间体的工艺研究开发、质量研究和安全性研究服务, 并提供所需要的原料药和医药中间体, 公司会自然地成为客户在首仿药上市后的特色原料药和医药中间体的供应商之一, 共享首仿药在原研药到期初期上市时的超额利润, 有利于公司获得稳定的毛利率。同时, 公司通过与大客户紧密合作, 接触、吸收、消化先进的技术, 从而不断提高公司的技术水平和管理水平。

资料来源: 公司 2017 招股说明书, 浙商证券研究所

2017 年, 公司基于与 KRKA 在医药中间体、原料药领域形成的长期友好合作关系, 又进一步在制剂领域达成深度合作。双方共同投资设立了宁波科尔康美诺华药业有限公司, 美诺华作为参股股东持有合资公司 40% 股权, 合资公司主要经营医药和生物制剂的研发、生产和销售, 产品类别以冻干粉针剂为主, 双方共同开拓未来面向欧盟、面向中国市场的制剂研发、生产和销售业务, 通过参股制剂公司, 有效促进公司制剂业务发展, 丰富公司制剂产品类别。该公司未来将主要从事面向欧盟和中国市场的化学制剂和生物制剂的研发、生产和销售。此举将有效促进公司制剂业务发展, 丰富公司制剂产品类别。根据约定, 合资公司成立后, 公司制剂生产基地天康药业将长期为合资公司提供 CMO 定制加工业务。未来公司将不断提升制剂生产、研发和销售实力, 逐步开拓欧洲和国内市场, 该部分业务将成为公司未来业绩增长的一大亮点。

表 2：美诺华主要原料药研发（注册）情况

研发项目(含一致性评价项目)	药(产)品基本信息	研发(注册)所处阶段	进展情况
埃索美拉唑三水	用于治疗胃食管反流病、Hp(幽门螺杆菌)阳性的消化性溃疡及与胃酸有关的消化系统紊乱性疾病。	注册阶段	取得欧盟 CEP 证书、注册材料递交中国 CDE
缬沙坦新工艺	缬沙坦是一款血管紧张素 II 受体拮抗剂抗高血压类药物。	注册阶段	通过中国 CDE 技术审批，注册材料递交 EDQM、FDA
瑞舒伐他汀钙新工艺	适用于原发性高胆固醇血症(IIa 型)或混合性血脂障碍(IIb 型)患者在节食或锻炼疗法不理想时的辅助治疗。	注册阶段	注册材料递交 EDQM、FDA
氯吡格雷新工艺	用于预防和治疗因血小板高聚集引起的心、脑及其他动脉循环障碍疾病	注册阶段	已在中国 CDE 登记
阿托伐他汀钙新工艺	为他汀类血脂调节药，适用于高胆固醇血症原发性高胆固醇血症患者。	注册阶段	注册材料递交 EDQ
维格列汀	是一种具有选择性、竞争性、可逆的 DPP24 抑制剂,2-型糖尿病治疗	注册阶段	已在中国 CDE 登记
培哚普利叔丁胺新工艺	高血压治疗药	注册阶段	已在中国 CDE 登记

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司研发实力强劲，投入较大。目前，公司已取得了 95 项发明专利及多项国际或国内领先的研究成果，成功研发生产了缬沙坦、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷和埃索美拉唑等重磅炸弹类药物的原料药及中间体。2018 年，公司主要产品缬沙坦、氯吡格雷、培哚普利叔丁胺盐、维格列汀、普瑞巴林、艾司奥美拉唑、度洛西汀均在 CDE 登记注册，其中缬沙坦和度洛西汀原料药已通过 CDE 技术审评；埃索美拉唑三水、度洛西汀原料药获得欧盟 CEP 证书；米氮平、瑞巴派特收到日本 PMDA 签发 MF 证书。公司目前有多项原料药项目已进入注册阶段，并将计划开展西他列汀、利伐沙班、阿哌沙班等多项新的研发项目。

表 3：美诺华计划开展的重要原料药研发项目情况

项目产品名称	治疗领域	计划研发情况
西他列汀	降血糖药	计划完成中试
项目 1	降血糖药	计划完成中试
利伐沙班	抗血栓药	完成注册资料递交
阿哌沙班	抗血栓药	完成注册资料递交
项目 2	抗血栓药	完成注册资料递交
项目 3	乙肝药	计划完成中试
项目 4	帕金森药	计划完成中试

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

目前，公司有浙江美诺华、安徽美诺华和宣城美诺华三地的原料药扩改建项目，总产能超过 1300 吨，预计今年和明年能陆续完成建设和投产。

图 24：美诺华目前原料药生产扩建项目

浙江美诺华520吨原料药项目	宣城美诺华年产1,600吨原料药一期项目	安徽美诺华400吨原料药一期技改项目
<ul style="list-style-type: none"> 项目金额: 35,000万元 预计收益: 年营业收入6亿元 项目进度: 正在进行土建工程 	<ul style="list-style-type: none"> 项目金额: 33,000万元 预计收益: 年营业收入约3.8亿元 项目进度: 试生产调试阶段 	<ul style="list-style-type: none"> 项目金额: 16,330万元 预计收益: 年营业收入约3亿元 项目进度: 正在进行土建工程

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

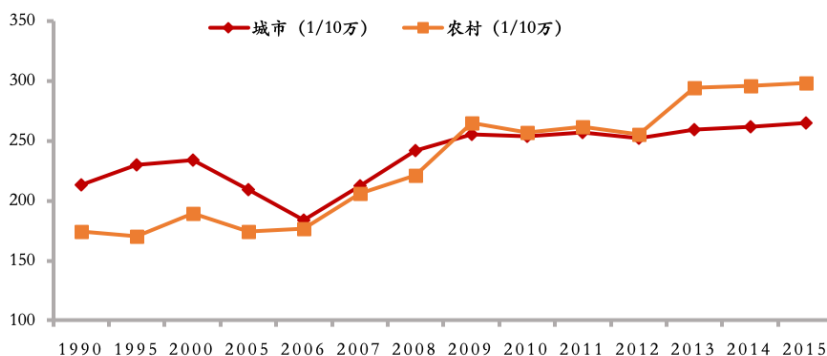
2.2. 领军产品--心血管类原料药

心血管疾病(英语: cardiovascular disease, 简称 CVD)是一种严重威胁人类,特别是50岁以上中老年人健康的常见病,具有高患病率、高致残率和高死亡率的特点,由心脏和血管疾病引起,包括冠心病(心脏病)、脑血管疾病(脑卒中)、血压升高(高血压)、外周动脉疾病、风湿性心脏病、先天性心脏病和心力衰竭。

根据世界卫生组织统计,2016年死于心脑血管疾病的人数高达1790万人,占全球死亡人数的31%,居各种死因首位。据《中国心血管病报告2016》估计,中国心血管病(CVD)现患人数2.9亿,患病率处于持续上升阶段。其中脑卒中1300万,冠心病1100万,心力衰竭450万,肺源性心脏病500万,风湿性心脏病250万,先天性心脏病200万。心血管病死亡占中国居民疾病死亡构成40%以上,居首位,高于肿瘤及其他疾病。近几年来农村心血管病死亡率持续高于城市水平。目前,心血管病死亡占城乡居民总死亡原因的首位,农村为45.01%,城市为42.61%。今后10年心血管病患者人数仍将快速增长。心血管病负担日渐加重,尤其是农村居民的心血管病死亡大幅增加。

从1990年之后的数据来看,我国居民的心血管死亡率在大趋势上一直处于上升状态。农村心血管病死亡率从2009年起超过并持续高于城市水平。2015年农村心血管病死亡率为298.42/10万,其中心脏病死亡率为144.79/10万,脑血管病死亡率为153.63/10万;城市心血管病死亡率为264.84万,其中心脏病死亡率为136.61/10万,脑血管病死亡率为128.23/10万。尽管医院规模的不断扩张,医学技术的不断进步,在一定程度上改善了心脏病的治疗结局,但是医疗成本越来越高,患病人数越来越多,发病年龄越来越年轻,对于心血管疾病事件前的预防和事件后的再预防显得日益迫切而突出。

图 25: 1990-2015 年中国居民心血管死亡率变化



资料来源: 2017 中国心血管报告, 浙商证券研究所

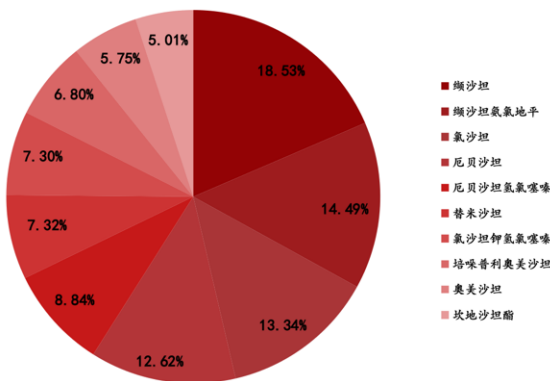
2.2.1. 降血压类

高血压是世界最常见的心血管疾病,也是最大的流行病之一,是导致充血性心力衰竭、脑卒中、冠心病、肾功能衰竭、主动脉瘤的发病率和病死率升高的危险因素。根据世界卫生组织统计,全球三分之一成年人患有高血压,这种疾病的死亡人数约达中风和心脏病所导致的总死亡人数的一半。我国高血压患病率总体呈上升趋势,《中国居民营养与慢

性状况调查 (2015 年)》显示, 2012 年全国 18 岁以上居民高血压患病率为 25.2%; 城市居民高血压患病率为 26.8%, 农村为 23.5%, 城、乡居民高血压患病率均为男性高于女性, 并且随年龄增加而显著增高。

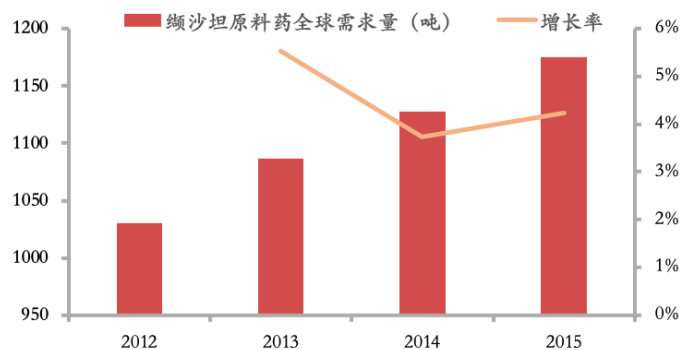
随着地平类、普利类、沙坦类等抗高血压类药物的相继问世和广泛用, 各类心血管疾病的死亡率已有较大幅度的下降, 但是全球每年仍近 2,000 万人死于因高血压导致的心脑血管疾病, 高血压类药物市场为全球最受关注的药物市场之一。目前国内抗高血压用药市场规模日益增大, 截至 2015 年, 样本医院抗高血压用药市场规模达到 250 亿元, 3 年复合增速 10% 以上。整个高血压药物市场中, 主要抗高血压用药包括利尿剂类、β 受体阻滞剂类、钙通道阻滞剂类、肾素-血管紧张素系统类药物, 在样本医院 2013-2015 年抗高血压用药化学药市场中, 钙通道阻滞剂的市场份额保持最高, 2015 年达 40.39%, 血管紧张素 II 拮抗剂次之, 占 37.76% 的市场份额, β 受体阻滞剂和血管紧张素转化酶抑制剂均低于 10%, 在 2015 年分别占 9.09% 和 7.55%, 利尿剂市场份额最低, 仅占 1.63%。血管紧张素 II 是已知天然存在升压药物中作用最强的激素; 它促使醛固酮分泌增加水钠潴留, 降低血钾, 加快缓激肽分解; 使大脑和垂体分泌精氨酸加压素 (AVP) 和促肾上腺皮质激素 (ACTH) 兴奋交感神经释放去甲肾上腺素, 使血压升高。其受体阻滞剂常用的有氯沙坦、缬沙坦、伊贝沙坦、替米沙坦和坎地沙坦。

图 26: 样本医院肾素-血管紧张素类抗高血压用药前十



资料来源: 米内网, 浙商证券研究所

图 27: 2012-2015 年缬沙坦原料药全球需求量变化情况

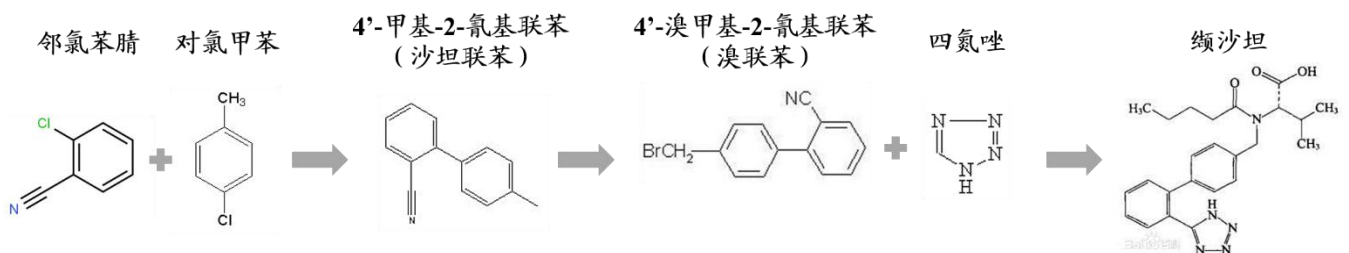


资料来源: 公司 2017 招股说明书, 浙商证券研究所

地平类、沙坦类、普利类药物为目前全球临床运用最为广泛的抗高血压药物。其中, 沙坦类药物拥有规模最大的抗高血压药物市场。抗高血压类为公司心血管类产品的主要产品, 占心血管类产品收入的 50% 以上, 公司主要生产缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦以及培哚普利四种抗高血压药的原料药。缬沙坦的全球原料药需求量领先于其他沙坦类药物, 也是公司生产和销售最多的产品。

缬沙坦是一种非肽类的血管紧张素 II 受体拮抗剂 (ARB), 由瑞士诺华公司开发成功后, 首先在德国上市, 1997 年获得 FDA 批准在美国上市, 商品名为代文 (Diovan)。由于缬沙坦专利在 2012 年到期, 仿制药的进入使得缬沙坦对应原料药的需求继续上升, 2015 年缬沙坦原料药全球市场需求为 1,175.35 吨, 较 2014 年同比增长 4.2%。预计未来缬沙坦原料药全球市场需求将继续平稳增长。

图 28: 缬沙坦生产工艺主要流程



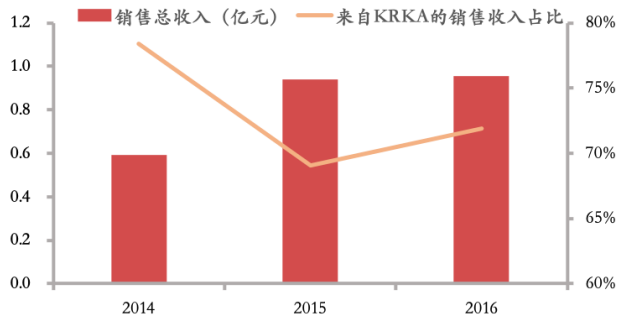
资料来源: CNKI, 公司公告, 浙商证券研究所

缬沙坦生产以邻氯苯腈、对氯甲苯为原料, 无水氯化镍为催化剂, 在四氢唑中经偶联反应制得沙坦联苯, 其在自由基引发剂、氧化剂共存下, 与溴反应合成溴联苯, 与 L-缬氨酸甲酯盐酸盐经缩合反应、酰化反应四唑反应和水解

反应制得缬沙坦。公司针对缬沙坦生产以取得两项专利，分别是使用绿色新型叠氮有机胺替代传统有机叠氮锡制备四氮唑；与缬沙坦中间体生产车间结构配合使用的车间工作台。

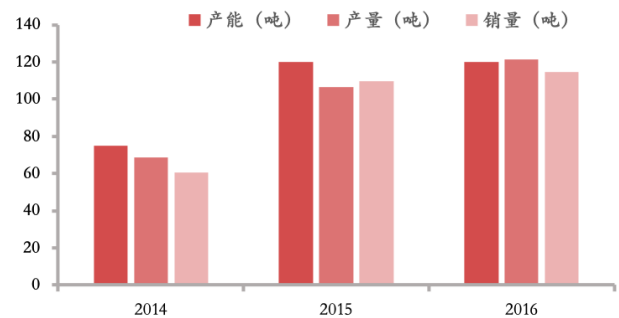
公司缬沙坦的销售量呈增长趋势，其中 2015 年公司缬沙坦原料药的销量为 109.76 吨，占全球市场的 9.34%，较 2014 年度缬沙坦销售量增加较大。这主要因为主要客户在德国获得了大量订单，其对公司订单需求增加，公司 2014 年下半年新建的缬沙坦生产线开始投入使用，公司产量和销售增加较大。公司关于缬沙坦的销售收入在逐年增长，其中约 70% 的收入来自公司的主要客户 KRKA。公司的缬沙坦原料药主要销往欧洲，2015 年，欧洲市场需求量为 510.19 吨，公司销量占欧洲市场的 21.51%。

图 29：2014-2016 年美诺华缬沙坦原料药的销售收入



资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所

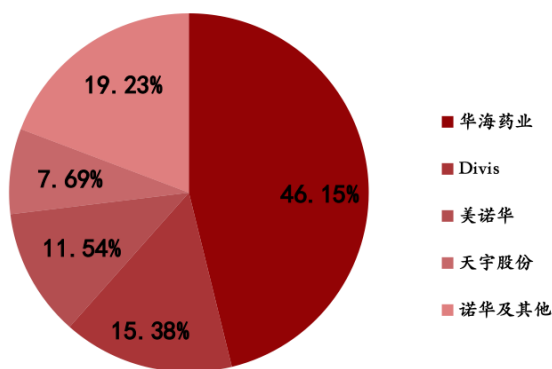
图 30：2014-2016 年美诺华缬沙坦原料药产能、产量及销量变化



资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所

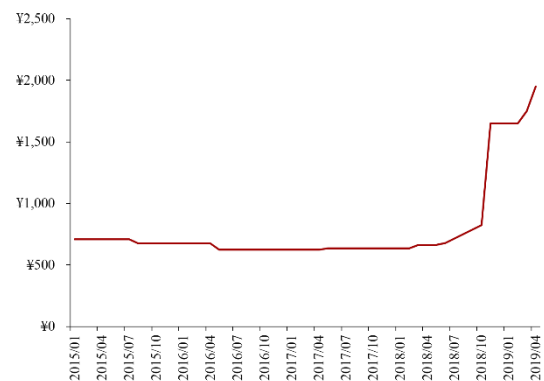
缬沙坦原料药每年全球需求在 1300 吨左右，其中中华海药业产量为 600 吨左右，天宇股份产量为 100 吨左右，Divis 产量为 200 吨，美诺华缬沙坦产量约 270 吨。2016 年到 2018 年初，缬沙坦原料药在非规范市场上的行业平均销售价格基本稳定在 80-100 美元/千克；在规范市场中的平均销售价格为 100-150 美元/千克。2014-2016 年，公司缬沙坦原料药平均售价分别为 143.53 元/千克、125.89 元/千克、122.91 元/千克（汇率以¥6.8/\$计）。2018 年 7 月，市场上的缬沙坦供应企业陆续发现存在基因毒素而被欧洲/美国官方药监机构暂停进口，市场价格因供应短缺急速上涨。

图 31：全球缬沙坦原料药的主要生产商



资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所

图 32：2015-2019 年缬沙坦原料药平均价格

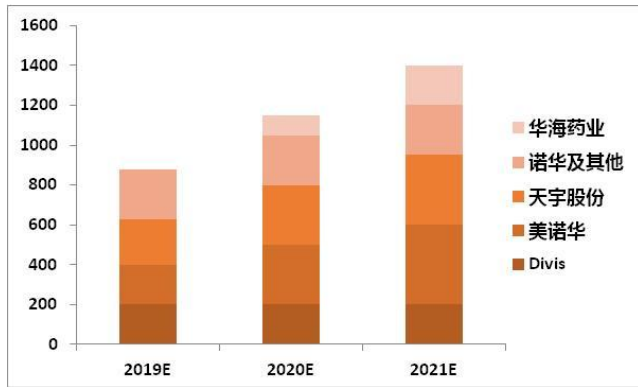


资料来源：Wind，浙商证券研究所

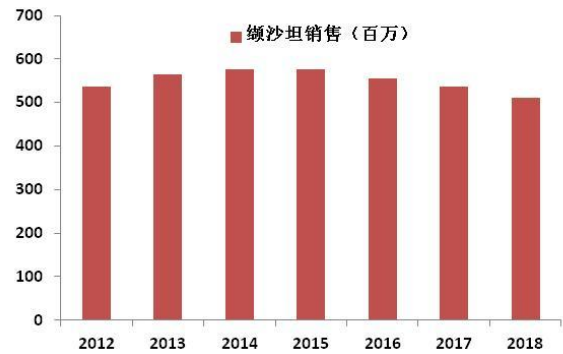
华海药业是国内缬沙坦原料药最大的制造商，主要销往北美、欧洲、印度、俄罗斯和南美等市场。2017 年度，华海药业缬沙坦原料药销售金额为人民币 32,832.84 万元，其中国内市场仅占 4.25%，绝大多数产品销往海外。2018 年 7 月，“缬沙坦事件”导致部分国内供应企业出口受限，行业出现供给缺口。由于部分产家具备一定小规模富余产能，专科类原料药一般订单周期较长通常在半年左右，因此出现供给缺口后，缬沙坦产能并未出现完全断供的情况。目前部分国内厂家开启扩产建设，因此我们预计未来缬沙坦供给格局如下，我们预计 2021 重新回到供给和需求平衡的状态。同时下游制剂作为高血压领域主流用药，我们预计保持长期稳定的状态，被替代可能性较小。

图 33：产能格局变化预测

图 34：国内样本医院缬沙坦制剂销量



资料来源：浙商证券研究所



资料来源：choice，浙商证券研究所

随后，TEVA、Sandoz、Aurobindo、Mylan 等全球大型药企的仿制药或原料药相继检测出类似杂质。所以，经过这一系列的缬沙坦事件之后，目前能够在欧洲市场销售缬沙坦原料药的供应商只剩下美诺华和印度的 Divis 两家。这导致市场上出现了大量的缬沙坦原料药及制剂的短缺状况，从而带来了缬沙坦产品销售价格的上涨；2018 年 11 月以来，缬沙坦的平均价格飞速增长，相比于 2018 年上半年，目前缬沙坦均价增长超过 3 倍，达到约 2,000 元/千克。这对于公司的业绩有着积极的影响。美诺华 2018 年缬沙坦产量约 140 吨，2019 年预计扩产至 270 吨左右，后续进一步扩产至 470 吨。Divis 目前产能约 200 吨，预计明年也将有一定扩产。但两家企业的产能，相对于全球需求缺口仍然非常巨大。美诺华的控股子公司浙江美诺华已于 2018 启动“年产 520 吨医药原料药（东扩）一期项目”，该项目主要用于扩大生产包括缬沙坦、坎地沙坦酯、培哌普利叔丁胺等 9 个品种，预计 2020 年可以投入生产。

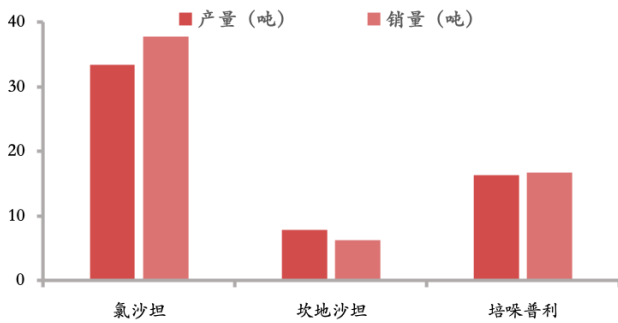
除了缬沙坦，公司还生产其他三类抗高血压的原料药：氯沙坦、坎地沙坦和培哌普利。其中，氯沙坦是第一个血管紧张素 II 受体拮抗剂（AIIA）类的抗高血压药物，是由默沙东公司开发的，于 1994 年首次上市，商品名为科素亚，目前已在 93 个国家被批准使用。氯沙坦是目前国内使用最多降压药之一，降压作用持久强效，耐受性佳，无明显副作用，且不受年龄、性别、种族等因素的影响，能保护高血压靶器官心脑血管免于受损，是目前理想的降压药。

坎地沙坦由日本武田制药公司率先研制，后阿斯利康制药加入联合开发，主要商品名为必洛丝。坎地沙坦为血管紧张素 II AT1 受体拮抗剂，通过与血管平滑肌 AT1 受体结合而拮抗血管紧张素 II 的血管收缩作用，从而降低末梢血管阻力。

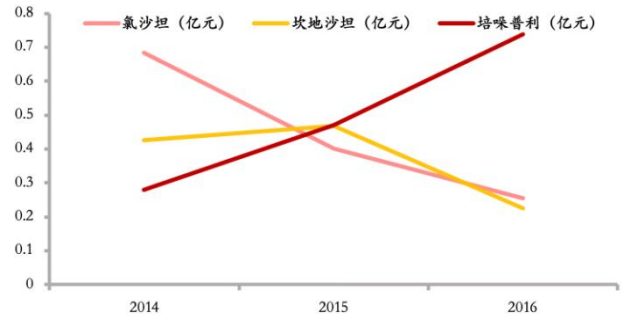
培哌普利由法国最大独立制药集团之一的施维雅（Servier）公司开发，商品名为雅施达。培哌普利是第三代血管紧张素转换酶抑制剂，服后 6 小时降压效果最大，作用持续时间长，可扩张大、小动脉，减少血容量，降低系统血管阻力、左室充盈压和肺毛细血管楔压，增加心排血量和每搏输出量，增加心脏指数而不改变心率，提高患者运动耐量，减轻左室心肌肥厚，改善血流动力学。2014-2016 年公司培哌普利原料药的销量和收入呈上升趋势，原因是公司培哌普利产品在欧洲市场的占有率较高，该产品在欧洲市场竞争力强，随着下游客户及市场好转，公司获得了大量订单，提升了公司该产品的销售量。公司已与 Servier 在培哌普利中间体的合作项目上取得了成功，并在此基础上孵化了更多的业务。

图 35：2016 年氯沙坦、坎地沙坦和培哌普利的产量和销量

图 36：2014-2016 年氯沙坦、坎地沙坦和培哌普利销售收入变化



资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所



资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所

2.2.2. 降血脂类

血脂是血浆中的中性脂肪（甘油三酯和胆固醇）和类脂（磷脂、糖脂、固醇、类固醇）的总称，广泛存在于人体中。它们是生命细胞的基础代谢必需物质。一般说来，血脂中的主要成分是甘油三酯和胆固醇，其中甘油三酯参与人体内能量代谢，而胆固醇则主要用于合成细胞浆膜、类固醇激素和胆汁酸。高脂血症是指血脂水平过高，可直接引起一些严重危害人体健康的疾病，如动脉粥样硬化、冠心病、胰腺炎等。当血清胆固醇超过正常值 230 毫克/100 毫升，甘油三酯超过 140 毫克/100 毫升， β -脂蛋白超过 390 毫克/100 毫升以上时，即可称之为高脂血症。该病对身体的损害是隐匿、逐渐、进行性和全身性的。它的直接损害是加速全身动脉粥样硬化，因为全身的重要器官都要依靠动脉供血、供氧，一旦动脉被粥样斑块堵塞，就会导致严重后果。动脉硬化引起的肾功能衰竭等，都与高脂血症密切相关。

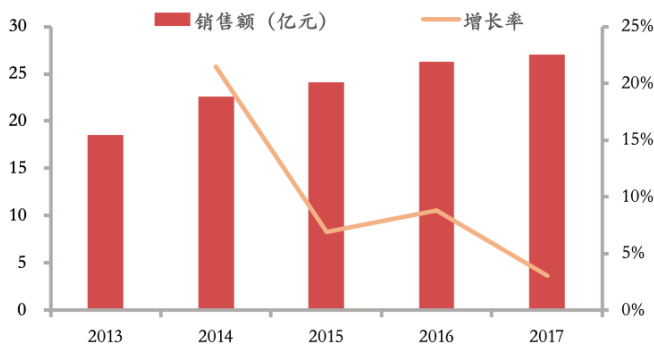
近 30 年来，中国人群的血脂水平逐步升高，血脂异常患病率明显增加。2012 年全国调查结果显示，成人血清总胆固醇平均为 4.50 mmol/L，高胆固醇血症的患病率 4.9%；甘油三酯（triglyceride, TG）平均为 1.38 mmol/L，高甘油三酯血症的患病率 13.1%；高密度脂蛋白胆固醇平均为 1.19 mmol/L，低 HDL-C 血症的患病率 33.9%。中国成人血脂异常总体患病率高达 40.40%，较 2002 年呈大幅度上升。人群血清胆固醇水平的升高将导致 2010 年-2030 年期间我国心血管病事件约增加 920 万。

降血脂药物种类较多，分类也较困难，就其主要降血脂功能可分为降总胆固醇、主要降总胆固醇兼降甘油三酯、降甘油三酯、主要降甘油三酯兼降总胆固醇四大类。概括讲它能阻止胆酸或胆固醇从肠道吸收，促进胆酸或胆固醇随粪便排出。抑制胆固醇的体内合成，或促进胆固醇的转化促进细胞膜上 LDL 受体表达，加速脂蛋白分解。激活脂蛋白代谢酶类，促进甘油三酯的水解。阻止其他脂质的体内合成，或促进其他脂质的代谢。目前临床应用和处在研发阶段的降脂西药按其降脂机理和化学结构可分为他汀类、烟酸类、贝特类、胆酸螯合剂、多烯类以及新型降脂药和各种复方制剂。

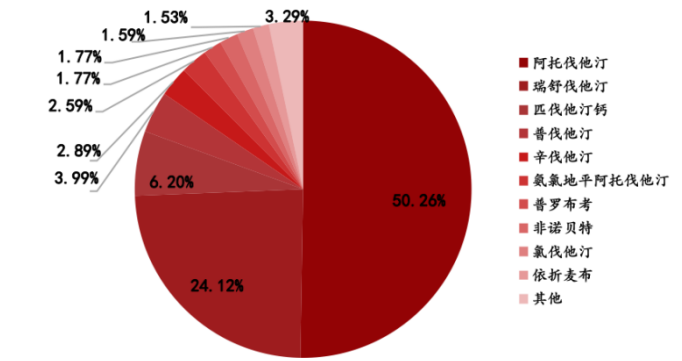
随着老年化进度加快，老年人比例升高，降血脂用药市场规模未来几年将维持较高增长态势。2015 年，全球降血脂原料药市场规模约 447.29 吨，相较于 2014 年增长了 12.2%。2016 年全国降血脂用药总规模达 185 亿（医院和零售药店），较 2015 年的 166 亿同比上涨 11.4%，年增幅连续三年超过 8.0%。在 2016 年市场众多的降血脂产品中，他汀类药物以其 84.5% 的份额遥遥领先其他产品。在公立医院中，降血脂药物规模也是日益增加，自 2012 年至 2016 年，降血脂药物在样本公立医院的销售额从 185947 万元增至 262380 万元，但增速放缓，逐渐降低，2014 年销售额增速达峰值为 21%，2015 年和 2016 年增速分别降至 6% 和 8%。在公立医院降血脂药物的销售份额中，他汀类药物依然是占据主导地位。

图 37：2013-2017 年样本公立医院降血脂药物销售额

图 38：2017 年样本公立医院降血脂药前十产品份额格局



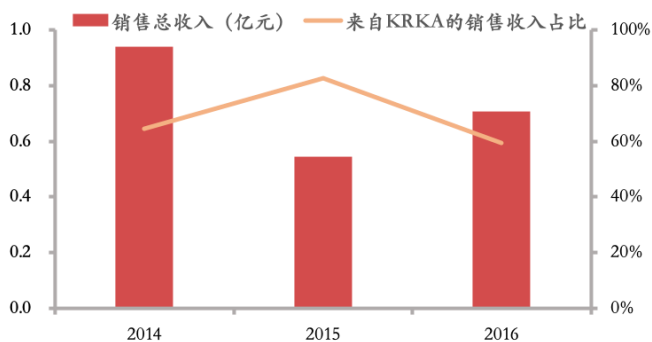
资料来源: 米内网, 浙商证券研究所



资料来源: 米内网, 浙商证券研究所

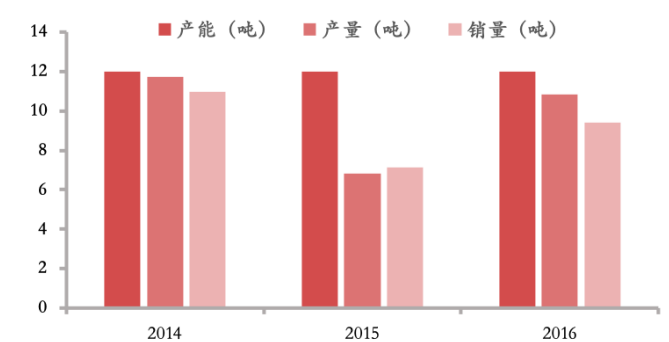
降血脂类为公司心血管类的主要产品, 占心血管类产品收入的 27-40%, 公司降血脂产品主要包括瑞舒伐他汀和阿托伐他汀的原料药及中间体。瑞舒伐他汀是第三代他汀类药物, 由盐野义制药研发, 商品名为可定。对肝细胞具有选择性, 是降低低密度脂蛋白 (LDL) 胆固醇最强的药物, 被称为“超级他汀”, 产品正处于快速成长期, 因其药效方面表现的优越性, 已经超越阿托伐他汀成为他汀类第一重磅品种。2013 年、2014 年和 2015 年瑞舒伐他汀原料药全球需求量分别为 79.47 吨、88.37 吨和 96.55 吨, 2014 年和 2015 年的增长率分别为 11.20% 和 9.26%。随着瑞舒伐他汀专利逐步到期, 预计未来瑞舒伐他汀原料药全球市场需求仍将保持较快增长。

图 39: 2014-2016 年公司瑞舒伐他汀原料药的销售收入



资料来源: 公司 2017 招股说明书, 浙商证券研究所

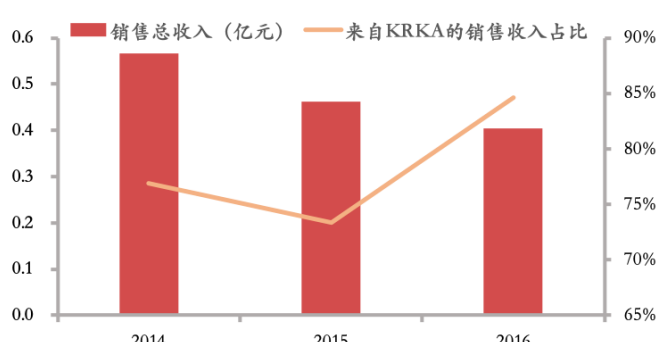
图 40: 美诺华瑞舒伐他汀原料药的产能、产量及销量变化



资料来源: 公司 2017 招股说明书, 浙商证券研究所

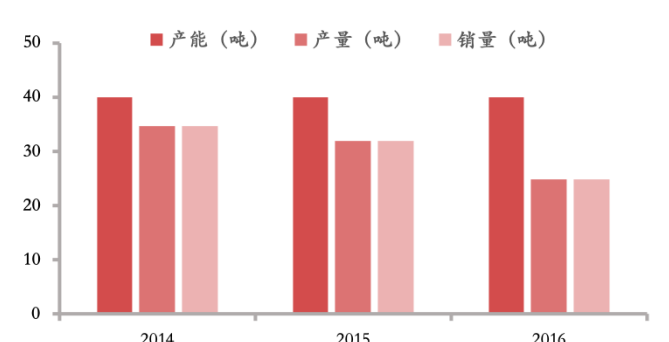
阿托伐他汀是由美国辉瑞公司首次研发, 商品名为立普妥 (Lipitor), 自 1996 年被美国 FDA 批准上市以来, 累计销售额超过 1,250 亿美元, 是制药历史上销售最好的药物之一, 并连续十年保持全球药品销售冠军。2006 年辉瑞的立普妥销售高峰时期年销售额曾达到 129 亿美元, 虽然阿托伐他汀专利已于 2011 年续过期, 但是目前立普妥仍有 20 亿美元左右的年销售额。2013 年、2014 年和 2015 年阿托伐他汀原料药全球需求量分别为 350.70 吨、398.64 吨和 447.29 吨, 2014 年和 2015 年的增长率分别为 13.67% 和 12.20%, 预计未来阿托伐他汀原料药全球市场需求仍将较快增长。

图 41: 2014-2016 年美诺华阿托伐他汀原料药的销售收入



资料来源: 公司 2017 招股说明书, 浙商证券研究所

图 42: 美诺华阿托伐他汀原料药的产能、产量及销量变化



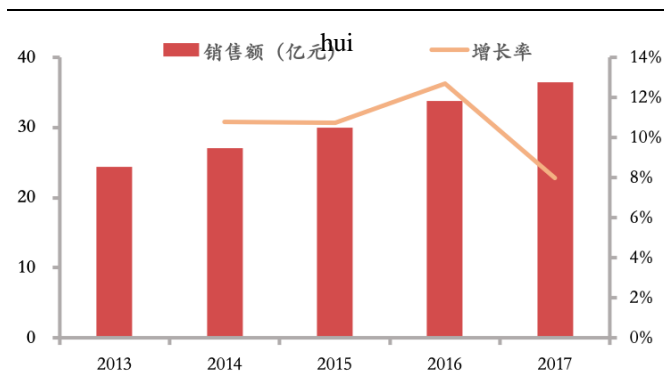
资料来源: 公司 2017 招股说明书, 浙商证券研究所

2.2.3. 抗血栓类

血栓是血流在心血管系统血管内面剥落处或修补处的表面所形成的小块，在可变的流体依赖型中，血栓由不溶性纤维蛋白，沉积的血小板，积聚的白细胞和陷入的红细胞组成。血栓形成是指在一定条件下，血液有形成分在血管内形成栓子，造成血管部分或完全堵塞、相应部位血流障碍的病理过程。血栓栓塞是血栓由形成部位脱落，在随血流移动的过程中部分或全部堵塞某些血管，引起相应组织器官缺血、缺氧、坏死或者淤血、水肿的病理过程。以上 2 种过程所引起的疾病，称为血栓性疾病。据统计，2016 年国内抗血栓药物市场规模达 275.1 亿元，较 2015 年增长 7.76%。并且随着近年来我国居民的心血管疾病患病率的不断上升，抗血栓药物市场依然有很大的需求。

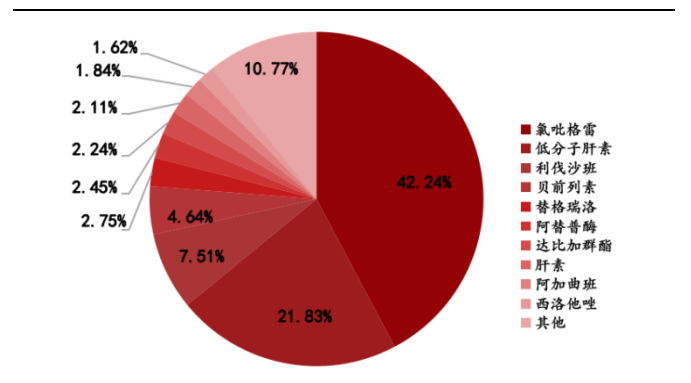
样本医院抗血栓药物销售额也是稳步增长，自 2013 年至 2016 年，销售额从 209.5 亿元增长到 275.1 亿元，但增速变缓，销售额增长率由 2014 年的 16.4% 逐步下降到 2015 年的 4.7% 和 2016 年的 7.8%。在样本医院抗血栓药物前十产品中，氯吡格雷和低分子肝素占据主导地位。

图 43：2013-2017 年样本公立医院抗血栓药物销售额



资料来源：米内网，浙商证券研究所

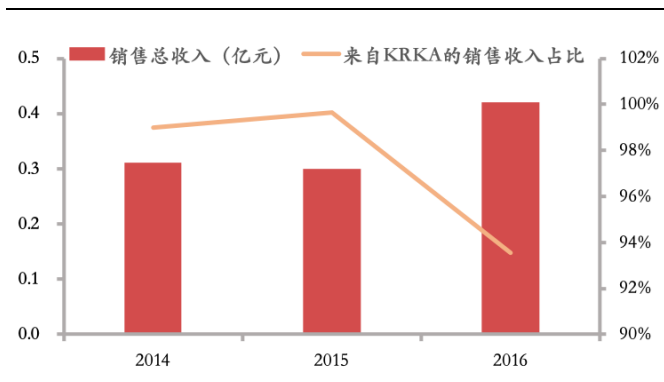
图 44：2017 年样本公立医院抗血栓药物前十产品份额格局



资料来源：米内网，浙商证券研究所

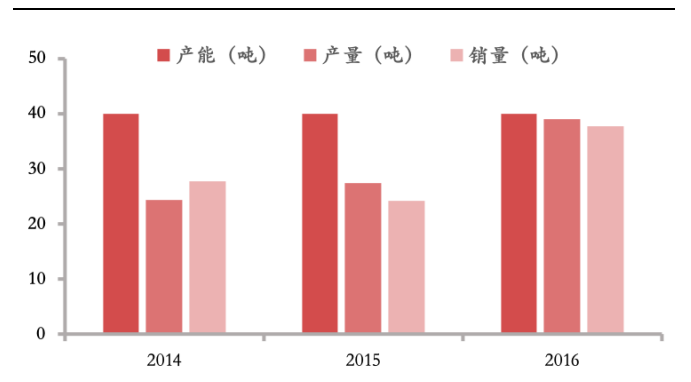
公司抗血栓类收入占心血管类产品收入的比例均较平稳，2014 至 2016 年度，抗血栓类收入占心血管类产品收入的比例在 8%-11% 左右。公司抗血栓类产品主要是氯吡格雷原料药。氯吡格雷是一种血小板凝集抑制剂，该药由法国赛诺菲 (Sanofic) 研发上市，并授权施贵宝 (BMS) 负责美国市场的销售，商品名为波立维 (Plavix)。经过 10 多年的临床使用，目前已是临床上抗血小板聚集的标准治疗药物。2013 年、2014 年和 2015 年氯吡格雷原料药全球需求量分别为 600.58 吨、634.31 吨和 670.75 吨，2014 年和 2015 年的增长率分别为 5.62% 和 5.74%，预计未来氯吡格雷原料药全球市场需求量将保持平稳。

图 45：2014-2016 年美诺华氯吡格雷原料药的销售收入



资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所

图 46：2014-2016 年美诺华氯吡格雷原料药的产能、产量及销量

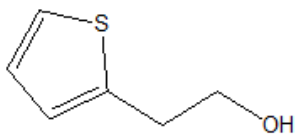
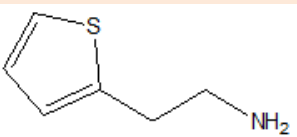
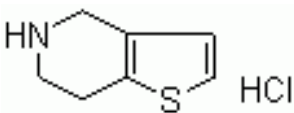
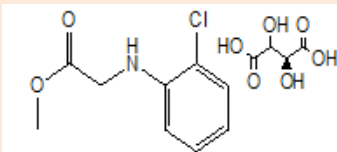
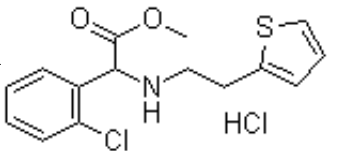
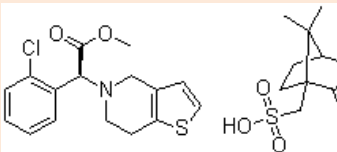
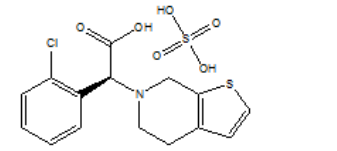


资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所

2017 年，公司收购控股燎原药业后，公司生产线向上游延伸，实现原物料、中间体和原料药的全产业链生产。氯吡格雷等抗血栓重磅原料药产销量迈上新台阶，

表 4：燎原药业氯吡格雷中间体

产品名称	结构式	规格
------	-----	----

2-噻吩乙醇		In-house
2-噻吩乙胺		In-house
4,5,6,7-四氢噻吩[3,2,c]吡啶盐酸盐		含量: ≥98% 水分: ≤0.5%
格雷酒石酸盐		含量: ≥98% 水分: ≤0.5%
D-(+)-甲基-α-(2-噻吩乙胺基)(2-氯苯基)醋酸酯盐酸盐		含量: ≥98.5-101.0%, 比旋度: +106.0°~+110.0°
氯吡格雷樟脑磺酸盐		含量: ≥98-102% 光学纯度: ≥99%
氯吡格雷原油		含量: ≥98-102% 光学纯度: ≥99%

资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

2.3. 肠胃类以及其他产品

胃肠病是常见病多发病, 总发病率约占人口的 20%左右。年龄越大, 发病率越高, 特别是 50 岁以上的中老年入更为多见, 男性高于女性, 如不及时治疗, 长期反复发作, 极易转化为癌症。胃肠道疾病主要指一般炎症性胃肠道疾病(急、慢性胃炎, 急、慢性阑尾炎等)、消化性溃疡、胃癌、食道癌、大肠癌及肠易激综合征等。

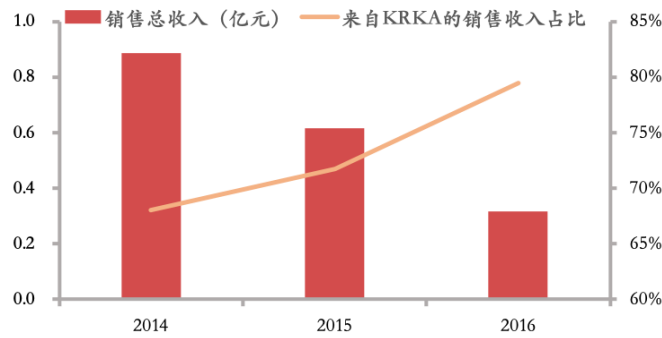
目前肠胃类药物主要分为以抑制胃酸分泌为主的抑酸剂(如 PPI 与 H₂ 受体拮抗剂等)、以保护胃粘膜为主的胃粘膜保护剂(如铋剂、前列腺素等), 以及以中和胃酸为主的抗酸剂(如小苏打、碳酸镁铝等碱性物质)。公司主要的肠胃类产品是埃索美拉唑原料药。埃索美拉唑是一种质子泵抑制剂, 为奥美拉唑的左旋异构体, 起效快、抑酸效果好; 用于治疗胃食管反流病、Hp(幽门螺杆菌)阳性的消化性溃疡及与胃酸有关的消化系统紊乱性疾病。埃索美拉唑是阿斯利康公司研发的“重磅炸弹”药品, 于 2001 年获得美国 FDA 批准销售, 商品名为耐信(Nexium), 2012 年销售额接近 40 亿美元, 排名全球畅销药前二十名。阿斯利康公司在化合物、用途、剂型、晶体、组合物、制备方法等方面申请了一系列专利进行保护。为抓住原研药专利到期的市场机会, 美诺华与 KRKA 进行合作对埃索美拉唑进行了抢仿, 双方于 2010 年 6 月签订了埃索美拉唑镁合作协议; 最终成功实现了埃索美拉唑的首仿和抢仿。

2015 年、2016 年和 2017 年埃索美拉唑原料药全球需求量分别为 241.0 吨、269.9 吨和 288.7 吨, 2016 年和 2017 年的增长率分别为 11.99%和 6.50%, 预计未来埃索美拉唑原料药全球市场需求量将继续保持较快增长。2015 年公司埃

索美拉唑原料药的销量为 13.72 吨，全球市场占有率为 5.69%。公司的埃索美拉唑原料药主要销往欧洲，2015 年欧洲市场需求量为 71.93 吨，公司在欧洲市场占有率为 19.08%。

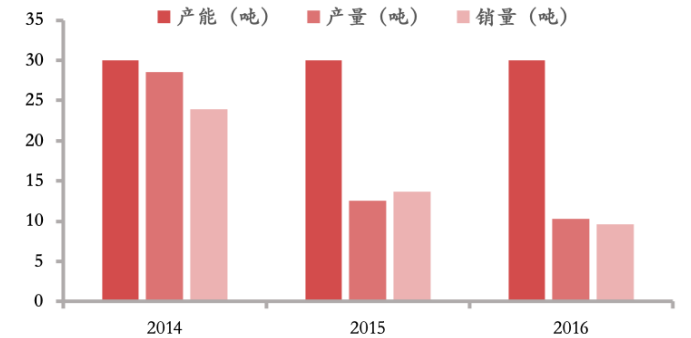
2014 年到 2016 年，公司埃索美拉唑原料药销量和收入呈下降趋势，主要系受市场需求影响，公司根据客户需求调整肠胃类产品的销量。肠胃类产品的单价受原研药专利到期的影响呈下降趋势，其中 2015 年销售单价较高，主要因 2015 年公司生产销售埃索美拉唑产品均为原料药。

图 47：2014-2016 年美诺华艾美拉唑原料药的销售收入



资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所

图 48：2014-2016 年美诺华艾美拉唑原料药的产能、产量及销量



资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所

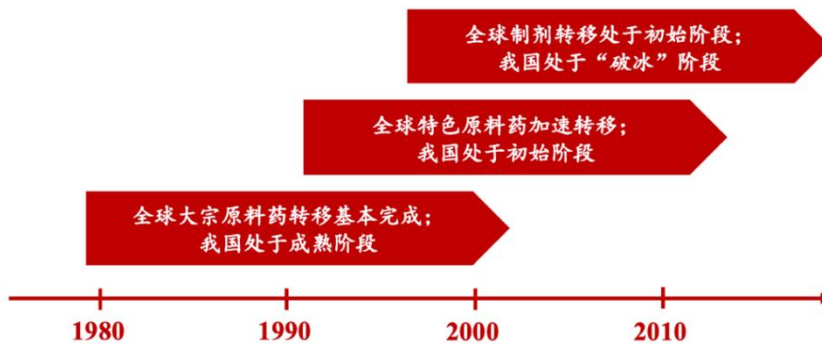
公司于 2017 年 12 月向 EDQM 提交了埃索美拉唑三水原料药的 CEP 申请，并于 2018 年 12 月 20 日获得 CEP 证书。截至目前，公司在该药品研发项目上已投入约 178 万元人民币。埃索美拉唑原料药为公司的主要产品之一，埃索美拉唑三水原料药是公司工艺优化后提交的新的 CEP 申请。

美诺华的主营业务收入中还有其他一些类型的产品，主要包括抗精神病类、抗抑郁类、抗过敏类产品等，其中抗抑郁类药物以盐酸度洛西汀原料药和米氮平原料药为代表。2014 年度、2015 年度和 2016 年度这些产品收入分别为 6,209.82 万元、6,665.18 万元和 9,424.26 万元，占主营业务收入的比例分别为 9.84%、11.31%和 16.54%。2016 年度占比上升较大，主要因公司以前年度普瑞巴林产品主要是外购外销，2016 年公司取得了普瑞巴林产品生产资质，开始自产销售。公司控股燎原药业后，精神类及神经类原料药米氮平、度洛西汀等实现全产业链生产。

3. 发展下游，产业链进一步拓展

近年来，随着世界人口总量的增长、社会老龄化程度的提高以及人们健康意识的增强，全球及中国医药产业呈现较快的发展趋势。同时，全球发达国家普遍面临医保支付压力不断增加的问题，对于质优价廉的仿制药需求增长明显，全球重磅创新药专利悬崖期的到来也为大量仿制药的上市提供了契机，这意味着整个仿制药的产业链都将有所提升。然而，特色原料药处于整个制药工业金字塔底端，获利能力最弱，面临不可避免的盈利波动和成长瓶颈。一方面，原料药价格极易受上游化工原料价格波动和下游制剂厂商需求的影响，原料药生产厂商经营业绩波动性较制剂生产厂商更为显著；另一方面，原料药制造企业的环保投入以及环保设施运营费用也呈上升趋势，对原料药制造企业未来经营业绩的持续增长存在一定程度的制约。这就要求原料药企业进行产业升级，向高毛利的制剂领域进军。

图 49：全球医药产业转移趋势



资料来源：公司 2017 招股说明书，浙商证券研究所

基于对产业链高端利润的追求，美诺华在维持上游产业链的同时，积极制定了进入化学制剂领域的发展战略。公司紧密围绕整合、优化现有资源，大力发展、实现“中间体、原料药、制剂”全产业链的升级，巩固和突出公司的技术优势，加大研发投入和人才引进。这一发展战略是公司发展壮大的必然选择，稳固的特色原料药业务基础是其发展制剂业务的优势，做大做强制剂产业也将为公司原料药业务发展提供保障。从“中间体、原料药、制剂”产业链各环节价值贡献分析，制剂业务位于价值链的顶端，制剂业务利润率整体高于原料药及医药中间体业务利润率；从产业链各环节的市场规模看，制剂市场规模约为原料药市场规模的 8-10 倍。一体化产业链可提供由关键中间体到原料药的一站式生产，能够为公司的发展开拓新的市场，获取更高的利润，提升公司持续盈利能力。

公司稳步推进“药物研发中心项目”和“年产 30 亿片（粒）出口固体制剂项目”，逐步向下游制剂产业的延伸，同时加强自主研发能力，提升研发水平，进一步提高公司的核心竞争力。公司 2017 年 IPO 募资主要用于以上两个项目，两个项目的实施主体是公司全资子公司天康药业，公司以美诺华天康的主体积极开拓制剂业务，从事固体口服制剂类产品的研发、生产和销售业务。

3.1. 自主研发与合作研发并举

目前，美诺华药业采用自主研发、合作研发并行的研发实施思路，以中欧同步、中美同步产品市场为目标，开展制剂发展的产品管线布局。公司制剂研发主要围绕现有原料药产品以及正在研发或验证的集中于慢病领域，以发挥一体化优势。

表 5：美诺华现有的制剂产品种类

产品名称	生产单位	剂型	大类	医保分类	是一致性评价品种
复方茶碱麻黄碱片	天康药业	片剂	呼吸系统用药	非医保	
氨茶碱片	天康药业	片剂	呼吸系统用药	甲	是
麻黄碱茶海拉明片	天康药业	片剂	呼吸系统用药	增补医保	
吡哌美辛胶囊	天康药业	胶囊剂	肌肉-骨骼系统	乙	
醋酸泼尼松片	天康药业	片剂	全身用激素类制剂(不含性激素)	甲	是
利福平胶囊	天康药业	胶囊剂	全身用抗感染药物	甲	是
四环素片	天康药业	片剂	全身用抗感染药物	甲	
土霉素片	天康药业	片剂	全身用抗感染药物	增补医保	
复方磺胺甲噁唑片	天康药业	片剂	全身用抗感染药物	甲	是
异烟肼片	天康药业	片剂	全身用抗感染药物	甲	是(已备案)
盐酸吗啉胍片	天康药业	片剂	全身用抗感染药物	增补医保	
去痛片	天康药业	片剂	神经系统药物	甲	
谷维素片	天康药业	片剂	神经系统药物	乙	
三合钙咀嚼片	天康药业	片剂	消化系统及代谢药	非医保	

盐酸小檗碱片	天康药业	片剂	消化系统及代谢药	甲	是
盐酸雷尼替丁胶囊	天康药业	片剂	消化系统及代谢药	甲	是(已备案)
西咪替丁胶囊	天康药业	胶囊剂	消化系统及代谢药	增补医保	
赖诺普利片	天康药业	片剂	心血管系统药物	乙	
氨咖黄敏胶囊	天康制药	胶囊剂	呼吸系统用药	乙	
茶普生片	新五洲药业	片剂	肌肉-骨骼系统	乙	
吡嗪酰胺片	新五洲药业	片剂	全身用抗感染药物	甲	是
头孢拉定胶囊	新五洲药业	胶囊剂	全身用抗感染药物	甲	是
头孢氨苄胶囊	新五洲药业	胶囊剂	全身用抗感染药物	甲	是
异烟肼片	新五洲药业	片剂	全身用抗感染药物	甲	是
安乃近片	新五洲药业	片剂	神经系统药物	乙	
溴丙胺太林片	新五洲药业	片剂	消化系统及代谢药	乙	
盐酸二甲双胍缓释片	新五洲药业	片剂	消化系统及代谢药	乙	
盐酸雷尼替丁胶囊	新五洲药业	胶囊剂	消化系统及代谢药	甲	是
甲磺酸二氢麦角碱片	新五洲药业	片剂	心血管系统药物	非医保	

资料来源：米内网，浙商证券研究所

美诺华于2015年3月通过收购天康药业100%的股权取得了19个药品制剂文号，目前，天康药业共有21个药品制剂文号。公司目前制剂研发的产品主要涉及心血管类、胃肠道类、抗感染类、降血糖类、抗抑郁类等。其中：心血管类药物主要包括缬沙坦、培哚普利、氯吡格雷、阿托伐他汀和瑞舒伐他汀，肠胃类药物包括埃索美拉唑，中枢神经类药物主要包括抗抑郁症药物文拉法辛。另外，公司通过多次股权转让持股新五洲药业56%并获得其控股权，新五洲药业持有11个药品制剂文号，将通过内部整合转移至天康药业。

表 6：美诺华制剂的研发（注册）情况

研发项目（含一致性评价项目）	药（产）品基本信息	研发（注册）所处阶段	进展情况
培哚普利片	血管紧张素 I 转换酶抑制药，临床用于高血压与充血性心力衰竭。	药物研发阶段	完成药物研发
盐酸雷尼替丁胶囊	用于缓解胃酸过多所致的胃痛、胃灼热感（烧心）、反酸。	一致性评价研究阶段	完成材料递交
异烟肼片	（1）与其它抗结核药联合，适用于各型结核病的治疗，包括结核性脑膜炎以及其他分枝杆菌感染。（2）单用适用于各型结核病的预防：	一致性评价研究阶段	一致性评价研究
缬沙坦氨氯地平	适用于治疗原发性高血压本品用于单药治疗不能充分控制血压的患者。	临床研究准备阶段	临床前研究阶段
氯沙坦钾片	适用于治疗原发性高血压	临床研究准备阶段	临床前研究阶段
富马酸替诺福韦二吡啶酯片	适用于与其他抗逆转录病毒药物联用，治疗成人 HIV-1 感染。适用于治疗慢性乙肝成人和≥12 岁的儿童患者。适用于治疗慢性乙肝成人和≥12 岁的儿童患者。	药物研发阶段	小试研究
瑞舒伐他汀钙片	适用于经饮食控制和其它非药物治疗（如：运动治疗、减轻体重）仍不能适当控制血脂异常的原发性高胆固醇血症（IIa 型，包括杂合子家族性高胆固醇血症）或混合型血脂异常症（IIb 型）。也适用纯合子家族性高胆固醇血症。	临床研究准备阶段	临床前研究阶段

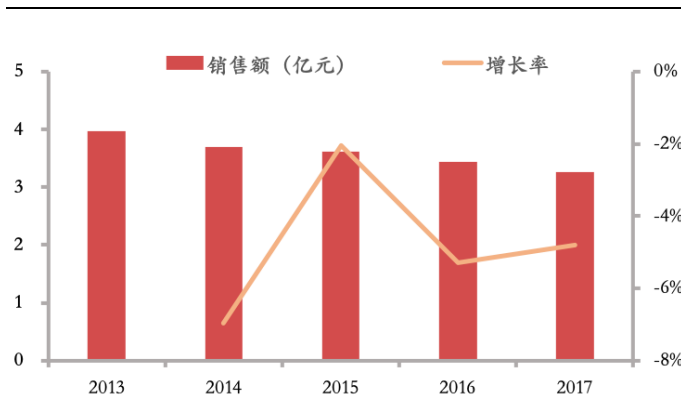
甲磺酸双氢麦角毒碱片	醇血症的患者，作为饮食控制和其它降脂措施（如 LDL 去除疗法）的辅助治疗 主要用于 1) 改善与老年化有关的精神退化的症状和体征。2) 急慢性脑血管病后遗症的功能、智力减退的症状。3) 轻中度血管性痴呆。4) 血管性头痛	注册申报阶段	取得补充批件
赖诺普利片	本品用于治疗原发性高血压及肾血管性高血压。	注册申报阶段	取得补充批件
埃索美拉唑肠溶胶囊	用于治疗胃食管反流病、Hp(幽门螺杆菌)阳性的消化性溃疡及与胃酸有关的消化系统紊乱性疾病。	药物研发阶段	工艺研究
盐酸二甲双胍缓释片	用于单纯饮食控制不满意的 2 型糖尿病人。	临床研究准备阶段	取得临床批件

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

自主研发体系完善，中美双报。目前，公司在杭州、宁波、印度三地建立了制剂研发基地，杭州新诺华和美诺华天康研发部合作重点开展面向国内制剂市场的研发项目，印度柏莱诺华开展针对美国等高端市场制剂研发，同时，公司在美国建立了子公司作为药品美洲申报中心，作为美洲制剂业务的管理中心，推进公司原料药制剂业务全球化的发展战略。四地充分调动各自的人才优势、中试场地优势，形成现有制剂产品研发体系。目前，杭州新诺华已初步建立较为完善的符合中美双报的研发管理体系。2018 年，公司完成赖诺普利等 3 个产品的注册申报，其中赖诺普利片获得《药品补充申请批件》，待递交 CDE 进行申报注册；盐酸二甲双胍缓释片取得临床批件；缬沙坦氨氯地平片等产品完成工艺研究；盐酸雷尼替丁胶囊和异烟肼片完成一致性评价研究工作，其中盐酸雷尼替丁胶囊已递交一致性评价注册资料。

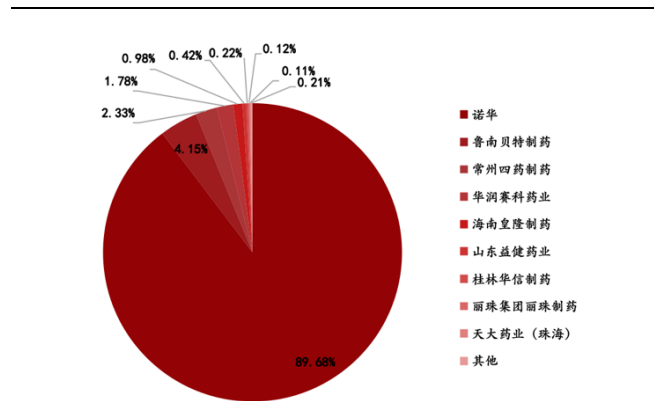
除了从天康药业收购中直接获得的 19 个药品制剂文号，美诺华主要基于公司现有的、工艺较成熟的原料药来进行制剂研发，以便于联合申报，努力实现中间体、原料药以及制剂全产业链的布局规划。心血管类原料药是美诺华的主要产品，所以心血管类药品制剂是公司开发的重点。其中，缬沙坦与氯沙坦作为公司的主要原料药产品，美诺华已经完成了缬沙坦胶囊与氯沙坦钾片的研发。缬沙坦胶囊与氯沙坦钾片都属于乙类医保品种，目前缬沙坦制剂和氯沙坦制剂中都只有华海药业生产的制剂通过了一致性评价。

图 50：2013-2017 年本公立医院缬沙坦制剂销售额



资料来源：米内网，浙商证券研究所

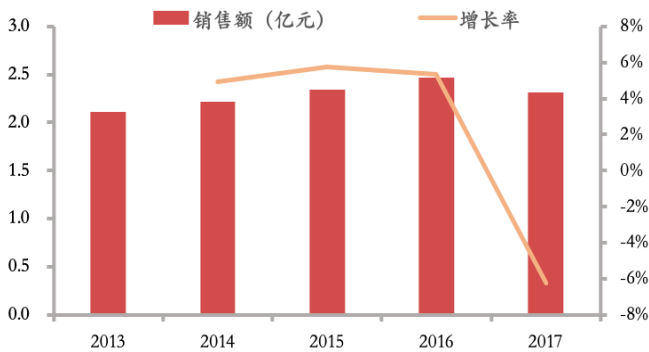
图 51：2017 年样本公立医院缬沙坦制剂前十品牌份额格局



资料来源：米内网，浙商证券研究所

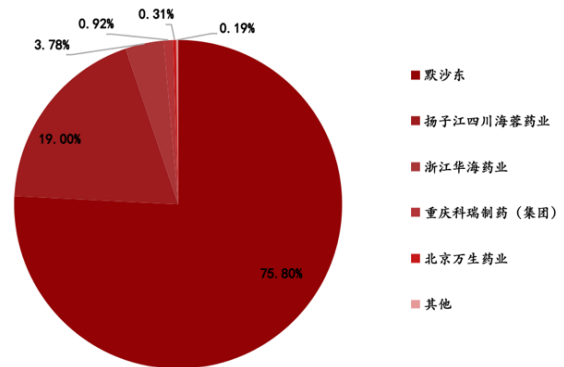
根据样本公立医院的数据分析，缬沙坦制剂和氯沙坦制剂能够保持较为稳定的销售额，且市场规模都很可观。其中，缬沙坦制剂的销售额近几年一直领先于氯沙坦制剂。在竞争格局方面，缬沙坦制剂和氯沙坦制剂都是原研药占优势，远超其他厂商生产的仿制药。根据大多数药品上市后的发展轨迹，后期仿制药的安全性和有效性上升、价格下降，仿制药将会有机会拥有更多的市场份额。因此，在仿制药的市场占领方面，美诺华仍有较大的发展空间。

图 52：2013-2017 年本公立医院氯沙坦制剂销售额



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图 53：2017 年样本公立医院氯沙坦制剂前五品牌份额格局



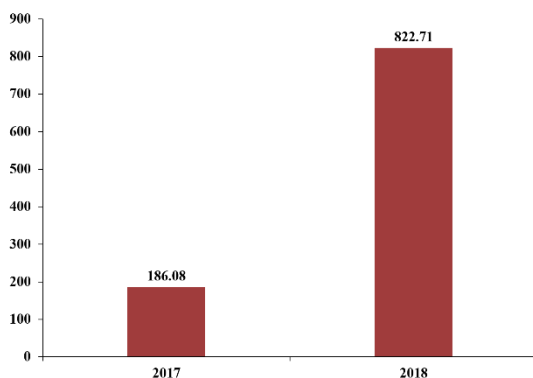
资料来源：米内网，浙商证券研究所

美诺华不断加强自主制剂研发实力同时，也选择和了一些有实力、有经验的医药企业进行合作。剂销售业务初期，全资子公司天康药业通过稳定的合作商来拓展制剂产品市场，目前已经与 PHARMSOL 开展培哌普利制剂项目合作，以及与美国 Amerigen 在埃索美拉唑制剂生产方面达成战略合作，正与我国商务部确认。公司还在美国设立全资子公司 Menovo Pharma USALLC，未来将作为美洲制剂业务的管理中心，推进公司原料药制剂业务全球化的发展战略。公司与战略合作伙伴 KRKA 共同投资设立了宁波科尔康美诺华药业，合资公司的主营业务包含两部分内容，一是冻干粉针剂的研发、生产和销售；二是固体制剂的销售业务。就固体制剂的销售业务，合资公司将与美诺华天康开展制剂 CMO 加工业务合作，美诺华天康受托生产制剂产品后，由合资公司负责产品的对外销售。当前，科尔康美诺华的普瑞巴林已递交 CDE，2019 年拟至少 5 个产品递交 CDE。

3.2. CMO 业务发展迅速，自有品牌打开海外市场

公司 IPO 募集资金投资项目建成后，公司所生产的制剂产品将通过为国际制药企业提供定制化生产、与国际制药企业合作研发生产以及自有品牌出口等方式销往美国、欧盟等国家和地区。2017-2018 年，公司制剂板块收入翻倍增加，其中，CMO 业务发展迅速，是当前制剂板块收入主要来源，同时，随着国外市场拓展的不断推进，自由品牌出口有望打开海外市场。

图 54：2017-2018 年天康药业营业收入 (万元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

目前，美诺华天康的制剂生产基地已通过中国、欧盟 GMP 认证，并承接了中国、欧洲客户的 CMO 业务。制剂产能目前是 15 亿片，2019 年产能利用率达到 80%。2018 年，公司完成了普瑞巴林等 4 个品种技术转移。现阶段，5 个新产品正在进行验证，预计 2019 年将完成 5 个心血管类产品的技术转移并实现规模化商业生产。公司与合资公司 CMO 委托生产业务合作不断扩大并通过“共线”政策转报国内注册，逐步推动中欧布局，制剂 CMO 业务启动并将迈向收获期。

同时，“年产 30 亿片（粒）出口固体制剂建设项目”仍在陆续投产，业务规模将进一步扩大。2021 年募投项目达产后，公司将新增销售收入 63,500 万元，新增净利润 14,344.45 万元，公司的经营将迈上一个新台阶。KRKA 是公司重要的战略合作伙伴，在长期的合作中建立了信任，形成了共同研发、联合申报、共同抢仿等多样化的合作模式，结成战略联盟。双方不仅确立了在医药中间体、原料药领域长期供销合作关系，同时还建立了在制剂领域的深度合作，采用合同定制方式为其生产部分制剂产品，助力企业价值的持续提升。

目前，公司自有品牌制剂处于发展初期，国内外销售稳步推进。目前拥有十人左右的销售团队，未来随着制剂业务的发展，相适应的扩张销售队伍。未来中国市场，华南华东地区组建自有销售团队进行制剂销售，华北等北部地区通过代理商代销。作为药品消费集中区，美国、德国和法国分别是世界上第一、第二和第三大仿制药市场，并且仿制药的渗透率正在迅速提高，市场前景广阔。公司将依托对欧美市场的深刻理解和经验以及成熟的符合欧洲 cGMP 的生产线，尽快实现制剂产品在欧美市场的注册，同时，随着公司海外合作商拓展市场不断推进，公司自有品牌制剂产品将逐渐打开海外市场。

4. 关键假设

1. 缙沙坦提价及扩产是支撑公司短期增长的主要因素，2018 年公司缙沙坦 140 吨，伴随新项目投产后续三年逐步扩产，假设 2019-2021 年缙沙坦扩产进度为 200 吨，300 吨，和 400 吨。
2. 公司抗血栓板块主要是燎原药业产品，2018 年存在部分未并表收入，2019 年全部并表。

表 7：公司主要业务盈利预测

降血压产品	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	332	482	596	692
增长率（%）		44.83%	23.69%	16.21%
降血脂产品				
营业收入（百万元）	133	147	161	178
增长率（%）		10.00%	10.00%	10.00%
抗血栓产品				
营业收入（百万元）	120	180	198	238
增长率（%）		50.00%	10.00%	20.00%
中枢神经产品				
营业收入（百万元）	152	167	184	202
增长率（%）		10.00%	10.00%	10.00%
医药流通				
营业收入（百万元）	95	95	95	95
增长率（%）		0%	0%	0%

资料来源：浙商证券研究所

表 8：可比公司估值表

公司	EPS			PE		
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美诺华	0.65	1.03	1.41	36.03	22.69	16.50

天宇股份	0.90	2.42	3.00	24.30	14.88	11.99
九洲药业	0.20	0.34	0.45	32.62	23.85	17.98

资料来源：WIND（除美诺华外，其他为 WIND 一致性预期），浙商证券研究所

5. 风险提示

1. 医药制造原材料成本大幅抬升。
2. 制剂研发及获批进度不及预期

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1073	1046	1338	1653
现金	370	427	585	823
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	158	138	170	196
其它应收款	16	20	22	26
预付账款	10	9	12	13
存货	299	282	325	390
其他	220	170	224	205
非流动资产	1198	1169	1225	1295
金额资产类	50	50	50	50
长期投资	114	100	90	80
固定资产	457	512	552	581
无形资产	161	189	215	251
在建工程	229	184	147	117
其他	186	135	171	215
资产总计	2271	2215	2563	2948
流动负债	779	540	654	761
短期借款	428	217	267	304
应付款项	262	257	305	354
预收账款	3	4	4	5
其他	86	62	78	99
非流动负债	151	130	133	138
长期借款	108	108	108	108
其他	44	22	25	30
负债合计	931	669	787	899
少数股东权益	143	157	176	199
归属母公司股东权	1197	1389	1600	1850
负债和股东权益	2271	2215	2563	2948
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	47	243	184	295
净利润	105	167	229	273
折旧摊销	51	37	42	46
财务费用	11	15	11	8
投资损失	(28)	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	180	5	(33)	54
其它	(272)	48	(37)	(58)
投资活动现金流	(326)	2	(65)	(86)
资本支出	(380)	(58)	(64)	(71)
长期投资	75	14	10	10
其他	(21)	46	(12)	(24)
筹资活动现金流	384	(188)	39	30
短期借款	273	(211)	50	37
长期借款	108	0	0	0
其他	3	24	(11)	(8)
现金净增加额	104	57	157	239

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	849	1091	1258	1431
营业成本	572	657	741	841
营业税金及附加	10	14	17	18
营业费用	19	38	25	29
管理费用	109	141	162	184
研发费用	39	50	58	66
财务费用	11	15	11	8
资产减值损失	8	9	8	11
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	28	28	28	28
其他经营收益	4	5	5	5
营业利润	113	201	269	308
营业外收支	(6)	(6)	(6)	(6)
利润总额	107	195	263	302
所得税	2	28	34	29
净利润	105	167	229	273
少数股东损益	9	14	19	23
归属母公司净利润	96	153	210	250
EBITDA	180	248	316	358
EPS (最新摊薄)	0.65	1.03	1.41	1.68
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	40.25%	28.51%	15.26%	13.83%
营业利润	76.20%	78.25%	34.00%	14.40%
归属母公司净利润	115.66%	58.83%	37.49%	18.94%
获利能力				
毛利率	32.56%	39.80%	41.09%	41.26%
净利率	12.38%	15.30%	18.25%	19.06%
ROE	7.70%	10.60%	12.67%	13.09%
ROIC	7.31%	10.54%	12.08%	12.45%
偿债能力				
资产负债率	40.99%	30.21%	30.71%	30.51%
净负债比率	57.56%	48.49%	47.58%	45.77%
流动比率	1.38	1.94	2.05	2.17
速动比率	0.99	1.42	1.55	1.66
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.49	0.53	0.52
应收帐款周转率	7.45	7.36	7.70	7.15
应付帐款周转率	4.26	3.91	4.03	3.94
每股指标(元)				
每股收益	0.65	1.03	1.41	1.68
每股经营现金	0.31	1.63	1.23	1.98
每股净资产	8.03	9.32	10.73	12.40
估值比率				
P/E	32.20	20.27	14.74	12.40
P/B	2.59	2.23	1.94	1.68
EV/EBITDA	18.06	12.73	9.74	8.08

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>