

浙江医药 (600216)

证券研究报告
2020年07月02日

维生素与原料-制剂一体化双轮驱动, 创新药 ADC 即将步入 II / III 期

“维生素与原料-制剂一体化”双轮驱动, 公司业绩可期

公司是国家维生素、抗耐药菌抗生素、喹诺酮产品的重要生产企业。公司主导产品合成维生素 E、天然维生素 E、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、盐酸万古霉素及替考拉宁等产品产量居国际国内前列, 公司制剂产品乳酸左氧氟沙星注射液、注射用盐酸万古霉素、注射用替考拉宁在国内市场占有重要地位。2020 年一季度由于疫情造成维生素价格大幅上涨, 公司业绩实现环比、同比双增长, 预计有望持续受益维生素涨价。

公司业绩有望受益于维生素价格上涨, 医药制造形成原料药制剂垂直一体化

公司主营业务为生命营养品、医药制造类产品及医药商业, 在国内维生素及抗生素市场占有率重要地位。年初疫情以来, 维生素 A/E 市场报价有较大幅度上涨, 公司未来业绩有望显著受益。公司医药制造板块涵盖化学原料药及制剂, 原料药制剂形成垂直一体化发展。化学原料药主要包括抗耐药抗生素原料药和抗疟疾药, 借助原料药的研发能力和产品品质, 公司产品线向下游制剂纵向延伸, 制剂产品覆盖喹诺酮类抗生素、抗耐药抗生素及糖尿病药。其中公司苹果酸奈诺沙星胶囊为抗生素领域 1.1 类创新药, 抗菌能力强, 安全性良好, 其通过结构优化, 保留了传统氟喹诺酮的优势, 降低了潜在风险, 该药于 2019 年 11 月纳入医保, 有望迎来放量增长。

创新药 ARX788 一期数据靓丽, 未来市场空间望达 20 亿级

近年来, 公司自主创新能力强, 产品研发顺利地实现了从“仿创结合, 以仿为主”到“仿创结合、以创为主”的历史跨越。公司与美国 Ambrx 合作引进的用于治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌和胃癌的 Her2-ADC 创新药 ARX788, 一期临床数据显示出良好的安全性和疗效, 1.5mg/kgQ3W 组的总缓解率达 63%, 即将步入 II / III 期, 我们预计该药未来国内市场空间有望达到 19.4 亿元。此外公司还同 Ambrx 合作引进了 CD70-ADC 创新药 ARX305, 进一步丰富创新产品布局。

产品质量保证体系严密, 营销网络较为完善

公司具有较强的药物制造及质量控制能力, 在脂溶性维生素领域及抗生素、抗耐药抗生素领域的产品质量达到了国际先进水平, 并参与相关品种的国际质量标准制定, 生产质量保证体系严密。公司具有较完善的营销网络及较强的影响力, 拥有先进、高效、专业化的销售团队以及一大批信誉良好、忠诚度、销售能力强的客户, 并且与国内外知名企业及有较强的营销能力和客户服务能力的经销商建立了长期战略合作关系。

维生素与原料-制剂一体化双轮驱动, 看好创新药 ADC 前景给予“买入”评级

公司现有业务生命营养品有望受益维生素价格上涨, 原料药-制剂形成垂直一体化发展增长稳健。同时, 公司重磅创新药 ADC 一期临床数据靓丽即将步入 II / III 期, 潜在空间有望接近 20 亿元。不考虑未获批产品, 我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 12.14 亿元、16.49 亿元、19.73 亿元, 同比增长 254.26%、35.78%、19.67%。结合分部估值结果, 我们预计 2020 年合理目标市值为 260.6 亿元, 对应目标价 27.00 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 新药研发风险; 药审进度慢于预期; 产品销售低于预期; 维生素价格回落风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,858.74	7,043.93	8,624.30	10,275.16	11,792.27
增长率(%)	20.49	2.70	22.44	19.14	14.76
EBITDA(百万元)	1,210.78	1,313.65	1,701.44	2,200.28	2,585.60
净利润(百万元)	364.55	342.77	1,214.31	1,648.74	1,972.99
增长率(%)	44.01	(5.97)	254.26	35.78	19.67
EPS(元/股)	0.38	0.36	1.26	1.71	2.04
市盈率(P/E)	51.18	54.43	15.36	11.32	9.46
市净率(P/B)	2.44	2.37	2.14	1.91	1.70
市销率(P/S)	2.72	2.65	2.16	1.82	1.58
EV/EBITDA	6.07	9.04	9.89	7.46	5.74

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	19.33 元
目标价格	27.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	965.13
流通 A 股股本(百万股)	965.12
A 股总市值(百万元)	18,655.92
流通 A 股市值(百万元)	18,655.84
每股净资产(元)	8.30
资产负债率(%)	21.11
一年内最高/最低(元)	21.17/10.11

作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006 panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003 zhengwei@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040001 huili@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

内容目录

1. 维生素+原料-制剂一体化重要企业，创新能力日趋强大	4
1.1. 公司历经多年发展结成硕果，现有子公司众多	4
1.2. 公司近年来收入稳健增长，研发投入加速增长	5
2. 现有业务“维生素+原料-制剂一体化”双轮驱动	8
2.1. 国内主要维生素厂家之一，有望受益于价格上涨	8
2.2. 医药制造板块增长稳健，原料药制剂垂直一体化发展	10
2.2.1. 抗生素原料药制剂垂直一体化，盈利能力较强	10
2.2.2. 1.1 类新药奈诺沙星抗菌能力强安全性良好，纳入医保有望迎来放量	12
2.2.3. 一致性评价有序推进，米格列醇保持较快增长	13
2.2.4. 加快开发功能型保健品市场，护眼保健品领域处于领先地位	14
2.3. 医药商业板块增长提速，毛利率有所改善	15
3. 研发管线 ADC 创新药数据靓丽，即将步入 II / III 期市场空间有望接近 20 亿	15
3.1. ADC “生物导弹”治疗窗更宽，罗氏 T-DM1 已成重磅	16
3.2. 公司 ARX788 非天然氨基酸定点偶联，较罗氏 T-DM1 有望更具优势	17
3.3. ARX788 一期数据靓丽，乳腺癌+胃癌潜在空间望达 20 亿级	18
4. 创新能力迅速壮大，营销网络较为完善	19
5. 盈利预测与估值	19
5.1. 盈利预测	19
5.2. 估值分析	22
5.2.1. 现有上市产品估值	22
5.2.2. 研发管线品种估值	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司股权结构	5
图 2：公司营业收入、归母净利润、扣非净利润（百万元）及增速（右轴）	5
图 3：2016Q1-2020Q1 营收（百万元）及同比、环比（右轴）	6
图 4：2016Q1-2020Q1 归母净利润（百万元）及同比、环比（右轴）	6
图 5：2008-2019 公司毛利率、净利率及期间费用率	6
图 6：2008-2019 公司销售、管理、财务费用（百万元）及占营收比例（右轴）	7
图 7：公司主营业务收入占比情况	7
图 8：2011-2019 研发投入（百万元）、增速及占收入比重（右轴）	8
图 9：2019 年公司员工学历分布情况	8
图 10：2019 年公司员工部门分布情况	8
图 11：维生素 E 软胶囊	9
图 12：维生素 A 软胶囊	9

图 13: 合成维生素 E 营业收入 (亿元) 及增速	9
图 14: 合成维生素 E 毛利率	9
图 15: 维生素 A 系列营业收入 (亿元) 及增速	10
图 16: 维生素 A 系列毛利率	10
图 17: 维生素 A 国内市场报价	10
图 18: 维生素 E 国内市场报价	10
图 19: 乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液	11
图 20: 注射用盐酸万古霉素	11
图 21: 盐酸万古霉素系列营业收入 (亿元) 及增速	11
图 22: 盐酸万古霉素系列毛利率	11
图 23: 替考拉宁系列营业收入 (亿元) 及增速	12
图 24: 替考拉宁系列毛利率	12
图 25: 奈诺沙星 PDB 样本医药销售额	12
图 26: 注射用替考拉宁	13
图 27: 苹果酸奈诺沙星胶囊	13
图 28: 米格列醇片	14
图 29: 叶黄素咀嚼片	14
图 30: 来益牌天然维生素 E	14
图 31: 浙江来益医药有限公司	15
图 32: 社会产品配送营业收入 (亿元) 及增速	15
图 33: 社会产品配送毛利率	15
图 34: 公司研发管线	16
图 35: ADC 药物机理	16
图 36: Kadcyła 销售额	17
图 37: ARX788 的分子结构	17
图 38: ARX788 市场空间测算	18
图 39: 浙江医药核心竞争力	19
图 40: 维生素类公司估值	22
图 41: 原料-制剂公司估值	22
图 42: 医药流通公司估值	22
图 43: 原料-制剂公司估值	23
表 1: 公司发展历程	4
表 2: 公司一致性评价进展	13
表 3: ARX788 产品具有一定优势	17
表 4: 公司主营业务拆分 (亿元)	20

1. 维生素+原料-制剂一体化重要企业，创新能力日趋强大

公司是我国重要的原料药和制剂生产企业，是国家维生素、抗耐药菌抗生素、喹诺酮产品重要的生产基地。公司已经形成了脂溶性维生素，类维生素，喹诺酮类抗生素，抗耐药抗生素等系列产品的专业化、规模化生产。主导产品合成维生素 E、天然维生素 E、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、盐酸万古霉素及替考拉宁等产品产量居国际国内前列，公司制剂产品乳酸左氧氟沙星注射液、注射用盐酸万古霉素(来可信)、注射用替考拉宁(加立信)在国内市场占有重要地位。近年来，公司自主创新能力迅速壮大，产品研发顺利地实现了从“创仿结合，以仿为主”到“创仿结合、以创为主”的历史跨越。公司全部产品通过了国家级 GMP 认证，浙江来益医药有限公司首批通过了国家级 GSP 认证。产品盐酸左氧氟沙星原料药通过了德国的 GMP。公司大力推行清洁生产、循环经济，建有环保研究所、HSE 部、环保科等三个从事环保工作不同方面的职能部门。

1.1. 公司历经多年发展结成硕果，现有子公司众多

公司成立于 1997 年，并于 1999 年在上海证券交易所上市，股票上市后，公司对企业内部资源进行了全面整合，通过股权转让、资产重组和对外投资清理等市场手段，有效地解决了由于跨地区联合后，各地方政府之间存在的税收、财政等矛盾以及企业内部一些不利于企业发展的问題，初步建立起规范的法人治理结构和现代化企业制度，公司进入新的发展轨道。2007 年下半年开始，随着脂溶性维生素产品价格大幅回升，公司经过多年科技攻关、潜心经营的战略产品终收硕果，销售收入和实现利润逐年创新高。

表 1: 公司发展历程

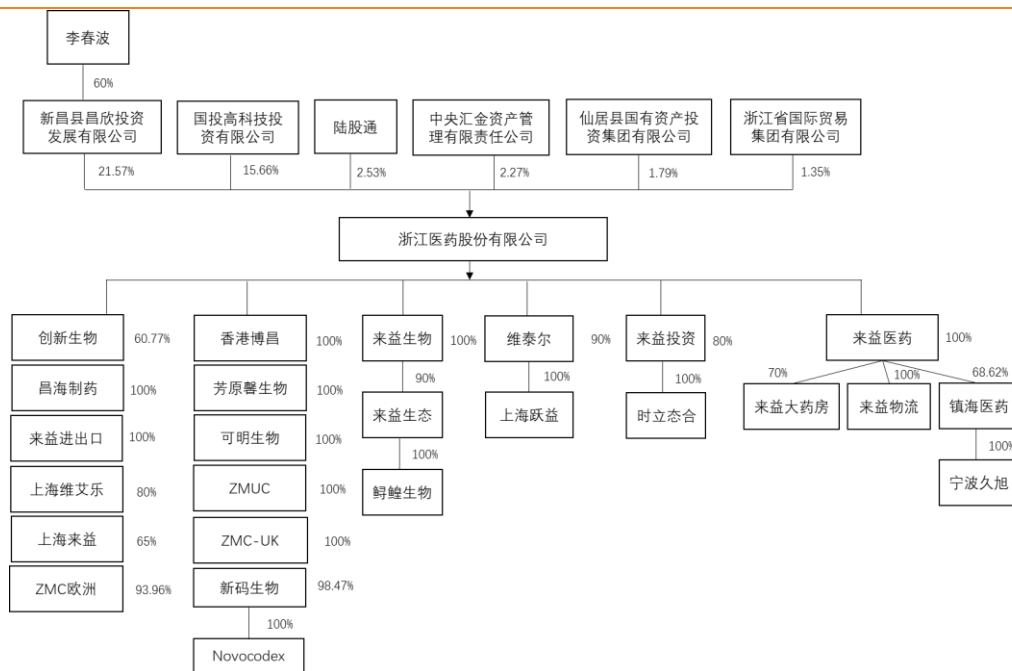
时间	事件
1997 年	由原浙江新昌制药股份有限公司、浙江仙居药业集团股份有限公司和浙江省医药有限公司合并组建成浙江医药股份有限公司
1999 年	浙江医药在上海证券交易所挂牌交易，首次发行 5800 万股
2001 年	高新技术产品 VH 国内首家上市
2002 年	袍江维生素厂一期项目顺利投产，合成 VE 产品达到万吨产能
2003 年	公司管理层顺利完成新老交接，李春波同志接任公司董事长，推行“三高二低一结合”的发展战略，公司持续稳定健康发展
2005 年	公司成为国内一家使用发酵法生产辅酶 Q10 的生产企业，达到世界先进水平，经济效益显著
2006 年	实施股权分置改革，进一步改善公司治理结构，为公司后续发展带来新动力
2010 年	高纯度万寿菊叶黄素和玉米黄质提纯、转化和微胶囊化研究及产业化项目获中国轻工业联合会科技进步一等奖
2011 年	公司新的生产基地在绍兴滨海新城生物产业园区奠基建设，目标是建成具有世界一流水平的生命营养类产品、特色原料药及制剂等生物医药产品生产基地
2012 年	完成了上市以来首次非公开发行股票，募得资金净额 12.5 亿元，全部投向浙江昌海生物有限公司正在实施的“生命营养品、特色原料药及制剂出口基地建设项目”
2014 年	浙江昌海生物有限公司被吸收合并，设立浙江医药股份有限公司昌海生物分公司
2018 年	昌海生物产业园初具规模，一期项目大部分已建成投产

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司实际控制人为李春波先生，控股股东为新昌县昌欣投资发展有限公司，持有公司 21.57% 的股份，李春波先生通过持有新昌县昌欣投资发展有限公司 60% 的股份间接作为实控人。除此之外，持有公司股份超过 10% 的股东还有国投高科技投资有限公司，持有公司 15.66% 的股份，其余股东持股均在 5% 以下。

公司通过直接或间接控股的方式，拥有 25 家子公司，从事医药制造、药品流通、药品研发和投资等方面的业务，其中包括 9 家全资子公司，7 家控股子公司，9 家孙公司。

图 1：公司股权结构



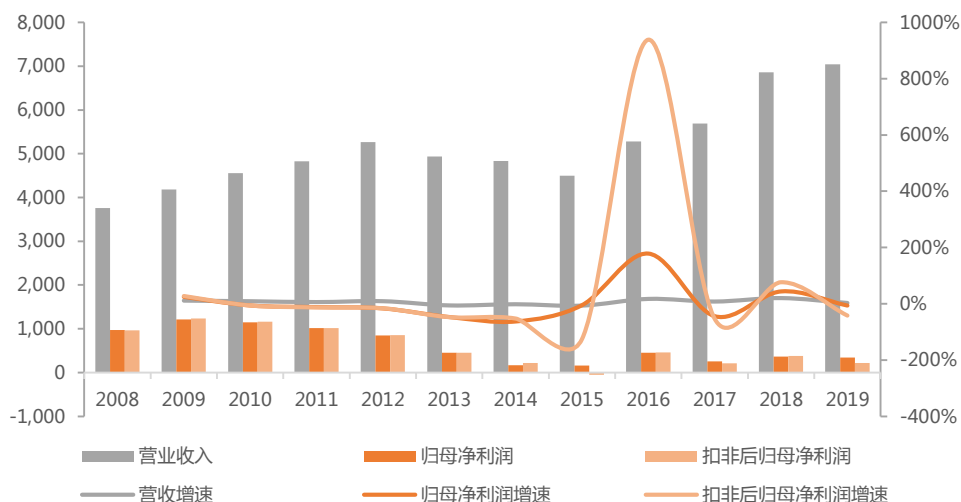
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 公司近年来收入稳健增长，研发投入加速增长

公司营业收入自 2008 年至 2012 年保持稳健增长，虽然在 2012 年至 2015 年期间略有下降，但随着近些年来，公司在维生素方面的业务布局越来越完善，以及制剂类业务的不断拓展，公司收入持续增长。2016 年和 2018 年公司业绩出现大幅增长，主要由于维生素行业景气度回升。

2019 年，公司实现营业收入 70.44 亿元，同比增长 2.7%；实现归母净利润 3.43 亿元，同比下降 6.0%；实现扣非后归母净利润 2.20 亿元，同比下降 41.7%。业绩下滑的原因主要是 2019 年受猪瘟影响，下游养殖行业景气度低迷，饲料用维生素需求下降；国外供应商因设备故障、不可抗力事件停产，造成供货紧张的局面，同时受间甲酚反倾销影响，维生素 E 生产成本提高；江苏响水“3.21”特别重大爆炸事故后，国内加大对化工产业的安全、环保整治，部分化工园区因不符合环保要求被停产限产，导致部分基础化工原料价格上涨，制造业企业同时面临环保执法力度加大和原材料成本上升等问题所致。

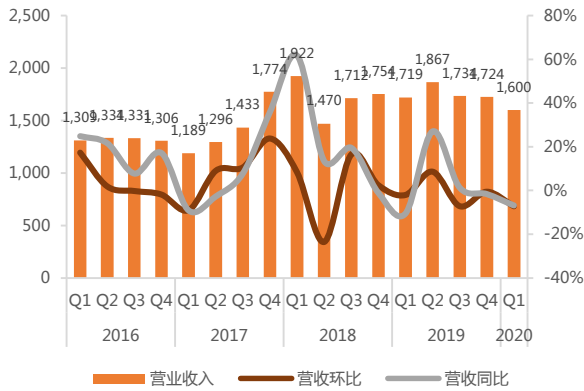
图 2：公司营业收入、归母净利润、扣非净利润（百万元）及增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

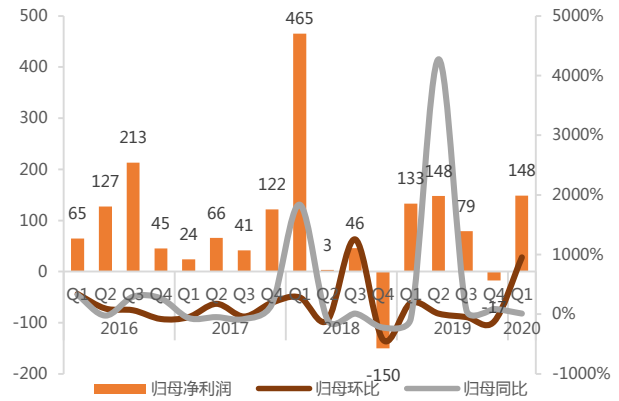
2020 年一季度，公司实现营业收入 16.0 亿元，同比下降 6.89%，实现归母净利润 1.48 亿元，同比增长 11.64%，实现扣非后归母净利润 1.00 亿元，同比增长 36.07%。业绩实现环比增速由负转正、同比保持增长的原因是，疫情后，国内外生产企业复产复工受阻，中间体供应不畅，导致维生素价格快速上涨。公司在一季报中预计半年报累计净利润有望同比实现较大幅度增长。

图 3：2016Q1-2020Q1 营收（百万元）及同比、环比（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

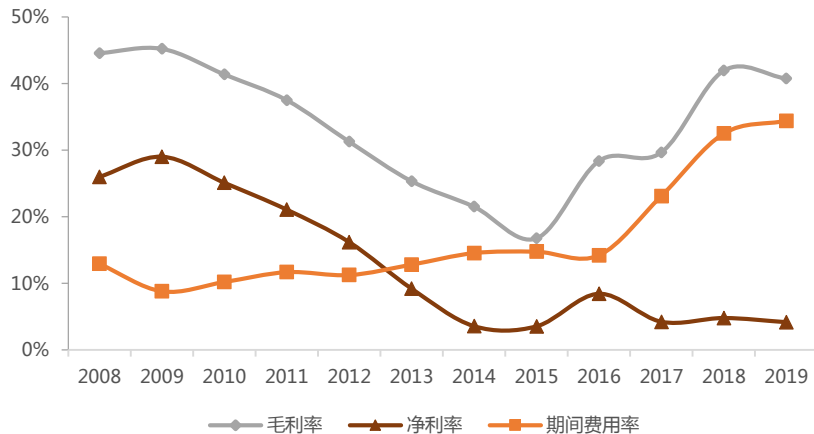
图 4：2016Q1-2020Q1 归母净利润（百万元）及同比、环比（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司近几年来毛利率水平不断提升，净利率维持稳定，2019 年整体毛利率为 40.76%，净利率为 4.14%。期间费用率近三年提升较快，主要是公司 2017、2018 年销售费用均有大幅增加所致，主要用于自产制剂类产品的销售拓展。

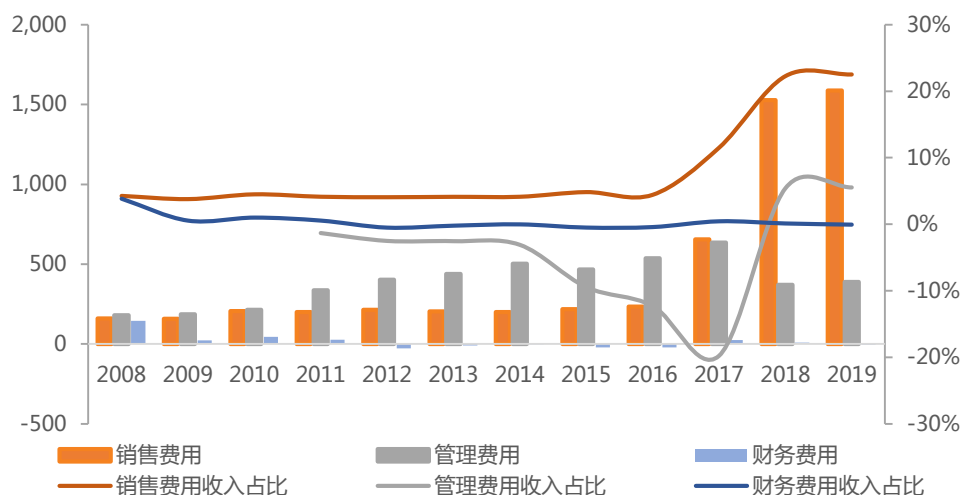
图 5：2008-2019 公司毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司多年来的财务费用占收入比重一直维持在稳定的水平，销售费用自 2017 年开始有大幅的增加，主要是“两票制”下，生产企业向配送企业的销售价格终端价格扣减一定的配送费用，高于非“两票制”下生产企业向经销商的销售价格，因此公司自产制剂产品收入和毛利率均有较大幅度增长。同时，由于配送企业不承担市场推广职能，公司与专业机构、咨询公司签订委托推广合同，将部分区域市场推广的执行工作委托给专业机构、咨询公司。由此，公司专业机构、咨询公司提供的市场推广工作所支付的费用计入销售费用，导致销售费用有较大幅度的增加。管理费用上，下图为剔除研发费用后的管理费用营收占比情况。2019 年公司销售、管理、财务费用分别为 15.87 亿元，3.89 亿元，-0.03 亿元，占营收比例分别为 22.5%，5.5%，-0.05%。

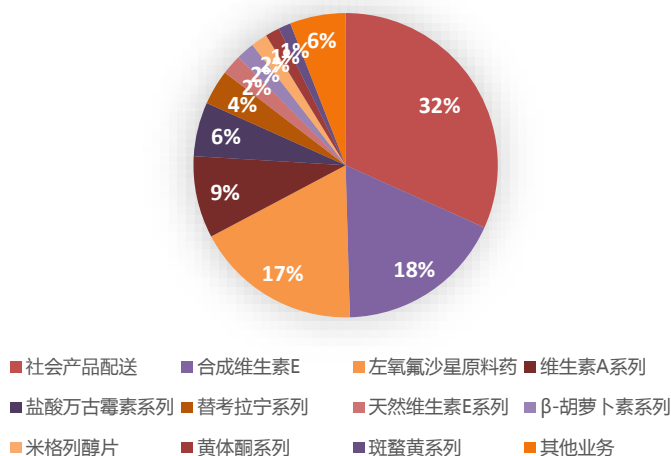
图 6：2008-2019 公司销售、管理、财务费用（百万元）及占营收比例（右轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司主营业务为生命营养品、医药制造类产品及医药商业，是我国重要的原料药和制剂生产企业。公司主导产品为合成维生素 E、天然维生素 E、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、盐酸万古霉素及替考拉宁等，制剂产品乳酸左氧氟沙星注射液、注射用盐酸万古霉素(来可信)、注射用替考拉宁(加立信)等。

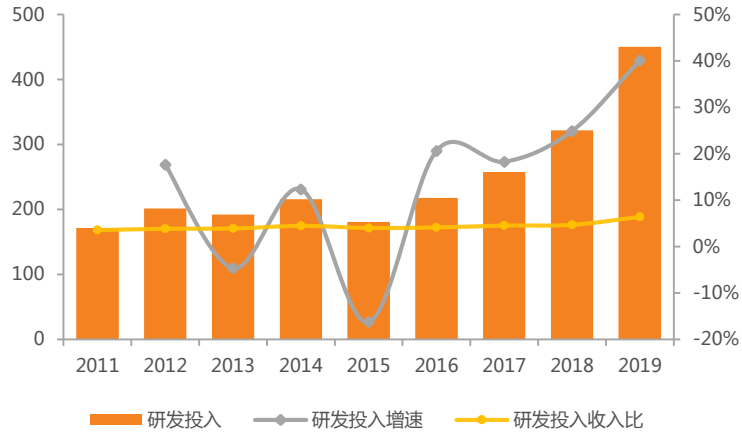
图 7：公司主营业务收入占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

自 2011 年以来，公司研发投入占收入比重都维持在较稳定的状态，但研发投入的增速近三年来处于较高水平，2019 年公司研发投入为 4.50 亿元，同比增长 40.08%，占营收比例为 6.4%。2019 年公司加大了研发投入力度，直接投入费用、设计费试验费、委托外部研究开发费等支出增加。

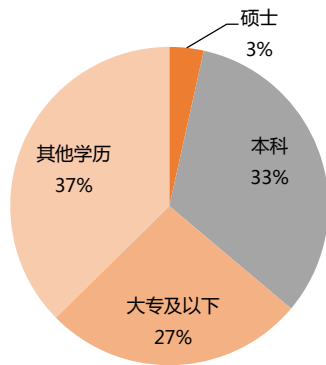
图 8：2011-2019 研发投入（百万元）、增速及占收入比重（右轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所

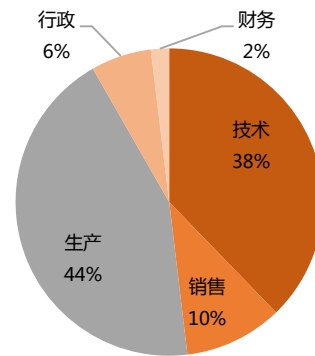
公司的技术控制和技术创新及新药研发能力较强，拥有国家企业技术中心和博士后科研工作站，2019 年公司拥有员工总数 6417 名，硕士 223 名，超过三分之一的员工拥有本科以上学历，员工主要集中在生产和技术部门，研发人员 1078 名。

图 9：2019 年公司员工学历分布情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2019 年公司员工部门分布情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 现有业务“维生素+原料-制剂一体化”双轮驱动

公司主营业务为生命营养品、医药制造类产品及医药商业，是我国重要的原料药和制剂生产企业，是国家维生素、抗耐药菌抗生素、喹诺酮产品重要的生产基地。公司已经形成了脂溶性维生素，类维生素，喹诺酮类抗生素，抗耐药抗生素等系列产品的专业化、规模化生产。公司主导产品合成维生素 E、天然维生素 E、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、盐酸万古霉素及替考拉宁等产品产量居国际国内前列，公司制剂产品乳酸左氧氟沙星注射液、注射用盐酸万古霉素(来可信)、注射用替考拉宁(加立信)在国内市场占有重要地位。近年来，公司自主创新能力迅速壮大，产品研发顺利地实现了从“创仿结合，以仿为主”到“创仿结合、以创为主”的历史跨越。公司全部产品通过了国家级 GMP 认证，浙江来益医药有限公司首批通过了国家级 GSP 认证。产品盐酸左氧氟沙星原料药通过了德国的 GMP。

2.1. 国内主要维生素厂家之一，有望受益于价格上涨

公司生命营养品主要为合成维生素 E、维生素 A、天然维生素 E、维生素 H(生物素)、维生素 D3、辅酶 Q10、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、叶黄素、番茄红素等维生素和类维生素产品，其中维生素 E 和维生素 A 为公司重要品种。

图 11: 维生素 E 软胶囊



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

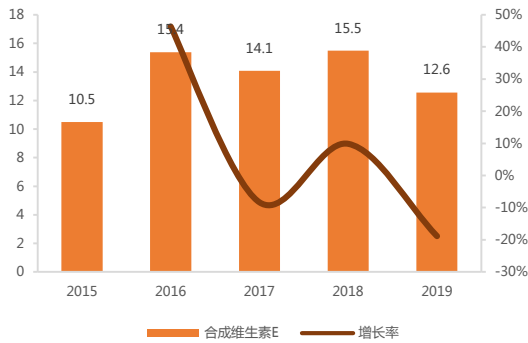
图 12: 维生素 A 软胶囊



资料来源: 寻医问药, 天风证券研究所

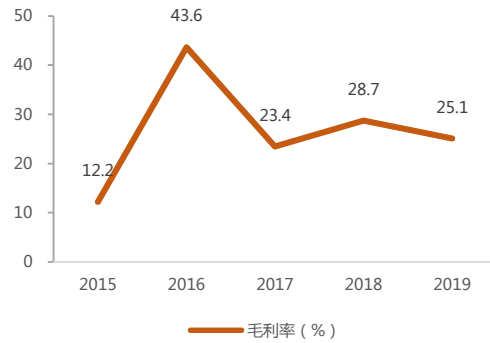
维生素是人和动物生长必须摄取的微量有机物质, 市场需求主要来自于其下游的饲料、食品、医药等领域, 总体需求平稳低速增长, 供给集中度高, 市场价格长期呈现周期性波动。2019 年度, 受猪瘟影响, 下游养殖行业景气度低迷, 饲料用维生素需求下降。国外供应商因设备故障、不可抗力事件停产, 造成供货紧张的局面, 同时受间甲酚反倾销影响, 维生素 E 生产成本提高。江苏响水“3.21”特别重大爆炸事故后, 国内加大对化工产业的安全、环保整治, 部分化工园区因不符合环保要求被停产限产, 导致部分基础化工原料价格上涨, 制造业企业同时面临环保执法力度加大和原材料成本上升等问题。受到上述因素影响, 公司维生素 A 及合成维生素 E 毛利率有所下滑。

图 13: 合成维生素 E 营业收入 (亿元) 及增速



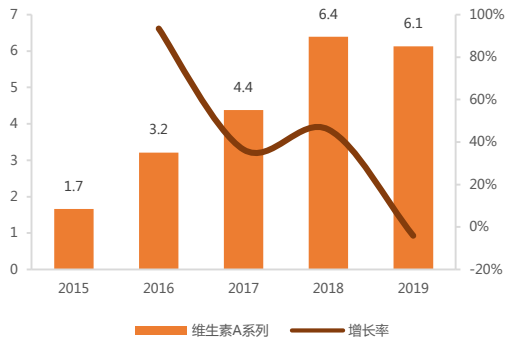
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 合成维生素 E 毛利率



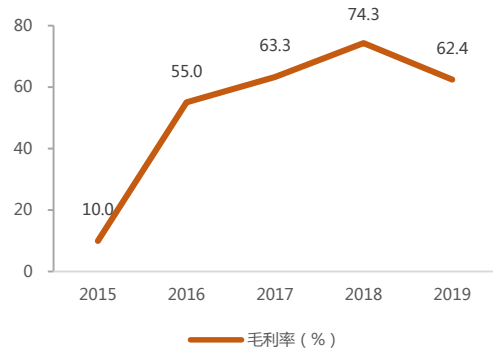
资料来源: wind 天风证券研究所

图 15：维生素 A 系列营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

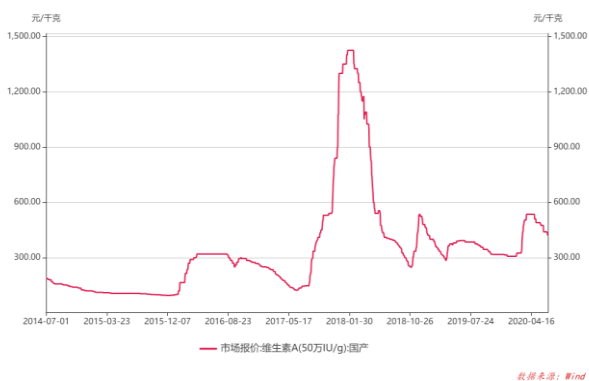
图 16：维生素 A 系列毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

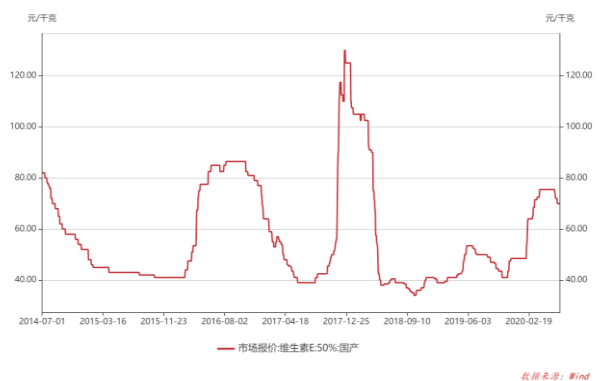
2020 年以来，受疫情影响国内维生素企业开工推后，之后欧洲疫情进一步蔓延，导致全球维生素供应紧张。一方面海外库存低、需求稳定，另一方面国内为保障民生饲料需求受疫情影响相对有限，因此维生素行业整体供需偏紧。今年上半年维生素价格由明显上涨，其中维生素 A 国内市场报价由年初的 307.5 元/千克上涨到 6 月 22 日的 435 元/千克，维生素 E 国内市场报价由年初的 48.5 元/千克上涨到 6 月 22 日的 70 元/千克。预计公司有望受益于维生素价格上涨，相关产品毛利率止跌回升。

图 17：维生素 A 国内市场报价



资料来源：wind，风证券研究所

图 18：维生素 E 国内市场报价



资料来源：wind，天风证券研究所

公司去年优化维生素制造工艺，提升产品质量，并进行维生素 A 项目扩产，继续巩固维生素主要生产商地位。公司进一步提升合成 VE 品质，合成 VE 油粗品含量已提升为 96.5%，色度已降低为 1.0。VA 项目（扩产）基本完成，设计产能 1000 吨/年。VE 粉、VA 微粒、VD3 微粒、2%D-生物素等产品可稳定生产。

2.2. 医药制造板块增长稳健，原料药制剂垂直一体化发展

公司医药制造板块涵盖了化学原料药及其制剂产品、保健品等细分行业。化学原料药主要包括抗耐药抗生素原料药和抗疟疾药。借助原料药的研发能力和产品品质，公司实施了产品线向下游制剂的纵向延伸，制剂产品覆盖了公司具有独特生产优势、技术含量高、市场潜力大的喹诺酮类抗生素、抗耐药抗生素及糖尿病药。

2.2.1. 抗生素原料药制剂垂直一体化，盈利能力较强

抗生素作为一种临床基础用药，是国内各类用药市场中规模较大的一类，且受技术壁垒、资金壁垒、环保门槛等因素制约，部分抗风险能力低的小规模企业产能被淘汰，抗生素生产企业相对集中。目前，公司生产的左氧氟沙星、盐酸万古霉素和替考拉宁原料药产量位居世界前列，对应的制剂产品“来立信（乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液）”、“来可信（注射用盐酸万古霉素）”和“加立信（注射用替考拉宁）”也在国内市场占据了重要地位，具有原料药和制剂垂直一体化的优势。

图 19：乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 20：注射用盐酸万古霉素

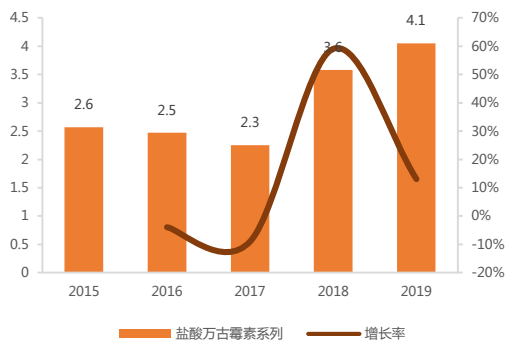


资料来源：公司官网，天风证券研究所

左氧氟沙星是广谱氟喹诺酮抗菌药物，广泛应用于呼吸道感染、妇科疾病感染、皮肤和软组织感染、外科感染、胆道感染、性传播疾病以及耳鼻口腔科感染等多种细菌感染。2019 年公司左氧氟沙星系列营收占比为 18%，毛利率高达 86.7%，比上年小幅增加。

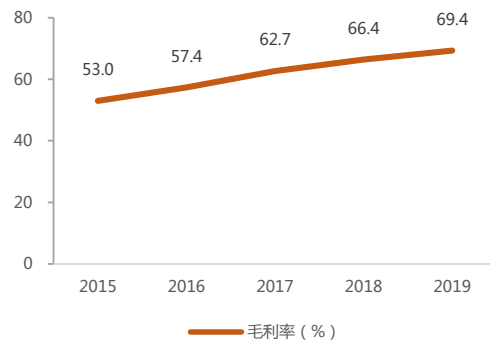
盐酸万古霉素是窄谱抗生素，适用于革兰氏阳性菌引起的感染，也适用于对青霉素、头孢霉素无效或过敏或对其他抗生素耐药的革兰氏阳性重度感染患者。临床上主要用于皮肤和软组织感染、尿道感染、下呼吸道感染、关节及骨感染、败血症、心内膜炎以及因持续的移动性腹膜透析所致的腹膜炎。公司盐酸万古霉素系列 2019 年营收增速为 13.1%，其中盐酸万古霉素制剂生产量同比增加 34.6%，该系列毛利率近年来持续增长，2019 年上升 3 个百分点。

图 21：盐酸万古霉素系列营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

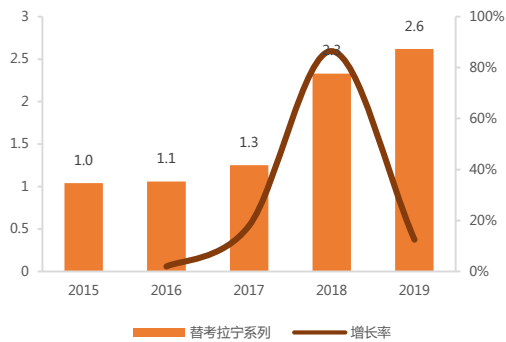
图 22：盐酸万古霉素系列毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

替考拉宁与盐酸万古霉素类似的糖肽类抗生素，其抗菌谱及抗菌活性与盐酸万古霉素相似。公司替拉考宁系列毛利率达到 84.5%，2019 年增速为 12.4%。

图 23：替考拉宁系列营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：替考拉宁系列毛利率



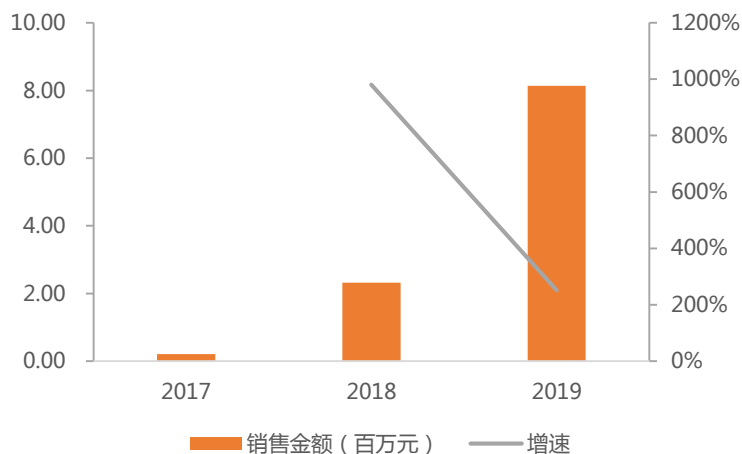
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2. 1.1 类新药奈诺沙星抗菌能力强安全性良好，纳入医保有望迎来放量

公司 1.1 类创新药苹果酸奈诺沙星胶囊是无氟喹诺酮类抗菌新药，为新一代选择性细菌拓扑异构酶抑制剂，通过作用于细菌 DNA 旋转酶抑制 DNA 合成而达杀菌效果。

奈诺沙星抗菌能力强，安全性良好。其通过结构优化，保留了传统氟喹诺酮的优势，降低了潜在风险：（1）其抗菌谱广、抗菌活性强。无论革兰阳性菌还是常见革兰阴性菌，细菌清除率均在 93% 以上，对非典型病原体也有较强的抗菌活性，同时显示对 PRSP (耐青霉素的肺炎链球菌) 和 MRSA 的抗菌活性更强。（2）安全性理想，不良反应少而轻微，患者耐受性良好。未发现皮肤光毒性、明显的肝毒性、致痉挛等严重中枢神经系统和外周神经毒性和遗传毒性。无明显 QT 间期延长，心脏安全性优于莫西沙星，对中度肝功能异常患者不需调整剂量。（3）口服生物利用度高。生物利用度 106%，可部分替代输液。一日一次给药，依从性良好。此外，奈诺沙星与其他喹诺酮类药物相比，对结核分枝杆菌的抗菌活性较弱，有望降低临床结核误诊或延迟诊断率。

图 25：奈诺沙星 PDB 样本医药销售额



资料来源：PDB，天风证券研究所

2019 年 11 月，苹果酸奈诺沙星胶囊经过国家医保局组织专家评审，被纳入《国家医保目录（2019 版）》，该品种有望迎来快速放量。至此，公司共有 21 个品种纳入《国家医保目录（2019 版）》，包括甲类 15 个，乙类 6 个。

图 26：注射用替考拉宁



图 27：苹果酸奈诺沙星胶囊



资料来源：公司官网，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2.3. 一致性评价有序推进，米格列醇保持较快增长

公司产品一致性评价工作有序推进并取得初步成效，仿制药质量与疗效一致性评价已申报及在研 17 项。其中，诺氟沙星片通过了一致性评价。目前一致性评价已申报口服固体制剂产品 3 个，注射剂产品 8 个。注射用盐酸万古霉素，注射用替考拉宁，乳酸左氧氟沙星片有望成为首批通过一致性评价品种。

表 2：公司一致性评价进展

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	已申报的厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液	喹诺酮类抗菌药	一致性评价产品	专业审评	2	81
注射用盐酸万古霉素	糖肽类抗生素	一致性评价产品	专业审评	1	3
注射用替考拉宁	抗生素类	一致性评价产品	专业审评	1	3
乳酸左氧氟沙星片（0.25g）	喹诺酮类抗菌药	一致性评价产品	专业审评	1	1
米格列醇片	糖尿病药物	一致性评价产品	已通过	2	3
磷酸西格列汀	糖尿病药物	申报生产	专业审评	14	1
磷酸西格列汀片	糖尿病药物	按新 4 类申报生产	专业审评（暂停）	8	1
左氧氟沙星片	喹诺酮类抗菌药	按新 4 类申报生产	专业审评	14	2
右佐匹克隆片	用于治疗失眠	按新 4 类申报临床	专业审评	6	3
右佐匹克隆	用于治疗失眠		已完成登记备案	7	4
左氧氟沙星氯化钠注射液	喹诺酮类抗菌药	按新 4 类申报生产	专业审评（暂停）	7	1

资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

公司米格列醇为第二代糖苷酶抑制药物，配合饮食控制和运动，用于改善成人 2 型糖尿病患者血糖控制。在单药治疗或者磺脲类药物无法达到满意血糖控制时，可与磺脲类药物合用。

图 28：米格列醇片



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2019 年米格列醇片进入国家医保目录，公司加大了对其市场开拓力度，米格列醇系列营业收入比上年增长 30.63%。该系列产品 2019 年毛利率为 78.1%，比上年增加了 5.87 个百分点。公司 2020 年 4 月首家通过米格列醇片质量和疗效一致性评价，有望在未来市场竞争中取得优势。

2.2.4. 加快开发功能型保健品市场，护眼保健品领域处于领先地位

为延伸产业链，公司以自主研发品种进军保健品市场。国内保健品市场主要包括传统型保健品、现代型保健品、功能型保健品三大类。传统型保健品以传统中医药调理观念为指引，现代型保健品主要是安利、惠氏等国外产品，功能型保健品则主打抗氧化、增强免疫力、保护心脏、保护视力、预防癌症等身体功能需要而研制的产品。

传统型保健品市场份额最大，但是随着保健科普知识推广普及，年轻一代消费者的观念已经发生转变，当前市场功能型保健品成长速度最快，市场潜力较大。目前公司主要推出了叶黄素咀嚼片、来益牌天然维生素 E、好心人牌辅酶 Q10、维生素 C 含片、铁叶酸片、B 族维生素片、钙维生素 D 维生素 K 片、维生素 A 维生素 E 软胶囊、维生素 K 软胶囊、叶黄素固体饮料等，其中，“来益牌叶黄素咀嚼片”由于契合消费者爱眼护眼的需求，一经推出保持快速增长，并在护眼保健品领域占据了领先地位”

图 29：叶黄素咀嚼片



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 30：来益牌天然维生素 E



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司保健食品产品质量稳定，技经水平高于同行。公司积极开展国际和国内的认证和注册，加大健康产品的研发和注册力度，取得食品经营许可证，累计取得产品生产批文 20 个，相关产品均已投入生产，品类也从原保健食品基础上增加了固体饮料、压片糖果等三类。2019 年取得 8 个保健食品备案文号。

2.3. 医药商业板块增长提速，毛利率有所改善

公司医药商业业务主要由下属医药流通企业浙江来益医药有限公司进行，以配送中标药品为主，以零售为辅，经营范围包括：中药材、中药饮片、中成药、化学药制剂、抗生素制剂、生物制品、麻醉药品、第一类精神药品、第二类精神药品、体外诊断试剂、蛋白同化制剂、肽类激素、医疗器械等。

公司下属子公司来益医药通过优化产品结构，加强市场开发，扩大品种引进，提升了销售能力；来益物流通过服务转型，实现降费增效；来益大药房完成对好药师大药房的合并，门店由 15 家增加到了 21 家，医保药店由 12 家增加到了 18 家，增设了 DTP(Direct to Patient) 药房，探索了互联网+，增强了批零一体化的竞争力。

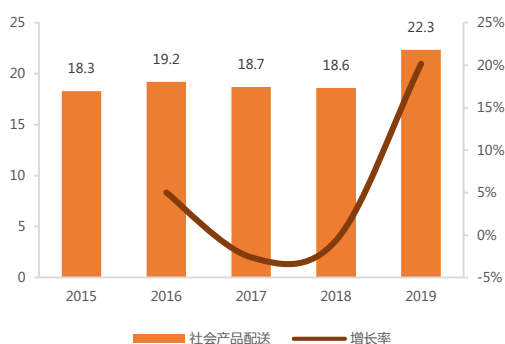
图 31：浙江来益医药有限公司



资料来源：来益医药官网，天风证券研究所

公司医药商业板块 2019 年营收占比为 31.7%，营收增速为 20.2%，保持较快增长；毛利率增加 1.17 个百分点，达到 6.37%，初步实现降费增效。

图 32：社会产品配送营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：社会产品配送毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 研发管线 ADC 创新药数据靓丽，即将步入 II / III 期市场空间有望接近 20 亿

ADC 药物是公司研发管线的重要布局。2013 年 6 月 14 日，公司与美国 Ambrx 公司签署《合作开发和许可协议》合作研发新一代单克隆抗体偶联药物重组人源化抗 HER2 单抗-AS269 偶联注射液（即 ARX788）——HER2 ADC，用于治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌和胃癌

等，公司获得中国区域内 AMBRX 关于许可产品现有专利的独占许可，可以研发、生产、销售该许可产品用于预防和治疗人类疾病。2019 年 10 月 22 日，公司下属子公司新码生物与 Ambrx 公司签署《合作开发和许可协议》，双方将合作研发并商业化许可 ARX305 产品——CD70-ADC，新码生物获得中国区域内 Ambrx 关于许可产品现有专利的独占许可，可以研发、生产、销售该许可产品用于预防和治疗人类疾病。

图 34：公司研发管线

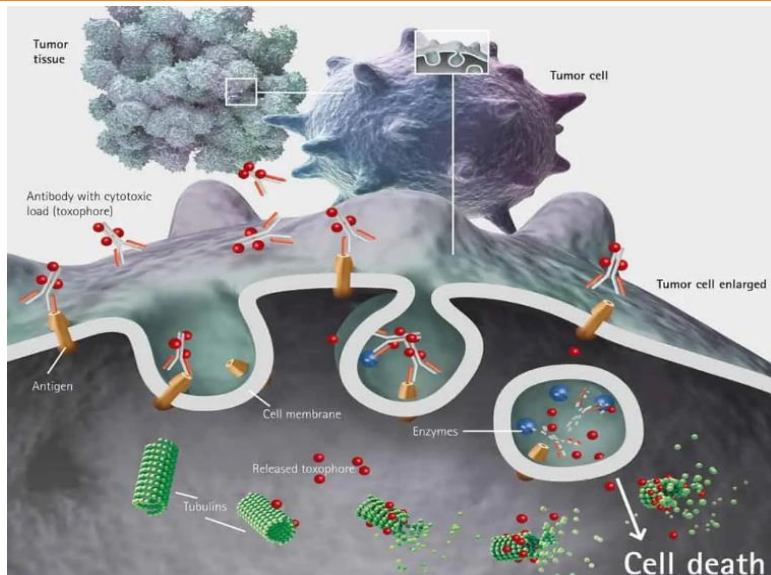
产品名	机制	适应症	临床前	IND	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	NDA	上市
ARX788	Her2 ADC	Her2+乳腺癌 Her2+胃癌							
ARX305	CD70 ADC	肾细胞癌等							
长效IL-2									
长效GH									

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. ADC “生物导弹” 治疗窗更宽，罗氏 T-DM1 已成重磅

ADC 药物，即抗体药物偶联物 (antibody-drugconjugate)，是通过化学链接将具有极高生物活性的小分子毒素连接到单抗上，单抗作为载体将小分子药物靶向运输到特定的肿瘤细胞中，在肿瘤细胞内释放毒素，从而实现高效的靶向治疗效果，被誉为“生物导弹”。ADC 同时结合了抗体的特异靶向性以及小分子的高毒性，其相比化疗药最大的优势就是治疗窗更宽，具有更大的耐受剂量，以及更小的有效剂量。ADC 药物技术通过 linker 将单抗和药物分子偶联在一起，利用抗体的特异性靶向运输药物分子到靶组织发挥作用，降低药物的系统性毒副作用，提高药物治疗窗和拓展抗体治疗潜能。血液中循环的 ADC 与靶抗原结合后，通过网格蛋白介导的内吞作用被内化。内化的复合物随后进入内体-溶酶体途径，多数情况下先被转运至早期的内体，然后转运至溶酶体。酸性环境和蛋白水解酶会导致包含 ADC 的溶酶体降解，从而使细胞毒性药物释放到细胞质中，通过 DNA 插入或抑制微管合成等方式诱导细胞凋亡。

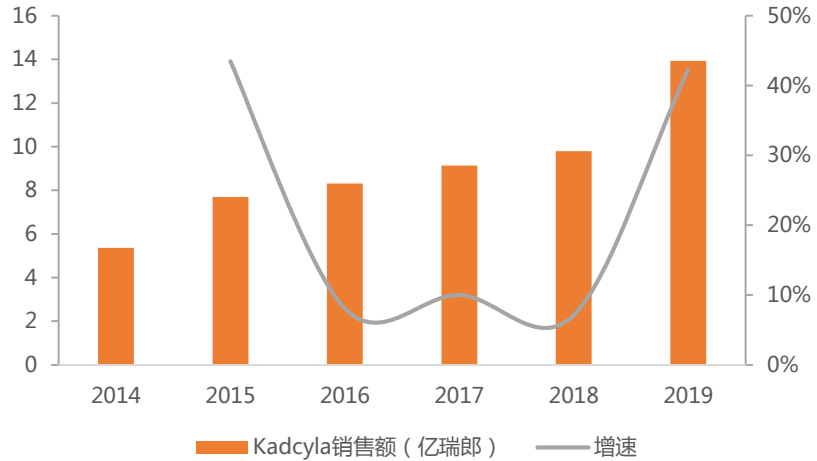
图 35：ADC 药物机理



资料来源：ADCREVIEW，天风证券研究所

罗氏的 Her2 ADC 恩美曲妥珠单抗 (商品名 Kadcyla)，是由抗 HER2 靶向药物曲妥珠单抗与抑制微管聚集的化疗药物美坦新 (DM1) 通过硫醚连接子连接而成的抗体偶联物，具有靶向肿瘤细胞的杀伤特点。该药由罗氏和 ImmunoGen 共同研发，于 2013 年被 FDA 批准用于治疗已经接受过曲妥珠单抗和紫杉醇化疗失败的 HER2 阳性晚期乳腺癌患者。

图 36: Kadcyła 销售额



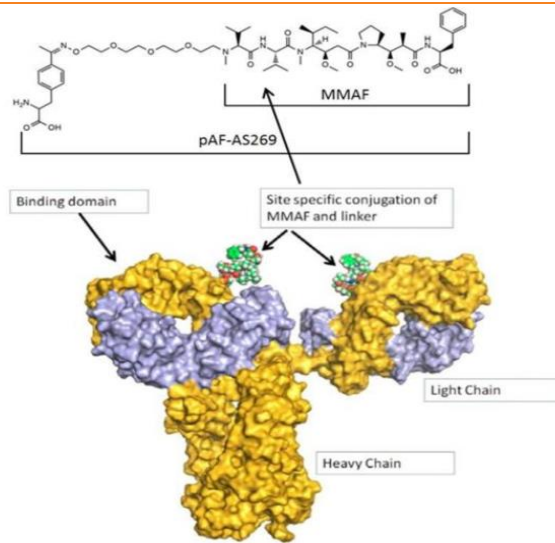
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

Kadcyła 自上市后, 年销售逐年增长, 2019 年销售额已经达到 13.93 亿瑞士法郎, 成为名副其实的重磅产品。

3.2. 公司 ARX788 非天然氨基酸定点偶联, 较罗氏 T-DM1 有望更具优势

同样作为 Her2 ADC 药物, 浙江医药 ARX788 的分子结构如下图所示, 曲妥珠单抗类似物与 HER2 受体特异性结合, 通过内吞作用进入细胞, 在溶酶体中被水解, 释放出 pAF-AS269 (修饰氨基酸连接毒性分子), pAF-AS269 结合微管, 诱导细胞周期停滞及死亡。

图 37: ARX788 的分子结构



资料来源: ADCREVIEW 天风证券研究所

相比于罗氏的 T-DM1, 公司的 ARX788 产品本身可能具有一定优势。其采用非天然氨基酸定点偶联技术, 相对更加稳定, 靶向性不因偶联而发生变化, 脱靶毒性有望改善, 因此其副作用有望得到大大改善。

表 3: ARX788 产品具有一定优势

	T-DM1	ARX788
产品均一性	非定点偶联混合物	定点偶联
稳定性	相对不稳定	均一稳定
体内药代	半衰期低于抗体	与抗体相当
体内药效	相对低	较高
病人 HER2 表达量	HER2+++ (IHC)	HER2++/+++ (IHC)

生产过程

可控性较低

可控性好

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. ARX788 一期数据靓丽，乳腺癌+胃癌潜在空间望达 20 亿级

公司于 2016 年 1 月 20 日向原国家食药监局（CFDA）提交该药品临床试验申请并获得受理。2017 年 3 月收到 CFDA 核准签发的药物临床试验批件。随后在复旦大学附属肿瘤医院开展 I 期临床研究，于 2017 年 10 月开始入组受试者。截至 2019 年 11 月 20 日，共有 51 名中国女性受试者接受了至少一次 ARX788 的治疗，有 17 名受试者仍在治疗中，其中 0.88mg/kgQ3W 组的一名受试者已经接受了近两年的治疗。

临床数据来看，公司 ARX788 治疗晚期乳腺癌的单中心、开放、剂量递增的 I 期临床研究取得了阶段性进展。

（1）安全性方面：在既往多次治疗的 HER2 阳性晚期乳腺癌患者中，ARX788 具有良好的耐受性。剂量 1.5mg/kg 三周一次给药（Q3W）时，安全性良好。在 51 名受试者中，仅出现了 3 例与药物相关的 ≥ 3 级毒性。在从 0.33mg/kgQ3W 到 1.5mg/kgQ3W 的剂量爬坡及扩组试验中，未观察到剂量限制性毒性（DLT），且尚未达到最大耐受剂量（MTD）。

（2）有效性方面：1.5mg/kgQ3W 组的总缓解率达 63%。所有受试者都经历曲妥珠单抗治疗且 47% 的受试者经历拉帕替尼治疗失败。共有 48 位可评估的受试者，另有 3 位受试者未达到首次评估的时间。最佳响应为部分缓解（PR）19 例，稳定（SD）为 25 例，疾病控制率为 91.7%（44/48）。总缓解率（ORR）为 39.6%（19/48）；其中 1.3mg/kgQ3W 组总缓解率达到 56%（9/16）；1.5mg/kgQ3W 组的总缓解率达 63%（5/8），该组的扩展研究尚在进行中。ARX788 剂量爬坡研究仍在进行中，考虑获益/风险比，拟将 1.5mg/kgQ3W 作为 ARX788 后期开发 HER2 阳性乳腺癌二线治疗适应症的建议剂量。

公司于 2015 年-2016 年在澳大利亚、新西兰开展了 ARX788 的 I 期临床试验；本项目的合作方 Ambrx 公司于 2016 年 8 月获准在美国开展 ARX788 的 I 期临床研究，Ambrx 公司发起了一项多中心 I 期临床研究，目前正同时在美国和澳大利亚顺利进行中。

图 38：ARX788 市场空间测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
乳腺癌											
年新发乳腺癌患者人数（万）	30.61	31.22	31.84	32.48	33.13	33.79	34.47	35.16	35.86	36.58	37.31
Her2阳性比例（%）	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
年新发Her2阳性乳腺癌患者人数（万）	7.65	7.80	7.96	8.12	8.28	8.45	8.62	8.79	8.96	9.14	9.33
ADC药物治疗渗透率	2%	4%	10%	16%	22%	28%	34%	40%	40%	40%	40%
ADC药物治疗患者数（万）	0.15	0.31	0.80	1.30	1.82	2.37	2.93	3.52	3.59	3.66	3.73
ARX788治疗渗透率				1%	4%	10%	14%	18%	20%	20%	20%
ARX788治疗患者数（万）				0.01	0.07	0.24	0.41	0.63	0.72	0.73	0.75
ARX788预计年费用（万元）				35	20	20	18	18	15	15	14
ARX788乳腺癌用药治疗周期（月）				12	12	12	12	12	12	12	12
ARX788乳腺癌预计销售额（亿元）				0.45	1.46	4.73	7.38	11.39	10.76	10.97	10.45
成功率				75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
ARX788乳腺癌调整销售额（亿元）				0.34	1.09	3.55	5.54	8.54	8.07	8.23	7.83
胃癌											
年新发乳腺癌患者人数（万）	71.37	72.09	72.81	73.54	74.27	75.01	75.77	76.52	77.29	78.06	78.84
Her2阳性比例（%）	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
年新发Her2阳性胃癌患者人数（万）	8.56	8.65	8.74	8.82	8.91	9.00	9.09	9.18	9.27	9.37	9.46
ADC药物治疗渗透率			2%	4%	10%	16%	22%	28%	34%	40%	40%
ADC药物治疗患者数（万）			0.17	0.35	0.89	1.50	2.00	2.57	3.15	3.75	3.78
ARX788治疗渗透率				1%	4%	10%	15%	20%	25%	30%	30%
ARX788治疗患者数（万）				0.00	0.04	0.81	0.30	0.51	0.79	1.12	1.14
ARX788预计年费用（万元）				35	20	20	18	18	15	15	14
ARX788胃癌用药治疗周期（月）				6	6	6	6	6	6	6	6
ARX788胃癌预计销售额（亿元）				0.06	0.36	8.10	2.70	4.63	5.91	8.43	7.95
成功率				50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
ARX788胃癌调整销售额（亿元）				0.03	0.18	4.05	1.35	2.31	2.96	4.22	3.97
ARX788潜在销售额合计（亿元）				0.52	1.81	12.83	10.08	16.02	16.67	19.40	18.39
ARX788调整销售额合计（亿元）				0.37	1.27	7.60	6.89	10.86	11.02	12.44	11.81

资料来源：《Cancer statistics in China,2015》；天风证券研究所

考虑公司拥有产品权益所在的国内市场，基于流行病学及临床定位，我们预计公司 ARX788 国内潜在销售峰值有望达到 19.4 亿元，考虑成功概率后的调整销售峰值 12.44 亿元。

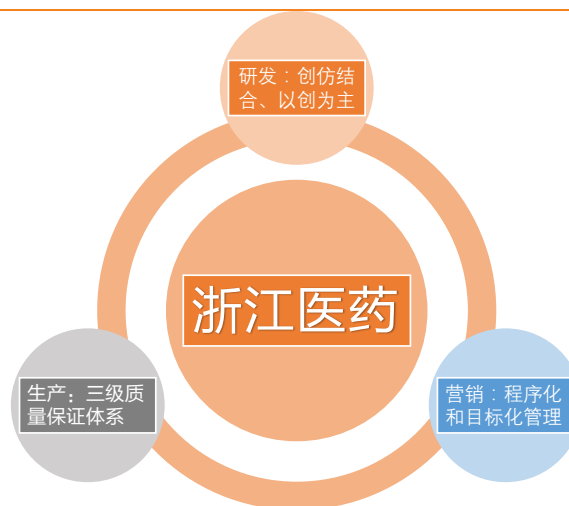
4. 创新能力迅速壮大，营销网络较为完善

近年来，公司自主创新能力迅速壮大，产品研发顺利地实现了从“创仿结合，以仿为主”到“创仿结合、以创为主”的历史跨越。目前，公司共有在研新药新产品项目 37 项，处于临床研究或 BE 阶段 5 项，申报生产 8 项。截至 2019 年底，公司累申请发明专利 615 项，授权发明专利 223 项，其中授权国际发明专利 92 项。

公司建有独立的三级质量保证体系，“公正、准确、高效、客户至上”的质量方针贯穿于产品生命周期全过程。公司设有独立的质量管理部门，负责产品研发、生产、经营、使用等全过程的质量保证，实行产品质量一票否决制。目前公司药品通过中国、美国、欧盟、加拿大、韩国、日本等国家的 GMP 审计，食品/饲料添加剂产品通过 Kosher、HALAL、FSSC22000、FAMI-QS、GMP+、IP 等体系认证。

公司设立药品营销总公司，主要负责销售公司自产的国药准字号药品和保健食品，下设市场推广部、商务准入部、销售管理部、医药电商部、制剂营销监管部、综合办公室及全国 25 个办事处，公司实程序化和目标化管理的营销策略，建立了一个覆盖面大、渗透力强的营销网络，以科学的营销体系促进销售，销售业绩连年增长。

图 39：浙江医药核心竞争力



资料来源：天风证券研究所

综合来看，我们认为公司核心竞争力主要体现在三方面：

1. 公司具有较强的技术创新及新药研发能力：拥有国家企业技术中心和博士后科研工作站；取得了一批具有国际领先水平的技术成果和拥有自主知识产权的专有技术，为企业新产品开发、核心竞争力的提升提供了强有力的技术支撑。
2. 公司具有较强的药物制造及质量控制能力：在脂溶性维生素领域及抗生素、抗耐药抗生素领域，产品质量达到了国际先进水平，并参与了相关品种的国际质量标准制定；产品通过多国 GMP 质量认证，质量保证体系严密。
3. 公司具有较完善的营销网络及较强的影响能力：拥有先进、高效、专业化的销售团队；并有一大批信誉良好、忠诚度高、销售能力强的客户；与国内外知名企业及有较强的营销能力和客户服务能力的经销商建立了长期战略合作关系。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

考虑疫情影响以及维生素涨价因素，我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 86.23 亿元、102.74 亿元、117.91 亿元，同比增长 22.44%、19.14%、14.76%；2020-2022 年公司归母净利润分别为 12.14 亿元、16.49 亿元、19.73 亿元，同比增长 254.26%、35.78%、19.67%。

核心假设包括：预计 2020-2022 年社会产品配送营收分别同比增长 3%、10%、10%；合成维生素 E 营收分别同比增长 68%、18.8%、15.5%；左氧氟沙星原料药营收分别同比增长-5%、5%、6%；维生素 A 系列营收分别同比增长 92%、56%、26%；盐酸万古霉素系列营收分别同比增长-5%、6%、10%；替考拉宁系列营收分别同比增长-5%、5%、8%；天然维生素 E 系列营收分别同比增长 68%、18.8%、15.5%等。

表 4：公司主营业务拆分（亿元）

单位:亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	44.97	52.79	56.94	68.60	70.43	86.23	102.74	117.91
yoy		17.39%	7.86%	20.48%	2.67%	22.44%	19.14%	14.76%
毛利	7.52	14.98	16.89	28.76	28.71	43.54	54.41	63.90
毛利率	16.72%	28.38%	29.66%	41.92%	40.76%	50.50%	52.96%	54.20%
社会产品配送								
收入	18.28	19.20	18.70	18.59	22.34	23.01	25.31	27.84
yoy		5.03%	-2.60%	-0.59%	20.17%	3.00%	10.00%	10.00%
毛利	0.93	0.97	1.05	0.97	1.42	1.33	1.54	1.65
毛利率(%)	5.10%	5.05%	5.59%	5.20%	6.37%	5.79%	6.08%	5.93%
业务收入比例(%)	40.64%	36.37%	32.85%	27.10%	31.71%	27.03%	24.99%	23.97%
合成维生素 E								
收入	10.50	15.37	14.09	15.48	12.56	21.10	25.07	28.95
yoy		46.38%	-8.33%	9.87%	-18.86%	68.00%	18.80%	15.50%
毛利	1.28	6.71	3.30	4.45	3.15	11.22	13.44	15.66
毛利率(%)	12.20%	43.64%	23.43%	28.73%	25.07%	53.17%	53.63%	54.09%
业务收入比例(%)	23.36%	29.12%	24.75%	22.56%	17.84%	24.47%	24.40%	24.56%
左氧氟沙星原料药								
收入				11.78	12.46	11.84	12.43	13.17
yoy					5.78%	-5.00%	5.00%	6.00%
毛利					10.81	10.27	10.78	11.43
毛利率(%)					86.74%	86.74%	86.74%	86.74%
业务收入比例(%)					17.69%	13.73%	12.10%	11.17%
维生素 A 系列								
收入	1.66	3.21	4.38	6.39	6.13	11.77	18.36	23.13
yoy		93.37%	36.45%	45.89%	-4.07%	92.00%	56.00%	26.00%
毛利	0.17	1.77	2.77	4.74	3.83	9.01	14.44	18.43
毛利率(%)	9.97%	55.01%	63.26%	74.27%	62.43%	76.52%	78.65%	79.67%
业务收入比例(%)	3.70%	6.08%	7.70%	9.31%	8.71%	13.65%	17.87%	19.62%
盐酸万古霉素系列								
收入	2.57	2.47	2.25	3.58	4.05	3.85	4.08	4.49
yoy		-3.89%	-8.91%	59.11%	13.13%	-5.00%	6.00%	10.00%
毛利	1.36	1.42	1.41	2.38	2.81	2.67	2.83	3.11
毛利率(%)	53.01%	57.39%	62.68%	66.42%	69.38%	69.38%	69.38%	69.38%
业务收入比例(%)	5.72%	4.67%	3.95%	5.21%	5.74%	4.46%	3.97%	3.80%
替考拉宁系列								
收入	1.04	1.06	1.25	2.33	2.62	2.49	2.61	2.82
yoy		1.92%	17.92%	86.40%	12.45%	-5.00%	5.00%	8.00%

毛利	0.69	0.60	0.92	1.96	2.21	2.10	2.21	2.38
毛利率(%)	66.98%	56.63%	73.91%	84.12%	84.48%	84.48%	84.48%	84.48%
业务收入比例(%)	2.30%	2.02%	2.19%	3.39%	3.71%	2.89%	2.54%	2.39%
天然维生素 E 系列								
收入	1.30	0.99	1.28	1.40	1.50	2.52	2.99	3.46
yoy		-23.85%	29.29%	9.38%	7.14%	68.00%	18.80%	15.50%
毛利	0.46	0.07	0.18	0.59	0.69	1.66	1.99	2.31
毛利率(%)	35.64%	7.29%	13.99%	42.35%	45.68%	66.05%	66.39%	66.72%
业务收入比例(%)	2.88%	1.88%	2.25%	2.04%	2.14%	2.92%	2.91%	2.93%
β-胡萝卜素系列								
收入				1.45	1.38	2.17	3.39	4.27
yoy					-4.79%	57.50%	56.00%	26.00%
毛利					0.14	0.87	1.55	2.06
毛利率(%)					10.21%	40.14%	45.58%	48.17%
业务收入比例(%)					1.96%	2.55%	3.35%	3.68%
米格列醇片								
收入				0.94	1.23	1.35	1.76	2.29
yoy					30.63%	10.00%	30.00%	30.00%
毛利					0.96	1.06	1.37	1.79
毛利率(%)					78.09%	78.09%	78.09%	78.09%
业务收入比例(%)					1.75%	1.59%	1.74%	1.97%
黄体酮系列								
收入				1.03	1.07	1.02	1.04	1.06
yoy					4.05%	-5.00%	2.00%	2.00%
毛利					0.79	0.75	0.77	0.78
毛利率(%)					73.93%	73.93%	73.93%	73.93%
业务收入比例(%)					1.52%	1.19%	1.02%	0.91%
斑螫黄系列								
收入			1.16	1.12	0.92	0.74	0.66	0.63
yoy				-3.45%	-17.86%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
毛利			0.45	0.42	0.18	0.20	0.22	0.25
毛利率(%)			38.79%	37.79%	19.21%	26.55%	33.23%	39.30%
业务收入比例(%)			2.03%	1.63%	1.31%	0.86%	0.65%	0.54%
其他业务(原始)								
收入	9.62	10.49	13.83	19.71	4.17	3.41	1.76	1.17
yoy		9.04%	31.84%	42.52%	-78.84%	-18.16%	-48.50%	-33.33%
毛利	2.63	3.44	6.81	13.25	1.72	1.85	0.84	0.60
毛利率(%)	27.36%	32.82%	49.24%	67.24%	41.31%	54.28%	47.79%	51.03%
业务收入比例(%)	21.40%	19.86%	24.29%	28.74%	5.93%	4.01%	1.74%	1.01%
其他业务(同口径调整)								
收入				4.51	4.17	4.38	5.04	5.79
yoy					-7.57%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利					1.72	2.41	3.27	4.05
毛利率(%)					41.31%	55.00%	65.00%	70.00%
业务收入比例(%)					5.93%	5.14%	4.97%	4.98%

资料来源: wind, 天风证券研究所

5.2. 估值分析

5.2.1. 现有上市产品估值

我们对公司现有上市品种按照生命营养品（主要维生素类）、医药制造类（主要化学原料药-制剂类）、医药商业（产品配送）进行分部估值。

预计公司生命营养品（主要维生素类）板块 2020 年归母净利润为 6.4 亿元，参照 A 股维生素类公司平均估值水平，略保守给予 2020 年 15 倍 PE，对应市值 96 亿元。

图 40：维生素类公司估值

代码	股票名称	收盘价	市值（亿元）	EPS				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002001.SZ	新和成	28.76	625	1.0	1.9	2.1	2.4	28.8	15.6	13.8	11.9
002626.SZ	金达威	25.41	160	0.7	2.1	2.4	2.6	35.5	12.5	10.9	10.0
600299.SH	安迪苏	12.24	328	0.4	0.5	0.6	0.7	33.0	23.0	20.2	17.2
002562.SZ	兄弟科技	5.22	47	0.1	0.3	0.4	0.5	108.1	17.7	12.7	11.3
平均								51.4	17.2	14.4	12.6

资料来源：wind，天风证券研究所 单位：元 注：截至 2020.6.30

预计公司医药制造类（主要化学原料药-制剂类）板块 2020 年归母净利润为 5.37 亿元，参照 A 股原料-制剂类公司平均估值水平，保守估计给予 2020 年 25 倍 PE，对应市值 134.3 亿元。

图 41：原料-制剂公司估值

代码	股票名称	收盘价	市值（亿元）	EPS				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002020.SZ	京新药业	10.61	77	0.73	0.66	0.75	0.89	14.9	16.3	14.2	12.0
600380.SH	健康元	16.20	316	0.46	0.54	0.64	0.78	35.4	30.1	25.2	21.0
300630.SZ	普利制药	72.61	210	1.10	1.72	2.59	3.64	69.7	43.1	28.6	20.3
000963.SZ	华东医药	24.60	443	1.61	1.65	1.93	2.28	15.7	15.4	13.1	11.1
002422.SZ	科伦药业	20.69	302	0.66	0.68	0.89	0.97	32.2	30.8	23.7	21.8
平均								33.6	27.1	21.0	17.2

资料来源：wind，天风证券研究所 单位：元 注：截至 2020.6.30

预计公司医药商业（产品配送）板块 2020 年归母净利润为 0.5 亿元，参照 A 股医药流通类公司平均估值水平，给予 2020 年 12 倍 PE，对应市值 6 亿元。

图 42：医药流通公司估值

代码	股票名称	收盘价	市值（亿元）	EPS				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600998.SH	九州通	18.38	350	0.9	1.2	1.5	1.8	20.2	15.3	12.5	10.1
603368.SH	柳药股份	22.79	83	2.7	2.3	2.9	3.6	12.1	9.8	7.8	6.3
平均								16.2	12.5	10.2	8.2

资料来源：wind，天风证券研究所 单位：元 注：截至 2020.6.30

综上所述，我们预计公司现有业务 2020 年合理目标市值 236.3 亿元。

5.2.2. 研发管线品种估值

保守估计我们仅对公司即将进入 II/III 期临床的重磅 Her2 ADC 创新药 ARX788 进行估值，采用类 DCF 估值法求其 rNPV，核心假设包括：

1. 根据其现有研发进度预估其有望于 2023 年获批
2. 基于前述 ARX788 的详细分析预计其潜在销售峰值 19.4 亿元，考虑获批成功率后的调整销售峰值 12.4 亿元。

3. 假设达到销售峰值后每年以 5%的速度下降，直到降至峰值的 50%形成稳态

图 43：原料-制剂公司估值

输出结果	年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
调整后销售额 (亿元)				0.37	1.27	7.60	6.89	10.86	11.02	12.44	11.81	11.22	10.66	10.12	9.62	9.14	8.68	8.25	7.83	7.44	7.07	6.72	6.38	6.06	5.90	5.61	5.33	
净利率				25%	26%	28%	30%	32%	34%	35%	35%	35%	35%	35%	34%	34%	33%	32%	31%	30%	29%	28%	27%	26%	25%	24%	23%	
净利润 (亿元)				0.09	0.33	2.13	2.07	3.47	3.75	4.36	4.13	3.93	3.73	3.53	3.37	3.23	3.03	2.81	2.60	2.45	2.32	2.19	2.09	1.99	1.89	1.79	1.69	
贴现率	7.00%	1.00	1.07	1.14	1.23	1.31	1.40	1.50	1.61	1.72	1.84	1.97	2.10	2.25	2.41	2.58	2.76	2.95	3.16	3.38	3.62	3.87	4.14	4.43	4.74	5.07	5.43	
NPV (亿元)	24.28	0.00	0.00	0.08	0.27	1.62	1.47	2.32	2.53	2.84	2.25	2.00	1.77	1.48	1.23	1.02	0.84	0.69	0.56	0.45	0.36	0.28	0.22	0.17	0.12	0.11	0.10	

资料来源：wind，天风证券研究所

基于模型，仅考虑现有研发进展我们得到公司创新药 ARX788 估值为 24.3 亿元。

因此，综合公司现有业务（236.3 亿元）和研发管线（24.3 亿元），我们得到公司 2020 年合理目标市值为 260.6 亿元，对应目标价 27.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1、 新药研发风险：公司创新药研发存在不确定性以及研发周期可能延长的风险；
- 2、 药审进度慢于预期的风险：药品审评审批存在慢于预期的风险，存在无法按照预计时点获批的可能；
- 3、 产品销售不达预期风险：产品销售受市场推广以及其他同类竞品竞争的影响可能存在销售低于预期的可能；
- 4、 维生素价格回落风险：若海外疫情后续逐步消减，企业恢复生产等使得供给端恢复，维生素存在价格回落的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,492.03	1,277.83	2,156.07	2,568.79	3,081.64
应收票据及应收账款	1,539.94	1,605.62	2,243.83	2,343.57	2,920.53
预付账款	32.91	48.03	26.47	62.58	34.31
存货	1,192.00	1,434.83	1,068.02	1,870.12	1,354.71
其他	476.84	672.77	670.36	651.25	758.81
流动资产合计	4,733.72	5,039.08	6,164.75	7,496.30	8,149.99
长期股权投资	11.63	13.27	13.27	13.27	13.27
固定资产	4,032.98	3,992.33	3,990.89	3,929.22	3,818.42
在建工程	401.79	466.84	316.11	237.66	172.60
无形资产	407.73	406.89	394.62	382.34	370.07
其他	460.07	443.93	336.56	387.49	359.27
非流动资产合计	5,314.20	5,323.28	5,051.45	4,949.99	4,733.64
资产总计	10,047.92	10,362.36	11,216.20	12,446.29	12,883.63
短期借款	375.00	649.98	536.52	905.62	20.00
应付票据及应付账款	827.71	781.65	978.88	949.78	1,241.47
其他	684.70	618.94	681.25	763.60	793.03
流动负债合计	1,887.41	2,050.58	2,196.66	2,618.99	2,054.49
长期借款	11.77	0.00	10.00	10.00	10.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	64.63	59.58	62.11	60.84	61.47
非流动负债合计	76.40	59.58	72.11	70.84	71.47
负债合计	1,963.82	2,110.16	2,268.77	2,689.84	2,125.97
少数股东权益	437.31	391.39	238.45	12.16	(247.55)
股本	965.26	965.13	965.13	965.13	965.13
资本公积	1,349.36	1,342.80	1,342.80	1,342.80	1,342.80
留存收益	6,639.03	6,954.27	7,743.86	8,779.17	10,040.09
其他	(1,306.86)	(1,401.38)	(1,342.80)	(1,342.80)	(1,342.80)
股东权益合计	8,084.10	8,252.20	8,947.43	9,756.46	10,757.66
负债和股东权益总	10,047.92	10,362.36	11,216.20	12,446.29	12,883.63

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	327.21	291.95	1,214.31	1,648.74	1,972.99
折旧摊销	429.41	488.69	224.46	232.38	238.14
财务费用	18.51	5.76	16.72	18.43	2.13
投资损失	(14.64)	(34.50)	(24.57)	(29.53)	(27.05)
营运资金变动	(323.72)	(446.65)	(92.12)	(810.72)	155.59
其它	143.14	142.00	(312.91)	(146.30)	(299.71)
经营活动现金流	579.91	447.25	1,025.88	913.00	2,042.09
资本支出	480.50	512.94	57.47	81.26	49.37
长期投资	1.93	1.64	0.00	0.00	0.00
其他	(947.24)	(1,132.77)	227.04	(291.70)	7.67
投资活动现金流	(464.80)	(618.19)	284.52	(210.44)	57.04
债权融资	495.09	649.98	600.69	942.70	70.62
股权融资	61.42	(104.39)	41.89	(18.40)	(2.10)
其他	(598.97)	(608.20)	(1,074.73)	(1,214.15)	(1,654.80)
筹资活动现金流	(42.46)	(62.60)	(432.15)	(289.85)	(1,586.28)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	72.64	(233.55)	878.24	412.71	512.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,858.74	7,043.93	8,624.30	10,275.16	11,792.27
营业成本	3,982.61	4,173.13	4,269.30	4,833.62	5,401.27
营业税金及附加	69.69	69.95	86.63	102.63	118.12
营业费用	1,527.67	1,586.78	1,931.84	2,322.19	2,665.05
管理费用	370.48	389.42	474.34	585.68	660.37
研发费用	321.56	450.42	129.36	462.38	471.69
财务费用	8.80	(3.36)	16.72	18.43	2.13
资产减值损失	140.74	100.13	120.44	110.29	115.36
公允价值变动收益	(0.31)	66.90	(159.97)	79.99	(39.99)
投资净收益	14.64	34.50	24.57	29.53	27.05
其他	(46.25)	(232.99)	270.81	(219.04)	25.89
营业利润	469.13	409.03	1,460.26	1,949.46	2,345.33
营业外收入	2.17	1.24	1.70	1.47	1.59
营业外支出	27.91	12.78	20.35	16.56	18.45
利润总额	443.38	397.50	1,441.62	1,934.37	2,328.47
所得税	116.17	105.54	380.25	511.92	615.19
净利润	327.21	291.95	1,061.37	1,422.45	1,713.27
少数股东损益	(37.34)	(50.82)	(152.94)	(226.29)	(259.71)
归属于母公司净利润	364.55	342.77	1,214.31	1,648.74	1,972.99
每股收益(元)	0.38	0.36	1.26	1.71	2.04

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	20.49%	2.70%	22.44%	19.14%	14.76%
营业利润	40.86%	-12.81%	257.00%	33.50%	20.31%
归属于母公司净利润	44.01%	-5.97%	254.26%	35.78%	19.67%
获利能力					
毛利率	41.93%	40.76%	50.50%	52.96%	54.20%
净利率	5.32%	4.87%	14.08%	16.05%	16.73%
ROE	4.77%	4.36%	13.94%	16.92%	17.93%
ROIC	5.59%	4.50%	15.87%	21.01%	23.05%
偿债能力					
资产负债率	19.54%	20.36%	20.23%	21.61%	16.50%
净负债率	-12.33%	-7.61%	-17.38%	-16.67%	-27.99%
流动比率	2.51	2.46	2.81	2.86	3.97
速动比率	1.88	1.76	2.32	2.15	3.31
营运能力					
应收账款周转率	4.48	4.48	4.48	4.48	4.48
存货周转率	6.34	5.36	6.89	6.99	7.31
总资产周转率	0.69	0.69	0.80	0.87	0.93
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.36	1.26	1.71	2.04
每股经营现金流	0.60	0.46	1.06	0.95	2.12
每股净资产	7.92	8.14	9.02	10.10	11.40
估值比率					
市盈率	51.18	54.43	15.36	11.32	9.46
市净率	2.44	2.37	2.14	1.91	1.70
EV/EBITDA	6.07	9.04	9.89	7.46	5.74
EV/EBIT	9.41	14.38	11.40	8.34	6.32

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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