

证券研究报告  
2020年3月15日

# 【方正医药·公司深度】丽珠集团（000513） 艾普拉唑放量，新药研发加快

分析师：周小刚 执业证书编号：S1220517070001  
分析师：陈家华 执业证书编号：S1220519090002

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。 Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

- **产品线逐步多元化，业绩保持稳定增长：**目前公司已覆盖了消化领域、辅助生殖领域、精神神经领域等共计100多个品种，形成了特色平台与特色专科相结合的研发管线。近年来公司收入增速有所放缓，但产品结构持续改善，以亮丙瑞林、艾普拉唑等为代表的高毛利二线品种继续保持较高增长，产品组合逐步多元化，2015-2019年公司扣非利润增速得以维持20%左右复合增长。
- **艾普拉唑针剂新进医保，有望快速放量：**目前已上市的质子泵抑制剂（PPI）包含注射和口服（包括片剂和胶囊剂）两种剂型，其中注射剂型市场空间更大，部分PPI品种注射剂销售额可达口服剂的4-5倍。过去艾普拉唑以片剂为主，其注射剂型于2019年底降价40%成功进入国家医保目录，未来有望快速放量。与其他PPI注射剂相比，艾普拉唑具有起效快、疗程短、更安全的临床优势，疗程费用合理，而且由于是国产创新药，是唯一不受用药监控的PPI。目前艾普拉唑市场份额仍然较低（片剂使用人日占比仅8.50%，针剂使用人日占比仅0.20%）<sup>1</sup>，未来有望逐步替代其他PPI制剂，我们测算片剂和针剂合计销售峰值有望达50亿元（假设片剂使用人日占比11%，针剂使用人日占比15%），是公司未来2-3年的内核心盈利品种，带动公司整体业绩持续稳定增长。
- **新药研发加快，多个项目陆续进入临床阶段：**过去公司的研发优势主要在临床前端，但临床实验阶段执行力和经验不足，销售团队和研发团队之间缺乏沟通和协同，导致临床项目进度整体低于预期。2019Q4公司开始对整个研发体系进行优化调整，今后将聚焦有差异化优势的项目，积极引进更多创新项目，同时加强与销售团队的沟通协同，未来研发进度有望加快！1) 单抗技术平台：目前在研项目10个（包括TNF- $\alpha$ 、CD20、HER2、PD-1、PD-L1等多个热门靶点），研发进度正逐步加快；其中，重组人绒促性素处于申报生产阶段，有望2021年获批上市；重组抗IL-6R人源化单抗也处于III期临床，项目入组加快，临床进展处于国内前2（百奥泰也处于III期临床），竞争格局较好。2) 微球技术平台：技术壁垒较高，目前在研品种8个（另外还有两个蛋白微球处于临床前研发阶段），有4个产品正陆续进入临床阶段，其中曲谱瑞林和奥曲肽预计最快2021年可报产；从研发进度来看，公司在国产厂家中排名前2或前3，其中亮丙瑞林（3个月）属于国内首仿，阿立哌唑微球更是国际首创。
- **盈利预测：**测算公司2019-2021年EPS分别为1.34/1.59/1.87元，分别对应26/23/19倍PE，公司聚焦单抗和微球平台，研发进展不断加快，发展前景清晰，目前估值合理，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**行业政策变化风险、新药研发风险、产品降价风险、原材料供应和价格波动风险、环保风险等。

# 目录 CONTENTS

---

1、公司整体经营概况

---

2、艾普拉唑放量

---

3、新药研发加快

---

4、盈利预测&风险提示

01

## 公司整体经营情况

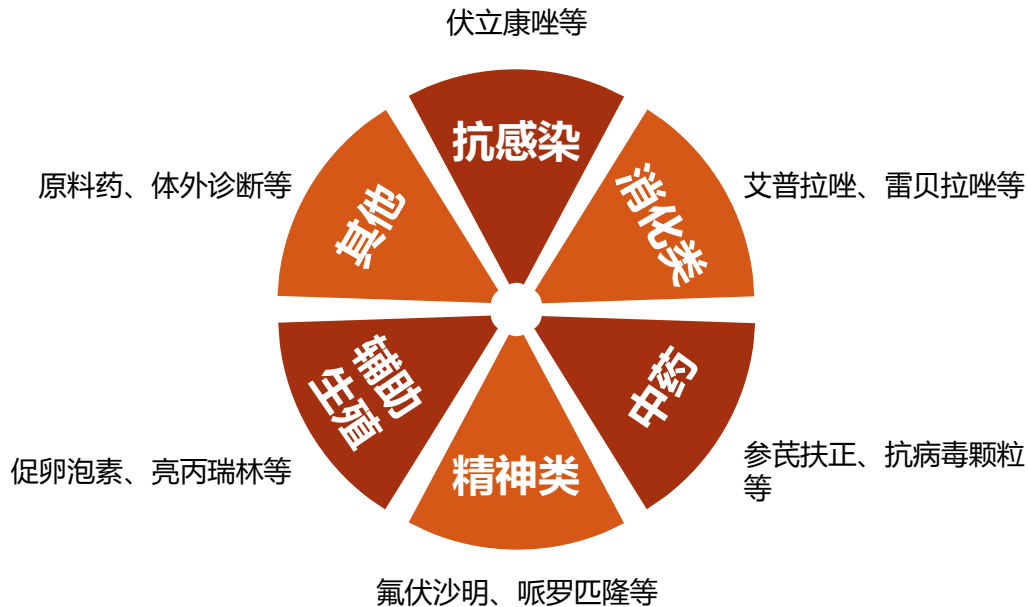
# 公司介绍

- 丽珠集团成立于1985年，经过30多年发展，目前已覆盖了消化领域、辅助生殖领域、精神神经领域等共计100多个品种，形成了特色平台与特色专科相结合的研发管线。
- 1993年，丽珠A、B股相继上市；2014年初，公司完成了B股转H股，是资本市场上为数不多的A+H股医药上市公司。

公司珠海总部大楼

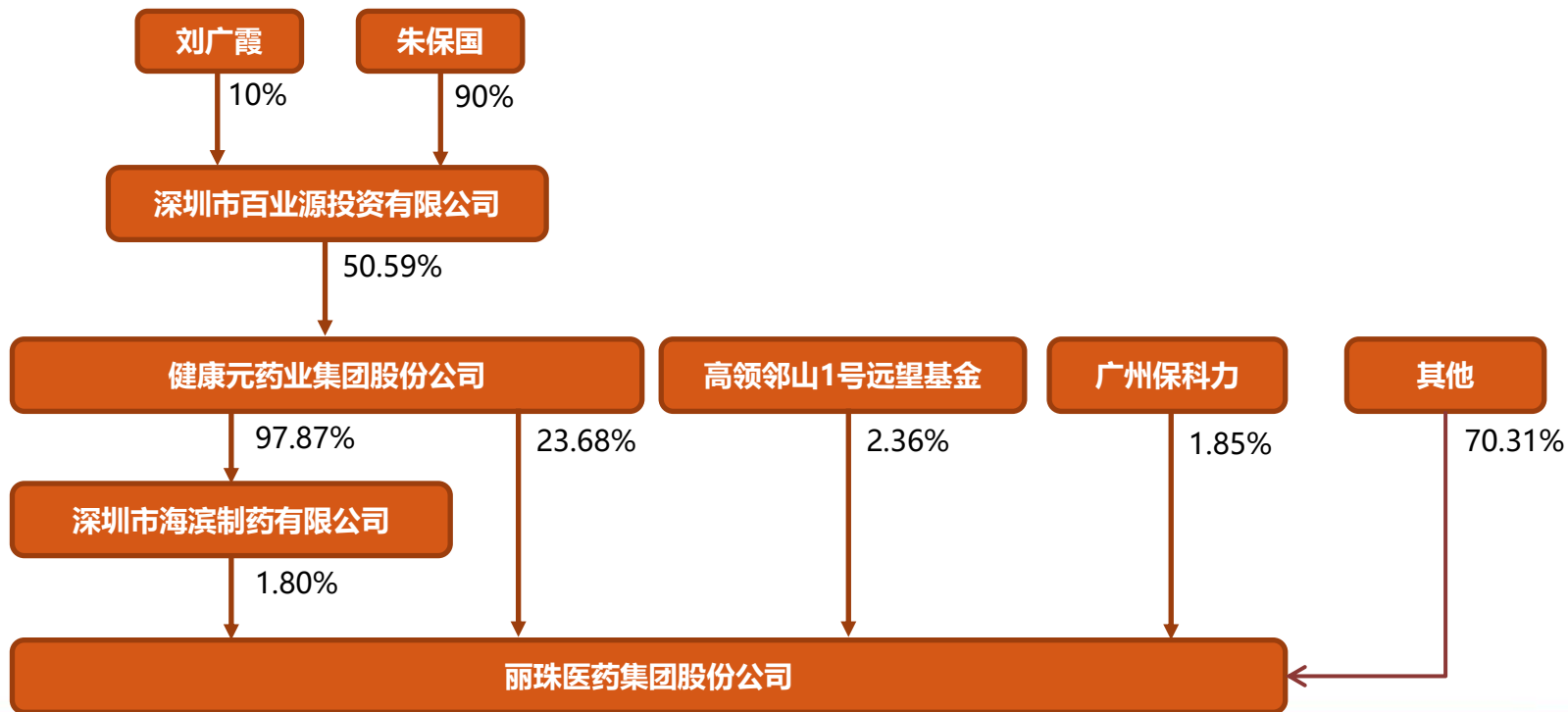


## 公司多元化的产品布局



# 股权结构

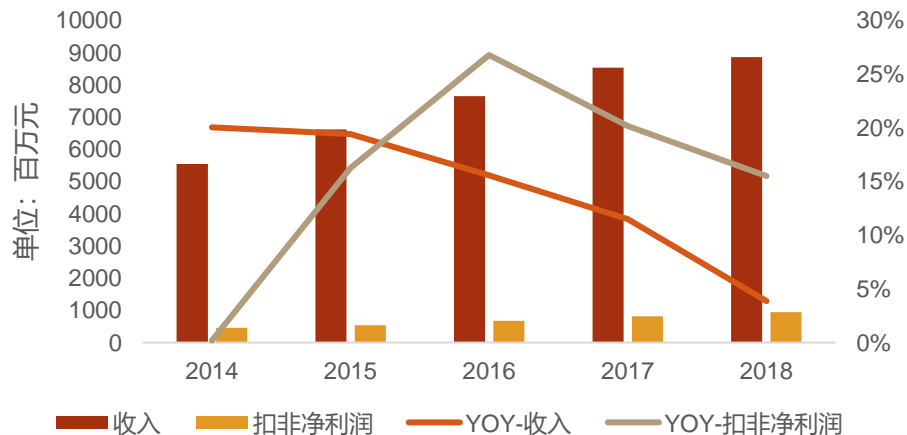
- 截至2019年三季度，公司控股股东为上市公司健康元（600380），直接和间接合计持有25.44%的公司股份；
- 公司实际控制人为朱保国，其通过深圳百业源控股了健康元集团，现任丽珠集团董事长。



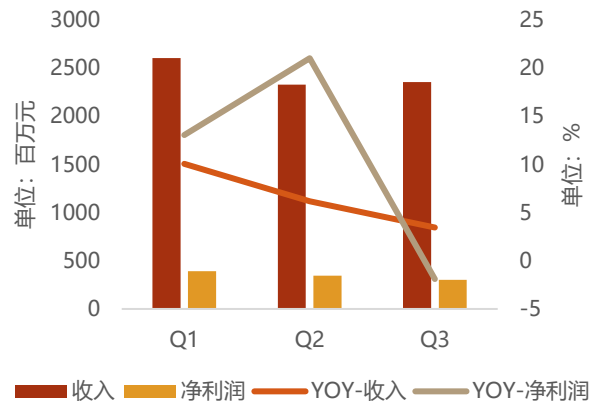
# 业绩保持稳健增长

- 收入端，2014-2018年增速呈逐步放缓趋势，主要原因是医保控费趋严使辅助用药临床使用受限，公司核心品种参芪扶正和鼠神经收入大幅下滑。
- 利润端（扣非），以亮丙瑞林、艾普拉唑等为代表的高毛利二三线品种继续保持较高增长，产品结构持续改善，**2015-2019年利润增速得以维持20%左右复合增长。**
- 2019年业绩预告：归母净利润同比增长15%-25%，扣非后同比增长20%-30%，业绩略超市场预期。

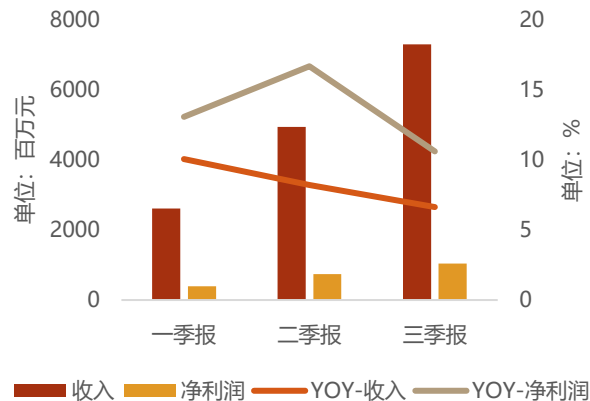
公司历年经营情况



公司6年单季度经营情况



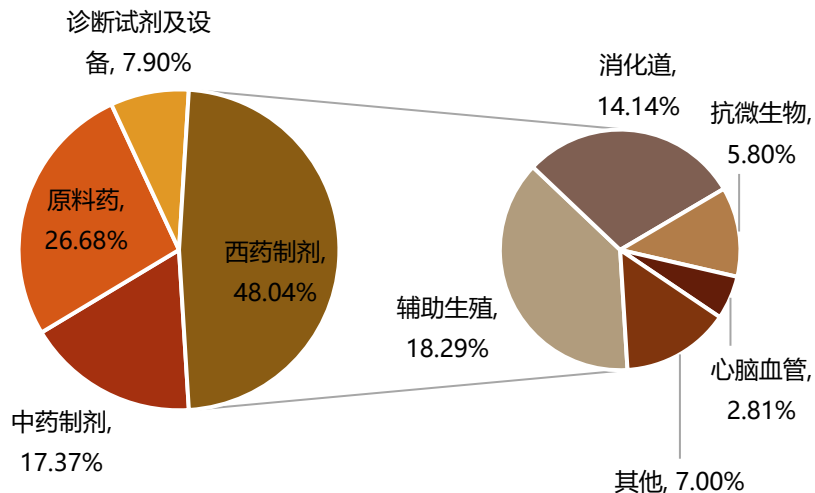
公司6年分季度经营情况



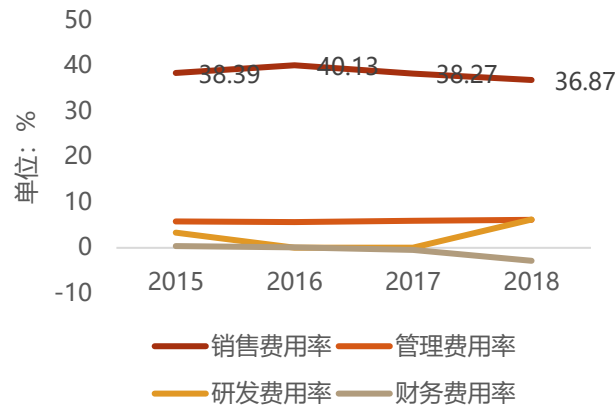
# 产品收入结构多样化

- 公司产品结构以西药制剂为主，包括辅助生殖、消化道、抗微生物等，收入占比接近50%。
- 从产品的盈利能力来看，西药制剂和中药制剂的毛利率最高，约70%-80%，原料药的毛利率较低，但近年来有逐步提升的趋势。
- 在费用方面，销售费用率最高，接近40%，随着营销改革推进，费用率呈下降趋势，同时研发费用率逐步上升趋势，预计未来接近10%。

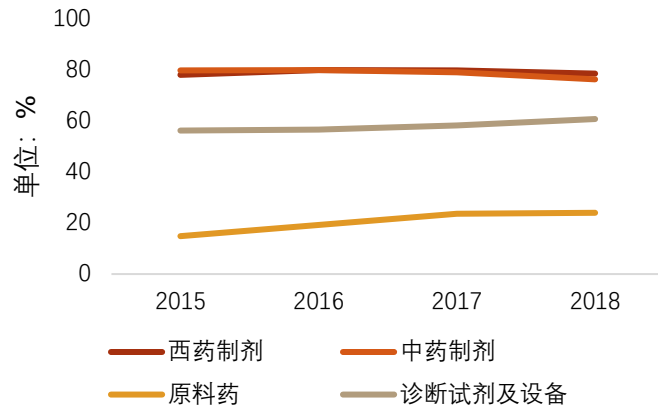
2018年公司收入结构



公司历年各项费用率变化



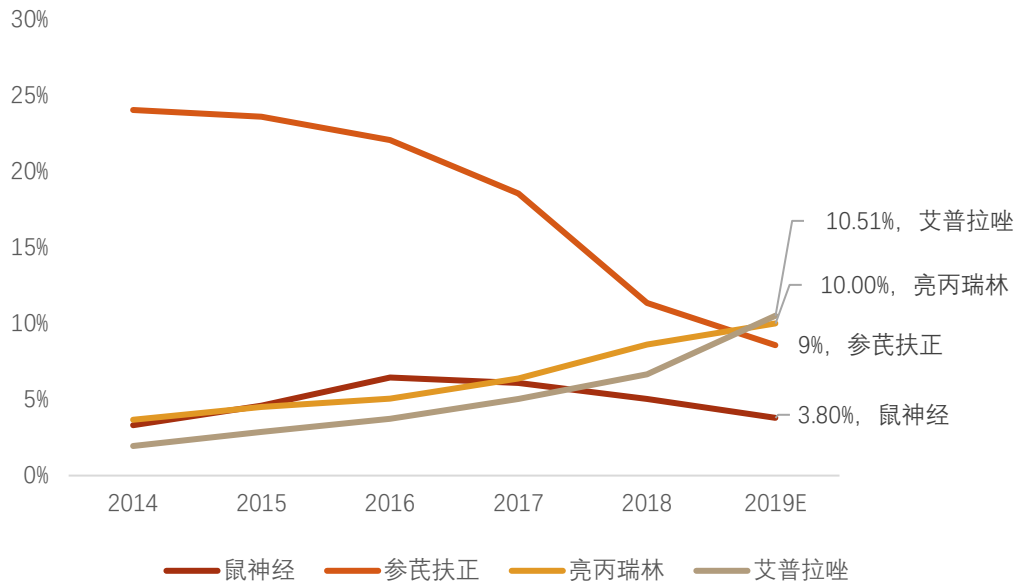
公司历年产品毛利率变化



# 产品结构逐步改善

- 过去，公司两大核心品种参芪扶正和鼠神经合计收入占比接近30%；2017年起受辅助用药监控影响，收入占比大幅下降，预计2019年两者合计收入不到14%。
- 近年来公司二线品种亮丙瑞林和艾普拉唑一直保持快速增长，预计2019年合计收入占比接近20%（假设亮丙+20%以上，艾普+60%以上），首次超过参芪扶正和鼠神经。
- 随着二线品种占比逐步提升，公司产品结构持续改善。

## 公司核心产品收入占比变化



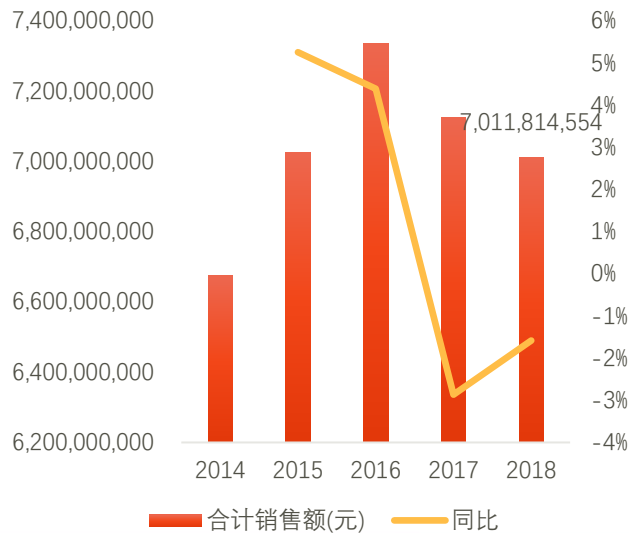
02

艾普拉唑放量

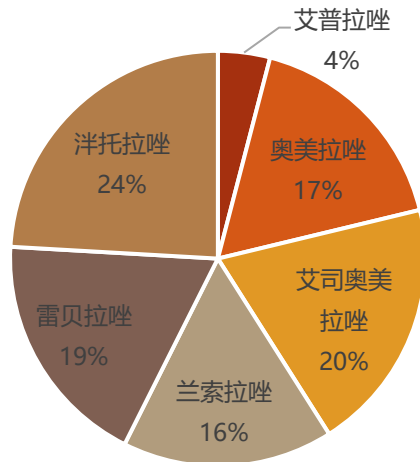
# 艾普拉唑：新一代质子泵抑制剂

- 艾普拉唑属于质子泵抑制剂（PPI）的一种，其余PPI还包括奥美拉唑、半托拉唑、雷贝拉唑、埃索美拉唑、兰索拉唑等，主要适应症为十二指肠溃疡及反流性食管炎，2018年样本医院销售额约70亿元，其中口服与注射的销售额比例为35:65，预计国内终端市场规模250-300亿元（假设片剂放大系数为5，针剂放大系数为3）。
- 目前已上市的质子泵抑制剂中，市场份额（销售额口径）排名靠前的是半托拉唑（24%）、艾司奥美拉唑（20%）、雷贝拉唑（19%）等。所有PPI均有注射和口服（包括片剂和胶囊剂）两种剂型，其中注射剂型价格更高（一般而言相同规格下注射剂型是口服剂型的8-10倍）、市场份额更大。

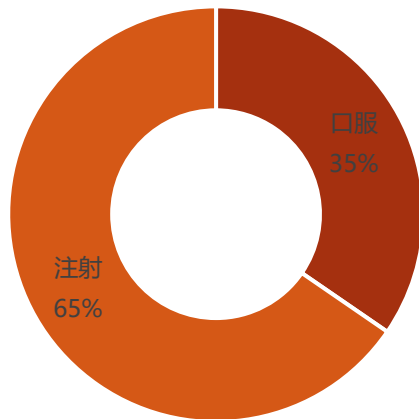
### 国内PPI制剂样本医院销售额



### 2018年国内PPI制剂细分品类占比



### 2018年国内PPI不同剂型销售额占比



# 艾普拉唑：不受用药监控影响

- 2017年4月，国务院公布2017年医改重点，要求国家卫计委和中医药管理局指导地方对辅助性、营养性等高价药品列出具体清单，实施重点监控。
- 2019年7月，国家卫健委发布《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药/生物制品）》，从适应症来看，目录中的药品主要用于神经系统、消化系统和循环系统等方面的治疗，但第一批并没有包含质子泵抑制剂。
- 虽然PPI暂时没有出现在国家版的监控目录中，但多个省市已陆续将其列为本地的重点监控品种，**只有作为创新药的艾普拉唑因销售额较低得以幸免。**

## 被列入地方重点监控品种的PPI和2018年样本医院销售额

| 品种名称    | 重点监控地区                             | 注射剂销售额(亿元) | 口服剂销售额(亿元) |
|---------|------------------------------------|------------|------------|
| 兰索拉唑    | 四川, 河南信阳, 宁波, 浙江, 青海, 江西, 山西、大庆、淄博 | 9.69       | 1.81       |
| 泮托拉唑钠   | 四川, 宁波, 浙江, 青海, 安徽, 江西, 山西、淄博      | 12.74      | 4.15       |
| 奥美拉唑钠   | 四川, 河南信阳, 宁波, 浙江, 青海, 安徽, 山西, 淄博   | 9.73       | 2.31       |
| 艾司奥美拉唑钠 | 四川, 河南信阳, 宁波, 浙江, 山西               | 8.80       | 5.06       |
| 雷贝拉唑    | 四川, 河南信阳, 宁波, 浙江, 青海, 安徽, 山西       | 4.87       | 8.10       |
| 艾普拉唑    | 无                                  | 0.04       | 2.81       |

## 第一批国家重点监控合理用药药品目录

(化药及生物制品)

(排名不分先后)

| 序号 | 药品通用名      |
|----|------------|
| 1  | 神经节苷脂      |
| 2  | 脑苷肌肽       |
| 3  | 奥拉西坦       |
| 4  | 磷酸肌酸钠      |
| 5  | 小牛血清去蛋白    |
| 6  | 前列地尔       |
| 7  | 曲克芦丁脑蛋白水解物 |
| 8  | 复合辅酶       |
| 9  | 丹参川芎嗪      |
| 10 | 转化糖电解质     |
| 11 | 鼠神经生长因子    |
| 12 | 胸腺五肽       |
| 13 | 核糖核酸II     |
| 14 | 依达拉奉       |
| 15 | 骨肽         |
| 16 | 脑蛋白水解物     |
| 17 | 核糖核酸       |
| 18 | 长春西汀       |
| 19 | 小牛血清去蛋白提取物 |
| 20 | 马来酸桂哌齐特    |

# 艾普拉唑：临床优势显著

- 公司的艾普拉唑的片剂和针剂分别于2007年8月和2017年底获批，商品名为“壹丽安”。
- 注射用艾普拉唑钠及原料药历经9年研发，是丽珠集团自主研发的创新药，适应症为消化性溃疡出血。注射用艾普拉唑钠具有抑酸时间长、个体差异小、药物相互作用少等优势，一天给药一次即可。



## 艾普拉唑的临床优势



起效快

与对照品相比，24小时止血率提高24%



疗程短

一天1次，3天仅4支，无需泵入，提高患者依从性



更安全

较对照品不良反应发生率减少一半

2015年国家科技进步二等奖、中国专利优秀奖

2014年国家重点新产品、广东省专利金奖

2013年广东省科学技术一等奖

# 艾普拉唑：临床优势显著

## 临床常用 PPIs 特点

| 通用名   | 剂型                            | 对代谢的影响                                                                                                          | 作用特点                                                                                                                                    | 药理学特点                                                                                                                              |
|-------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 奥美拉唑  | 肠溶胶囊<br>肠溶片<br>肠溶微丸<br>注射粉针剂  | 对 CYP2C19 酶的亲和力比 CYP3A4 高 10 倍 <sup>[6]</sup> ，其活化代谢受 CYP2C19 遗传基因调控，存在显著的个体差异 <sup>[9]</sup> 。                 | 奥美拉唑是 R 型和 S 型 2 种光学异构体 1:1 的混合物，在壁细胞中可留存 24h，作用持久，即使血药浓度水平低到不能被检出 <sup>[10]</sup> ，仍能发挥作用。                                             | 口服 40mg 其生物利用度约为 60%，血浆蛋白结合率为 95%；静脉给予 40mg 后 $t_{1/2}$ 约为 0.67h，CL 为 $18 \sim 36L \cdot kg^{-1}$ ，血浆蛋白结合率为 95% <sup>[11]</sup> 。  |
| 兰索拉唑  | 肠溶胶囊<br>肠溶片<br>口腔崩解片<br>注射粉针剂 | 在高浓度条件下受 CYP3A4 的影响较大，而低浓度下受 CYP2C19 的影响更为明显，而在弱代谢者 CYP3A4 可能居主导地位。CYP3A4 在兰索拉唑的代谢中比在奥美拉唑中更重要 <sup>[12]</sup> 。 | 亲脂性较强，生物利用度较奥美拉唑提高 30%，抑制胃酸分泌比奥美拉唑强 2-40 倍 <sup>[13]</sup> ，治疗夜间反酸效果好 <sup>[14]</sup> ，与其他 PPIs 不同，本药大多经胆汁于粪中排泄。                        | 成年人 1 次口服 30mg，禁食情况下 $t_{max}$ 为 2h， $C_{max}$ 为 $1038\mu g \cdot L^{-1}$ ， $t_{1/2}$ 虽短，但作用时间却很长，原型药及其代谢物在体内无蓄积 <sup>[11]</sup> 。 |
| 泮托拉唑  | 肠溶胶囊<br>肠溶片<br>注射粉针剂          | 与 CYP2C19 和 CYP3A4 2 种酶的亲和力不高，且在代谢中有 1 个转硫基 <sup>[10]</sup> 。                                                   | 在弱酸条件下比奥美拉唑稳定 <sup>[15]</sup> ，其生物利用度比奥美拉唑提高 7 倍，对壁细胞的选择性更专一 <sup>[16]</sup> 。                                                          | 单次口服后吸收迅速，服用 40mg 后， $t_{max}$ 约为 2.6h， $C_{max}$ 为 $2.9mg \cdot L^{-1}$ ， $t_{1/2}$ 约 1.8h <sup>[17]</sup> 。                      |
| 雷贝拉唑  | 肠溶胶囊<br>肠溶片                   | 其在肝脏的代谢主要经非酶途径，仅少量经由 CYP2C19 和 CYP3A4 代谢，故基因多态性对该药效的影响最小 <sup>[10]</sup> 。                                      | 是一种新型的 PPI，由于其涉及更多半胱氨酸残基，结合靶点多，故其作用快而持久，此外，能剂量依赖性持续地抑制基础胃酸和餐后胃酸分泌 <sup>[18]</sup> 。                                                     | 每日服用 10 ~ 80mg，连续 7d， $C_{max}$ 和 AUC 随剂量增大而增大， $t_{1/2}$ 与剂量无关，约为 1h <sup>[19]</sup> 。                                            |
| 埃索美拉唑 | 肠溶片<br>注射粉针剂                  | 对代谢速率快的 CYP2C19 途径依赖性减少，更多地通过代谢速率较慢的 CYP3A4 途径，在大部分患者中均可达到有效抑酸。                                                 | 它是奥美拉唑的左旋异构体，是单一的 S 型光学异构体，较奥美拉唑表现出更强抑制 $H^+ / K^+ - ATP$ 酶的作用，它能抑制基础胃酸分泌和刺激后胃酸分泌 <sup>[20]</sup> 。老年患者一般情况下不需要调整药物剂量 <sup>[21]</sup> 。 | 口服吸收迅速，1h 起效 $t_{max}$ 约为 1 ~ 2h，绝对生物利用度为 89%，血浆蛋白结合率为 97%。                                                                        |
| 艾普拉唑  | 肠溶片                           | 在人体内的代谢不受细胞色素同工酶 CYP2C19 基因多态性影响 <sup>[22-24]</sup> 。                                                           | 属于不可逆 PPIs，并呈剂量依赖性。具有较长的半衰期使其药效维持时间更久，对夜间胃酸突破防治效果好 <sup>[25]</sup> 。                                                                    | 口服（晨起空腹）5 ~ 40mg 剂量范围内耐受良好，在人体内的过程基本符合线性动力学特征， $C_{max}$ 和 AUC 随剂量增大而增大。                                                           |

相比前几代的质子泵抑制剂，艾普拉唑在药理学、药动学方面都具有一定的优势：

- (1) 药理学研究显示，与大部分 PPI 类似，艾普拉唑通过抑制  $H^+ / K^+ - ATP$  酶产生抑酸作用，其结构与奥美拉唑相似，但是在苯并咪唑环上，用吡咯环取代了氢，在吡啶环上用氢取代了甲基，因此具备更优的药理特性。
- (2) 药动学研究显示，艾普拉唑在部分指标上表现出一定的优势，例如具有明显更长的半衰期 ( $t_{1/2}$ )，可达 3-4h，使得其药理作用更加持久，减少服用次数，有助提高患者的用药依从性。

### 艾普拉唑的半衰期明显更长

| 参数  | 单位 | 艾普拉唑 | 奥美拉唑 | 埃索美拉唑 | 兰索拉唑        |             | 泮托拉唑 | 雷贝拉唑 |
|-----|----|------|------|-------|-------------|-------------|------|------|
|     |    |      |      |       | 快代谢         | 慢代谢         |      |      |
| 半衰期 | hr | 3.97 | 1.6  | 1.08  | 1.44 ± 0.94 | 1.60 ± 0.90 | 1.2  | 1.38 |

# 艾普拉唑：治疗费用合理

- 参照说明书规定的十二指肠溃疡治疗疗程，艾普拉唑口服疗程为4周，疗程费用约为367元，略低于平均值376元；
- 以消化性溃疡出血为例，艾普拉唑注射剂型的使用天数仅为3天，是所有拉唑类药物中最少的，疗程费用约为624元，略低于平均值645元。

## 不同PPI（片剂）的疗程费用对比

| 药物成分   | 商品名  | 厂家          | 规格       | 中标价 (元) | DDD值 (mg) | 日治疗费用 (元) | 疗程 (周) | 疗程费用 (元) |
|--------|------|-------------|----------|---------|-----------|-----------|--------|----------|
| 奥美拉唑   | 洛赛克  | 阿斯利康        | 20mg×7粒  | 79.8    | 20        | 11.4      | 6      | 418.80   |
| 兰索拉唑   | 达克普隆 | 武田制药        | 30mg×14粒 | 121.3   | 30        | 8.7       | 6      | 363.90   |
| 泮托拉唑   | 潘妥洛克 | Takeda GmbH | 40mg×7片  | 68.89   | 40        | 9.8       | 4      | 275.56   |
| 雷贝拉唑   | 波利特  | 卫材药业        | 10mg×7片  | 87.83   | 10        | 12.5      | 6      | 526.98   |
| 艾司奥美拉唑 | 耐信   | 阿斯利康        | 20mg×7片  | 61.76   | 20        | 8.8       | 4      | 247.04   |
| 艾普拉唑   | 壹丽安  | 丽珠集团        | 5mg×6片   | 78.6    | 5         | 13.1      | 4      | 366.80   |
| 平均值    |      |             |          |         |           |           |        | 376.51   |

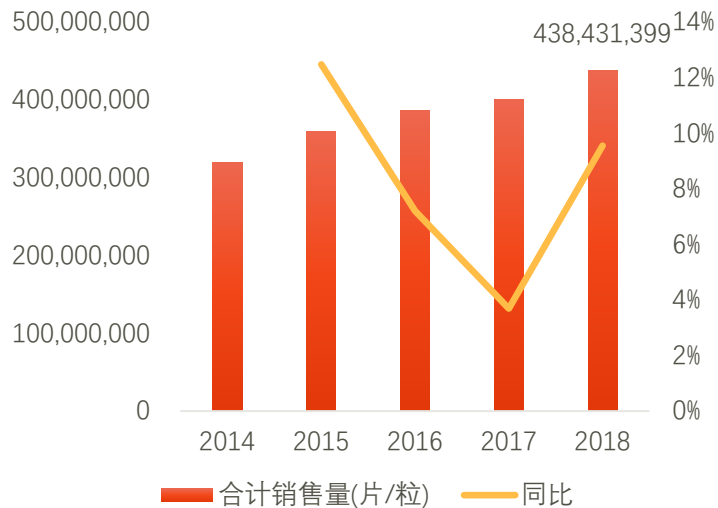
## 不同PPI（针剂）的疗程费用对比

| 药物成分   | 商品名  | 厂家   | 规格   | 中标价 (元) | 用法用量                       | 疗程费用 (元) |
|--------|------|------|------|---------|----------------------------|----------|
| 奥美拉唑   | 洛赛克  | 阿斯利康 | 40mg | 80      | 可静脉滴注40mg，一日一次，通常应使用2~3天   | 240      |
| 兰索拉唑   | 兰索拉唑 | 罗欣药业 | 30mg | 56      | 通常成年人一次30mg，一日2次，疗程不超过7天   | 784      |
| 泮托拉唑   | 潘妥洛克 | 武田制药 | 40mg | 101     | 一次40mg，每日1次，一般不超过7~10天     | 707      |
| 雷贝拉唑   | 诺和灵  | 南京长澳 | 20mg | 103     | 每次20mg，每日1~2次，疗程不超过5天      | 515      |
| 艾司奥美拉唑 | 耐信   | 阿斯利康 | 40mg | 100     | 静脉滴注40mg，每12小时一次，用药5天      | 1000     |
| 艾普拉唑   | 壹丽安  | 丽珠集团 | 10mg | 156     | 起始剂20mg，后续每次10mg，每日一次，连续3天 | 624      |
| 平均值    |      |      |      |         |                            | 645      |

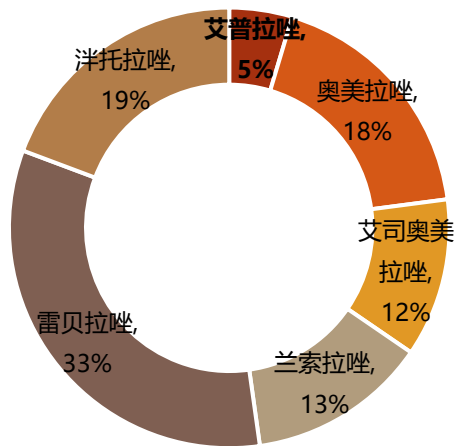
# 艾普拉唑销售峰值有望达50亿元

- 根据PDB样本医院销售数据，国内口服PPI销售量接近4.4亿片/粒，**预计全国市场整体销量20亿片/粒以上**；2014-2018年年均复合增长率达8%，**口服产品需求稳定增长**。
- 从各口服PPI销售量占比来看，2018年雷贝拉唑排名第一，占比接近1/3，其次是半托拉唑（19.30%）和奥美拉唑（18.31%），**艾普拉唑仅5%<sup>1</sup>，占比最小**。
- 从各口服PPI销售额占比来看，2018年排名第一的同样是雷贝拉唑，占比接近1/3，其次是艾司奥美拉唑（21%）和半托拉唑（17%），**艾普拉唑为12%<sup>1</sup>**，高于奥美拉唑（10%）和兰索拉唑（7%）。

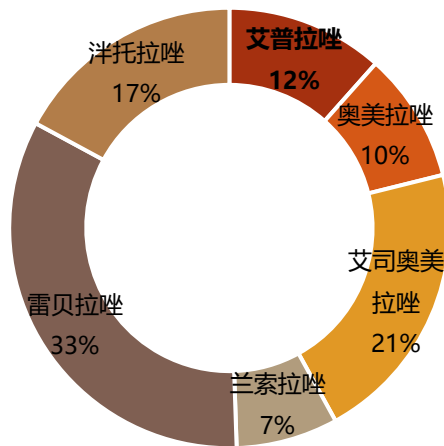
## 国内口服PPI制剂销售总量



## 2018年各口服PPI销售量占比



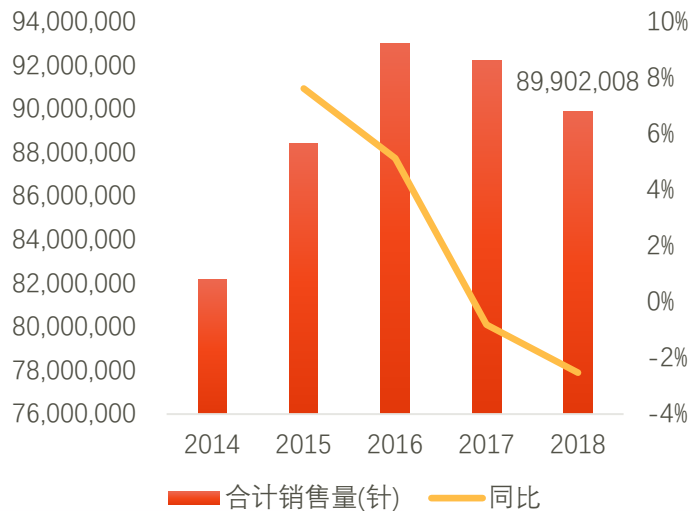
## 2018年各口服PPI销售额占比



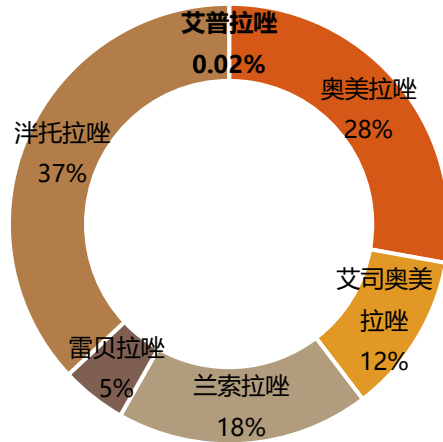
# 艾普拉唑销售峰值有望达50亿元

- 根据PDB样本医院销售数据，国内注射PPI销售量接近9000万支，**预计整体销量1.8亿支左右**；2016年开始小幅下滑，**可能是受到用药监控的政策影响**。
- 从各注射PPI销售量占比来看，2018年半托拉唑排名第一，占比37%，其次是奥美拉唑（28%）和兰索拉唑（18%），**艾普拉唑仅为0.02%，占比最低**。
- 从各注射PPI销售额占比来看，2018年排名第一的同样是半托拉唑，占比28%，其次是奥美拉唑（21%）和兰索拉唑（21%），**艾普拉唑仅为0.08%，占比亦最低**。

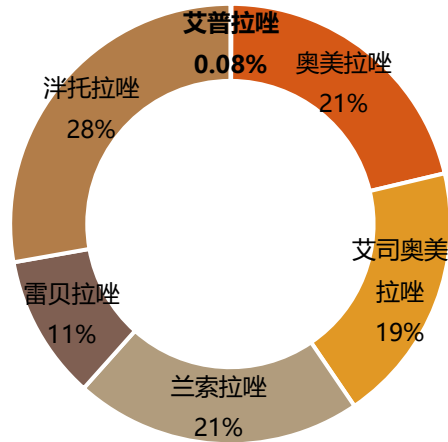
## 国内注射PPI制剂销售总量



## 2018年各注射PPI销售量占比



## 2018年各注射PPI销售额占比



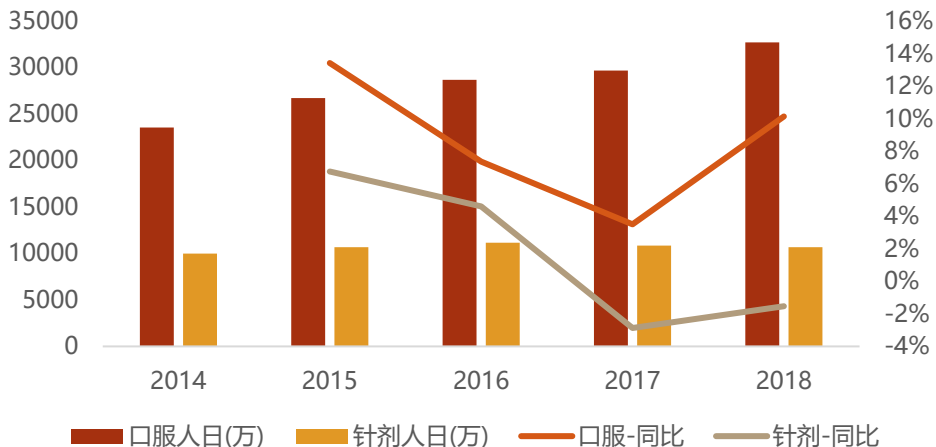
# 艾普拉唑销售峰值有望达50亿元

## 假设条件:

1. 参考药品使用说明书, 我们依据各PPI制剂的PDB样本医院销售量和日均使用量, 计算出各药品使用人日的数据: 2018年口服剂3.27亿个使用人日, 未来呈小幅增长的趋势; 注射剂1.09亿个使用人日, 未来受用药监控影响逐年下滑;
2. 2019-2024年, 艾普拉唑片剂使用人日占PDB口径的份额从8.50%提升至13.00%, 针剂使用人日份额从0.2%提升至13%;
3. 艾普片剂每天使用1片, 医院中标价保持13元/片以上, 注射剂需要3天使用4支, 即日均使用4/3支, 医院中标价156元/支, 即日均费用208元;
4. **艾普片剂和针剂的PDB放大倍数目前分别为3倍和2倍, 未来随着基层渗透加快, 放大倍数逐渐增加; 片剂因进入常规医保目录价格缓慢下降, 注射剂2年后医保谈判再降价40%, 增值税率2019年从16%调整为13%, 产品出厂扣率为92折计算。**

测算结果: 预计2024年艾普拉唑片剂销售额约10亿元, 针剂销售额约40亿元, 合计销售额为50亿元, 针剂销售额远高于片剂; 其增长主要来自于对其他PPI的替代, 尤其针剂的替代空间巨大。

### 口服和注射PPI的使用人日历年增长情况



### PPI针剂销售额远高于口服剂(2018年)

| PPI制剂  | 单价 (元) |        | PDB销售额 (亿元) |       |
|--------|--------|--------|-------------|-------|
|        | 口服剂    | 注射剂    | 口服剂         | 注射剂   |
| 奥美拉唑   | 2.88   | 38.94  | 2.31        | 9.73  |
| 艾司奥美拉唑 | 9.92   | 82.92  | 5.06        | 8.80  |
| 兰索拉唑   | 3.13   | 57.98  | 1.81        | 9.69  |
| 雷贝拉唑   | 5.61   | 112.76 | 8.10        | 4.87  |
| 泮托拉唑   | 4.90   | 38.34  | 4.15        | 12.74 |
| 平均值    | 5.29   | 66.19  | 4.29        | 9.17  |
| 艾普拉唑   | 13.85  | 156    | 2.81        | 0.04  |

# 艾普拉唑销售峰值有望达50亿元



| 单位: 万人日       |       | 2014     | 2015     | 2016     | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E     | 2021E     | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|---------------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| PDB艾普口服使用人日   | 数量    | 418.08   | 689.45   | 1036.35  | 1581.64  | 2025.46  | 2836.58  | 3335.82   | 3712.97   | 3993.16   | 4236.22   | 4514.01   |
|               | (+/-) |          | 64.91%   | 50.32%   | 52.62%   | 28.06%   | 40.05%   | 17.60%    | 11.31%    | 7.55%     | 6.09%     | 6.56%     |
|               | 份额    | 1.77%    | 2.58%    | 3.61%    | 5.32%    | 6.19%    | 8.50%    | 9.80%     | 10.80%    | 11.50%    | 12.20%    | 13.00%    |
| PDB艾普针剂使用人日   | 数量    |          |          |          |          | 1.06     | 21.15    | 123.11    | 298.54    | 585.14    | 907.94    | 1230.03   |
|               | (+/-) |          |          |          |          |          |          | 482.00%   | 142.50%   | 96.00%    | 55.17%    | 35.47%    |
|               | 份额    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0.01%    | 0.20%    | 1.20%     | 3.00%     | 6.00%     | 9.50%     | 13.00%    |
| PDB口服PPI总使用人日 | 数量    | 23560.40 | 26723.91 | 28694.14 | 29703.30 | 32717.18 | 33371.52 | 34038.951 | 34379.34  | 34723.134 | 34723.134 | 34723.134 |
|               | (+/-) |          | 13.43%   | 7.37%    | 3.52%    | 10.15%   | 2.00%    | 2.00%     | 1.00%     | 1.00%     | 0.00%     | 0.00%     |
| PDB针剂PPI总使用人日 | 数量    | 9998.68  | 10674.74 | 11167.63 | 10848.05 | 10683.28 | 10576.45 | 10259.16  | 9951.38   | 9752.35   | 9557.31   | 9461.73   |
|               | (+/-) |          | 6.76%    | 4.62%    | -2.86%   | -1.52%   | -1.00%   | -3.00%    | -3.00%    | -2.00%    | -2.00%    | -1.00%    |
| 日均使用费用(元)     | 口服    | 15.90    | 15.19    | 14.70    | 14.24    | 13.85    | 13.50    | 13.30     | 13.00     | 12.80     | 12.50     | 12.20     |
|               | 针剂    | 0        | 0        | 0        | 0        | 343.93   | 343.93   | 208       | 208       | 130       | 130       | 130       |
| PDB销售额(万元)    | 口服    | 6646.061 | 10474.1  | 15231.03 | 22516.33 | 28058.14 | 38293.82 | 44366.37  | 48268.59  | 51112.45  | 52952.779 | 55070.89  |
|               | 针剂    |          |          |          |          | 364.44   | 7275.12  | 25606.85  | 62096.622 | 76068.362 | 118032.74 | 159903.30 |
| PDB放大倍数       | 口服    | 2.62     | 2.62     | 2.62     | 2.62     | 2.62     | 2.83     | 3.1       | 3.4       | 3.6       | 3.8       | 4         |
|               | 针剂    | 1.9      | 1.9      | 1.9      | 1.9      | 1.9      | 1.9      | 2.1       | 2.3       | 2.4       | 2.5       | 2.5       |
| 增值税税率         | 综合    | 16%      | 16%      | 16%      | 16%      | 16%      | 13%      | 13%       | 13%       | 13%       | 13%       | 13%       |
| 出厂扣率          | 综合    | 92%      | 92%      | 92%      | 92%      | 92%      | 92%      | 92%       | 92%       | 92%       | 92%       | 92%       |
| 片剂销售额(万元)     | 收入    | 13810.06 | 21764.45 | 31649.03 | 46787.37 | 58302.87 | 88231.67 | 111976.00 | 133614.30 | 149809.24 | 163825.59 | 179345.91 |
|               | (+/-) |          | 57.60%   | 45.42%   | 47.83%   | 24.61%   | 51.33%   | 26.91%    | 19.32%    | 12.12%    | 9.36%     | 9.47%     |
| 针剂销售额(万元)     | 收入    |          |          |          |          | 549.17   | 11253.90 | 43780.92  | 116280.05 | 148636.23 | 240243.63 | 325466.90 |
|               | (+/-) |          |          |          |          |          |          | 289.03%   | 165.60%   | 27.83%    | 61.63%    | 35.47%    |
| 合计(万元)        | 收入    | 13810.06 | 21764.45 | 31649.03 | 46787.37 | 58852.04 | 99485.57 | 155756.92 | 249894.35 | 298445.47 | 404069.22 | 504812.81 |
|               | (+/-) |          | 57.60%   | 45.42%   | 47.83%   | 25.79%   | 69.04%   | 56.56%    | 60.44%    | 19.43%    | 35.39%    | 24.93%    |

资料来源: PDB数据库、方正证券研究所整理

03

新药研发加快

# 单抗制剂研发进展

- 过去公司的研发优势主要在临床前端，但临床实验阶段执行力和经验不足，销售团队和研发团队之间缺乏沟通和协同，导致临床项目进度整体低于预期。2019Q4公司开始对整个研发体系进行优化调整，今后将聚焦有差异化优势的项目，积极引进更多创新项目，同时加强与销售团队的沟通协同，未来研发进度有望加快！
- 公司于2010年开始搭建单抗技术平台，目前在研项目10个（包括TNF- $\alpha$ 、CD20、HER2、PD-1、PD-L1等多个热门靶点），研发进度正逐步加快。其中，重组人绒促性素处于申报生产阶段，有望2021年获批上市。另外重组抗IL-6R人源化单抗也处于III期临床，项目入组加快，临床进展处于国内前2（百奥泰也处于III期临床），竞争格局较好。

| 序号 | 项目名称                    | 治疗领域          | 项目进度            | 国内进度排名  | 市场规模    |        |
|----|-------------------------|---------------|-----------------|---------|---------|--------|
|    |                         |               |                 |         | 国际(亿美元) | 国内(亿元) |
| 1  | 重组人绒促性素                 | 不孕症，黄体功能不足等   | 申报生产            | 首仿      | -       | 1-3    |
| 2  | 重组人源化TNF- $\alpha$ 单抗   | 类风湿性关节炎等      | II期临床           | 第13     | 199     | 20     |
| 3  | 重组人鼠嵌合抗CD20单抗           | 淋巴瘤等          | I期临床            | 第9      | 68      | 30     |
| 4  | HER2帕妥珠                 | 乳腺癌           | I期临床            | 第9      | 22      | -      |
| 5  | 重组人源化抗PD-1单抗            | 晚期实体瘤、非小细胞肺癌  | 美国I期基本结束，国内I期临床 | >8名     | 106     | -      |
| 6  | 重组全人抗RANKL              | 骨髓瘤等          | I期临床尚未招募        | >4名     | 40      | -      |
| 7  | 重组全人抗PD-L1单抗            | 转移性默克尔细胞癌     | 研发中，尚未申报临床      | -       | 106     | -      |
| 8  | 重组抗IL-6R人源化单抗           | 中到重度活动性类风湿关节炎 | III期临床          | 前2      | 21      | <1     |
| 9  | 重组抗人源IL-17A/F单抗         | 中至重度斑块型银屑病    | 获批临床            | 国内外首家申报 | -       | -      |
| 10 | 干扰素 $\alpha$ -2b Fc融合蛋白 | 晚期实体瘤治疗       | 申报临床            | 国内外首家申报 | -       | -      |

# 微球制剂研发进展

- 公司是国内少数掌握微球生产技术的厂家，其技术壁垒较高，目前在研品种8个（另外还有两个蛋白微球处于临床前研发阶段），其中曲普瑞林（1个月）、亮丙瑞林（3个月）、奥曲肽、阿立哌唑正陆续进入临床阶段，其中曲普瑞林和奥曲肽预计最快2021年可报产。
- 从研发进度来看，公司处于国产厂家中排名前2或前3，其中亮丙瑞林（3个月）属于国内首仿，阿立哌唑微球更是国际首创。

## 公司微球制剂研发进展

| 序号 | 项目名称      | 适应症                          | 项目进度                                        | 国内进度排名              | 全球销售峰值<br>(亿美元) | 国内销售<br>额 (亿元) |
|----|-----------|------------------------------|---------------------------------------------|---------------------|-----------------|----------------|
| 1  | 曲普瑞林（1个月） | 晚期前列腺癌，性早熟，子宫内膜异位，女性不孕症及子宫肌瘤 | I期临床中，III期只要做130例左右，不需要对照，20年可以开展III期，21年报产 | 前3（山东绿叶、长春金赛等）      | 4.4(2012)       | 8-10           |
| 2  | 曲普瑞林（3个月） | 晚期前列腺癌，子宫内膜异位，子宫肌瘤           | 达到中试批量，尚未申报临床                               | 尚无申报                |                 |                |
| 3  | 亮丙瑞林（3个月） | 前列腺癌,乳腺癌等                    | 获批临床，预计22年报产                                | 首仿                  | 16.6(2011)      | 15-20          |
| 4  | 奥曲肽（1个月）  | 神经内分泌肿瘤,肢端肥大症，消化道肿瘤          | 达到中试批量，已申报临床，预计21年报产                        | 前2，长春金赛获批临床         | 16.3(2015)      | 1-2            |
| 5  | 阿立哌唑（2个月） | 精神分裂                         | 达到中试批量，已申报临床                                | 国际首创                | 尚无微球剂型          |                |
| 6  | 戈舍瑞林植入剂   | 不孕症                          | 完成小试工艺研究，开始放大，尚未申报临床                        | 前2，山东绿叶(微球剂型)完成I期临床 | 11.79(2011)     | 15左右           |

04

## 盈利预测&风险提示

# 公司业绩拆分

| 主营业务    |        | 2016     | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E     | 2021E     |
|---------|--------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 西药制剂    | 收入/百万元 | 3,185.98 | 3,702.28 | 4,238.54 | 4,960.33 | 5,986.54  | 7,300.91  |
|         | 增长/%   | 23.45%   | 16.21%   | 14.48%   | 17.03%   | 20.69%    | 21.96%    |
|         | 成本/百万元 | 640.06   | 751.93   | 911.29   | 1,091.27 | 1,317.04  | 1,606.20  |
| 促性激素    | 毛利率/%  | 79.91%   | 79.69%   | 78.50%   | 78.00%   | 78.00%    | 78.00%    |
|         | 收入/百万元 | 1,179.93 | 1,344.38 | 1,613.52 | 1,818.13 | 2,032.75  | 2,228.94  |
| 尿促卵泡素   | 增长/%   | 27.99%   | 15.84%   | 20.02%   | 12.68%   | 11.80%    | 9.65%     |
|         | 收入/百万元 | 544.04   | 549.75   | 592.63   | 622.26   | 647.16    | 666.57    |
| 亮丙瑞林微球  | 增长/%   | 25.82%   | 1.05%    | 7.80%    | 5.00%    | 4.00%     | 3.00%     |
|         | 收入/百万元 | 386.39   | 542.03   | 760.68   | 935.64   | 1,122.77  | 1,291.18  |
| 消化道     | 增长/%   | 31.01%   | 40.28%   | 40.34%   | 23.00%   | 20.00%    | 15.00%    |
|         | 收入/百万元 | 717.93   | 977.75   | 1,247.61 | 1,770.96 | 2,505.79  | 3,528.27  |
| 艾普拉唑肠溶片 | 增长/%   | 26.94%   | 36.19%   | 27.60%   | 41.95%   | 41.49%    | 40.81%    |
|         | 收入/百万元 | 284.67   | 428.34   | 588.33   | 880.26   | 1,093.46  | 1,288.86  |
| 艾普拉唑肠剂  | 增长/%   | 52.34%   | 50.47%   | 37.35%   | 49.62%   | 24.22%    | 17.87%    |
|         | 收入/百万元 |          |          |          | 112.47   | 527.82    | 1,279.97  |
| 抗微生物    | 增长/%   |          |          |          |          | 369.30%   | 142.50%   |
|         | 收入/百万元 | 385.41   | 448.19   | 511.93   | 535.21   | 574.02    | 615.97    |
| 伏立康唑    | 增长/%   | 6.25%    | 16.29%   | 14.22%   | 4.55%    | 7.25%     | 7.31%     |
|         | 收入/百万元 | 194.78   | 231.72   | 231.72   | 240.99   | 265.09    | 291.60    |
| 心脑血管    | 增长/%   |          | 24.72%   | 18.97%   | 4.00%    | 10.00%    | 10.00%    |
|         | 收入/百万元 | 166.52   | 198.56   | 247.82   | 272.60   | 294.41    | 312.08    |
| 其他      | 增长/%   | 9.60%    | 19.24%   | 24.81%   | 10.00%   | 8.00%     | 6.00%     |
|         | 收入/百万元 | 736.19   | 733.40   | 617.67   | 563.43   | 579.58    | 615.66    |
| 鼠神经生长因子 | 增长/%   | 27.21%   | -0.38%   | -15.78%  | -8.78%   | 2.87%     | 6.22%     |
|         | 收入/百万元 | 491.35   | 517.29   | 444.41   | 355.53   | 319.97    | 287.98    |
| 氟伏沙明    | 增长/%   | 63.88%   | 5.28%    | -14.09%  | -20.00%  | -10.00%   | -10.00%   |
|         | 收入/百万元 | 87.22    | 102.10   | 122.52   | 122.52   | 153.15    | 199.10    |
| 哌罗匹隆    | 增长/%   |          | 28.46%   | 17.05%   | 20.00%   | 25.00%    | 30.00%    |
|         | 收入/百万元 |          | 25.75    | 35.56    | 48.01    | 67.21     | 87.37     |
| 中药制剂    | 增长/%   |          | 10.36%   | 38.07%   | 35.00%   | 40.00%    | 30.00%    |
|         | 收入/百万元 | 2,125.65 | 2,045.24 | 1,532.46 | 1,233.87 | 1,212.29  | 1,235.20  |
| 参芪扶正注射液 | 增长/%   | 9.29%    | -3.78%   | -25.07%  | -19.48%  | -1.75%    | 1.89%     |
|         | 成本/百万元 | 428.74   | 430.32   | 364.11   | 308.47   | 327.32    | 370.56    |
| 原料药     | 毛利率/%  | 79.83%   | 78.96%   | 76.24%   | 75.00%   | 73.00%    | 70.00%    |
|         | 收入/百万元 | 1,679.63 | 1,573.48 | 1,002.15 | 801.72   | 801.72    | 825.77    |
| 诊断试剂及设备 | 增长/%   | 9.31%    | -6.32%   | -36.31%  | -20.00%  | 0.00%     | 3.00%     |
|         | 收入/百万元 | 1,735.73 | 2,102.96 | 2,354.26 | 2,401.35 | 2,425.36  | 2,425.36  |
| 原料药     | 增长/%   | 14.47%   | 21.16%   | 11.95%   | 2.00%    | 1.00%     | 0.00%     |
|         | 成本/百万元 | 1,402.12 | 1,607.50 | 1,789.48 | 1,680.94 | 1,576.49  | 1,455.22  |
| 诊断试剂及设备 | 毛利率/%  | 19.22%   | 23.56%   | 23.99%   | 30.00%   | 35.00%    | 40.00%    |
|         | 收入/百万元 | 567.89   | 635.75   | 697.36   | 767.09   | 843.80    | 928.18    |
| 原料药     | 增长/%   | 21.13%   | 11.95%   | 9.69%    | 10.00%   | 10.00%    | 10.00%    |
|         | 成本/百万元 | 246.92   | 265.74   | 274.55   | 291.50   | 320.64    | 352.71    |
| 诊断试剂及设备 | 毛利率/%  | 56.52%   | 58.20%   | 60.63%   | 62.00%   | 62.00%    | 62.00%    |
|         | 收入/百万元 | 7,616.68 | 8,487.32 | 8,822.62 | 9,362.65 | 10,468.00 | 11,889.66 |
| 营业总收入   | 增长/%   | 15.88%   | 11.43%   | 3.95%    | 6.12%    | 11.81%    | 13.58%    |
|         | 毛利率    | 64.32%   | 64.00%   | 62.15%   | 63.98%   | 66.17%    | 68.17%    |

## ● 关键假设:

1. 公司亮丙瑞林市场份额已接近40%，增速逐步放缓，预计2019-2021年收入分别增长23%、20%、15%；
2. 根据上文的测算，预计2019-2021年艾普拉唑片剂和针剂合计收入分别增长67%、63%、58%；
3. 鼠神经生长因子受用药监控影响，销售收入逐步下滑，2019-2021年收入占比分别为3.80%、3.06%、2.42%；
4. 参芪扶正增速自2020年起触底回升，基层市场和民营市场带来新增量；
5. 原料药收入增长平缓，但受益产品结构改善，毛利率稳步提升，预计2019-2021年毛利率分别为30%、35%、40%；
6. 诊断产品维持10%行业平均增速，毛利率保持稳定。
7. 随着产品结构逐步改善，改善整体毛利率从2019年64%提升到2020年68%。

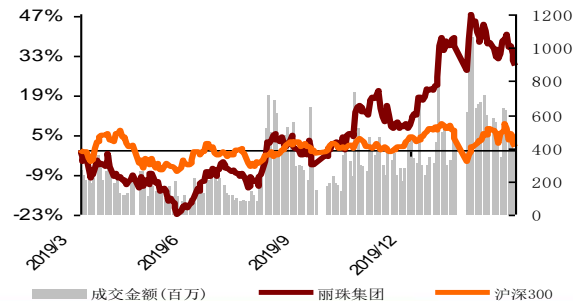
# 盈利预测&风险提示

- **盈利预测：**测算公司2019-2021年EPS分别为1.34/1.59/1.87元，分别对应26/23/19倍PE，公司聚焦单抗和微球平台，研发进展不断加快，发展前景清晰，目前估值合理，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**
  1. 行业政策变化风险：医保目录的执行与调整、带量采购的推进等因素均对医药行业造成一定的影响，各项政策的出台有可能不同程度地对本集团研发、生产和销售产生影响。
  2. 新药研发风险：一般而言，药品从研发到上市环节多、周期长，审批结果具有不确定性，存在研发风险。并且产品研制成功后，是否能达成预期的市场销售规模也具有不确定性。
  3. 产品降价风险：药品获批上市后，还需通过医保、招标等一系列市场准入的工作，将使医药企业面临药品降价的压力。同时，受市场竞争、带量采购等行业政策多方面因素影响，部分药品价格可能有进一步下降的风险。
  4. 原材料供应和价格波动风险：中药材、原料药、辅料、包装材料等原材料一直受到诸如宏观经济、货币政策、环保管理、自然灾害等多种因素影响，可能出现供给受限或价格大幅波动，将在一定程度上影响本公司的盈利水平。
  5. 环保风险：随着国家及地方环保部门环保监管力度的提高、社会环保意识的增强，对原料药生产企业的环保要求越来越高，环保费用不断增长，多地药企甚至面临停产、限产的困扰。

## 盈利预测

| 单位/百万    | 2018     | 2019E    | 2020E     | 2021E     |
|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业总收入    | 8,860.66 | 9,362.65 | 10,468.00 | 11,889.66 |
| (+/-)(%) | 3.9%     | 5.7%     | 11.8%     | 13.6%     |
| 净利润      | 1,082.17 | 1,253.92 | 1,488.38  | 1,750.66  |
| (+/-)(%) | -75.6%   | 15.9%    | 18.7%     | 17.6%     |
| EPS(元)   | 1.16     | 1.34     | 1.59      | 1.87      |
| P/E      | 21.72    | 25.90    | 22.59     | 19.21     |

## 历史股价表现



# 公司财务预测

| 资产负债表          | 2018             | 2019E            | 2020E            | 2021E            |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>12,471.73</b> | <b>14,171.67</b> | <b>16,048.41</b> | <b>18,159.58</b> |
| 现金             | 8,587.93         | 10,438.08        | 11,796.75        | 13,464.93        |
| 应收账款           | 2,411.08         | 2,321.66         | 2,725.20         | 3,080.51         |
| 其他应收款          | 49.48            | 55.43            | 64.76            | 72.89            |
| 预付账款           | 169.77           | 149.25           | 162.24           | 174.40           |
| 存货             | 1,117.01         | 1,070.77         | 1,162.99         | 1,230.38         |
| 其他             | 136.47           | 136.47           | 136.47           | 136.47           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>4,965.62</b>  | <b>4,980.88</b>  | <b>5,024.04</b>  | <b>5,078.72</b>  |
| 长期投资           | 188.11           | 188.11           | 188.11           | 188.11           |
| 固定资产           | 3,217.58         | 3,217.58         | 3,217.58         | 3,217.58         |
| 无形资产           | 244.19           | 244.19           | 244.19           | 244.19           |
| 其他             | 1,315.74         | 1,331.01         | 1,374.17         | 1,428.84         |
| <b>资产总计</b>    | <b>17,437.35</b> | <b>19,152.55</b> | <b>21,072.46</b> | <b>23,238.30</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>5,369.58</b>  | <b>5,476.05</b>  | <b>5,778.15</b>  | <b>6,041.10</b>  |
| 短期借款           | 1,500.00         | 1,500.00         | 1,500.00         | 1,500.00         |
| 应付账款           | 1,354.91         | 1,103.45         | 1,220.51         | 1,301.39         |
| 其他             | 2,514.66         | 2,872.60         | 3,057.64         | 3,239.71         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>317.89</b>    | <b>317.89</b>    | <b>317.89</b>    | <b>317.89</b>    |
| 长期借款           | 0.70             | 0.70             | 0.70             | 0.70             |
| 其他             | 317.19           | 317.19           | 317.19           | 317.19           |
| <b>负债合计</b>    | <b>5,687.47</b>  | <b>5,793.94</b>  | <b>6,096.04</b>  | <b>6,359.00</b>  |
| 少数股东权益         | 1,097.90         | 1,206.94         | 1,336.36         | 1,488.59         |
| 股本             | 719.05           | 936.66           | 936.66           | 936.66           |
| 资本公积           | 1,362.25         | 1,362.25         | 1,362.25         | 1,362.25         |
| 留存收益           | 8,570.68         | 9,853.76         | 11,342.14        | 13,092.80        |
| 归属母公司股东权益      | 10,651.98        | 12,151.67        | 13,640.05        | 15,390.71        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>17,437.35</b> | <b>19,152.55</b> | <b>21,072.46</b> | <b>23,238.30</b> |
| <b>现金流量表</b>   | <b>2018</b>      | <b>2019E</b>     | <b>2020E</b>     | <b>2021E</b>     |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,267.62</b>  | <b>1,541.64</b>  | <b>1,303.83</b>  | <b>1,614.85</b>  |
| 净利润            | 1,082.17         | 1,253.92         | 1,488.38         | 1,750.66         |
| 折旧摊销           | 418.63           | 69.85            | 66.42            | 79.17            |
| 财务费用           | -21.63           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资损失           | 42.45            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 营运资金变动         | -389.96          | 188.84           | -280.39          | -257.21          |
| 其他             | 135.96           | 29.04            | 29.42            | 42.23            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1,020.85</b> | <b>62.74</b>     | <b>54.84</b>     | <b>53.32</b>     |
| 资本支出           | -474.02          | 62.74            | 54.84            | 53.32            |
| 长期投资           | -498.12          | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他             | -48.70           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>857.42</b>    | <b>245.77</b>    | <b>0.00</b>      | <b>0.00</b>      |
| 短期借款           | 1,500.00         | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 长期借款           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 普通股增加          | 165.82           | 216.61           | 0.00             | 0.00             |
| 资本公积增加         | -353.02          | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他             | -455.37          | 29.16            | 0.00             | 0.00             |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1,104.20</b>  | <b>1,850.15</b>  | <b>1,358.67</b>  | <b>1,668.17</b>  |

| 利润表             | 2018            | 2019E           | 2020E            | 2021E            |
|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| <b>营业总收入</b>    | <b>8,860.66</b> | <b>9,362.65</b> | <b>10,468.00</b> | <b>11,889.66</b> |
| 营业成本            | 3,359.66        | 3,372.18        | 3,541.49         | 3,784.69         |
| 营业税金及附加         | 118.45          | 134.33          | 148.13           | 167.48           |
| 营业费用            | 3,267.28        | 3,323.74        | 3,695.20         | 4,161.38         |
| 管理费用            | 546.38          | 514.95          | 575.74           | 653.93           |
| 财务费用            | -251.95         | -200.00         | -150.00          | -100.00          |
| 资产减值损失          | 67.77           | 69.85           | 66.42            | 79.17            |
| 公允价值变动收益        | -2.41           | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益           | -42.45          | 0.00            | 0.00             | 0.00             |
| <b>营业利润</b>     | <b>1,274.50</b> | <b>1,590.31</b> | <b>1,880.92</b>  | <b>2,212.39</b>  |
| 营业外收入           | 176.90          | 100.00          | 120.00           | 130.00           |
| 营业外支出           | 34.72           | 20.00           | 20.00            | 20.00            |
| <b>利润总额</b>     | <b>1,416.67</b> | <b>1,670.31</b> | <b>1,980.92</b>  | <b>2,322.39</b>  |
| 所得税             | 234.96          | 307.35          | 363.12           | 419.50           |
| <b>净利润</b>      | <b>1,181.71</b> | <b>1,362.96</b> | <b>1,617.80</b>  | <b>1,902.89</b>  |
| 少数股东损益          | 99.54           | 109.04          | 129.42           | 152.23           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,082.17</b> | <b>1,253.92</b> | <b>1,488.38</b>  | <b>1,750.66</b>  |
| EBITDA          | 1,401.48        | 1,390.15        | 1,722.34         | 2,111.56         |
| EPS (元)         | 1.16            | 1.34            | 1.59             | 1.87             |
| <b>主要财务比率</b>   | <b>2018</b>     | <b>2019E</b>    | <b>2020E</b>     | <b>2021E</b>     |
| <b>成长能力</b>     |                 |                 |                  |                  |
| 营业收入            | 3.9%            | 5.7%            | 11.8%            | 13.6%            |
| 营业利润            | -77.5%          | 24.8%           | 18.3%            | 17.6%            |
| 归属母公司净利润        | -75.6%          | 15.9%           | 18.7%            | 17.6%            |
| <b>获利能力</b>     |                 |                 |                  |                  |
| 毛利率             | 62.1%           | 64.0%           | 66.2%            | 68.2%            |
| 净利率             | 12.2%           | 13.4%           | 14.2%            | 14.7%            |
| ROE             | 10.2%           | 10.3%           | 10.9%            | 11.4%            |
| ROIC            | 18.3%           | 25.7%           | 30.1%            | 35.3%            |
| <b>偿债能力</b>     |                 |                 |                  |                  |
| 资产负债率           | 32.6%           | 30.3%           | 28.9%            | 27.4%            |
| 净负债比率           | 206.6%          | 230.6%          | 245.7%           | 265.4%           |
| 流动比率            | 2.32            | 2.59            | 2.78             | 3.01             |
| 速动比率            | 2.08            | 2.37            | 2.55             | 2.77             |
| <b>营运能力</b>     |                 |                 |                  |                  |
| 总资产周转率          | 0.53            | 0.51            | 0.52             | 0.54             |
| 应收账款周转率         | 3.60            | 4.03            | 3.84             | 3.86             |
| 应付账款周转率         | 2.67            | 3.06            | 2.90             | 3.86             |
| <b>每股指标(元)</b>  |                 |                 |                  |                  |
| 每股收益            | 1.16            | 1.34            | 1.59             | 1.87             |
| 每股经营现金          | 1.35            | 1.65            | 1.39             | 1.73             |
| 每股净资产           | 11.38           | 12.99           | 14.58            | 16.45            |
| <b>估值比率</b>     |                 |                 |                  |                  |
| P/E             | 21.74           | 25.90           | 22.59            | 19.21            |
| P/B             | 2.21            | 2.67            | 2.47             | 2.18             |
| EV/EBITDA       | 7.85            | 16.93           | 13.55            | 10.26            |



## ● 相关研究:

2019.03.28 《扣非利润符合预期，研发进展有望加快》

2018.10.25 《利润端符合预期，收入端继续承压》

2018.08.19 《中报业绩略超预期，研发投入快速增加》

2018.04.23 《Q1业绩符合预期，营销策略聚焦三线品种》

2018.03.26 《整体业绩符合预期，继续聚焦新药研发》

2018.01.02 《十年磨一剑，艾普拉唑针剂即将获批》

2018.01.01 《抗RANKL单抗获批临床，研发梯队逐步丰富》

2017.10.25 《业绩符合预期，产品结构持续改善》

2017.08.16 54页公司深度报告《发力特色专科，布局生物制药，转型精准医疗》

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### **公司投资评级的说明**

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### **行业投资评级的说明**

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业

联系人： 陈家华 邮箱： [chenjiahua@foundersc.com](mailto:chenjiahua@foundersc.com)



### 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层