

海辰药业 (300584) \ 医药生物

——“小而全”的明日之星

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：26.20元
 目标价格：元

投资要点：

➤ 托拉塞米受益竞品停产放量明显。

公司的托拉塞米作为新一代高效利尿剂，随着高血压和心衰、肾衰以及肝硬化等患者数量的上升，整体市场规模有望保持持续增长势头。再加上2017年9月竞品停产使得公司产品销量大幅提升，市场份额目前占据第一位，我们预计未来三年托拉塞米继续放量增长。

➤ 二线产品受益招标进展和增补目录有望提速。

公司二线产品主要包括兰索拉唑、头孢替安、替加环素和头孢西酮钠以及匹多莫德、硫酸氨基葡萄糖等，涉及到消化药物、抗生素类和其他类药物。随着新一轮招标开展和地方增补目录的调整，二线产品销量有望快速增长，如2018年H1注射用头孢西酮新进入了黑龙江、江苏省和安徽省《医保目录》乙类；硫酸氨基葡萄糖颗粒新进入江苏省《医保目录》乙类；匹多莫德胶囊新进入了山东省、湖南省《医保目录》乙类等。

➤ 高端仿制药+创新药双轮驱动，为公司长期发展提供保障。

近几年公司持续不断加大研发费用的投入，遴选优质品种进行储备，在消化系统药物、风湿免疫药物、心脑血管药物、抗乙肝药物等多领域均有在研品种，有利于进一步丰富公司的产品结构，为长期发展提供动力。另外2017年公司收购意大利最大的创新型肿瘤药企业 NMS集团90%股权，对外授权产品中，1个品种已获批上市，另外2019年预计有3个产品进入I期临床，大幅提高了公司的创新能力。

➤ 维持“推荐”评级。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71 元、0.92元和 1.16元，PE分别为37倍、28倍和23倍，目前估值水平较合理，不过考虑到公司高仿+创新药的研发布局，再加上控股股东增持股份和员工持股，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示：产品销售不达预期；产品降价压力；并购不达预期等

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	120/47
流通A股市值 (百万元)	1,242
每股净资产 (元)	4.67
资产负债率 (%)	24.23
一年内最高/最低 (元)	56.80/20.20

一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号：S0590516030001

电话：025-84578395

邮箱：zhoujing@glsc.com.cn

相关报告

- 《海辰药业 (300584) \ 医药生物行业》
《NMS 研发实力雄厚 赴港上市提升估值》
- 《海辰药业 (300584) \ 医药生物行业》
《收入快速增长 业绩符合预期》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	280.83	455.03	694.65	895.37	1,091.90
增长率 (%)	27.08%	62.03%	52.66%	28.89%	21.95%
EBITDA (百万元)	66.86	87.46	126.78	168.87	208.38
净利润 (百万元)	45.24	65.60	85.00	110.74	138.99
增长率 (%)	12.17%	45.02%	29.57%	30.29%	25.50%
EPS (元/股)	0.75	0.82	0.71	0.92	1.16
市盈率 (P/E)	34.93	31.95	36.99	28.39	22.62
市净率 (P/B)	11.39	6.07	5.29	4.53	3.84
EV/EBITDA	24.00	24.44	25.84	19.48	15.80

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1. 海辰药业：“小而全”优质化学制剂企业.....	4
1.1. 公司简介.....	4
1.2. 公司业绩稳定增长.....	5
2. 利尿类药物：收入增速提高明显.....	6
2.1. 利尿类药物市场规模稳定增长.....	6
2.2. 托拉塞米：高效利尿剂.....	7
2.3. 公司产品市场占有率第一.....	7
3. 二线产品有望快速增长.....	8
3.1. 兰索拉唑：新型质子泵抑制剂.....	8
3.2. 抗生素类药物收入提速.....	9
3.3. 其他类药物稳定增长.....	12
4. 在研品种丰富：高端仿制药+创新药并重.....	13
4.1. 研发投入持续增长.....	14
4.2. 收购 NMS，提升公司创新能力.....	15
5. 盈利预测.....	15
5.1. 营业收入预测.....	15
5.2. 估值和投资建议.....	16
6. 风险提示.....	16
6.1. 产品销售不达预期.....	16
6.2. 产品降价压力.....	16
6.3. 并购不达预期.....	16

图表目录

图表 1：公司主要产品列示.....	4
图表 2：公司股权结构和子公司情况.....	5
图表 3：公司三年来各类别收入占比图.....	5
图表 4：公司三年来各类别毛利占比图.....	5
图表 5：公司 2012 年以来收入变化图.....	6
图表 6：公司 2012 年以来归母净利润变化图.....	6
图表 7：利尿类药物样本医院销售额变化.....	6
图表 8：利尿类药物占心血管用药比例变化.....	6
图表 9：样本医院中托拉塞米销售额情况变化.....	7
图表 10：公司托拉塞米销售额变化.....	8
图表 11：样本医院 2018 年 H1 托拉塞米竞争格局.....	8
图表 12：样本医院中兰索拉唑销售额情况变化.....	8
图表 13：公司兰索拉唑销售额情况变化.....	9
图表 14：兰索拉唑 2018H1 样本医院竞争格局情况.....	9
图表 15：公司注射用替加环素销售额情况.....	10
图表 16：头孢西酮钠样本医院销售额变化.....	10

图表 17: 头孢西酮钠占头孢类药物比例变化	10
图表 18: 注射用头孢西酮钠样本医院竞争格局变化	11
图表 19: 头孢替安样本医院销售额变化	11
图表 20: 2018 年 H1 样本医院头孢替安竞争格局	11
图表 21: 公司头孢替安销售额变化情况 (万元)	12
图表 22: 化学制剂整体运行情况	12
图表 23: 样本医院中免疫调节剂市场规模情况	12
图表 24: 样本医院心血管用药销售额变化	13
图表 25: 样本医院中抗感染药市场规模情况	13
图表 26: 公司其他类药品销售额变化情况	13
图表 27: 公司研发费用投入情况	14
图表 28: 公司在研项目进展情况	14
图表 29: 公司营业收入分类别预测情况	16
图表 30: 可比公司估值情况	16
图表 31: 财务预测摘要	17

1. 海辰药业：“小而全”优质化学制剂企业

1.1. 公司简介

南京海辰药业股份有限公司成立于 2003 年，是一家集医药研发、生产和市场营销为一体的高新技术企业。公司建有国家级 GMP 标准的冻干粉针、小容量注射剂、头孢粉针、固体制剂及原料药车间。产品种类涵盖心脑血管、消化、内分泌、抗感染、免疫等领域，可生产 60 多个代表品种，主打产品包括注射用托拉塞米、注射用头孢替安、注射用单磷酸阿糖腺苷、注射用更昔洛韦钠、注射用头孢西酮钠、注射用替加环素、注射用兰索拉唑等。

图表 1：公司主要产品列示

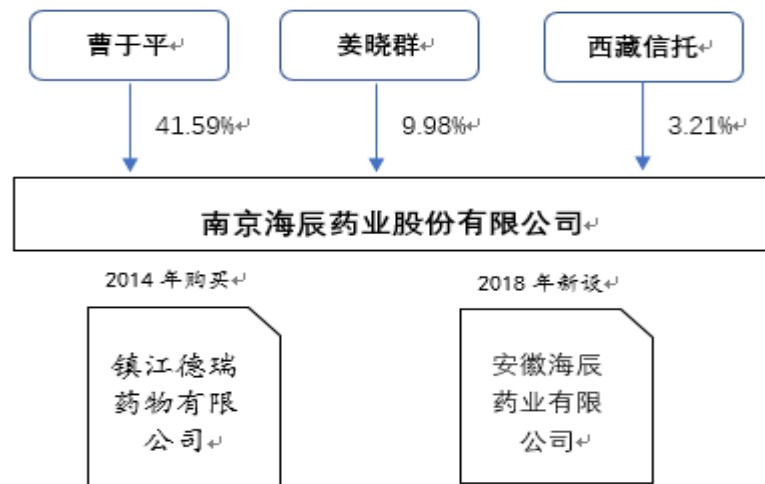
主要产品类别	主打产品	图片
抗生素类	注射用盐酸头孢替安、注射用盐酸头孢甲肟、注射用替加环素、注射用头孢孟多酯钠	
利尿剂类	注射用托拉塞米	
消化类	注射用兰索拉唑	
免疫调节类	匹多莫德胶囊	
抗病毒类	单磷酸阿糖腺苷、更昔洛韦钠	
心脑血管类	苯磺酸氨氯地平片、注射用盐 酸甲氧芬酯	

来源：公司网站，国联证券研究所

公司实际控制人是曹于平、姜晓群夫妇，截止到 2018 年 10 月，曹于平先生持有公司 49,902,506 股，占公司总股本比例为 41.59%。曹于平和姜晓群夫妇共持有公司 61,876,419 股，占公司总股本比例为 51.56%，而西藏信托是公司第一期员工持股计划的管理者，持股比例 3.21%。公司拥有 2 家全资子公司，分别为镇江德瑞药物有限公司和安徽海辰药业有限公司，前者由公司 2014 年收购而来，作为发行人的

原料药生产基地；后者则是公司 2018 年上半年新设成立，主要为公司的生产基地。

图表 2：公司股权结构和子公司情况

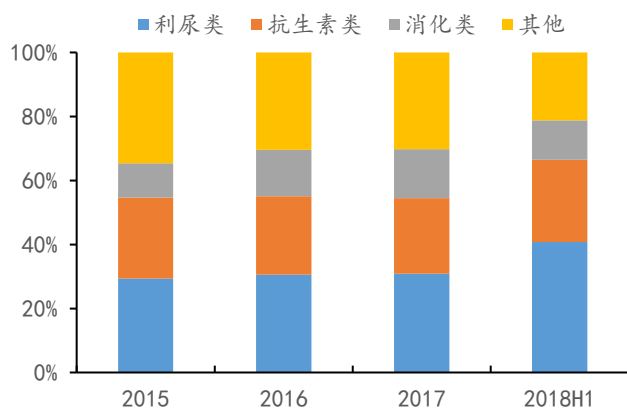


来源：公司公告，国联证券研究所

1.2. 公司业绩稳定增长

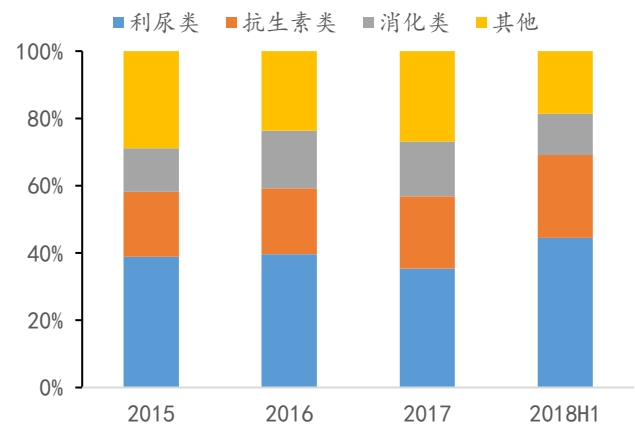
根据公司 2018 年中报，主要产品类别为利尿类、抗生素类和消化类，其中利尿类由于主打产品托拉塞米主要竞争对手退出市场销售明显体量，收入占比 40.74%。毛利方面，利尿类 2018 年 H1 为 1.31 亿元，占比 44.47%。

图表 3：公司三年来各类别收入占比图



来源：wind，国联证券研究所

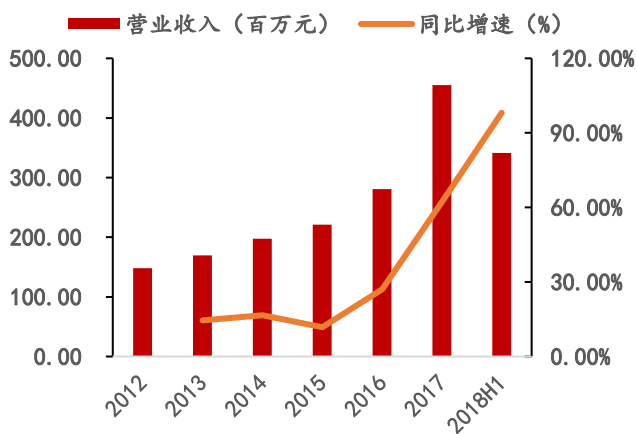
图表 4：公司三年来各类别毛利占比图



来源：wind，国联证券研究所

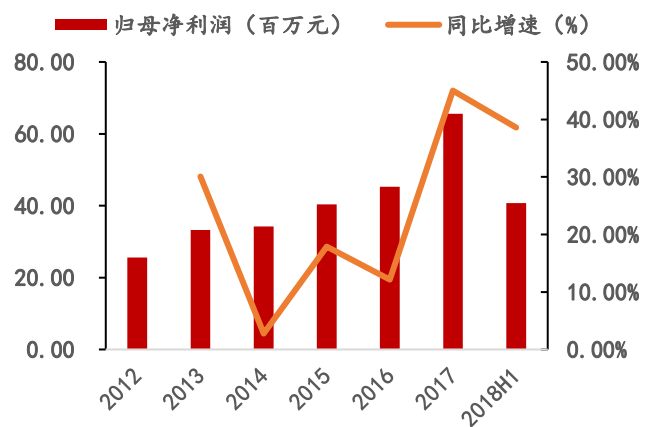
从公司历年收入和业绩表现看，近年来增速明显提高，主要有两方面原因：一是公司的核心品种托拉塞米的主要竞争对手退市，2018 年 H1 同比增长 158.64%；另外则是其他主打产品受益于新一轮招标放量和新进、增补医保目录的影响，销售也出现快速增长所致。

图表 5：公司 2012 年以来收入变化图



来源：wind，国联证券研究所

图表 6：公司 2012 年以来归母净利润变化图



来源：wind，国联证券研究所

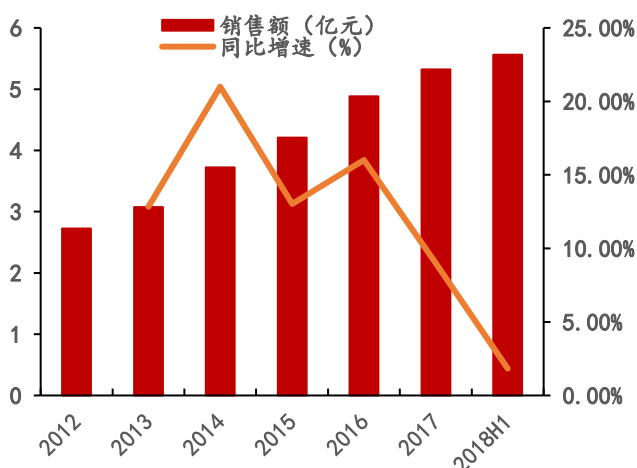
2. 利尿类药物：收入增速提高明显

任何可以增加尿液量的药物，皆可称为利尿剂。咖啡因、小红莓汁和酒精都是效果较弱的利尿剂。医学上，利尿剂原理是增加排放尿液中钠及水的比例来减轻症状，是世界范围内临床应用很广的一种处方药。利尿剂促进排泄，减少血容量，降低心脏前负荷，改善心功能；降低静脉压，消除或缓解静脉淤血及其所引发的肺水肿和外周水肿，主要用于治疗心衰、肾衰、肝硬化等各种原因引起的水肿，也可用于高血压等非水肿性疾病的治疗，其不仅可改善临床症状，还可改善器官的功能状态。

2.1. 利尿类药物市场规模稳定增长

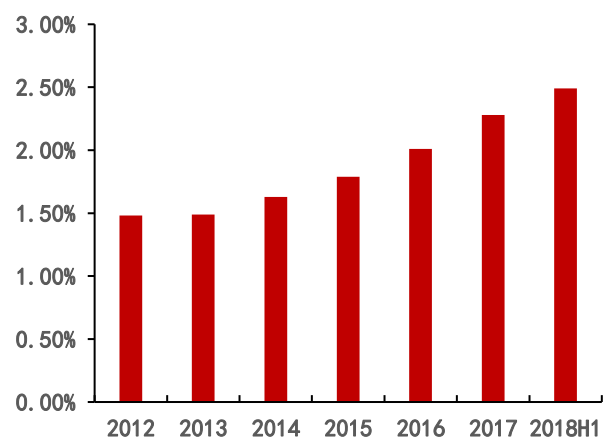
根据 PDB 数据，样本医院中 2018 年 H1 利尿类药物实现销售 2.78 亿元，同比增长 1.83%，近年来增速有所放缓，年复增长率为 12.59%。利尿剂作为抗高血压的基础用药，属于心血管系统用药，根据 PDB 数据，2018 年 H1 占比为 2.49%，尽管占比较小，但维持逐步提高态势。

图表 7：利尿类药物样本医院销售额变化



来源：PDB，国联证券研究所

图表 8：利尿类药物占心血管用药比例变化



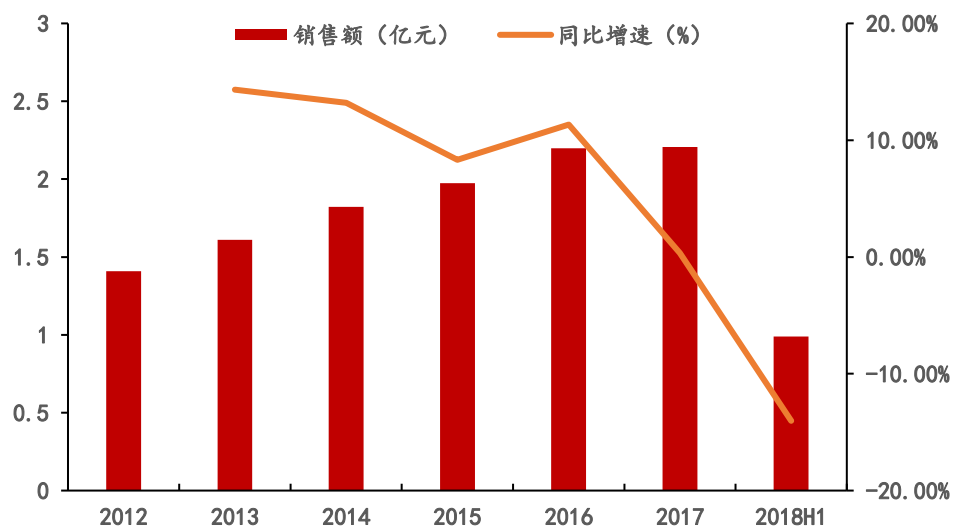
来源：PDB，国联证券研究所

根据 2017 中国心脏大会上公布的“十二五”期间高血压抽样调查的最新结果，我国约有 2.5 亿高血压患者，患病率呈上升趋势，且随年龄增高而上升。另外高血压知晓率、控制率也在不断提高，对比 2002 年~2015 年数据，知晓率从 30.2% 上升到 42.7%，治疗率由 24.6% 升至 38.3%，控制率从 6.1% 提高至 14.5%。我们认为随着人口老龄化及城镇化进程的加速，高血压患者人群仍将持续扩大，再加上心衰、肾衰和肝硬化等患者数量的上升，利尿类药物仍有望保持持续增长势头。

2.2. 托拉塞米：高效利尿剂

托拉塞米是新一代高效髓祥利尿剂，20 多年临床应用证实，托拉塞米适应症广，利尿作用迅速强大且持久，不良反应发生率低，是临床上值得推广的一类高效利尿剂。根据 PDB 数据，2017 年样本医院中托拉塞米实现收入 2.21 亿元，同比增长 0.35%，2018 年 H1 销售额为 0.99 亿元，同比下滑 14.03%，2012-2017 年复合增长率为 9.40%。从趋势上可以看出，托拉塞米基本维持 10% 左右增长态势，只是 2017 年至今销售额增长减缓甚至到 2018 年 H1 销售额同比出现下降，这主要与生产企业南京优科制药生产线调整遇到问题在 2017 年 9 月停产有关。

图表 9：样本医院中托拉塞米销售额情况变化



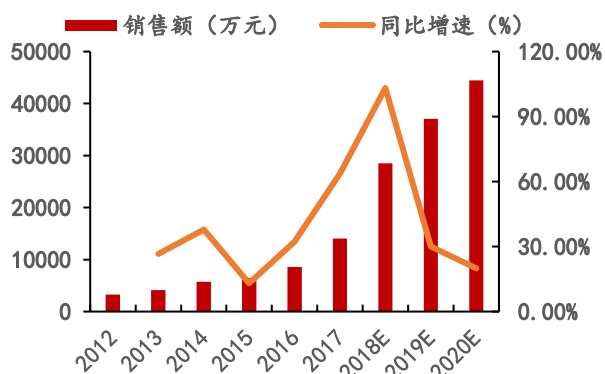
来源：PDB，国联证券研究所

2.3. 公司产品市场占有率第一

公司生产的注射用托拉塞米为冻干粉针剂型，商品名为“泽通”，该剂型系公司在国内外首创，本产品 2009 年列入《国家医保目录（2009 年版）》，类别为乙类药品，2017 年再次列入《国家医保药品目录（2017 年版）》，临床地位进一步巩固。

根据公司公告，2018 年 H1 托拉塞米实现收入 1.39 亿元，同比增长 159%，主要是竞品停产的原因，我们认为由于水针稳定性问题此次停产将使得公司迅速占据对方的市场份额，这从 PDB 样本医院竞争格局 2018 年 H1 公司已经占据第一位可以验证。考虑到对竞品的替代和公司的竞争优势，我们预计未来三年托拉塞米继续放量增长。

图表 10：公司托拉塞米销售额变化



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 11：样本医院 2018 年 H1 托拉塞米竞争格局



来源：PDB，国联证券研究所

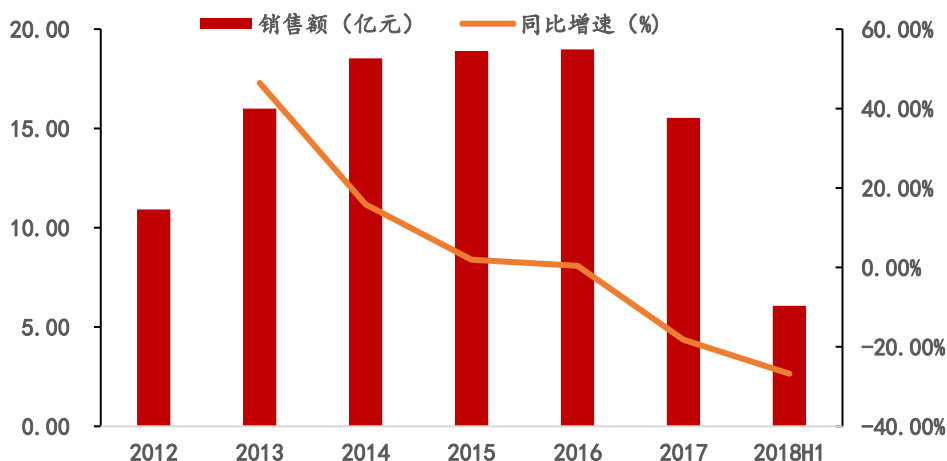
综上所述，公司的托拉塞米作为新一代高效利尿剂，随着高血压和心衰、肾衰以及肝硬化等患者数量的上升，整体市场规模有望保持持续增长势头。再加上 2017 年 9 月竞品停产使得公司产品销量大幅提升，市场份额目前占据第一位，我们预计未来三年托拉塞米继续放量增长。

3. 二线产品有望快速增长

3.1. 兰索拉唑：新型质子泵抑制剂

公司生产的消化类药物包括注射用兰索拉唑、兰索拉唑肠溶片、注射用奥美拉唑钠，其中注射用兰索拉唑为公司销量最大的消化类药物。兰索拉唑是新型的质子泵抑制剂，作用于胃壁细胞的 H-K-ATP 酶，使壁细胞的 H 不能转运到胃中去，以致胃液中胃酸量大为减少，适应症为胃溃疡、十二指肠溃疡和反流性食管炎等。根据 PDB 数据，2018 年 H1 样本医院中兰索拉唑实现销售额 6.07 亿元，同比下滑 26.76%，近 2 年来出现下滑态势。

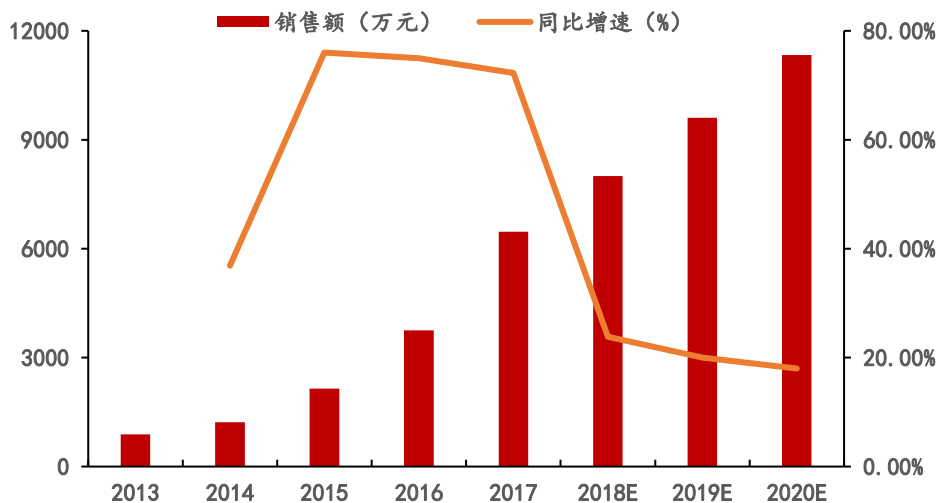
图表 12：样本医院中兰索拉唑销售额情况变化



来源：PDB，国联证券研究所

根据公司 2018 年半年报，2018 年 H1 兰索拉唑实现收入 3638.90 万元，同比增长 67.75%，销量 158.48 万支，同比增长 23.82%。从公布的消化类药物销售额和注射用兰索拉唑收入对比来看，注射用兰索拉唑占比持续提高，已经高达 90% 以上，因此如果没有具体兰索拉唑的收入，我们采取用消化类数据*0.9 来替代。

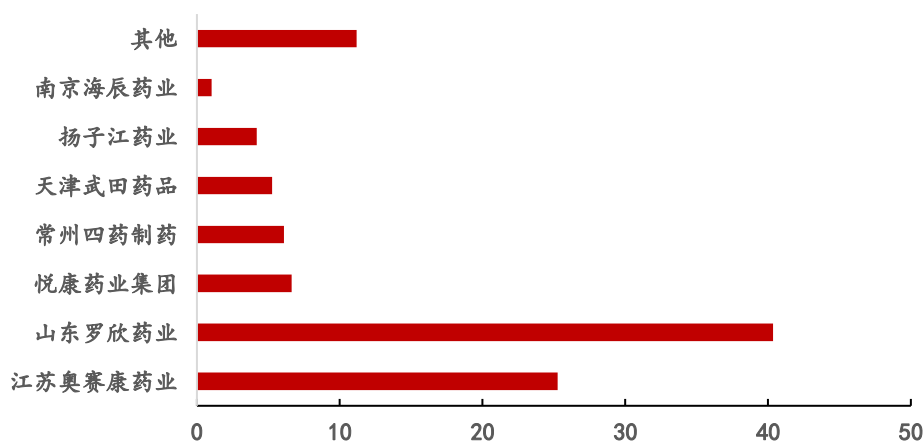
图表 13：公司兰索拉唑销售额情况变化



来源：PDB，国联证券研究所

从公司销售来看，该产品近 3 年来增速都保持在 50% 以上，和整体市场走势不一样，我们认为这主要与公司销售基数较小，再加上随着新一轮招标工作的开展，市场推广的深入，收入迅速放量有关。

图表 14：兰索拉唑 2018H1 样本医院竞争格局情况



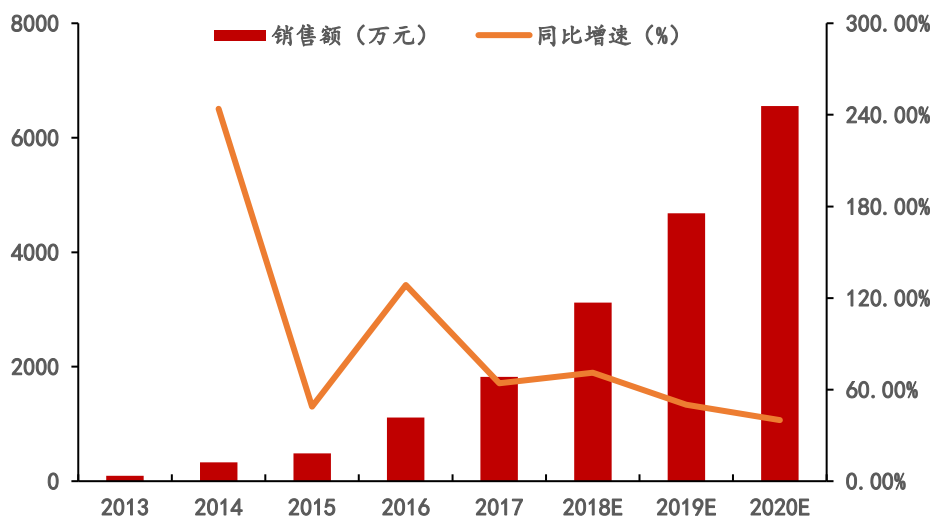
来源：PDB，国联证券研究所

3.2. 抗生素类药物收入提速

注射用替加环素是首个被批准用于临床的静脉内给药的甘氨酸环素类抗生素，适应症为“复杂皮肤和皮肤结构感染或者复杂腹内感染患者的治疗”，是目前抗生素使用的最后一道防线，被誉为“超级抗生素”。根据公司 2018 年中报，注射用替加环素实现收入 1419 万元，同比增长 72%，考虑到公司目前销售基数和稳定的市场需求，

再加上新入选 2017 版医保目录，我们预计该产品有望继续快速增长势头。

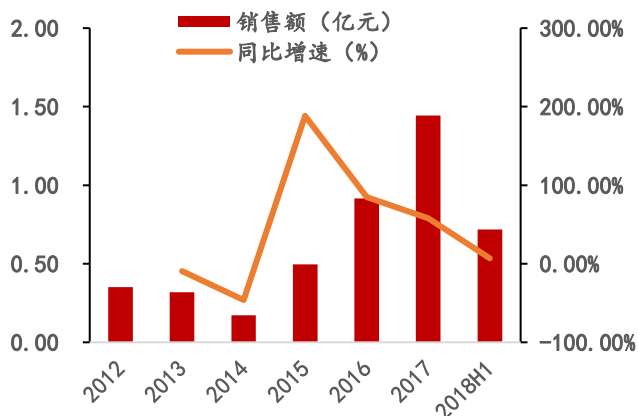
图表 15：公司注射用替加环素销售额情况



来源：PDB，国联证券研究所

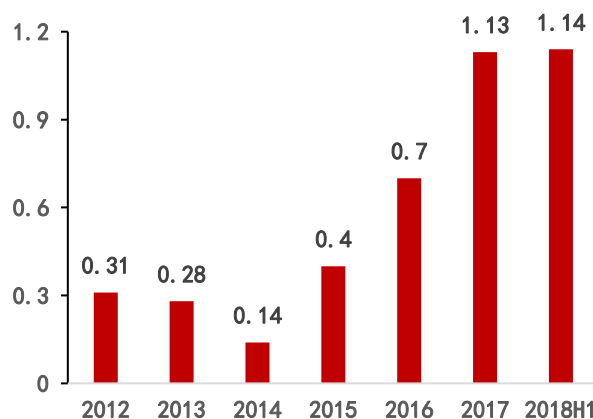
注射用头孢西酮钠是新颖的一代头孢抗菌素，适应症为“用于治疗呼吸道、泌尿道和肠胃道感染、妇科感染、腹膜感染、皮肤、软组织和矫形外科感染”。本品较头孢唑啉和头孢噻吩对各种革兰氏阳性和阴性菌包括金黄色葡萄球菌、酿脓链球菌和肠球菌更有效，较头孢唑啉有更强的组织渗透力，且半衰期长，可作为外科手术前的预防用药。通过 PDB 数据，样本医院中头孢西酮钠近 3 年来快速增长，显示出了良好的市场前景。

图表 16：头孢西酮钠样本医院销售额变化



来源：PDB，国联证券研究所

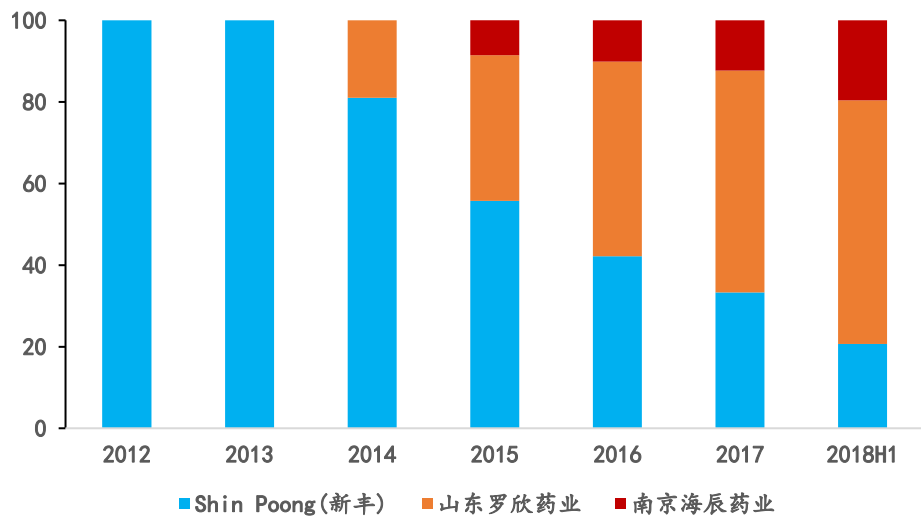
图表 17：头孢西酮钠占头孢类药物比例变化



来源：PDB，国联证券研究所

该产品市场竞争格局较好，样本医院中销售企业共有三家，截止到 2018 年 H1，公司占有 19.63% 份额，与第二名相差无几。公司产品近年来增速也迅速提高，从样本医院市场占有率变化可以看出。我们认为随着中标省份的增加，再加上先后进入黑龙江、江苏省和安徽省等医保增补目录，我们认为收入有望继续快速增长，市场占有率进一步提高，有望成为公司的新的利润增长点。

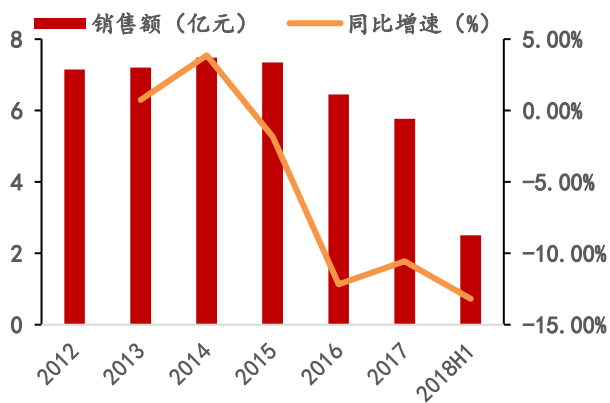
图表 18：注射用头孢西酮钠样本医院竞争格局变化



来源：PDB，国联证券研究所

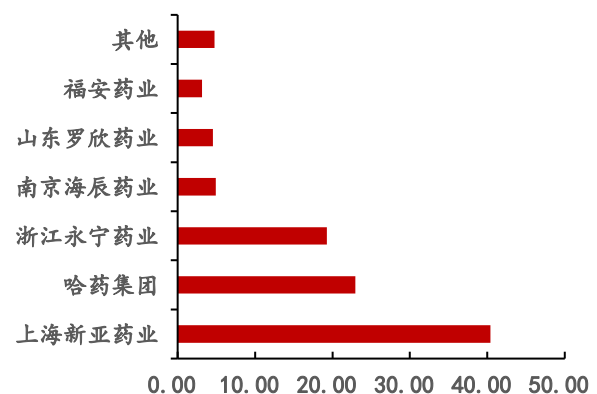
注射用盐酸头孢替安为第二代头孢抗生素，主要用于败血症、术后感染，皮肤感染、呼吸道感染，腹腔感染、泌尿系统感染、妇科感染等。本产品 2009 年列入《国家医保目录（2009 年版）》，类别为乙类药品，2017 年再次列入《国家医保药品目录（2017 年版）》。根据 PDB 数据，2018 年 H1 样本医院中头孢替安销售额为 2.50 亿元，同比下降 13.19%，近几年出现下滑态势，主要与限抗令有关。市场竞争格局方面，2018 年 H1 上海新亚药业占据第一位，市场份额为 40.39%，公司占据第四位，份额为 4.92%。

图表 19：头孢替安样本医院销售额变化



来源：PDB，国联证券研究所

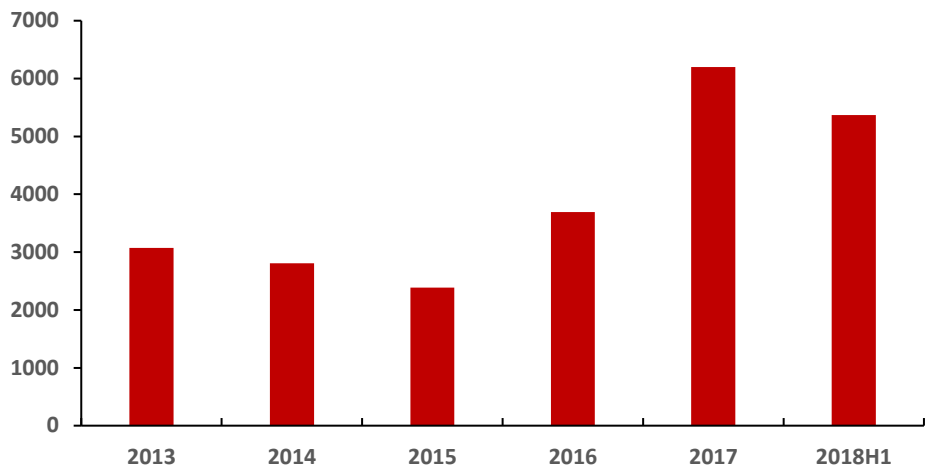
图表 20：2018 年 H1 样本医院头孢替安竞争格局



来源：PDB，国联证券研究所

根据公司 2018 年半年报，2018 年 H1 头孢替安实现收入 5368.97 万元，同比增长 152.86%。我们认为主要是新一轮招标开始和流感疫情的刺激，再加上两票制“低转高”的推行，销量和收入均有所提升。（注：下图中 2016 和 2017 年数字为预计数，根据前期数据占比抗生素总收入比例大致推测）

图表 21：公司头孢替安销售额变化情况（万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

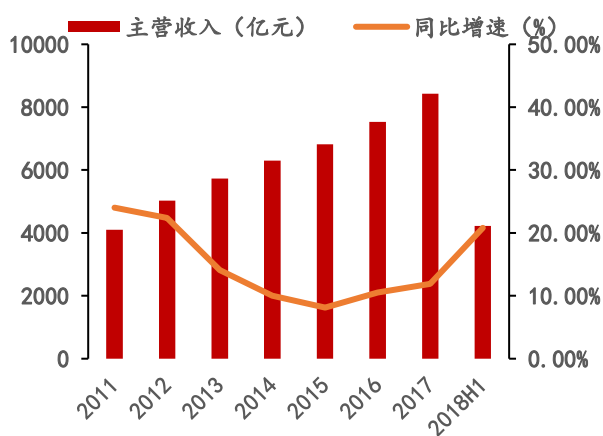
综上所述，尽管限抗令一直执行，给抗生素类药物带来销售压力，不过我们认为固定的需求使得整体市场销量不会有太大影响，再加上公司目前所占份额较小，销售额都不大，凭借品牌优势和品种齐全，随着市场推广的深入，新老产品的补充，销售额有望持续增长。

3.3. 其他类药物稳定增长

除上述主要品种外，公司还生产销售单磷酸阿糖腺苷、更昔洛韦钠和硫酸氨基葡萄糖、苯磺酸氨氯地平片以及伏格列波糖片、匹多莫德胶囊等多个产品，涉及到抗病毒类、免疫调节类和心血管等治疗领域。我们认为这些细分领域市场空间广阔，再加上化学制药整体运行情况，有望持续稳定增长势头。

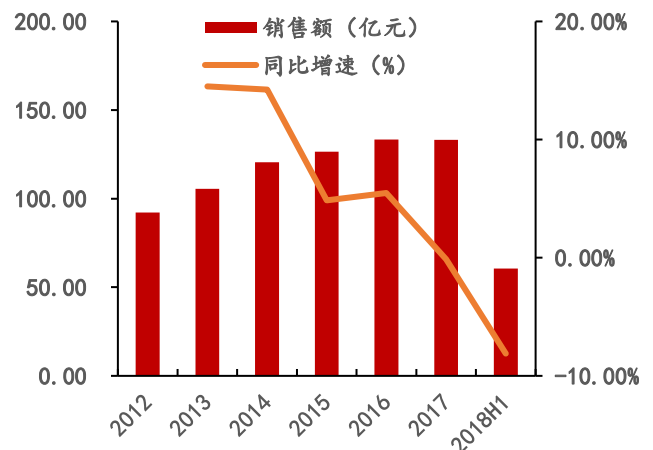
根据工信部数据，2018年H1化学药品制剂主营收入4227亿元，同比增长20.8%，在2015年到达低点后一路回升，可以说上一轮降价影响基本消除，随着需求的稳定增长，我们认为化学药品制剂有望维持15%左右增速。

图表 22：化学制剂整体运行情况



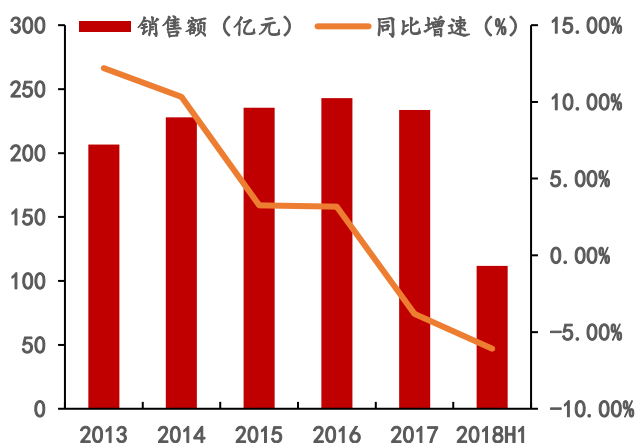
来源：工信部，国联证券研究所

图表 23：样本医院中免疫调节剂市场规模情况



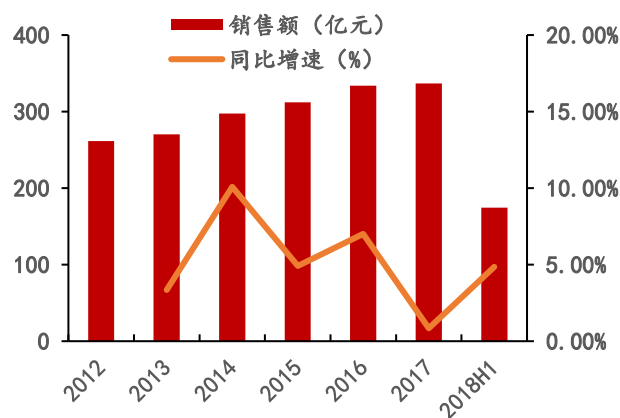
来源：PDB，国联证券研究所

图表 24：样本医院心血管用药销售额变化



来源：PDB，国联证券研究所

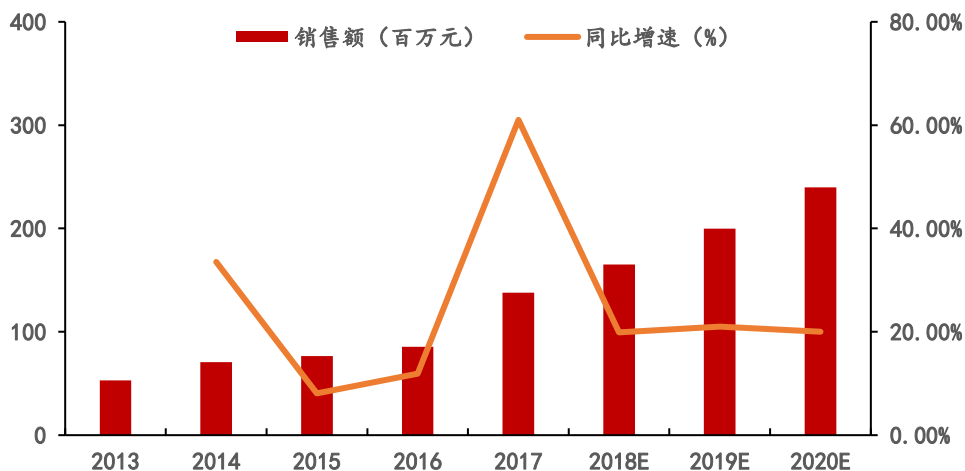
图表 25：样本医院中抗感染药市场规模情况



来源：PDB，国联证券研究所

从 PDB 数据可以看出，免疫调节剂和心血管以及抗感染市场规模（抗病毒是其中小类）最少都已经超过百亿，结合目前公司的销售规模来看，市场空间巨大，不过涉及其中的品类也众多，竞争较为激烈，我们预计整体而言，其他类产品收入有望维持 20% 左右增速（略高于行业）。

图表 26：公司其他类药品销售额变化情况



来源：公司公告，国联证券研究所

综上所述，公司二线产品主要包括兰索拉唑、头孢替安、替加环素和头孢西酮钠以及匹多莫德、硫酸氨基葡萄糖等，涉及到消化药物、抗生素类和其他类药物。随着新一轮招标开展和地方增补目录的调整，二线产品销量有望快速增长，如 2018 年 H1 注射用注射用头孢西酮新进入了黑龙江、江苏省和安徽省《医保目录》乙类；硫酸氨基葡萄糖颗粒新进入江苏省《医保目录》乙类；匹多莫德胶囊新进入了山东省、湖南省《医保目录》乙类等。

4. 在研品种丰富：高端仿制药+创新药并重

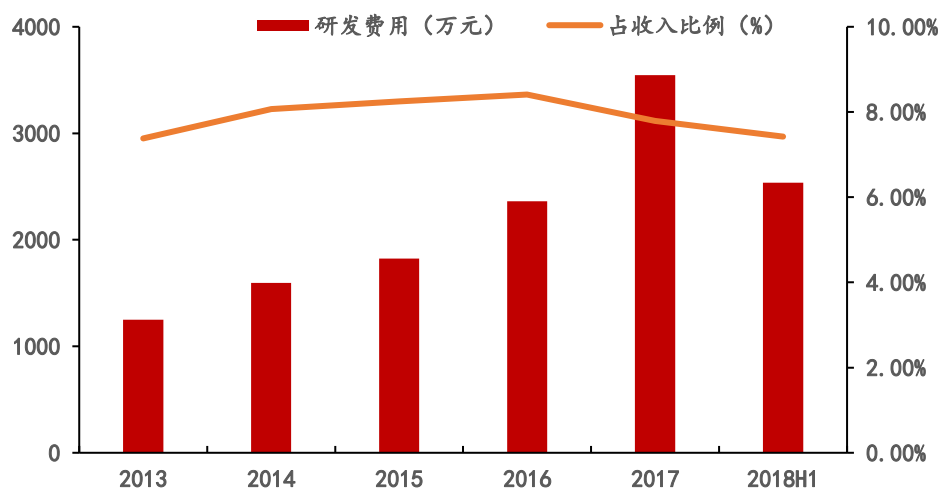
公司坚持以新药研发为发展战略核心，研发中心拥有 70 余名专业研发人员，构

建了从调研、立项、药学研究、临床研究、中试及产业化研究到注册管理一整套研发体系，在品种研发、工艺技术创新、知识产权保护等方面取得多项成果，截止到 2018 年 H1，公司拥有 43 个品种、65 个药品生产批准文号。同时公司也与中国药科大学、南京大学、南京师范大学和第二军医大学、合肥医工医药有限公司等国内知名的高校及医药研究机构建立了密切合作关系。通过内生和外延性开发工作，逐步实现从仿制到“仿创”转型，建立公司创新药开发体系。

4.1. 研发投入持续增长

近几年公司持续不断加大研发费用的投入，遴选优质品种进行储备，在消化系统药物、风湿免疫药物、心脑血管药物、抗乙肝药物等多领域均有在研品种，有利于进一步丰富公司的产品结构，为长期发展提供动力。

图表 27：公司研发费用投入情况



来源：公司公告，国联证券研究所

我们预计长春西汀、盐酸兰地洛尔原料及粉针和艾司奥美拉唑钠原料及粉针有望尽快获批上市，丰富现有产品线，提升竞争实力，而在研项目达比加群酯、硫酸氢氯吡格雷、硼替佐米等稳步推进。

图表 28：公司在研项目进展情况

品种	细分领域	所处阶段
单磷酸阿糖腺苷原料药	抗病毒	工艺优化研发启动
长春西汀	心脑血管	申请生产批件（药学补充研究）
盐酸兰地洛尔原料及粉针	心血管	申请生产批件（待审评）
艾司奥美拉唑钠原料及粉针	消化用药	申请生产批件（待审评）
利伐沙班原料及片	心脑血管	申请生产批件（进行临床试验）
达比加群酯原料及胶囊	心血管	临床前研究（大生产和稳定性）
硫酸氢氯吡格雷原料及片	心血管	临床前研究（工艺研究）
硼替佐米原料及粉针	抗肿瘤	临床前研究（工艺研究）
富马酸磷丙替诺福韦原料及片	抗乙肝	临床前研究（工艺研究）
阿哌沙班原料及片	心血管	临床前研究（大生产和稳定性）
泊马度胺原料及胶囊	免疫调节剂	临床前研究（工艺研究）

苯磺酸氨氯地平片

高血压用药

一致性评价（完成 BE，资料整理）

来源：公司公告，国联证券研究所

4.2. 收购 NMS，提升公司创新能力

2017 年公司及公司控股股东曹于平先生联合一村资本、合肥东城产业投资等合作伙伴发起设立投资基金，收购意大利最大的创新型肿瘤药企业 NMS 集团 90% 股权。2018 年公司在肥东新区设立全资子公司—安徽海辰药业有限公司，承担海外创新药引进以及高端制剂产业化项目，截止到 2018 年三季报，由中方联合投资方派驻的管理团队（总经理、首席科学家、临床负责人、财务负责人等）已经到位，管理团队现正在进行研发项目推进与内部管理流程优化等工作。

意大利的 NMS 集团创立于 1965 年，曾经一度为美国法玛西亚公司、辉瑞公司所控股，有较长的肿瘤药研发历史，现阶段专注于激酶领域抗肿瘤药研发。NMS 公司目前的业务领域分四大板块：新药研发、新药安全性评价（GLP）、新药临床实验，药物定制生产（CMO），具有完整的新药研发平台，各项资质也通过美国 FDA 及意大利 AIFA 认证，各项研究数据为欧盟及 FDA 所认可，研发团队经验丰富。目前，NMS 集团管线梳理工作进展顺利，已建立 13 个新药产品线，涵盖肿瘤、免疫肿瘤等重大疾病领域。至 2019 年，预计将有 3 个品种处于国内和国际临床阶段，10 余个早期项目正在快速推进中。另外对外授权产品中，Encorafenib 已于今年 6 月获得 FDA 批准，恩曲替尼产品也进入 FDA 最后的审评阶段，这两个产品 NMS 集团作为专利授权方将获取里程碑收益及上市后的销售提成。

5. 盈利预测

5.1. 营业收入预测

根据现有产品线，我们做出如下假设：

1) 由于托拉塞米竞品停产原因，结合 2018 年上半年该产品增速，我们预计公司利尿类产品 2018-2020 年收入分别为 2.85 亿元、3.85 亿元和 4.81 亿元；同比增长 103.19%、35% 和 25%；

2) 受益于地方招标的推进，抗生素主要产品增长提速，再加上新产品头孢西酮钠陆续进入多地增补目录，我们预计 2018-2020 抗生素类收入为 1.70 亿元、2.21 亿元和 2.65 亿元，同比分别增长为 58.33%、30% 和 20%；

3) 根据兰索拉唑上半年收入，我们预计 2018 年收入为 0.69 亿元，结合占比情况，2018 年消化类收入为 0.74 亿元；考虑到整体消化类市场空间和增速，我们预计 2019-2020 年增速分别为 20%、18%；

4) 其他类药物，考虑到整体制剂行业增速，我们预计 2018-2020 收入为 1.65 亿元、2.00 亿元和 2.40 亿元，同比增长 20%、21% 和 20%；

图表 29：公司营业收入分类别预测情况

单位（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
利尿类	85.70	140.34	285.16	384.96	481.20
增速（%）	32.15%	63.76%	103.19%	35.00%	25.00%
毛利率（%）	87.62%	90.60%	95.00%	95.00%	95.00%
抗生素类	68.90	107.40	170.05	221.36	265.27
增速（%）	23.26%	55.88%	58.33%	30.00%	20.00%
毛利率（%）	53.92%	72.07%	83.00%	83.00%	83.00%
消化类	40.68	69.54	74.34	89.27	105.27
增速（%）	71.14%	70.94%	6.91%	20.00%	18.00%
毛利率（%）	79.92%	84.23%	86.00%	86.00%	86.00%
其他	85.55	137.75	165.11	199.78	240.16
增速（%）	11.87%	61.02%	20.00%	21.00%	20.00%
毛利率（%）	52.46%	70.14%	77.75%	80.95%	80.37%
收入	280.83	455.03	694.65	895.37	1091.90
增速（%）	27.08%	62.03%	52.66%	28.89%	21.95%

来源：公司公告，国联证券研究所

5.2. 估值和投资建议

我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.71元、0.92元和1.16元，我们选取化学制剂市值相近的公司比较，可以看出平均估值在38倍左右，目前估值水平较合理，不过考虑到公司高仿+创新药的研发布局，再加上控股股东增持股份和员工持股，维持“推荐”评级。

图表 30：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	最新收盘价（11.09）	2018EPS	2018PE
300723	一品红	27.76	1.15	24.14
000908	景峰医药	4.04	0.22	18.36
300436	广生堂	27.48	0.22	124.91
002332	仙琚制药	6.6	0.35	18.86
300016	北陆药业	6.5	0.29	22.41
002675	东诚药业	8.45	0.34	24.85
	平均值			38.92
300584	海辰药业	26.20	0.71	36.99

来源：公司公告，国联证券研究所

6. 风险提示

6.1. 产品销售不达预期

6.2. 产品降价压力

6.3. 并购不达预期

图表 31：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	9.24	53.12	125.04	161.17	196.54	营业收入	280.83	455.03	694.65	895.37	1,091.90
应收账款+票据	31.08	75.53	91.00	111.00	121.00	营业成本	91.20	95.29	90.31	107.44	131.03
预付账款	6.88	2.48	5.00	6.00	7.00	营业税金及附加	4.65	8.37	11.81	15.22	18.56
存货	46.15	36.06	37.96	48.00	55.99	营业费用	85.86	218.73	430.69	555.13	671.52
其他	2.88	126.43	40.00	0.00	0.00	管理费用	43.98	53.92	55.57	76.11	92.81
流动资产合计	96.23	293.62	299.00	326.17	380.53	财务费用	1.73	0.39	6.28	11.18	14.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.33	7.08	0.00	0.00	0.00
固定资产	160.83	181.55	261.31	387.08	457.86	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	62.66	96.48	150.00	100.00	100.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	24.09	23.56	51.49	63.32	64.14	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6.86	9.46	2.00	0.00	0.00	营业利润	52.08	77.58	100.00	130.28	163.51
非流动资产合计	254.44	311.05	464.80	550.40	622.00	营业外净收益	0.38	-1.29	0.00	0.00	0.00
资产总计	350.66	604.68	763.80	876.57	1,002.54	利润总额	52.46	76.29	100.00	130.28	163.51
短期借款	32.40	42.60	132.22	146.32	149.20	所得税	7.22	9.77	15.00	19.54	24.53
应付账款+票据	26.01	25.03	20.00	18.00	15.00	净利润	45.24	65.60	85.00	110.74	138.99
其他	16.14	19.36	17.40	18.40	19.40	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	74.55	86.99	169.61	182.72	183.60	归属于母公司净利润	45.24	65.60	85.00	110.74	138.99
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	74.55	86.99	169.61	182.72	183.60						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	60.00	80.00	120.00	120.00	120.00						
资本公积	72.65	252.46	212.46	212.46	212.46						
留存收益	143.47	185.22	261.72	361.39	486.48						
股东权益合计	276.11	517.68	594.18	693.85	818.94						
负债和股东权益总计	350.66	604.68	763.80	876.57	1,002.54						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	45.50	60.24	85.00	110.74	138.99
折旧摊销	12.69	14.10	22.90	32.40	38.40
财务费用	1.79	1.13	3.88	6.18	6.47
存货减少	-7.49	9.92	-1.90	-10.04	-7.99
营运资金变动	-15.58	-39.47	61.45	18.00	-13.00
其它	0.86	0.69	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	37.76	46.60	171.34	157.28	162.86
资本支出	45.63	66.52	180.00	120.00	110.00
长期投资	0.00	380.80	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	265.20	3.35	2.00	0.00
投资活动现金流	-45.63	-182.11	-176.65	-118.00	-110.00
债权融资	-5.30	10.20	89.62	14.10	2.88
股权融资	0.00	207.76	0.00	0.00	0.00
其他	-6.31	-32.32	-12.38	-17.26	-20.37
筹资活动现金流	-11.61	185.64	77.23	-3.16	-17.48
现金净增加额	-19.48	50.12	71.92	36.13	35.38

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	27.08%	62.03%	52.66%	28.89%	21.95%
EBIT	10.28%	35.44%	11.37%	31.37%	24.56%
EBITDA	11.34%	30.82%	44.95%	33.20%	23.40%
归属于母公司净利润	12.17%	45.02%	29.57%	30.29%	25.50%
获利能力					
毛利率	67.52%	79.06%	87.00%	88.00%	88.00%
净利率	16.11%	13.90%	12.24%	12.37%	12.73%
ROE	16.38%	12.22%	14.31%	15.96%	16.97%
ROIC	17.00%	20.95%	15.78%	15.97%	17.20%
偿债能力					
资产负债	21.26%	14.39%	22.21%	20.84%	18.31%
流动比率	1.29	3.38	1.76	1.79	2.07
速动比率	0.63	1.51	1.30	1.52	1.77
营运能力					
应收账款周转率	9.18	6.04	7.72	8.14	9.10
存货周转率	1.98	2.64	2.38	2.24	2.34
总资产周转率	0.80	0.75	0.91	1.02	1.09
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.82	0.71	0.92	1.16
每股经营现金流	0.31	0.39	1.43	1.31	1.36
每股净资产	2.30	4.31	4.95	5.78	6.82
估值比率					
市盈率	34.93	31.95	36.99	28.39	22.62
市净率	11.39	6.07	5.29	4.53	3.84
EV/EBITDA	24.00	24.44	25.84	19.48	15.80
EV/EBIT	29.62	29.14	31.54	24.11	19.37

数据来源：公司公告、国联证券研究所

分析师声明

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

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810