

000908.SZ

中性

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 4.35

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	9.3	22.9	10.7	(30.5)
相对深证成指	11.3	32.8	14.4	(30.6)

发行股数(百万)	880
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	3,827
3 个月日均交易额(人民币 百万)	73
净负债比率(%) (2020E)	100
主要股东(%)	
叶湘武	20

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 4 月 7 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

景峰医药

低点已过、拐点将至

公司此前预计 2019 年大幅亏损。我们判断公司最困难的时期已经过去, 2020 年新产品逐步进入收获期之后, 公司有望迎来拐点。

支撑评级的要点

- **危中有机、拐点将至。**中国医药产业在 2018 年开始进入了长期的重大的变革时代, 大多数医药工业企业面临了更加困难的局面, 很多企业甚至遭受灭顶之灾。景峰医药虽然在数年前已经前瞻性研判到行业的变化, 并着手加大研发已有 4-5 年(累计研发投入接近 9 亿人民币), 但真正当行业变革来临的时候, 同样经历了这样困难的时期。“危中有机”: 公司在经过 2019 年传统产品因为行业变革而带来的阵痛之后, 在 2020 年逐步迎来厚积薄发之后新产品的收获期。同时公司从 2018 年底开始持续剥离非主营业务, 未来更加集中核心业务。随着新产品上市(国内仿制药+美国仿制药出口+骨科新药), CDMO 业务+创新药业务引入战略投资者, 非主营业务的逐步退出, 公司将从 2020 年开始进入新的时代。
- **新产品 2020 年开始贡献增量。**1、19-20 上市的国内仿制药包括: 氟比洛芬酯、来曲唑片、伏立康唑片、普瑞巴林胶囊等, 国内仿制药将抓住“4+7”带量采购的机遇, 快速贡献增量收入。2、一致性评价方面, 替罗非班、伊立替康、吉西他滨已获得补充申请正式受理。3、美国仿制药业务已经进行了 15 个 ANDA 的申报, 其中 10 个获批, 今后 2-3 年内会加大特殊和复杂注射剂, 以及逐步启动 505(b)(2) 类新药研发, 并且有选择的展开与国内国际药企在联合研发, 生产和销售的战略合作。4、新药方面, 用于骨科的公司重磅储备品种交联玻璃酸钠注射液(长效 HA) 处于 2 期临床试验中, 预计 2022 年下半年 NDA 申报。5、国内高端制剂方面: 抗肿瘤脂质体 JS01 项目完成商业规模工艺开发、JZC23 项目已拿到临床批件; 生物药项目 JZB01 生物类似药(注射用重组人 B 型利钠肽, 具备 10 亿市场规模) 已完成临床样品生产, JZB28 (重组 EGFR)、JZB34 1 类新药(对标奥马珠单抗) 均处于临床推进中。6、子公司海门慧聚是具备研发能力和 CDMO 能力的原料药公司, 未来不排除引入战略投资者计划。

估值

- 预计 2020-2021 年净利润为: 0.74 亿/1.63 亿, 对应市盈率 52 倍/23 倍。首次覆盖, 暂给予 **中性** 评级。因公司存在积极变化, 持续关注。

评级面临的主要风险

- 新产品上市进度、新产品放量速度低于预期、4+7 带量采购使得公司产品价格下降幅度高于预期、研发和销售体系投入的资金高于预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,584	2,586	1,391	2,540	3,182
变动(%)	(2)	0	(46)	83	25
净利润(人民币 百万)	162	187	(846)	74	163
全面摊薄每股收益(人民币)	0.184	0.212	(0.961)	0.084	0.190
变动(%)	(52.3)	15.3	(552.7)	(108.8)	119.3
全面摊薄市盈率(倍)	23.6	20.5	(4.5)	51.8	22.9
价格/每股现金流量(倍)	12.0	5.2	(4.9)	(7.8)	4.9
每股现金流量(人民币)	0.17	0.40	(0.42)	(0.37)	0.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.2	10.9	(10.27)	(11.77)	8.92
每股股息(人民币)	0.021	0.000	0.000	0.004	0.005
股息率(%)	0.5	n.a.	n.a.	0.1	0.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1、公司关键变化点.....	5
2、剥离非主业，战略聚焦核心业务、公司进入新时代.....	6
3、存量业务：低点已过，未来保持稳定.....	7
4、增量逻辑：高端仿制药+美国 ANDA+骨科新药.....	10
3.1 玻璃酸钠 产业链升级改造.....	12
3.2 仿制药：走制剂创新国际化道路，有望带来增量.....	14
3.3 生物药.....	17
5、海门慧聚——具备 CDMO 能力的原料药公司.....	18
6、公司财务状况分析.....	20
7、盈利预测和估值.....	22
8、风险提示.....	24

图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	6
图表 2. 主要控股子公司情况.....	6
图表 3. 核心存量品种销售情况	7
图表 4. 15-19 年参芎葡萄糖注射液样本医院收入及增速	8
图表 5. 13-19 年参芎葡萄糖注射液样本医院竞争格局.....	8
图表 6. 15-19 年玻璃酸钠注射液样本医院收入及增速.....	8
图表 7. 13-19 年玻璃酸钠注射液样本医院竞争格局	8
图表 8. 15-19 年榄香烯注射液样本医院收入及增速	8
图表 9. 13-19 年榄香烯注射液样本医院竞争格局	8
图表 10. 17-19 年心脑宁胶囊样本医院收入及增速.....	9
图表 11. 2014-2018 年研发投入金额及营收占比.....	10
图表 12. 公司主要药品研发情况.....	11
图表 13. 玻璃酸钠下游应用.....	12
图表 14. 玻璃酸钠注射液升级改造情况.....	12
图表 15. 2018 年骨科领域玻璃酸钠注射液竞争格局	13
图表 16. 交联玻璃酸钠溶液国内厂商	13
图表 17. 2016-2019 年 Q1 华熙生物透明质酸产能表	14
图表 18. 核心增量品种竞争情况.....	15
图表 19. 北京泰德生产的氟比洛芬酯 2014-2019H1 年市场规模及增速.....	16
图表 20. 氟比洛芬酯审批进度	16
图表 21. 美国 ANDA 品种情况.....	17
图表 22. 核心在研生物药情况	17
图表 23. 海门慧聚发展历程.....	18
图表 24. 2015-2018 年海门慧聚营业收入及其增速.....	18
图表 25. 2015-2018 年海门慧聚净利润及其增速	18
图表 26. 海门慧聚生产链在建项目	19
图表 27. 2015-2019Q1-3 年公司营业收入及其增速.....	20
图表 28. 2019 年 H1 公司营收占比.....	20
图表 29. 2015-2019Q1-3 年公司营业成本及毛利率	20
图表 30. 2015-2019Q1-3 年公司销售费用及其增速	20
图表 31. 2015-2019Q1-3 年公司管理费用及其增速	21
图表 32. 2015-2019Q1-3 年公司财务费用及其增速.....	21

图表 33. 公司经营性净现金流的情况	21
图表 34. 分业务收入预测	22
图表 35. 可比制药公司估值比较	23
图表 36. 具备研发创新能力的化药公司估值情况	23

1、公司关键变化点

众所周知，中国的医药产业在 2018 年开始进入了长期的重大的变革时代，这种变革对中国大多数医药工业企业而言并不轻松，很多企业甚至面临灭顶之灾。在这种变革之下，有些企业选择沉沦，有些企业选择奋起，景峰医药便是后者。景峰医药的管理层是医药老兵，董事长叶湘武先生曾是益佰制药的核心创始人之一，同时高管团队在医药行业内具备丰富的经验，景峰是中国医药行业的一类公司的典型代表，他的奋起代表这类医药企业的努力。公司管理层是行业内较早一批先知先觉者，虽然在数年前已经研判到行业的变化，并着手投入加大研发已有 5-6 年，但真正当行业变革来临的时候，同样经历了这样极度困难的时期。“危中有机”，公司低谷亦是积蓄能量，内省战略的好时候，公司在经过 2019 年传统产品因为行业变革而带来的阵痛之后，在 2020 年逐步迎来新产品的收获期。同时公司从 2018 年底开始持续剥离非主营业务，未来将更加集中核心业务。随着核心业务新产品的上市，CDMO 业务+创新药业务引入战略投资者，非主营业务的逐步退出，公司将从 2020 年开始进入新的时代。我们认为公司关键的变化点如下：

1. **传统产品的最低点已过。**公司通过做强基层销售网络和自营队伍，使得传统产品在面临极大政策压力等不利的局面下，能有效延长生命周期。
2. **聚焦主业，经营质量提升。**优质资产引入战略投资者、亏损资产剥离、非主营业务的逐步退出，使得公司经营质量（包括现金流）提升。
3. **新产品上市逐步进入收获期。**公司经过 5 年以上的持续研发投入（累计投入 9 亿人民币），一系列新产品（国内仿制药+美国仿制药出口+骨科新药）将不断上市，带领公司进入新的发展时代。
4. **由于公司产品研发能力逐步得到认证，公司估值体系有往上提升的空间。**A 股对于具备研发能力和产品管线的医药公司估值普遍高于普通企业，公司研发能力正在逐步验证，产品管线日益丰富，估值体系有上升的空间。（上升的高度需要观察）

2、剥离非主业，战略聚焦核心业务、公司进入新时代

图表 1. 公司发展历程

2009	• 叶湘武先生收购上海佰加壹医药有限公司
2010	• 上海佰加壹医药有限公司更名为上海景峰制药有限公司
2012	• 上海景峰受让海门慧聚药业10%股权
2014	• 吸收并购后借壳天一科技成功上市
2015	• 收购大连德泽53%股权；布局医疗服务领域，收购成都金沙医院100%股权
2016	• 收购海南锦瑞20%；通过盛景美亚收购Sungen100%股权
2016	• 设立全资子公司云南联顿（骨科、妇产）
2017	• 收购大连德泽7%股权；增资盛景美亚，持股比例增至51%
2018	• 收购联顿医药60%股权并设立联顿体检中心；出让海慧医药及金沙医院
2019	• 转让景嘉医疗11.25%股权

资料来源：公司公告，中银证券

目前公司拥有的全资或控股子公司包括上海景峰在内的 5 家药品生产制造企业、1 家原料药生产企业、1 家药品销售公司、1 家美国研发公司、3 家医疗机构，以及参股 2 支产业并购基金。

公司产品涵盖了心脑血管、抗肿瘤、骨科疾病、妇儿等用药领域，拥有“参芎葡萄糖注射液”、“榄香烯乳状注射液”、“玻璃酸钠注射液”“替罗非班注射液”等核心大品种，以及“心脑宁胶囊”、“通迪胶囊”、“乐脉丸”等特色中药产品。

18 年底以来，公司积极处置低效资产，回笼资金，已处理金沙医院、景嘉医疗等资产，预计 20 年继续推进“聚焦核心资产”战略，剥离亏损的子公司。

比较有看点的子公司：1) 海门慧聚，共有 70 余个 APIs，从产品源头推动战略转型；2) 美国尚进，负责 ANDA 品种筛选注册上报，与欧美药厂合作，推动国际化；3) 海南锦瑞，贵州景峰和上海景峰高端注射剂方向；4) 上海景泽&科新，负责生物仿制药和生物创新药的研发推进工作。

图表 2. 主要控股子公司情况

收购公司名称	收购时间	股权比例(%)	主要产品业务	2018 年营收(万)	2018 年净利润(万)
上海景峰制药	-	100	玻璃酸钠和研发中心	25098	4581
贵州景峰注射剂	-	100	参芎葡萄糖注射液等	95829	14240
贵州景诚制药	-	100	心脑宁、儿童回春颗粒等口服制剂	31687	4373
大连德泽药业	2015 年 1 月 2017 年 9 月	60	榄香烯注射液等	49077	9940
海南锦瑞制药	2014 年 8 月 2016 年 2 月	87	抗肿瘤类注射剂、口服固剂等	18407	1,230
海门慧聚药业	2016 年 1 月	63	盐酸替罗非班等原料药生产研发	21635	5422
美国尚进	2016 年 7 月	51	海内外网步中报高端仿制药	111	(6147)
上海科新生物	2016 年 7 月	60	生物创新药，如融合蛋白 AAFP	-	-
上海景泽生物	2015 年 9 月	40	联营企业，生物仿制药研发	-	-
云南联顿妇产医院	2016 年 7 月	60	妇产医院，目前在筹建期间	99	(2167)
云南联顿骨科医院	2016 年 7 月	60	骨科医院，开始运营	712	(4197)

资料来源：万得，公司年报，中银证券

3、存量业务：低点已过，未来保持稳定

公司存量业务中销售额最大几个品种为：参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液、榄香烯（乳状注射液、口服乳）、心脑宁口服胶囊。2018 年，四大品种占公司营业收入接近 80%。对于传统产品而言，面临部分产品剔除医保、医保范围内限制使用、辅助用药和重点用药监控等不利局面，在等级医院面临销售下滑的情况。但公司这几年进行渠道下沉战略，在 2020 年逐步取得成效，2020 年公司销售人员扩张到 3,000 人，深耕基层市场（县级人民医院等）。未来传统存量品种将进入中国广大的基层市场，销售额有望保持稳定。

1) 参芎葡萄糖注射液（100ml 规格），贵州景峰生产，2018 年营业收入约 10 亿，2019 年下滑较为严重，与各地辅助用药和重点用药监控目录销量受到限制有关。在 2019 年 Q4，由于代理商担忧被剔除国家医保之后的需求大幅下滑，因此代理商停止了拿货。但经过公司努力之后，保住了 20 多个省份的省医保目录（过渡期 3 年），代理商的心态逐步稳定，2020 年产品销售应该会恢复正常，未来 2-3 年略有下降或保持平稳。

2) 玻璃酸钠注射液，上海景峰生产，根据 wind 医药库数据，2019 年样本医院市场份额超过 10%，稳定增长。玻璃酸钠应用广泛，国内市场空间广阔，增速快。根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析，2018 年中国骨关节炎注射类药物市场规模约 98 亿元，其中玻璃酸钠骨科终端产品的市场规模约为 15.7 亿元。公司有望在较为分散的市场中维持稳定增长。此外，景峰医药还拥有 0.5ml、1.0mlHA 眼科手术辅助用医疗器械，为眼科手术辅助用品，可用于各类白内障手术（囊内、囊外摘除术、超声乳化吸除术、人工晶体植入术），角膜手术、玻璃体手术、青光眼手术、视网膜手术、异物摘除术等。

3) 榄香烯乳状注射液，大连德泽生产，2019 年因工艺提升名称变更导致各地医保需要重新备案，对销售造成较大冲击，目前销售处于逐步恢复中。大连德泽 15-18 年营业收入分别实现 2.47/3.97/5.55/4.9 亿元，19H1 营业收入为 0.8 亿元，预计 20 年完成医保对接后回升。考虑到榄香烯乳状注射液在 2019 年新版国家医保目录中限定支付范围，缩窄了产品在临床中的使用范围，未来 2-3 年有望持平或略有下降。此外公司的榄香烯口服乳有望凭借携带方便、易于服用等特点实现快速放量。

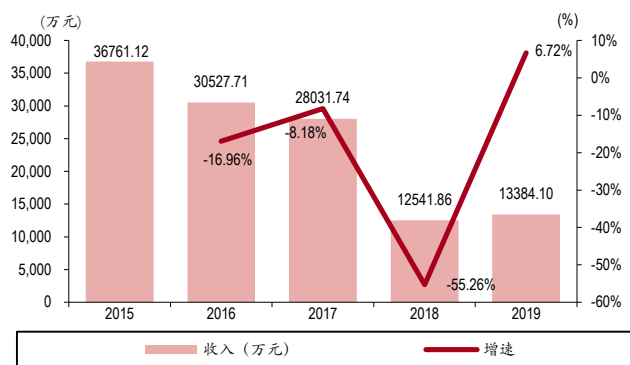
4) 心脑宁口服胶囊，贵州景诚，为心脑血管独家品种，竞争格局温和，有望成为公司明星产品之一。

图表 3. 核心存量品种销售情况

品种	所属子公司	适应症	样本医院 12 年销售额	样本医院 19 年销售额	12-19 年 复合增长率 (%)	竞争对手及份额
参芎葡萄糖注射液	贵州景峰	可用于缺血性卒中；心肌梗死、心绞痛；慢性肾小球肾炎、肾功能衰竭等	6.73 亿元	5.09 亿元	(3.91)	贵州景峰 20.62%，吉林四长 20.49%，贵州拜特 52.33%，通化天实 6.56%
玻璃酸钠注射液	上海景峰	可用于变形性膝关节病和肩关节周围炎的辅助治疗	12 亿元	63 亿元	31.8	Genzyme Pharmaceuticals 0.17%，Meiji Seika 0.33%，Seikagaku 40.45%，昊海生物 12.46%，华熙生物 0.79%，博士伦福瑞达 34.41%，上海景峰 11.3%
榄香烯	大连金港	合并放、化疗常规方案对肺癌、肝癌等恶性肿瘤可以增强疗效，降低放、化疗的毒副作用。心脑宁胶囊具有活血行气，通络止痛的功效。用于气滞血瘀的胸痹，头痛，眩晕，症见：胸闷刺痛，心悸不宁，头晕目眩等，以及冠心病、脑动脉硬化见上述症状者。	8815 万元	2.52 亿元	16.19	大连金港 41.34%，远大制药 58.66%
心脑宁口服胶囊	贵州景诚		-	-	-	公司预计 2019 年销售额约 2-3 亿元

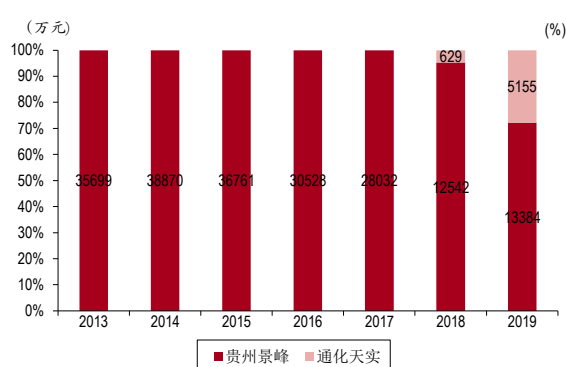
资料来源：PDB，中银证券

图表 4. 15-19 年参芎葡萄糖注射液样本医院收入及增速



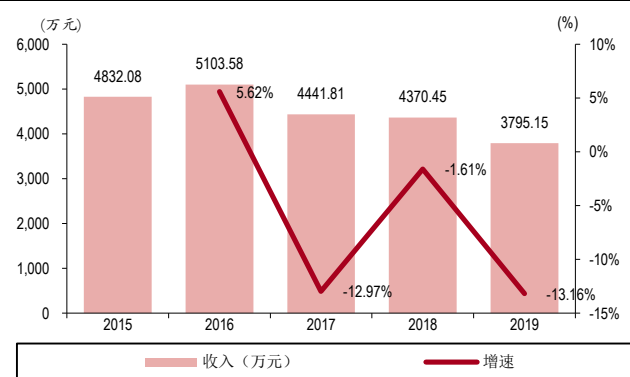
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 13-19 年参芎葡萄糖注射液样本医院竞争格局



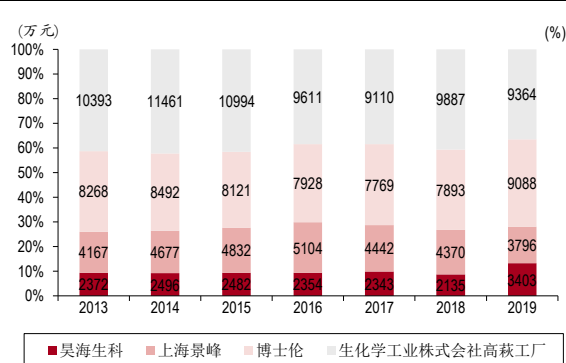
资料来源：万得，中银证券，以上数据为部分样本医院

图表 6. 15-19 年玻璃酸钠注射液样本医院收入及增速



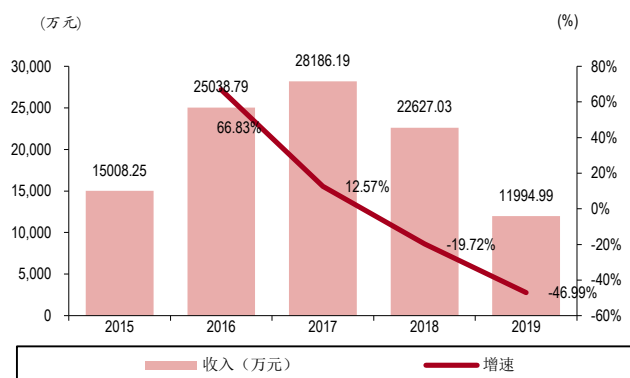
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 13-19 年玻璃酸钠注射液样本医院竞争格局



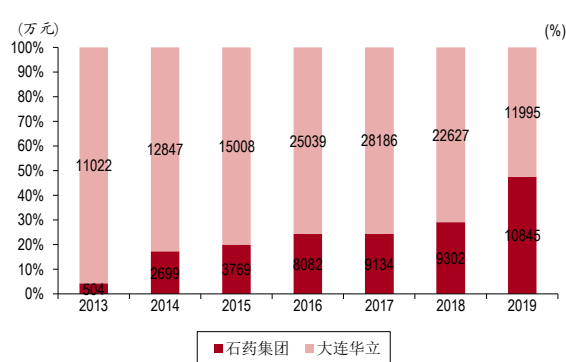
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 15-19 年榄香烯注射液样本医院收入及增速



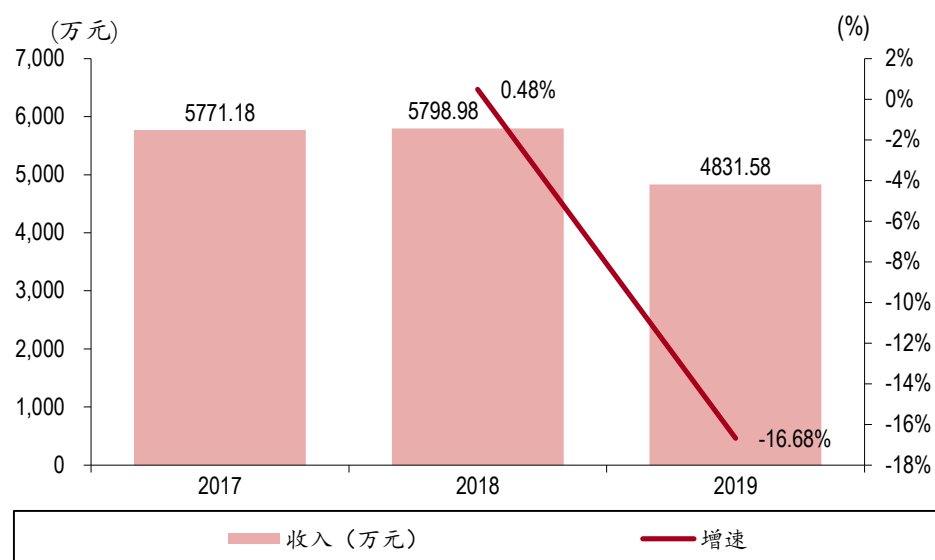
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 13-19 年榄香烯注射液样本医院竞争格局



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 17-19 年心脑宁胶囊样本医院收入及增速

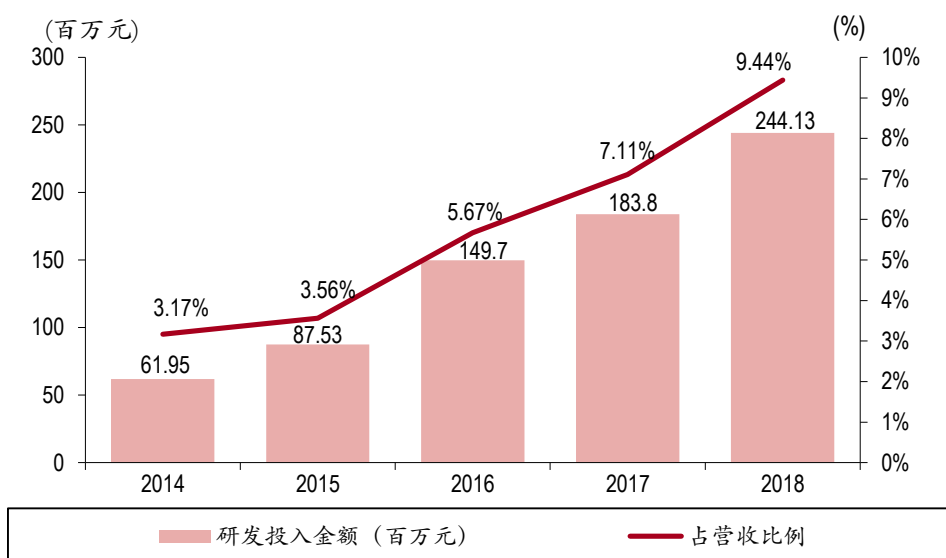


资料来源：公司年报，中银证券

4、增量逻辑：高端仿制药+美国 ANDA+骨科新药

近年来公司研发投入逐年攀升，2018 年投入研发资金为 2.44 亿元，占营业收入比例为 9.44%，近 5 年来研发投入的年复合增速约 40.89%，我们估计 2014-2019 年，公司累计投入研发投入接近 9 亿人民币。

图表 11. 2014-2018 年研发投入金额及营收占比



资料来源：公司年报，中银证券

经过 4-5 年的持续研发投入之后，公司新产品逐步进入收获期，已经或即将获批氟比洛芬酯、替罗非班、普瑞巴林、来曲唑片、伏立康唑等；完成 15 个 ANDA 申报，10 个获批。其他项目，陆续研发中：

- 1) 高端注射剂项目，公司新建一条基于脂质体主动载药技术的商业化生产线，现有管线中主要产品研发状态：JS01 抗肿瘤脂质体项目已完成小试研究及中试放大，产品质量达到预期接受标准，已完成 Pilot BE 批次生产；JS02 抗肿瘤脂质体项目处于小试研究阶段。此外，创新药 JZC11 项目已完成 I 期临床试验，正在进行 II 期临床试验。
- 2) 口服固体制剂，有缓释片剂生产线。JRC05 项目已完成注册批生产；JF1901、JF1902、JF1903、JF1909、JF1912 处于小试研究阶段。
- 3) 生物制剂项目，上海景峰，JZB34 已启动临床研究；具有十亿市场规模的 JZB01 项目已完成临床样品的生产；JZB28 项目临床预试验结束。
- 4) 中成药项目，吴茱萸配方颗粒、甘草配方颗粒等完成初步编写，骨筋丸胶囊、抗栓胶囊、复方胆通胶囊已获得《药品补充申请批件》，镇痛活络酊正式投产。

图表 12. 公司主要药品研发情况

序号	代码	适应症	预计获得临床批件时间	进展情况
1	氟比洛芬酯注射液 (3 类)	术后及癌症镇痛	已获批	完成申报生产, 发补资料和研制现场检查阶段
2	氟比洛芬酯注射液 (原 1.6 类, 新 2 类)	解热	已获批	二期临床总结中
3	交联玻璃酸钠注射液	骨性关节炎	已获批	临床推进中
4	JZB01	心力衰竭的治疗	已获批	临床研究准备中
5	JZB28	抗肿瘤类	已获批	临床推进中
6	JZB34	抗过敏类	已获批	临床推进中
7	JS01	抗肿瘤类	-	中试放大
8	JS02	抗肿瘤类	-	小试研究中
9	来曲唑片	抗肿瘤类	已获批	完成申报生产, 在 CDE 排队审评中
10	伏立康唑片	抗真菌类	已获批	完成申报生产, 在 CDE 排队审评中
11	JRC05	儿童哮喘	-	完成工艺验证
12	普瑞巴林胶囊	神经痛用药	已获批	完成申报生产, 在 CDE 排队审评中
13	F1902	止吐药	-	小试研究中
14	JF1901	消化系统	-	小试研究中
15	JF1903	高血压、心力衰竭	-	小试研究中
16	JF1906	消化系统	-	中试放大
17	JS03	止吐药	-	中试工艺开发 (国际化项目)
18	JS06	抗肿瘤类	-	中试工艺开发 (国际化项目)
19	JS07	止吐药	-	完成工艺验证 (国际化项目)
20	注射用盐酸吉西他滨	抗肿瘤类	已获批	一致性评价中 (已获生产批件, 补充申请已获正式受理)
21	注射用兰索拉唑	消化系统	已获批	一致性评价中 (已获生产批件)
22	盐酸替罗非班氯化钠注射液	心血管类	已获批	一致性评价中 (已获生产批件, 补充申请已获正式受理)
23	盐酸替罗非班注射用浓溶液	心血管类	已获批	一致性评价中 (已获生产批件)
24	盐酸伊立替康注射液	抗肿瘤类	已获批	一致性评价中 (已获生产批件, 补充申请已获正式受理)
25	泼尼松片(10,20,50 mg)	肾上腺皮质激素类药	-	已获批美国 ANDA
26	泼尼松片(2.5,5mg)	肾上腺皮质激素类药	-	已获批美国 ANDA
27	泼尼松片(1 mg)	肾上腺皮质激素类药	-	已获批美国 ANDA
28	安非他命混合盐速溶片	精神类用药	-	已获批美国 ANDA
29	安非他命混合盐缓释胶囊	精神类用药	-	已获批美国 ANDA
30	盐酸双环胺注射液	肠胃类	-	已获批美国 ANDA
31	甲泼尼龙片	消炎类	-	已获批美国 ANDA
32	福沙匹坦注射液	止吐类	-	已获批美国 ANDA
33	利卡多因膏剂	心、脑血管类	-	已获批美国 ANDA
34	盐酸雷诺嗪缓释片	心、脑血管类	-	已获批美国 ANDA
35	SG105	抗生素类药	-	已申报美国 ANDA
36	SG512	皮质激素类	-	已申报美国 ANDA
37	SG502-2	止吐类	-	已申报美国 ANDA
38	SG501	抗生素	-	已申报美国 ANDA
39	SG504	抗肿瘤辅助药	-	已申报美国 ANDA

资料来源: 公司年报, 中银证券

3.1 玻璃酸钠 产业链升级改造

玻璃酸钠 (Hyaluronic acid, 简称 HA)，下游包括四个方向：注射剂（用于治疗骨关节炎和其他关节痛、粘弹剂）、滴眼液（延长用药效果和减轻药物提取刺激的药物载体）、美容（保湿和滋润、填充）、食品（营养补充）。玻璃酸钠被广泛应用于骨科、眼科、软组织填充等领域的各类生物医用材料中。根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析，2018 年中国骨关节炎注射类药物市场规模约 98 亿元，其中医药级玻璃酸钠骨科终端产品的市场规模约为 15.7 亿元。2018 年中国医药级透明质酸眼科终端产品的市场规模约为 16.1 亿元。在软组织填充应用方面，近 10 年来交联透明质酸材料一直是应用最多的软组织填充剂，并在正逐步取代胶原蛋白等其它填充剂，成为当前主流的填充材料。受益于旺盛的终端需求增长，市场规模有望不断扩大。

图表 13. 玻璃酸钠下游应用

类别	主要用途
注射液凝胶	粘弹剂补充疗法中供人类用于治疗骨关节炎及其他关节痛楚（注射液）
胶	预防手术后出现黏连、眼部手术中作为粘弹剂（凝胶）
滴眼液	延长药用效力及减轻药物刺激的药物载体
美容类	护肤产品中的滋润及保湿因子
食品类	营养补充食品以减轻关节痛楚、滋润皮肤、抗皱纹及抗衰老

资料来源：公司年报，中银证券

公司近年来注重研发改造长效缓释玻璃酸钠注射液，改良剂型为预灌封注射剂，方便患者使用，目前正在进行长效玻璃酸钠 HA 生产线技改及产能扩建项目，其中：

- 1、HA1(交联玻璃酸钠注射液)为公司玻璃酸钠新技术产品，公司独家产品，国家 1.1 类新药，II 期临床中，预计 2022 年获生产批件。
- 2、HA2(交联玻璃酸钠曲安奈德复方注射剂)为目前公司交联玻璃酸钠注射液升级产品。两者均为公司独家产品，国家 1.1 类新药。
- 3、医用透明质酸钠凝胶，该产品在眼科手术中是一种辅助用粘弹性保护剂，适用于多种眼科手术，如：白内障摘除术、人工晶体植入术等。该产品本公司延续注册预计 2020 年 4 月即将获 CDE 批准，预计 6 月份可获批准生产上市。

图表 14. 玻璃酸钠注射液升级改造情况

主要品种	品种简况	研发进展
HA1 (交联玻璃酸钠注射液)	骨关节炎预防及治疗产品、 国家 1.1 类新药、 玻璃酸钠新技术产品	已获得临床试验批件，预计 2022 年获生产批件
HA2 (交联玻璃酸钠曲安奈德复方注射剂)	骨关节炎长效治疗产品、 国家 1.1 类新药、 交联玻璃酸钠升级产品	药学研究

资料来源：公司官网，公司年报，中银证券

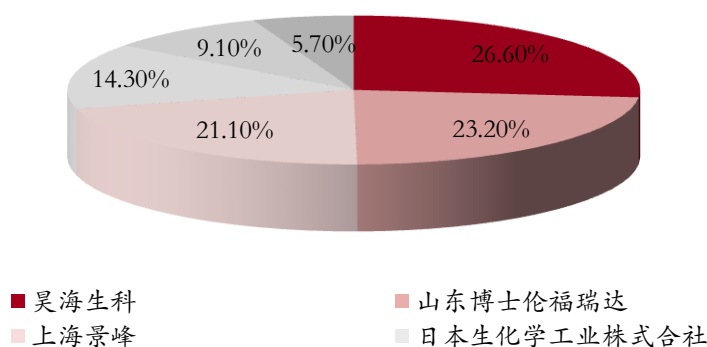
1) 骨科领域玻璃酸钠注射液空间广阔，长效临床获批未来增速可期

截至世界卫生组织统计数据显示，全球关节炎患者达 3.55 亿人，中国大陆的关节炎患者有 1.2 亿人，发病率约为 13%。研究证实玻璃酸钠对于人膝关节炎、髋关节炎、肩关节炎和颞下颌关节炎等的理想疗效，相对于传统非甾体抗炎药，玻璃酸钠注射液因其良好的生物相容性，在治疗中产生不良反应的情况更少。

玻璃酸钠注射液在骨科领域的治疗，一般一周注射 3-5 次，以 3-5 周为一个疗程，如有需要可在间隔 6-12 个月后重复治疗。目前应用于骨科领域的玻璃酸钠溶液均价约 55 元/支。根据第 6 次全国人口普查，我国约有 13.33 亿人，以发病率 13%，渗透率 3%，进行测算，我国目前的骨科领域玻璃酸钠每年的市场空间约 25.7 - 143 亿。

根据 Frost Sullivan 数据显示，2018 年骨科领域玻璃酸钠的竞争格局以昊海生科、山东博士伦、上海景峰三家均占据市场 20% 以上的份额，华熙生物作为骨科领域的后起之秀市场份额增长较快。

图表 15. 2018 年骨科领域玻璃酸钠注射液竞争格局



资料来源：Frost Sullivan，中银证券

2) 长效玻璃酸钠临床 II 期，预计上市后进一步扩大市场份额

公司在研产品 HA1(交联玻璃酸钠注射液)，国家 1.1 类新药，为公司独家产品，II 期临床中，预计 2023 年获生产批件。根据《中国医师协会骨科医师分会运动医学专业委员会玻璃酸钠在骨科和运动医学相关疾病中的应用专家共识（2017 年修订版）》中指出，大多数 HA 产品的半衰期不超过 1 天，但交联 HA 的半衰期较长可达 1.5-9 天。预计半年内仅需注射 2-3 次，注射频率低，可以有效降低患者痛苦，提高依从性，同时由于单品价格高，终端能有意愿去推广，预计上市后可在骨科领域得到广泛应用。

交联玻璃酸钠注射液的国内市场以进口为主，目前有一家处于上市申请阶段，两家处于临床试验阶段，三家处于临床申请阶段。目前市场由 Genzyme Europe B.V 和 Genzyme Biosurgery 两家公司共同瓜分，其中 Genzyme Biosurgery 占绝对优势，2018 年拥有 94.94% 的市场份额。市场空间大竞争小，目前在研国内公司仅上海景峰与华熙生物，预计产品上市后可进一步提高公司市场份额。

图表 16. 交联玻璃酸钠溶液国内厂商

阶段	公司	进程
临床申请	Genzyme Biosurgery, A Division of Genzyme Corporation	已获临床实验批件
	Biosurgery/北京法马苏提克咨询有限公司	
	Genzyme Biosurgery/赛诺菲(中国)投资有限公司	
	LG Chem, Ltd./杭州泰格医药科技股份有限公司	
临床试验	Genzyme Biosurgery, A Division of Genzyme Corporation/北京法马苏提克咨询有限公司	III 期已完成
	LG Chem, Ltd./北京新沿线医药科技发展有限公司	III 期进行中-招募中
上市申请	Genzyme Biosurgery/赛诺菲(中国)投资有限公司	制证完毕-已发批件
已上市	Genzyme Biosurgery	规格
		每支 2ml
		上市日期
		2016-07-28
	Genzyme Biosurgery	2ml:玻璃酸钠 16mg
		2017-02-06
		2ml:玻璃酸钠 16mg
		2019-05-31

资料来源：万得，中银证券

3) 产能提升空间较大，交联技术平台具有领先优势

产能方面，公司目前有两种玻璃酸钠的生产方法，其中玻璃酸钠提取法可保证 220 批次生产/年的产出、发酵法可达到每年 500Kg 的产能，满足市场对于医美产品的原料药需求。对比透明质酸行业龙头，华熙生物 2018 年医药级透明质酸的产能为 5.62 吨/年的水平，是全球最高。技术方面，目前景峰可定制 40 万到 200 万分子量的玻璃酸钠，可满足各种医美产品和化妆品等产品需求，并且拥有冷交联和热交联技术。

图表 17. 2016-2019 年 Q1 华熙生物透明质酸产能表

产品分类	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 Q1
透明质酸原料	产能 (吨)	50.00	200.00	200.00	200.00
	医药级	3.17	8.17	5.62	7.34
	化妆品级	31.61	112.50	84.74	76.41
	食品级	19.41	54.83	42.42	35.99
	合计	54.19	175.50	132.78	118.74

资料来源：华熙生物年报，中银证券

3.2 仿制药：走制剂创新国际化道路，有望带来增量

1) 国内仿制药品种

氟比洛芬酯，有望 2020 年 Q3 获生产批件，中国生物制药年报显示，北京泰德制药氟比洛芬酯 2018 年销售额达到 19 亿元，4+7 全国集采推广后预计终端市场规模会有所下降，但公司有望成为前三仿，假设上市后稳态占 20% 市占率，有望成为 2 亿元左右品种。控股子公司海门慧聚自有原料药（备注：氟比洛芬酯已于 3 月 26 日收到发补通知书）。

来曲唑片，有望 2020 年获批上市，2019 年样本医院 5 亿元（+11%），国内 3 家生产企业诺华、恒瑞、海正，上市后稳态有望成为 2-3 亿元品种。

伏立康唑片，有望 2020 年获批上市，2019 年样本医院 7.32 亿元（+21.5%），国内侵袭性曲霉病等市场广阔，各类剂型国内 17 个相关批文，上市后稳态有望成为 2-3 亿元品种。普瑞巴林胶囊，有望 2020 年获批上市，2019 年样本医院 1.43 亿元（+30.88%），国内 2 家生产企业辉瑞、赛维。

替罗非班，已获生产批件，预计 2020 年通过一致性评价，2019 年样本医院 1.2 亿元（+6.8%），制剂获批有 5 家，控股子公司海门慧聚自有原料药。

伊立替康，已获生产批件，一致性评价进展中，补充申请已获正式受理。2018 年公立医疗机构 17 亿元（+22.5%）国内批文 24 个，齐鲁、恒瑞申报一致性评价。

培美曲塞，此前翰森、齐鲁、礼来、扬子江等是培美曲塞的主要生产商，但是由于注射剂一致性评价政策迟迟未明，主力厂商均没有通过一致性评价，四川汇宇通过欧美共线转报，以新四类获批，视同通过一致性评价（根据 wind 医药库数据，公司市占率不足 1%），获得 4+7 集采份额，公司产品若获批一致性评价，未来有望参与集采，稳态后占据 10~20% 市占率，有望成为 2~3 亿品种。

吉西他滨，天晴、齐鲁、豪森，费尤（进口）等均已申报，后续若集采，份额和价格将成为敏感因素。

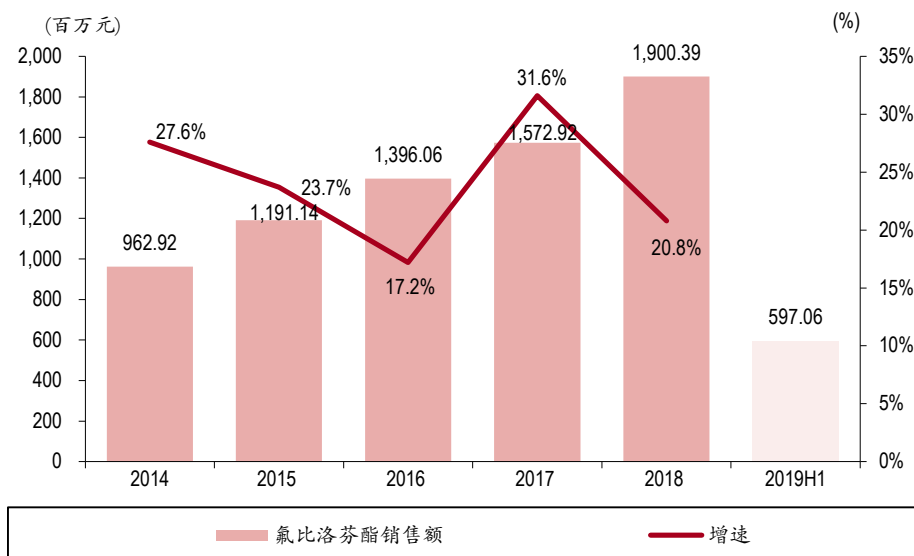
图表 18. 核心增量品种竞争情况

品种	适应症	样本医院 12 年销 售额	样本医院 19 年销 售额	12-19 年 复合增长率(%)	竞争对手及份额
替罗非班	心绞痛、 心肌梗塞	7541 万元	1.2 亿元	6.80	远大医药 46.42%； 山东新时代 25.90%； 鲁南贝特 25.63%； Correvio 1.66%； 石药集 0.34%。
氟比洛芬酯注射液	术后及癌症阵痛	4.14 亿元	8.05 亿元	9.97	北京泰德 91.31%； 武汉大安 8.69%。
吉西他滨	晚期非小细胞肺癌、 胰腺癌	5.61 亿元	6.77 亿元	2.73	豪森药 65.48%； Lilly 31.17%； 其他包括南京正大天晴制 0.87%，齐鲁制药 0.63%等企 业。
培美曲塞	非小细胞肺癌、 恶性胸膜间皮瘤	7.92 亿元	16 亿元	10.55	豪森 38.04%； 齐鲁 22.50%； 汇宇 17.03%；Lilly 12.05%； 其他包括扬子江等。
来曲唑片	晚期乳腺癌	2.68 亿元	5.69 亿元	11.36	诺华 67.23%； 恒瑞 30.00%； 海正 2.77%。
伏立康唑片	抗真菌感染	1.88 亿元	7.32 亿元	21.46	辉瑞 50.58%； 扬子江 23.47%； 泰合 21.94%； 博康 2.15%； 华海 1.85%。
JRC05	儿童哮喘	2.49 亿元	5.56 亿元	12.18	默沙东 61.29%； 贝特 14.60%； 大眾 11.92%； 民生滨江 12.18%。
普瑞巴林胶囊	带状疱疹后神经痛	2167 万元	1.43 亿元	30.88	辉瑞 68.13%； 赛维 31.87%。
注射用兰索拉唑	胃溃疡、 十二指肠溃疡、 反流性食管炎	9.22 亿元	8.52 亿元	-1.12	山东罗欣 52.84%； 奥赛康 24.82%； 常州四药 7.17%； 悦康 7.13%； 武汉普生 1.85%； 上药新亚 1.55%； 南京海辰 1.12%； 成都百裕 1.00%； 其他 2.53%。

资料来源：万得，中银证券

根据中国生物制药年报，北京泰德生产的氟比洛芬酯 2018 年销售收入约 19 亿元，2015-2018 年均保持 15%以上的增速，4+7 带量采购之后，产品价格将大幅下降，但销售量会放量，预计未来整体市场规模会有所下降。

图表 19. 北京泰德生产的氟比洛芬酯 2014-2019H1 年市场规模及增速



资料来源：万得，公司公告，中银证券

目前由泰德制药和大安制药两家公司共同瓜分市场，其中泰德制药占据绝对优势，根据 wind 医药库数据，2019 年在样本医院的市场份额约 90.38%。目前有 13 家企业处于上市申请阶段，其中有两家已发批件，公司已于 3 月 26 日收到发补通知书，有望成为前三仿。假设氟比洛芬酯上市后达到稳态时，公司拥有 20% 市占率，则有望每年为公司贡献成为 2 亿元左右的营收。

图表 20. 氟比洛芬酯审批进度

	企业名称	市场类型
已上市	北京泰德制药有限公司	国产
	武汉大安制药有限公司	国产
	企业名称	审评状态
上市申请	北京泰德制药有限公司	制证完毕-已发批件
	武汉大安制药有限公司	制证完毕-已发批件
	广东嘉博制药有限公司	在审评审批中
	齐鲁制药有限公司	在审评审批中
	山西普德药业股份有限公司	在审评审批中
	廊坊高博京邦制药有限公司	在审评审批中
	四川科伦药业股份有限公司	在审评审批中
	南京正大天晴制药有限公司	在审评审批中
	南京优科制药有限公司	在审评审批中
	西安力邦制药有限公司	在审评审批中
	常州四药制药有限公司	在审评审批中
	河北一品制药有限公司	在审评审批中
	重庆凯林制药有限公司	在审评审批中

资料来源：万得，中银证券

2) 美国 ANDA 品种

美国尚进已报了 5 个 ANDA 在审，批了 10 个 ANDA，收购或独家授权了 5 个 ANDA 有望打开美国市场空间。今后 2-3 年内会加大特殊和复杂注射剂，以及逐步启动 505B2 类新药研发，并且有选择的展开与国内国际药企在联合研发，生产和销售战略合作。随着前几年投入产品的逐渐上市所取得的利润，以及国内国际合作药企的各类资源的共同参与，母公司的资金投入会在今后 1-2 年内大幅度降低，美国尚进会逐步走向成熟的发展周期。

图表 21. 美国 ANDA 品种情况

名称	适应症	进展	竞争对手	市场规模
波尼松片 (2.5mg/5mg)	肾上腺皮质激素类药	已获批美国 ANDA	Westward、Vintage、Jubilant、Actavis 等	2017 年在美国市场的销售额约 1.39 亿美元，2016 年和 2015 年在美国市场销售额分别为 1.34 亿美元、1.39 亿美元
波尼松片 (10mg、20mg 和 50mg)	肾上腺皮质激素类药	已获批美国 ANDA		
波尼松片 (1mg)	肾上腺皮质激素类药	已获批美国 ANDA		
安非他命混合盐速溶片	精神类用药	已获批美国 ANDA	Tava、Impax、Sandoz 等	2018 年在美国市场的销售额约 3.67 亿美元，2017 年为 4.16 亿美元。
盐酸双环胺注射液	肠胃类	已获批美国 ANDA	-	2018 年在美国市场的销售额约 1,700 万美元
甲泼尼龙片	消炎类	已获批美国 ANDA	Jubilant、Par、Sandoz 等	2019Q1 在美国市场的销售额 0.93 亿美元，2018 年的销售额约 1.13 亿美元，2017 年为 1.24 亿美元
福沙匹坦注射液	止吐类	已获批美国 ANDA	原研药 Emend 的橙皮书专利于 2019 年 9 月 4 日到期，尚进于 2019 年 9 月 5 日获得了其仿制药 ANDA 批准，成为这个市场中第一批获批企业	2018 年美国市场规模超过了 3.5 亿美元
利多卡因软膏	心、脑血管类	已获批美国 ANDA	Sandoz, Amneal, Taro, Akorn, Teligent 等	2018 年在美国市场的销售额约 6,000 万美元
安非他命混合盐缓释胶囊	精神类用药	已获批美国 ANDA	Tava、Impax、Sandoz 等	2018 年在美国市场的销售额为 15.5 亿美元，2017 年为 15.6 亿美元
盐酸雷诺嗪缓释片	心、脑血管类	已获批美国 ANDA	Lupin、Teva、Sun 等	2018 年在美国市场的销售额为 9.5 亿美元，2019 年为 4.8 亿美元
SG105	抗生素类药	已申报美国 ANDA	-	-
SG512	皮质激素类	已申报美国 ANDA	-	-
SG502-2	止吐类	已申报美国 ANDA	-	-
SG501	抗生素	已申报美国 ANDA	-	-
SG504	抗肿瘤辅助药	已申报美国 ANDA	-	-

资料来源：IMS，万得，中银证券

3.3 生物药

JZB01，对标西藏药业新活素，西藏药业年报显示，2019 年销售额 8.3 亿（+50%），目前正在进行工艺放大以及临床样品生产的准备工作，预计 22~23 年申报生产。

JZB28（重组 EGFR）已完成临床预实验研究数据报告审核工作和 JZB34 1 类新药（对标奥马珠单抗）已完成皮试实验研究，均处于临床 I 期过程中。

图表 22. 核心在研生物药情况

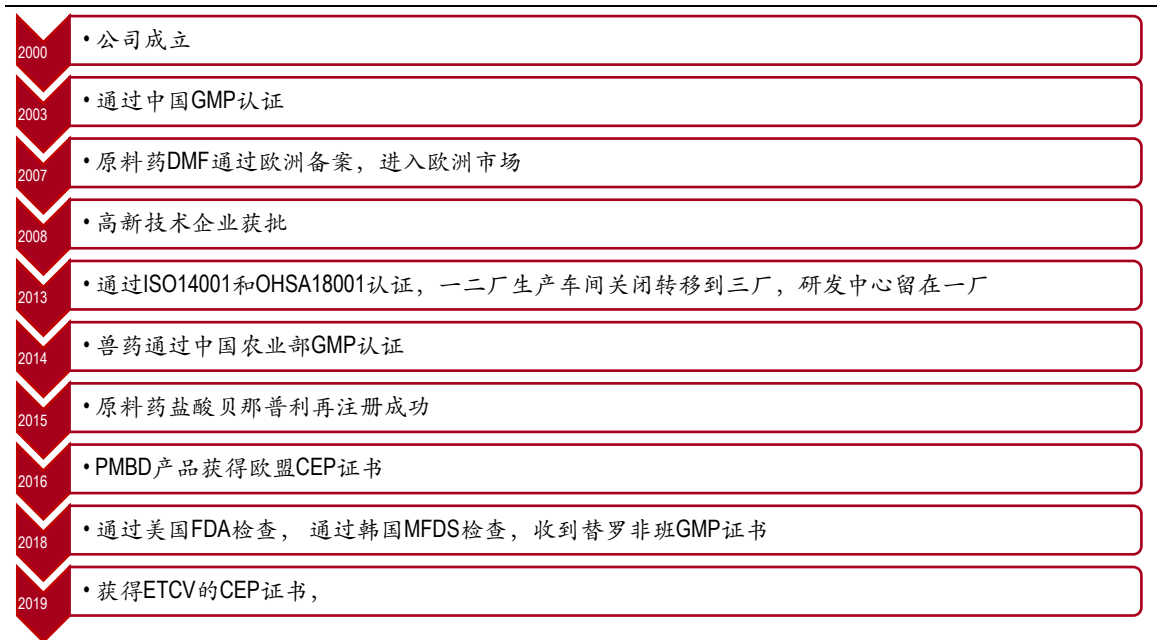
品种	进展	适应症	样本医院 19 年 销售额	12-19 年 复合增长率	其他在研
JZB01 生物类似药， 注射用重组人 B 型 利钠肽	-	心力衰竭	4.52 亿元	30.41%	西藏诺迪康、苏州兰鼎已上市；成都圣诺 phase1；西安杨森、江苏豪森、山东丹红批准临床
JZB28 重组 EGFR	-	结直肠癌	1.5 亿元	18.24%	四川科伦、佛山安普泽、泰州迈博太科 phase3；三生国健 phase1；武汉珂美立德批准
JZB34 1 类新药	phase 1	中至重度持续性 过敏性哮喘	601 万元	81.55%	上海百迈博、张江生物技术 phase3；深圳龙瑞和浙江海正批准临床

资料来源：公司公告，万得，中银证券

5、海门慧聚——具备 CDMO 能力的原料药公司

海门慧聚成立于 2000 年，公司为全球制药行业提供 CMO 服务，同时生产高附加值的原料药和高级中间体，2007 年进军欧洲市场。

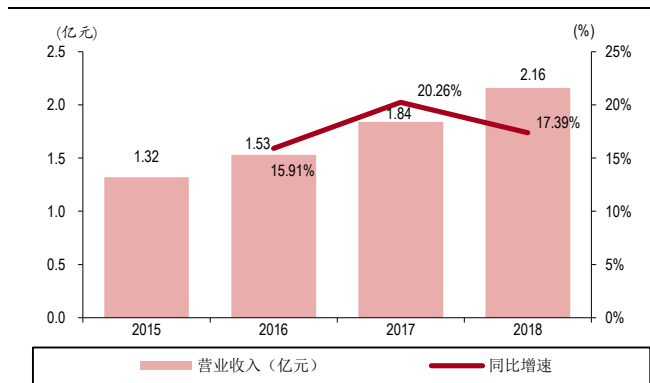
图表 23. 海门慧聚发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

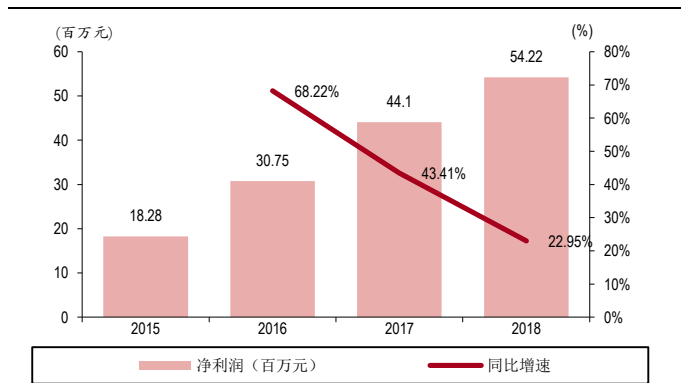
海门慧聚 2018 年营收 2.16 亿元，同比增长 17.39%，净利润 54.22 百万元，同比增长 22.95%。

图表 24. 2015-2018 年海门慧聚营业收入及其增速



资料来源：公司年报，中银证券

图表 25. 2015-2018 年海门慧聚净利润及其增速



资料来源：公司年报，中银证券

目前，海门慧聚为国内外数十家制药公司提供原料药定制研发生产服务，其中已有超过 10 个处于临床后期或者处于等待批准上市的创新药项目。另外，海门慧聚海独立开发了数十个原料药，其中国内已申报 11 个（3 个获得药品批准文号），美国申报 18 个，欧盟申报 5 个（3 个获得 CEP 证书），另有十多个产品正处于研发放大或申报准备阶段。同时，公司还拥有数个欧美市场的首仿原料药（PMBD，TLMC，MRPT，FRCX），盐酸贝那普利原料、盐酸替罗非班原料、盐酸川芎嗪原料、马波沙星原料、维他昔布原料和匹莫苯丹原料获得 GMP 证书。海门慧聚将成为公司原料药制剂化的重要基石。

原料药研发方面,海门慧聚积极推进了约20个特色原料药的研发和在中国及欧美日的注册申报工作,成功取得了BPL、TRFB、TMPH的药品批准文号,成功取得了BPL、PMBD、ETCV的欧盟CEP证书,完成了ETCV项目、FSDHC的注册批文申请的补正工作,完成了多个项目的国外申报工作。顺利通过了TLMC项目FDA现场检查,顺利通过了ARPT项目的日本PMBD检查,顺利通过了CHD项目韩国MFDS检查,并且通过了美国Merck、TEVA等多家国际知名企业的GMP审计。

原料创新药方面,海门慧聚两个1.1类药已进入中试放大阶段,一个1.1类药已进入申报临床阶段。公司与韩国创新药公司合作研发及生产的CHD(胃药)已获得上市许可,与国内十余家创新药公司合作研发及生产的ATI(抗凝药)、APLS(抗癌药)、GKA(抗癌药)、PKLA(抗癌药)、GP(抗癌药)、LFLB(抗癌药)、PLSF(抗癌药)等多个创新药进入临床阶段。

动物药方面,海门慧聚开展了PMBD、MAB、TLMC、FRCX、WTXB、MRPT的国内国外动物用药的新药申报、注册及GMP认证工作;获得了2类新兽药MAB项目和PMBD项目的新兽药证书,兽药生产批文和兽药GMP证书;获得了1类新兽药WTXB的批准文号和兽药GMP证书;成功通过了首仿动物药TLMC项目欧盟MFA注册资料ASMF评审,完成了首仿动物药TLMC项目、FRCX项目和MRPT项目的VMF申报。顺利通过了TLMC、FRCX、MRPT项目GMP现场核查,并获得了兽药GMP证书(仅供出口)。

产能方面,公司拥有10条独立的HVAC系统,14条独立GMP生产线,6条在建,超过350套反应釜总反应体积为350,000L。拥有一专门研究氟化学的合成实验室,另配有10L~30L玻璃夹套反应釜的公斤实验室和20L~200L可供小量生产并符合GMP条件的中试车间。

图表 26. 海门慧聚生产链在建项目

在建项目	内容	预计完成时间
年产4.1吨原料药项目	0.1吨/年盐酸替罗非班、	2021年12月31日
	0.5吨/年盐酸决奈达隆、	
	0.5吨/年盐酸法舒地尔、	
	1.0吨/年马来酸氟吡汀、	
	1.0吨/年拉米夫定、	
	0.2吨/年福沙吡坦、	
	0.5吨/年氟比洛芬酯、	
甲灭酸技改项目	0.1吨/年恩替卡韦、	2021年12月31日
	0.2吨/年埃索美拉唑镁	
	100吨/年甲灭酸	

资料来源: 公司年报, 中银证券

6、公司财务状况分析

公司此前发布 2019 年业绩预告，预计 2019 年净利润亏损 8.5 亿-亏损 6.5 亿，公司业绩大幅亏损的原因在于：

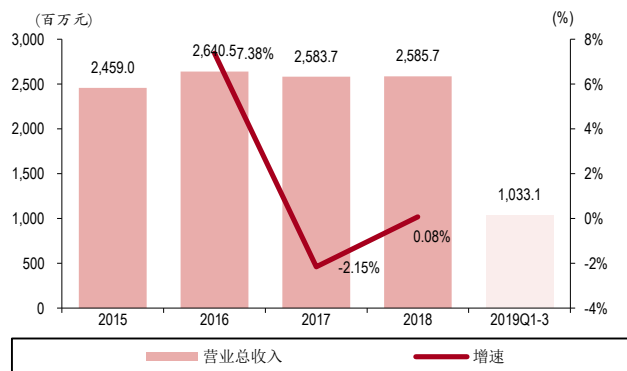
1、计提了 2-3.5 亿的商誉减值。随着公司逐步剥离亏损资产，子公司寻找战略投资者，商誉减值风险逐步下降。

2、公司主要品种参芎葡萄糖注射液未能进入 2019 年 8 月新版国家医保目录，并受其他相关政策的影响，2019 年第四季度销售收入相比 2018 年同期销售收入下降超过 90%。另外公司主要品种榄香烯乳状注射液在 2019 年新版国家医保目录支付范围内限定在“限癌性胸腹水的胸腔内或腹腔内注射治疗”，缩窄了产品在临床中的使用范围，并受其他相关政策的影响，2019 年第四季度销售收入相比 2018 年同期销售收入下降超过 60%。

3、公司继续实施营销体系改革，投入资源继续加强营销网络的建设和专业化的学术推广，强化省地市县密集化营销网络的覆盖，强化自控渠道，因此导致销售费用增加，其中尤其是市场推广服务费增幅较高。

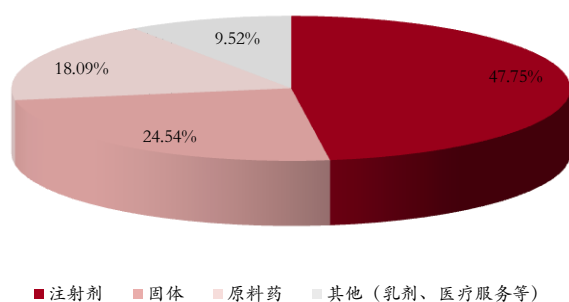
在此之前，我们分析 2015-2018 年的数据，看到：从 2014 年公司重组之后，公司收入一直维持比较稳定的状态（25-27 亿人民币之间销售收入），毛利率逐步下降但仍保持较高水平（75%-82%之间），净利率由于研发投入的加大呈现逐步向下的情况（从 15%下降到 7.68%），销售费用率和管理费用率保持稳定。同时公司一直保持较好的经营净现金流，2017-2018 年经营净现金流/净利润为 0.82/1.76，即便在 2019 年 Q1-3 亏损的情况下，仍然实现了正向经营现金流。

图表 27. 2015-2019Q1-3 年公司营业收入及其增速



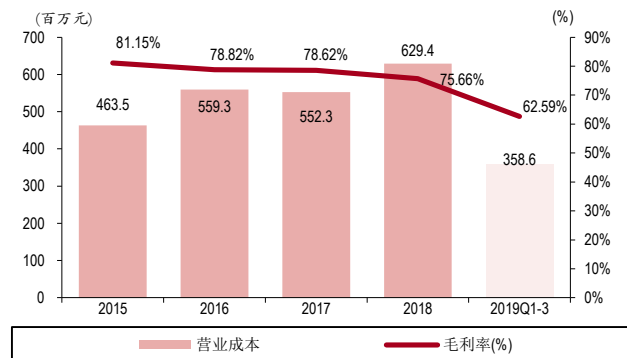
资料来源：公司年报，中银证券

图表 28. 2019 年 H1 公司营收占比



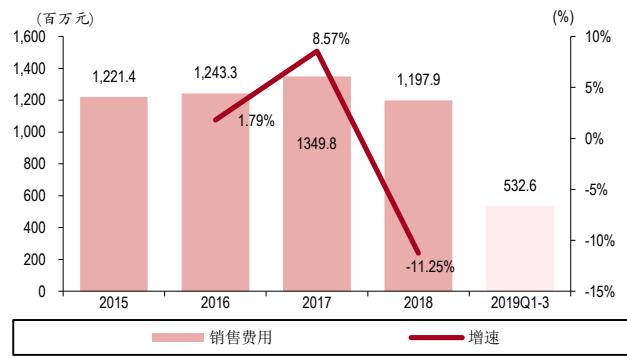
资料来源：公司年报，中银证券

图表 29. 2015-2019Q1-3 年公司营业成本及毛利率



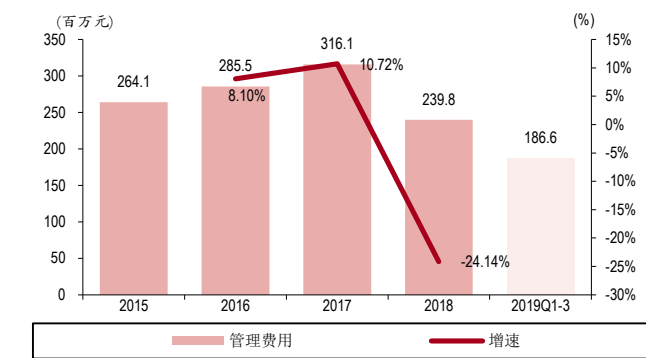
资料来源：公司年报，中银证券

图表 30. 2015-2019Q1-3 年公司销售费用及其增速



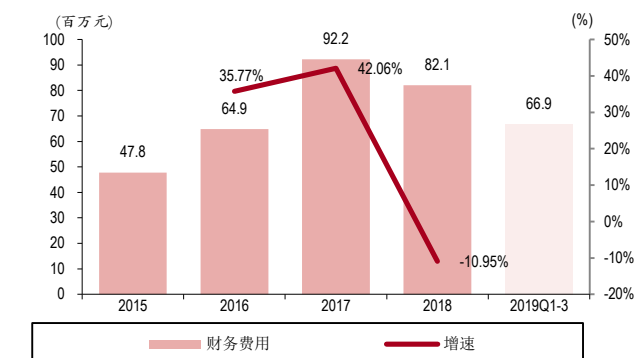
资料来源：公司年报，中银证券

图表 31. 2015-2019Q1-3 年公司管理费用及其增速



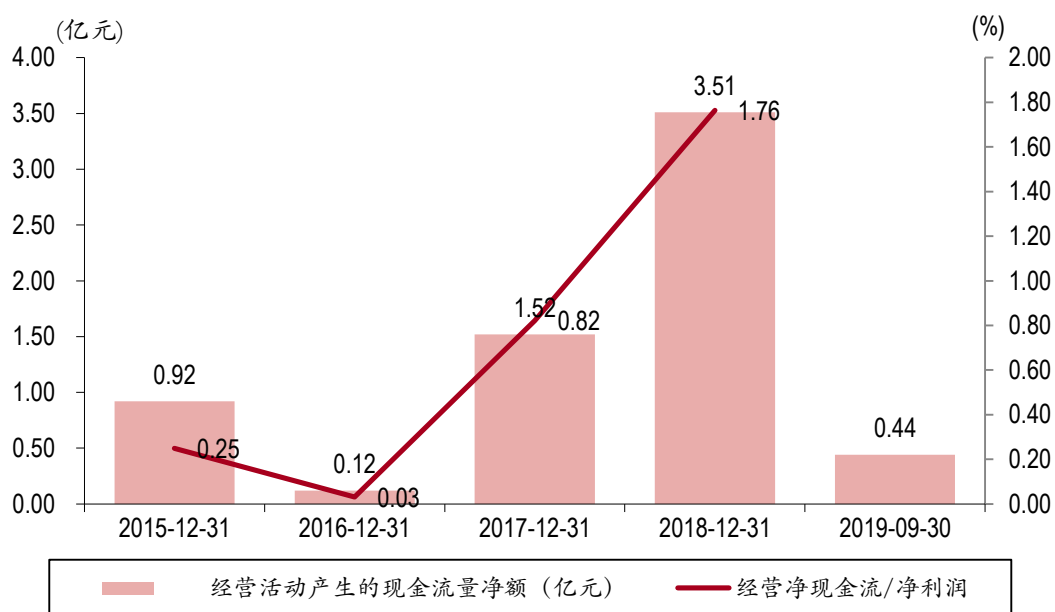
资料来源：公司年报，中银证券

图表 32. 2015-2019Q1-3 年公司财务费用及其增速



资料来源：公司年报，中银证券

图表 33. 公司经营净现金流的情况



资料来源：万得，中银证券

7、盈利预测和估值

关键假设：

- 1、存量传统产品在 2020 年开始逐步恢复到正常水平。
- 2、存量传统产品在 2021-2022 年保持持平略增长的速度。
- 3、新产品逐步在 2020-2022 年带来增量收入和利润增长点。
- 4、毛利率 2020 年开始恢复，但总体水平比 2018 年及之前时期要低。

预计 2020-2021 年净利润为：0.74 亿、1.63 亿，对应 EPS 为：0.08、0.19 元，2020-2021 年对应市盈率 52 倍、23 倍。我们根据万得有一致预期的化学制剂公司估值数据，剔除极大值和极小值，以 24 家化学制药公司为可比样本进行比较，发现可比公司 2020-2021 年平均估值水平为 24.07 倍、19.04 倍。同时我们再选取具备研发能力的代表性化药公司进行比较，发现这一类公司的 PE 估值水更高，20-21 年估值水平普遍在 35 倍、25 倍以上，部分公司甚至会高于 50 倍。

景峰医药 2020 年估值高于平均水平，但 2021 年估值水平向行业平均水平靠拢，且公司存在积极变化，长期估值中枢有望向研发型化药企业靠拢，不过其估值提升的空间尚需要观察。首次覆盖，根据谨慎性原则，暂给予 **中性** 评级。因公司存在积极变化，持续关注。

图表 34. 分业务收入预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
存量业务						
注射剂						
收入（百万元）	1,920.53	1,788.19	643.75	1,094.37	1,170.98	1,252.95
增速(%)		(6.89)	(64.00)	70.00	7.00	7.00
固体制剂						
收入（百万元）	308.12	344.08	258.06	412.90	441.80	472.72
增速(%)		11.67	(25.00)	60.00	7.00	7.00
原料药						
收入（百万元）	182.22	218.32	254.34	305.21	366.25	439.50
增速(%)		19.81	16.50	20.00	20.00	20.00
其他（乳剂、医疗服务等）						
收入（百万元）	172.79	235.10	235.10	305.63	336.19	369.81
增速(%)		36.06	0.00	30.00	10.00	10.00
存量业务合计收入（百万元）	2,583.66	2,585.69	1,391.25	2,118.11	2,315.22	2,534.99
增量业务						
国内仿制药增量收入（百万元）				360.00	720.00	1,080.00
美国 ANDA 增量收入（百万元）				63.00	140.00	210.00
增量业务收入合计（百万元）				423.00	860.00	1,290.00
存量+增量合计						
合计收入（百万元）				2,541.11	3,175.22	3,824.99
增速(%)		0.08	(46.19)	82.65	24.95	20.46

资料来源：公司年报、中银证券

图表 35. 可比制药公司估值比较

证券简称	市盈率 PE (2019、TTM)	市盈率 PE (2020、预测法)	市盈率 PE (2021、预测法)
恒瑞医药	79.27	62.16	48.44
华海药业	98.07	38.81	33.41
康弘药业	47.43	37.34	30.40
普利制药	60.63	36.35	23.75
海思科	43.29	35.11	26.81
丽珠集团	29.01	24.89	21.19
东诚药业	73.78	24.60	19.43
仙琚制药	30.73	24.41	19.08
海辰药业	31.22	24.18	20.11
天宇股份	26.99	23.25	19.25
健康元	27.27	22.76	19.02
信立泰	26.76	21.42	17.71
科伦药业	33.09	21.08	17.10
金城医药	43.11	20.42	16.33
一品红	46.49	20.05	14.44
北陆药业	13.17	19.87	15.94
千红制药	23.75	19.59	16.28
山大华特	27.59	18.90	15.32
京新药业	15.46	16.74	14.73
诚意药业	24.53	16.16	12.25
恩华药业	17.87	15.07	12.46
东阳光	19.70	13.18	9.42
华润双鹤	12.67	11.86	10.90
华东医药	11.97	9.49	7.96
平均值	35.99	24.07	19.24

资料来源：2019-2021 年估值预测来自万得一致预期，截至 4 月 7 日、中银证券

图表 36. 具备研发创新能力的化药公司估值情况

证券简称	市盈率 PE (2019、TTM)	市盈率 PE (2020、预测法)	市盈率 PE (2021、预测法)
微芯生物	985.75	302.13	212.05
博瑞医药	165.58	121.94	90.49
贝达药业	138.18	108.13	78.52
兴齐眼药	213.58	100.75	45.76
华北制药	83.85	74.93	61.88
恒瑞医药	79.27	62.16	48.44
华海药业	98.07	38.81	33.41
普利制药	60.63	36.35	23.75
海思科	43.29	35.11	26.81
丽珠集团	29.01	24.89	21.19
平均值	189.72	90.52	64.23

资料来源：2019-2021 年估值预测来自万得一致预期，截至 4 月 7 日、中银证券

8、风险提示

公司新产品上市进度低于预期、新产品放量速度低于预期、4+7 带量采购使得公司产品落标或价格下降幅度高于预期、研发和销售体系投入的资金高于预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,584	2,586	1,391	2,540	3,182
销售成本	(596)	(669)	(718)	(752)	(909)
经营费用	(1,591)	(1,361)	(1,489)	(1,553)	(1,954)
息税折旧前利润	397	556	(815)	236	318
折旧及摊销	(73)	(93)	(100)	(108)	(117)
经营利润(息税前利润)	323	463	(915)	127	201
净利息收入/(费用)	(92)	(82)	(80)	(40)	(10)
其他收益/(损失)	(12)	(11)	0	0	0
税前利润	219	370	(995)	87	191
所得税	(65)	(45)	149	(13)	(29)
少数股东权益	23	12	0	0	0
净利润	162	187	(846)	74	163
核心净利润	175	311	(846)	74	163
每股收益(人民币)	0.184	0.212	(0.961)	0.084	0.185
核心每股收益(人民币)	0.197	0.351	(0.961)	0.084	0.185
每股股息(人民币)	0.021	0.000	0.000	0.004	0.005
收入增长(%)	(2)	0	(46)	83	25
息税前利润增长(%)	(36)	43	(298)	(114)	58
息税折旧前利润增长(%)	(30)	40	(247)	(129)	35
每股收益增长(%)	(52)	15	(553)	(109)	119
核心每股收益增长(%)	(60)	78	(371)	(109)	119

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	219	370	(995)	87	191
折旧与摊销	73	93	100	108	117
净利息费用	92	82	80	40	10
运营资本变动	(186)	(33)	381	(592)	330
税金	(11)	(160)	149	(13)	(29)
其他经营现金流	(37)	(1)	(88)	136	(247)
经营活动产生的现金流	152	351	(373)	(233)	373
购买固定资产净值	86	100	108	111	110
投资减少/增加	(117)	(35)	0	(0)	(0)
其他投资现金流	(574)	(264)	(214)	(224)	(219)
投资活动产生的现金流	(605)	(200)	(106)	(113)	(109)
净增权益	(9)	0	0	(2)	(2)
净增债务	(178)	163	126	580	(125)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(88)	(302)	(4)	(163)	(261)
融资活动产生的现金流	(275)	(113)	175	518	(167)
现金变动	(728)	39	(303)	172	96
期初现金	1,202	472	512	209	381
公司自由现金流	(453)	151	(478)	(346)	264
权益自由现金流	(539)	396	(272)	274	148

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	477	613	250	430	541
应收帐款	1,536	1,590	1,115	1,707	1,475
库存	276	269	311	163	409
其他流动资产	292	118	269	222	321
流动资产总计	2,582	2,590	1,944	2,523	2,746
固定资产	785	1,049	974	893	804
无形资产	249	348	431	516	597
其他长期资产	445	371	489	506	540
长期资产总计	1,479	1,768	1,894	1,915	1,941
总资产	4,869	5,227	4,668	5,248	5,462
应付帐款	114	195	153	203	227
短期债务	530	730	839	1,138	1,171
其他流动负债	403	458	501	418	600
流动负债总计	1,047	1,383	1,492	1,758	1,997
长期借款	1,183	874	1,092	1,330	1,134
其他长期负债	39	108	68	72	83
股本	417	417	417	417	417
储备	1,961	2,067	1,219	1,293	1,453
股东权益	2,378	2,905	1,636	1,710	1,870
少数股东权益	221	378	378	378	378
总负债及权益	4,869	5,227	4,668	5,248	5,462
每股帐面价值(人民币)	5.71	6.97	3.93	4.10	4.49
每股有形资产(人民币)	5.11	6.14	2.89	2.87	3.06
每股净负债/(现金)(人民币)	0.59	0.71	1.90	2.83	2.28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.4	21.5	(58.6)	9.3	10.0
息税前利润率(%)	12.5	17.9	(65.8)	5.0	6.3
税前利润率(%)	8.5	14.3	(71.5)	3.4	6.0
净利率(%)	6.3	7.2	(60.8)	2.9	5.1
流动性					
流动比率(倍)	2.5	1.9	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	3.5	5.6	(11.4)	3.2	20.1
净权益负债率(%)	47.7	33.3	85.5	99.9	81.3
速动比率(倍)	2.2	1.7	1.1	1.3	1.2
估值					
市盈率(倍)	23.6	20.5	(4.5)	51.8	23.5
核心业务市盈率(倍)	22.1	12.4	(4.5)	51.8	23.5
市净率(倍)	1.6	1.5	1.1	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	25.2	10.9	(10.3)	(11.8)	8.92
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	6.0	(4.6)	18.0	12.1
周转率					
存货周转天数	156.9	148.8	147.4	115.1	115.0
应收帐款周转天数	218.6	220.7	354.9	202.8	182.5
应付帐款周转天数	15.9	21.8	45.6	25.6	24.6
回报率					
股息支付率(%)	5.4	0.0	n.a.	2.4	1.4
净资产收益率(%)	6.8	7.1	(37.2)	4.4	9.1
资产收益率(%)	4.6	8.1	(18.5)	2.2	3.2
已运用资本收益率(%)	0.9	1.0	(4.8)	0.4	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371