

# 昂利康 (002940)

2020年07月25日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

## 业绩低点已过, 特色制剂和原料药驱动公司未来三年净利润年复合增速预计不低于 35%

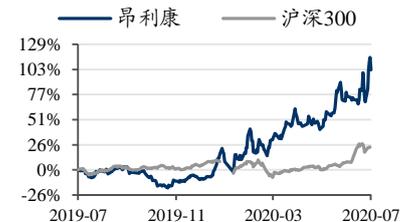
买入 (首次)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,396	1,599	1,908	2,480
同比 (%)	11.2%	14.5%	19.4%	30.0%
归母净利润 (百万元)	112	162	220	296
同比 (%)	3.3%	44.1%	35.9%	34.8%
每股收益 (元/股)	1.25	1.80	2.44	3.29
P/E (倍)	51	35	26	19

### 投资要点

- 2019 年业绩低点已过, 预计未来三年净利润年复合增速不低于 35%:**  
 2017 年后, 制剂业务面临带量采购、两票制等政策大背景竞争加剧, 而原料药和中间体业务由于部分产品停产、销量下滑, 因此 2018、2019 年的净利润增速仅为 7.5%、3.3%。2020-2021 年, 制剂存量核心品种 (苯磺酸左氨氯地平) 一致性评价通过后产品放量, 江苏悦新复产带来原料药和中间体业务改善, alpha 酮酸特色原料药的一期产量爬坡; 2022 年以后, 新型制剂 (alpha 酮酸片等) 有望逐渐获批, alpha 酮酸特色原料药二期产能释放, 公司收入结构得到极大优化。我们判断, 2019 年是公司净利润增速低点, 20-22 年公司净利润年复合增速不低于 35%。
- 制剂业务: 现有品种提供优良现金流, 新型制剂打开公司成长空间。** 现有主力品种苯磺酸左氨氯地平是当前制剂收入主要来源, 现金流情况良好。20-21 年, 公司继续推进优势品种一致性评价工作, 稳住制剂基本盘, 并在头孢克洛缓释片等产品上取得销售突破。22 年开始, 替格瑞洛片、复方  $\alpha$ -酮酸片、艾迪骨化醇、布瓦西坦、LCZ696、碳酸镧、聚卡波非钙等产品预计陆续上市。此类制剂市场空间广阔, 竞争格局良好, 公司在关键中间体和原料药上有较强的竞争优势, 预计此类新型制剂将成为公司收入和利润的重要增量, 支撑数倍的收入增量, 打开成长空间。
- 原料药及中间体业务: 短期看江苏悦新复产, 长期看 alpha 酮酸扩产带来的业绩弹性, 以及其他特色原料药的引入。** 江苏响水事件基本发酵完毕, 江苏悦新有望在 2020 年下半年开始复产, 7-ADCA 和头孢原料药盈利能力恢复 (此前 7-ADCA 亏损 3000 多万, 头孢原料药预计受影响 1000 多万净利)。alpha 酮酸特色原料药公司是国际巨头费森尤斯卡比国内唯一供应商, 该原料药技术壁垒较高, 产品供不应求, 净利率达 35%。公司产能从 150 吨扩张到 750 吨, 产能可以有效消化。我们测算一期新增和二期产能满产后可以实现收入 4.2 亿元 (不含最初的 150 吨), 归属于上市公司 7500 万净利润, 业绩弹性较大。
- 盈利预测与投资评级:** 预计公司 2020-2022 年的收入分别为 16 亿、19、25 亿元, 增速分别为 14.5%、19.4%、30%, 预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.62 亿、2.20 亿、2.96 亿元, 增速分别为 44%、36%、35%, 净利润三年复合增速高达 38%, 预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.80、2.44、3.29 元, 当前股价对应估值分别为 35X、26X、19X。考虑公司 1、制剂业务充分受益于一致性评价和在研产品获批后带来的较大弹性; 2、原料药业务江苏悦欣复产和阿尔法酮酸产能释放带来的收入增长, 参考可比公司估值和增速, 首次覆盖给予“买入”投资评级。
- 风险提示:** 公司产品销售不及预期; 江苏悦新复产进度不及预期; 产品研发进度不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	63.92
一年最低/最高价	25.64/69.79
市净率 (倍)	5.71
流通 A 股市值 (百万元)	2713.40

### 基础数据

每股净资产 (元)	11.19
资产负债率 (%)	27.69
总股本 (百万股)	90.00
流通 A 股 (百万股)	42.45

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 低点已过，制剂和原料药双轮驱动公司未来三年业绩高成长</b> .....	<b>4</b>
1.1. 制剂和原料药是公司当前收入和毛利的主要来源 .....	4
1.2. 方南平先生和吕慧浩先生是公司的实际控制人 .....	4
1.3. 2019 年业绩低点已过，预计未来三年净利润年复合增速不低于 35% .....	5
<b>2. 现有品种提供优良现金流，新型制剂打开公司成长空间</b> .....	<b>6</b>
2.1. 短期（2020-2021 年）看一致性评价后存量制剂放量 .....	6
2.1.1. 苯磺酸左氨氯地平：增长势头良好，提供稳定现金流 .....	7
2.1.2. 头孢克洛缓释片：通过一致性评价进入集采，收入体量有望迅速增大 .....	9
2.2. 中长期（2022 年后）看新制剂获批和引入带来增量收入 .....	10
2.2.1. 复方 $\alpha$ -酮酸片：公司极具优势的大制剂品种，长期收入有望实现十亿以上 .....	10
<b>3. 江苏悦新复产在即，阿尔法酮酸持续扩产，原料药和中间体业务收入有望显著提速</b> .....	<b>12</b>
3.1. 江苏悦新复产在即，头孢原料药和中间体业务迎来拐点 .....	13
3.2. 阿尔法酮酸持续扩产，带来较大的业绩弹性 .....	15
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>16</b>
<b>5. 风险提示：</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 方南平先生和吕慧浩先生是公司的实际控制人.....	5
图 2: 2019 年公司收入增速为 11.2% .....	6
图 3: 2019 年公司净利润增速为 3.3% .....	6
图 4: 苯磺酸氨氯地平样本端销售额约为 7 亿.....	8
图 5: 样本医院氨氯地平片市场份额.....	8
图 6: 昂利康苯磺酸左氨氯地平较快增长.....	8
图 7: 头孢克洛近年来市场规模约为 11 亿.....	10
图 8: 昂利康头孢克洛产品收入情况.....	10
图 9: 样本医院 alpha 酮酸市场规模约为 7.5 亿.....	11
图 10: 样本医院复方 $\alpha$ -酮酸片市场份额 .....	11
图 11: 费卡 2019 年酮酸收入约为 13.5 亿元.....	12
图 12: 头孢氨苄原料药价格走势.....	14
图 13: 头孢拉定原料药价格走势.....	14
图 14: 头孢克洛原料药价格走势.....	14
图 15: 7-ADCA 产品价格走势.....	14
图 16: 江苏悦新处于持续亏损.....	15
图 17: 昂利泰净利润情况.....	16
表 1: 原料药和制剂是公司 2019 年主要收入来源.....	4
表 2: 公司主要制剂产品用途.....	7
表 3: 四代头孢抗生素对比.....	9
表 4: 原料药主要用途.....	13
表 5: 2016 年公司头孢类原料药产量市场份额较高.....	13
表 6: 分项目收入预测表.....	17
表 7: 可比公司估值表.....	18

## 1. 低点已过，制剂和原料药双轮驱动公司未来三年业绩高成长

### 1.1. 制剂和原料药是公司当前收入和毛利的主要来源

公司的业务包括制剂、原料药、药用辅料及其他四类。治疗领域集中在抗感染、泌尿系统、心血管三大领域。具体而言，公司原料药产品主要为口服头孢类抗生素原料药和 alpha 酮酸原料药，均为自有品种。制剂类主要有头孢类抗生素、苯磺酸左旋氨氯地平。药用辅料业务主要是药用空心胶囊产品。

制剂和原料药是公司收入和利润的主要来源。2019 年，公司的收入和毛利规模分别为 14 亿、10 亿，其中制剂和原料药收入和毛利总和分别为 13.7 亿、10 亿，占比分别为 97.9%和 98.5%。

表 1: 原料药和制剂是公司 2019 年主要收入来源

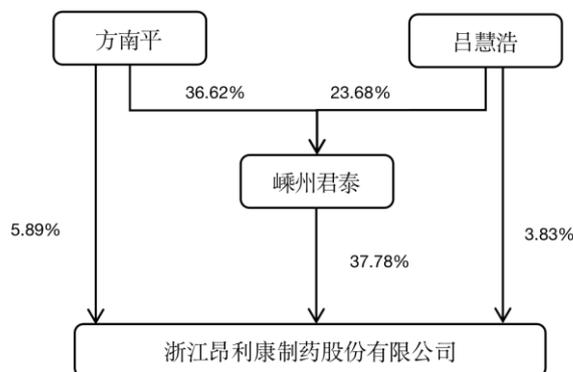
业务	类别	具体产品	收入 (亿)	收入占比	毛利率
制剂	抗高血压类、抗感染类和消化系统类等	苯磺酸左氨氯地平片、硝苯地平缓释片、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠、头孢克肟胶囊等	11	78.57%	85.91%
原料药及中间体	头孢抗生素原料药和中间体、泌尿系统原料药	头孢氨苄、头孢拉定和头孢克洛、7-ADCA、Alpha 酮酸	2.7	19.29%	23.66%
药用辅料及其他	空心胶囊	明胶空心胶囊	0.29	2.07%	48.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：收入和毛利率为 2019 年年报数据。

### 1.2. 方南平先生和吕慧浩先生是公司的实际控制人

公司于 2018 年 10 月在中小板上市，实际控制人是方南平先生和吕慧浩先生，两人合计直接间接持股比例合计 47.5%，叶树祥、杨国栋、徐爱放、潘小云四位董监高合计持股 5%，属于高管持股的民营原料药和制剂一体化企业。

图 1: 截至 2019 年末方南平先生和吕慧浩先生是公司的实际控制人



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 2: 其他董监高持股比例合计为 5.11%

股东姓名	职位	持股数 (万股)	持股占比
叶树祥	董事,原副总经理	185.25	2.06%
杨国栋	副总经理	183.75	2.04%
徐爱放	监事	50	0.56%
潘小云	监事	40.5	0.45%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 2019 年业绩低点已过，预计未来三年净利润年复合增速不低于 35%

2017 年后，制剂业务面临带量采购、两票制政策大背景竞争格局恶化，而原料药业务由于部分产品停产、销量下滑，因此 2018、2019 年的净利润增速仅为 7.5%、3.3%。2020 年一季度在新冠疫情的不利大环境下，实现收入和净利润分别为 3.06 亿元、4179 万，同比增速分别为-20.11%、24.36%。

市场有担心公司存量制剂和原料药竞争加剧，未来成长性受限。实际上，公司多年来精心培育，已在多个特色制剂和原料药布局，即将迎来收获期。

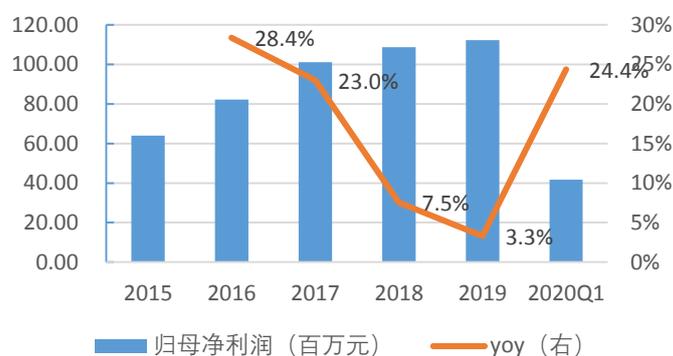
2020-2021 年，制剂存量核心品种（苯磺酸左氨氯地平、头孢克洛缓释片等）一致性评价通过后产品放量，江苏悦新复产带来原料药和中间体业务改善，alpha 酮酸特色原料药的一期产量爬坡；2022 年以后，预计新型制剂（替格瑞洛、alpha 酮酸片等）逐步获批，alpha 酮酸特色原料药二期产能释放，公司收入结构得到极大优化。我们判断，2019 年是公司净利润增速低点，20-22 年公司净利润年复合增速不低于 35%。

图 2：2019 年公司收入增速为 11.2%



数据来源：wind、东吴证券研究所

图 3：2019 年公司净利润增速为 3.3%



数据来源：wind、东吴证券研究所

## 2. 现有品种提供优良现金流，新型制剂打开公司成长空间

### 2.1. 短期（2020-2021 年）看一致性评价后存量制剂放量

公司制剂业务分为自产和合作两类，目前收入占比较高的苯磺酸左氨氯地平、头孢克洛缓释片是自产品牌，哌拉西林他唑巴坦钠是合作品种。一致性评价进度方面，目前在评审的是苯磺酸左氨氯地平片和头孢克洛缓释片（进度处于第一梯队），接下来列入计划的主要是头孢克洛的系列制剂产品和头孢克肟胶囊，以及心血管类的硝苯地平缓释片。苯磺酸左氨氯地平片是第一批报的一致性评价，目前通过了生产现场和临床核查。

表 2: 公司主要制剂产品用途

分类	药品名称	主要用途	类型
抗感染类	注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	用于对本品敏感的葡萄球菌属、大肠杆菌属、枸橼酸杆菌属、克雷伯氏菌属、肠杆菌属、普罗威登斯菌属、绿脓菌属引起的败血症、复杂性膀胱炎、肾盂肾炎的治疗	合作品种
	头孢克洛缓释片	用于治疗金黄色葡萄球菌、溶血性链球菌、肺炎球菌、大肠杆菌、肺炎杆菌、流感杆菌、痢疾杆菌等敏感菌株引起的轻、中度感染	自有品种
	头孢克肟胶囊	用于治疗下列细菌感染性疾病: 1、支气管炎、支气管扩张症(感染时), 慢性呼吸系统感染疾病的继发感染, 肺炎; 2、肾盂肾炎、膀胱炎、淋球菌性尿道炎; 3、胆囊炎、胆管炎; 4、猩红热; 5、中耳炎、副鼻窦炎	自有品种
抗高血压类	苯磺酸左旋氨氯地平片	用于治疗各种类型的高血压及心绞痛	自有品种
	硝苯地平缓释片	用于治疗各种类型的高血压及心绞痛	自有品种
消化系统类	马来酸曲美布汀	用于治疗: 1、胃肠道功能紊乱引起的食欲不振、恶心、呕吐、嗝气、腹胀、腹鸣、腹痛、	合作品种

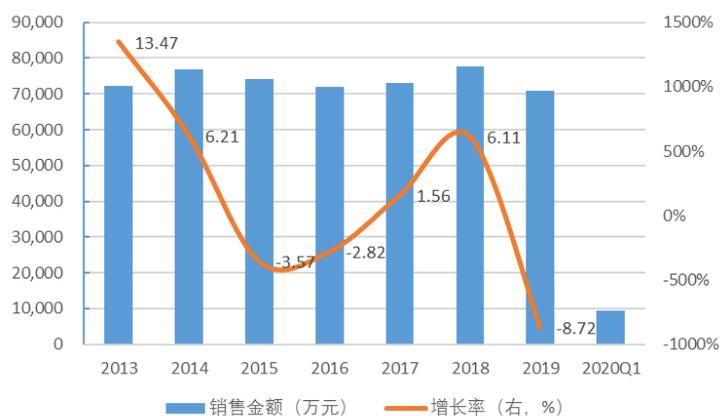
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.1.1. 苯磺酸左氨氯地平: 增长势头良好, 提供稳定现金流

苯磺酸氨氯地平属于第三代钙拮抗剂, 辉瑞公司的产品商品名为“Norvasc”(中文名: 络活喜), 于 1994 年 4 月批准上市。适用于高血压的治疗, 可单独应用或与其他抗高血压药物联合应用; 亦可适用于冠心病的治疗, 包括慢性稳定性心绞痛、血管痉挛性心绞痛以及经血管造影证实的冠心病。氨氯地平在降压的同时可控制心肌缺血, 改善心绞痛发生, 并对心肌无负性肌力作用, 所以对房室传导阻滞伴有高血压的病人, 使用此药无顾虑。心力衰竭病人合并患有高血压和心绞痛时, 该药为首选。而肝功能不全者慎用氨氯地平。用药后极少病例出现头晕、恶心、心悸等不良反应。

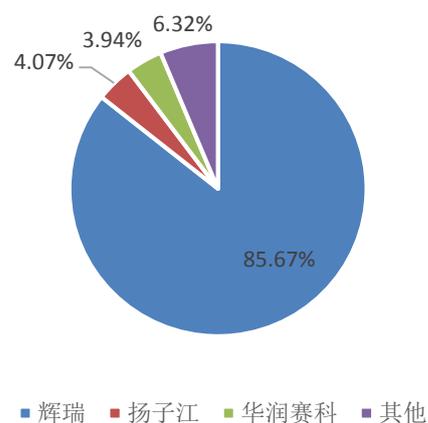
氨氯地平在国内市场上销售的主要产品为苯磺酸氨氯地平片, 其 2019 年在我国样本医院销售额为 7.07 亿元, 较 2018 年下降 8.72%。2020 年一季度受疫情影响, 氨氯地平片在国内销售额为 9304.2 万元 (wind 医药库数据)。

图 4：苯磺酸氨氯地平样本端销售额约为 7 亿



数据来源：wind 医药库、东吴证券研究所

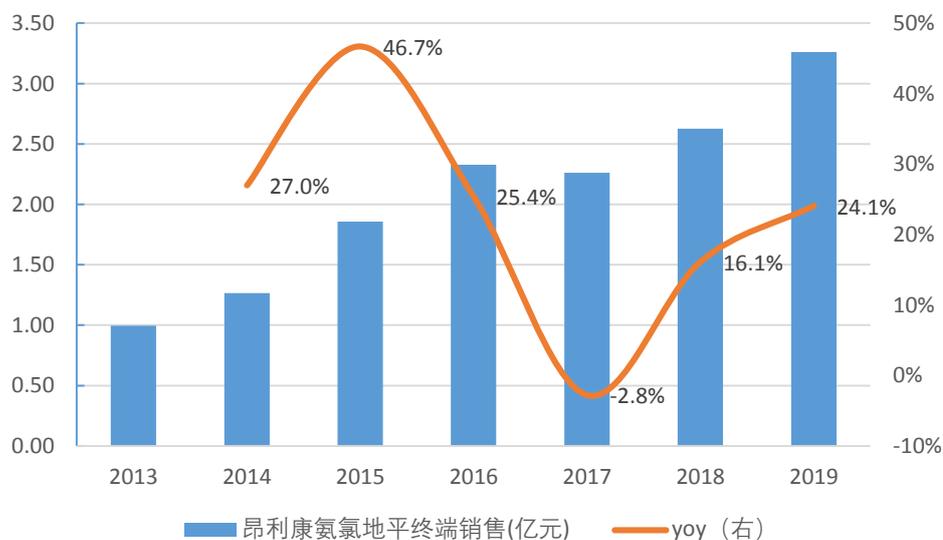
图 5：2019 年样本医院氨氯地平片市场份额



数据来源：wind 医药库、东吴证券研究所

苯磺酸左旋氨氯地平片是一类长效二氢吡啶类降压药物，为第三代钙离子拮抗剂。在临床上，左旋氨氯地平尤其适合老年冠心病患者。与氨氯地平相比，它具有疗效好，不良反应小，用量小的特点。左旋氨氯地平将容易引起水肿等副作用而没有降压作用的“右旋体”进行拆分，保留有降压作用的左旋体。因此左旋氨氯地平片成为我国抗高血压差异化用药市场中强劲增长的品种。国内最早被批准生产左旋氨氯地平的企业为施慧达，其 2019 年氨氯地平药品销售额为 15.57 亿，相较 2018 年上涨 4.15%，19 年市场销售份额占 17.75%，领跑左旋氨氯地平市场。而昂利康作为生产左旋氨氯地平片的一匹黑马，得益于其产业链以及研发平台的优势，近几年快速抢占左旋氨氯地平片市场，除了在 17 年销售额略有下滑，从 2014 年起每年保持较高增长速度，其中 2015 年销售增速达到了 46%。根据 IMS 药品终端数据，2019 年昂利康氨氯地平药品销售额达 3.26 亿，增速为 24.07%，增长势头良好。

图 6：昂利康苯磺酸左氨氯地平较快增长



数据来源：IMS、东吴证券研究所

苯磺酸氨左氯地平片没有国外原研，因此一致性评价和进入集采进度比较慢。公司一致性评价是最快的两个企业之一。公司 2020 年披露的定增预案中，公司拟建设生产 3 吨/a 苯磺酸左氨氯地平原料药项目，增强该领域的原料药供给，提高在集采中的成本优势。

我们预计，该产品进入集采是趋势，公司一致性评价进度领先、逐步具备原料药优势，集采后未来该业务仍可给公司提供可观的利润和现金流。

### 2.1.2. 头孢克洛缓释片：通过一致性评价进入集采，收入体量有望迅速增大

头孢类菌素目前共有四代，其中第二代头孢对革兰氏阴性菌、阳性菌等多种细菌有抗菌作用，被称为广谱抗生素。头孢克洛就是第二代产品中最为广泛使用的品种，主要是通过抑制细胞壁的合成而达到杀菌的作用。临床主要用于敏感细菌引起的扁桃体炎、咽喉炎、支气管炎、肺炎、哮喘和支气管扩张等常规感染，也可以用于急性或慢性的肾盂肾炎、膀胱炎等生殖系统的感染，还可以用于中耳炎、外耳炎、鼻窦炎等。

表 3: 四代头孢抗生素对比

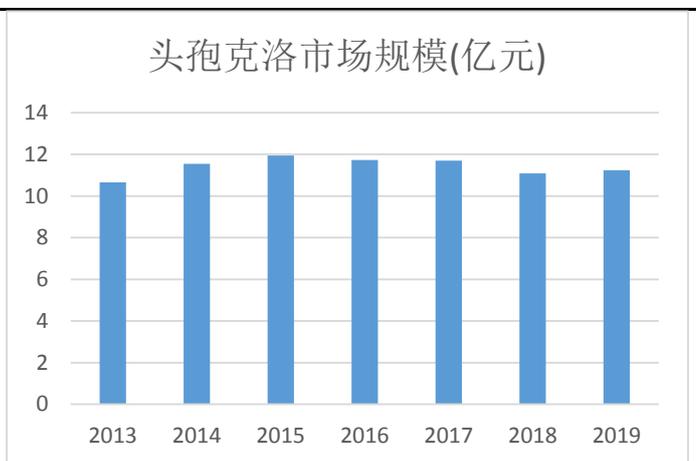
	作用范围	适应症	常用药
第一代	对革兰氏阳性细菌感染，包括耐药金黄色葡萄球菌（简称金葡菌）及耐青霉素的淋病奈瑟菌有抗菌作用	轻中度呼吸道感染（如气管和支气管急性炎症）、尿路感染、皮肤及软组织感染、骨关节及妇产科感染	头孢氨苄、头孢羟氨苄、头孢拉定
第二代	对革兰氏阴性细菌、阳性球菌和流感杆菌有较强抗菌作用（因第二代头孢对革兰氏阴性菌、阳性菌等多种细菌有抗菌作用，故被称为广谱抗生素）。	治疗大肠杆菌、克雷白杆菌、奇异变形杆菌、枸橼酸杆菌、流感嗜血杆菌、淋球菌、脑膜炎球菌、沙门菌属、志贺菌属等所致的呼吸道、胆道、肠道尿路及软组织、骨关节、妇产科感染	头孢孟多、头孢呋辛、头孢西丁、头孢克洛
第三代	对重症耐药甚至严重威胁生命的革兰氏阴性杆菌、厌氧菌和革兰氏阳性菌有很强的抗菌作用	用于败血症、脑膜炎、肺炎、骨髓炎、盆腔炎等严重感染及尿路感染；是大肠杆菌、克雷伯肺炎感染的首选药	头孢噻肟、头孢唑肟、头孢哌酮、头孢曲松、头孢克肟
第四代	作用抗菌谱与抗菌活性与第三代头孢菌素相似，但抗菌谱有了进一步扩大。对革兰氏阳性菌、阴性菌包括肠杆菌属、绿脓杆菌、嗜血杆菌属、奈瑟淋球菌属、葡萄球菌及链球菌（除肠球菌外）都有较强抗菌活性。	主要用于各种严重感染如呼吸道感染、泌尿系统感染、胆道感染、败血症等。	常用药头孢吡肟、头孢匹罗

数据来源：《药理学》、东吴证券研究所

根据 IMS 药品终端数据，近年来头孢克洛国内规模大约为 11 亿元。昂利康该产品

2017 年销售规模约为 4300 万元，市场占比仅为 4%。而 2018 年后，由于技术改造该产品线停产，收入呈现大幅下滑。目前生产线已经逐步恢复，公司在头孢克洛缓释片一致性评价处于领先，有望作为首家企业获批一致性评价，产品纳入集采后，收入体量有望再一次迅速扩大。

图 7：头孢克洛近年来市场规模约为 11 亿



数据来源：IMS、东吴证券研究所

图 8：昂利康头孢克洛产品收入情况



数据来源：IMS、东吴证券研究所

## 2.2. 中长期（2022 年后）看新制剂获批和引入带来增量收入

除了存量制剂以外，公司还推进新型制剂研发进度，2020 年有望实现替格瑞洛片、复方  $\alpha$ -酮酸片、艾迪骨化醇原料及软胶囊注册申报，同时加快布瓦西坦、LCZ696、碳酸镧、聚卡波非钙等品种的药学及临床的研究工作。2022 年及以后，此类竞争格局良好的新型制剂将成为公司收入和利润的重要增量。

### 2.2.1. 复方 $\alpha$ -酮酸片：公司极具优势的大制剂品种，长期收入有望实现十亿以上

$\alpha$  酮酸是羧基在阿尔法碳原子上的酮酸，是一类在生物体内拥有重要作用的有机酸，在氨基酸新陈代谢和维持氧化还原状态的过程中起中心作用。 $\alpha$  酮酸临床应用于提供慢性肾衰患者所需的营养，减少尿毒症的症状；保护残存肾功能，延缓肾脏病进展；在显著减少饮食蛋白质摄入时，仍能保障病人营养；改善肾功能不全所致代谢并发症；改善脂质代谢紊乱；改善内分泌失调。另外，对于必需透析治疗的患者，配合酮酸治疗可以有效降低透析频率，减轻患者的经济负担。

复方  $\alpha$ -酮酸片，原研企业为德国费森尤斯卡比，外文名为 Ketosteril（中文名为开同），于 1999 年在国内上市。该药品配合低蛋白饮食，预防和治疗因慢性肾功能不全而造成蛋白质代谢失调引起的损害。通常用于肾小球滤过率低于每分钟 25 毫升的患者。低蛋白饮食要求成人每日蛋白摄入量为 40 克或 40 克以下。

近年来，伴随着我国高血压、糖尿病、肾炎等相关疾病的逐年高发，慢性肾病的发病率也不可避免的呈现增长化、低龄化的态势。慢性肾病在所有慢性疾病中，保有着较长的病程，患者通常会带病生存 10-15 年，甚至更久。因此，复方  $\alpha$ -酮酸片在很长一段

时间内将处在一个政策温和且市场容量逐步增高的蓝海市场。

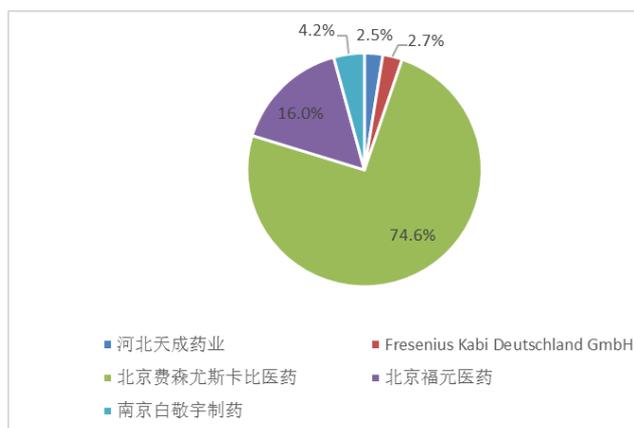
2019年复方 $\alpha$ -酮酸片在国内样本医院销售额达7.5亿元，较2018年提升4.37%。其中市场占有率最高的企业是费森尤斯卡比医药（开同），近几年一直占据着复方 $\alpha$ -酮酸片70%到80%的市场。其在2019年复方 $\alpha$ -酮酸片销售额达5.79亿元，销售份额为77.3%。排名第二的是福元医药（科罗迪），其2019年复方 $\alpha$ -酮酸片销售额为1.2亿元，销售份额为16.02%。费森尤斯卡比和福元医药合计占有约90%的市场，除了两个领跑者，国内还有天成药业（雪特）和白敬宇制药（森同）两家企业生产销售复方 $\alpha$ -酮酸片产品，合计占有剩余10%的市场。

图9：2019年样本医院alpha酮酸市场规模约为7.5亿



数据来源：wind 医药库、东吴证券研究所

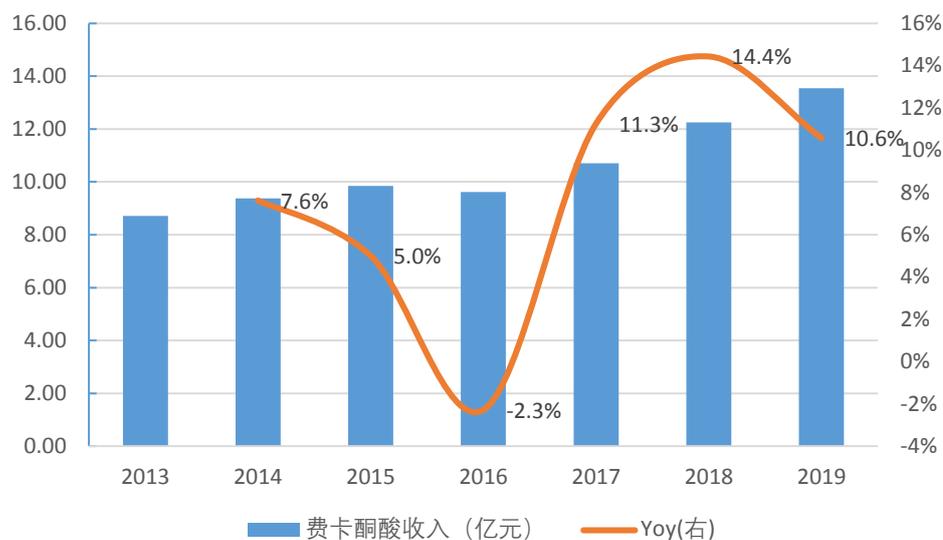
图10：2019年样本医院复方 $\alpha$ -酮酸片市场份额



数据来源：wind 医药库、东吴证券研究所

公司目前申请酮酸制剂，正常进度预计2022年获批。公司在这个品种竞争优势极大，费森尤斯卡比只使用公司的原料药，其他国内企业的原料药来源都不是公司，原料药在产品纯度上差距较大，只有公司的原料与原研一致。Alpha酮酸目前费森尤斯卡比的销售主要还是在三级医院，市场规模很大，由于原料药供给不足市场规模增速不及实际需求增速。公司酮酸产品上市后，可以较大程度地填补费森尤斯卡比在二级医院甚至更基层医疗机构的产品空白。我们预计复方alpha酮酸片未来五年以年复合13%增长(原料药产能增加后行业增速加快)，公司占据市场份额25-30%，则该品种可以实现10亿以上收入。

图 11: 费卡 2019 年酮酸收入约为 13.5 亿元



数据来源: IMS、东吴证券研究所

除 alpha 酮酸制剂外, 公司替格瑞洛等产品市场空间广阔, 竞争格局良好, 公司在关键中间体和原料药上有较强的竞争优势。根据品种的行业规模和公司市场份额, 单个品种大的实现 5-10 亿, 小的品种实现 3-5 亿收入, 预计此类新型制剂将成为公司收入和利润的重要增量, 支撑数倍的收入增量, 打开公司成长空间。

### 3. 江苏悦新复产在即, 阿尔法酮酸持续扩产, 原料药和中间体业务收入有望显著提速

公司的原料药和中间体业务主要由抗感染类药物和泌尿系统类药物组成。前者包括包括头孢拉定、头孢氨苄、头孢克洛三大主要品种原料药和头孢中间体 7-ADCA, 生产主体是分别是母公司和子公司江苏悦新, 后者主要为 alpha 酮酸原料药, 生产主体是子公司昂立泰。

表 4: 原料药主要用途

分类	原料药名称	主要用途
头孢抗生素类	头孢氨苄	第一代头孢类抗生素原料药, 用于生产头孢氨苄制剂
	头孢拉定	第一代头孢类抗生素原料药, 用于生产头孢拉定制剂
	头孢克洛	第二代头孢类抗生素原料药, 用于生产头孢克洛制剂
Alpha 酮酸	消旋羟蛋氨酸钙	
	酮苯丙氨酸钙	
	酮亮氨酸钙	用于生产复方 alpha 酮酸片
	消旋酮异亮氨酸钙	
	酮缬氨酸钙	

### 3.1. 江苏悦新复产在即, 头孢原料药和中间体业务迎来拐点

公司头孢类原料药产品主要包括头孢氨苄、头孢拉定和头孢克洛三大品种。根据工信部发布的《中国医药统计年报化学制药分册》中的产量数据进行测算: 2016 年, 公司头孢氨苄、头孢拉定、头孢克洛产量占国内总产量比例为 43.57%、26.03%、37.99%, 三大市场份额均属行业前列。

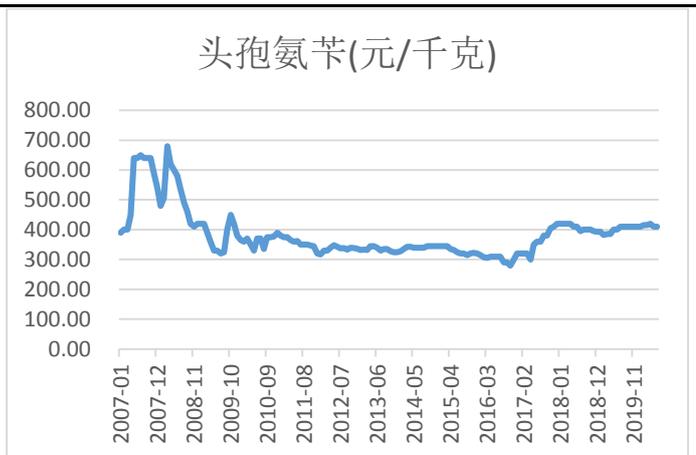
表 5: 2016 年公司头孢类原料药产量市场份额较高

产品名称	行业总产量 (吨)	昂利康总产量 (吨)	昂利康市场份额
头孢氨苄	1136.10	495	43.57%
头孢拉定	1548.16	403	26.03%
头孢克洛	89.50	34	37.99%

数据来源: 工信部, 公司公告, 东吴证券研究所

头孢类原料药为传统大宗原料药, 由于环保要求等因素, 市场进入壁垒较高。因此, 头孢类原料药市场集中度较高, 市场份额主要由具备成熟技术和规模效应的生产厂家瓜分。公司在头孢类原料药领域的主要竞争对手为中化帝斯曼制药有限公司、华北制药股份有限公司、浙江浙邦制药有限公司和浙江东邦药业有限公司。2016 年以来, 受益于环保加严带来的供给受限和行业的稳步增长, 三大头孢原料药的产品价格稳步上行, 但是离历史最高价均还有较高的距离。我们根据产品供需情况判断, 未来几年头孢原料药的产品价格依然稳中有升, 公司自产原料药, 保障了头孢产品的盈利性。

图 12: 头孢氨苄原料药价格走势



数据来源: wind、东吴证券研究所

图 13: 头孢拉定原料药价格走势



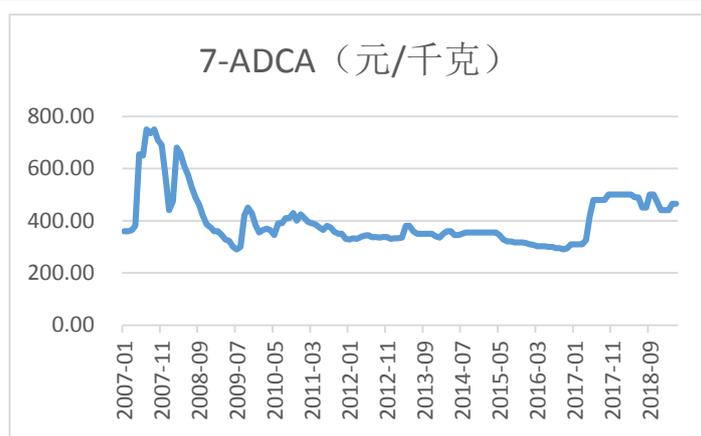
数据来源: wind、东吴证券研究所

图 14: 头孢克洛原料药价格走势



数据来源: wind、东吴证券研究所

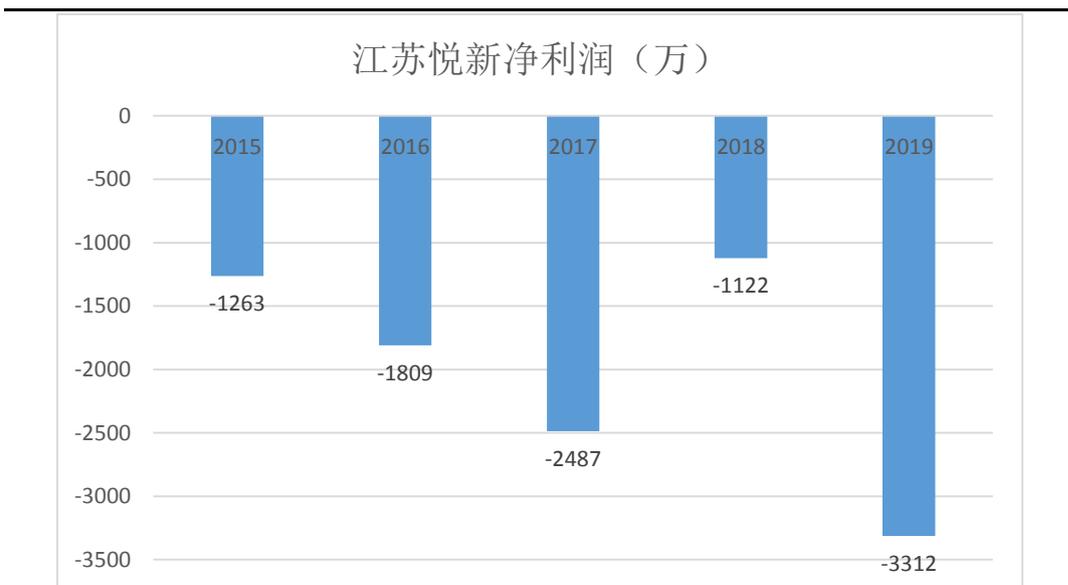
图 15: 7-ADCA 产品价格走势



数据来源: wind、东吴证券研究所

头孢氨苄和头孢拉定的重要中间体为 7-ADCA。生产企业主要有荷兰帝斯曼、山东新时代药业有限公司、江苏九九久科技有限公司和江苏悦华等少数企业，市场呈现寡头垄断格局。2013 年 5 月，公司设立江苏悦新，先后两次收购江苏悦华 100% 股权，主营医药中间体 7-ADCA 的生产，完成了头孢类产品从中间体、原料药、制剂产业链完整的战略布局。2019 年 3 月江苏悦新受响水事件的影响，7-ADCA 此后基本处于停产状态，不仅悦新自身持续亏损，而且对头孢氨苄和头孢拉定两个原料药产品造成了不利影响。我们判断，江苏悦新有望在 2020 年下半年复产，该业务即将迎来拐点。

图 16: 江苏悦新处于持续亏损



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 3.2. 阿尔法酮酸持续扩产，带来较大的业绩弹性

alpha 酮酸原料药是生产复方 alpha 酮酸片的最主要原材料。alpha 酮酸原料药是公司 与费森尤斯卡比的合资项目，2016 年投产，设计产能为 150 吨，2019 年通过增加核心设备对产能进行提升，已具备年产 300 吨的设备能力，由于海外疫情影响，客户认证工作尚未完成。二期计划继续扩到 750 吨，目前在做前期论证。

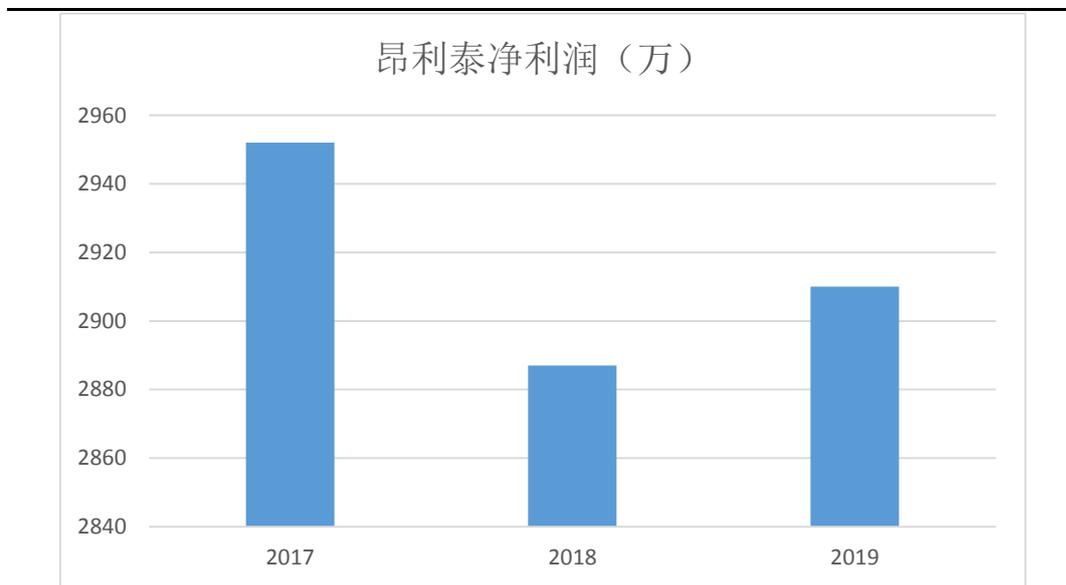
除昂利康外，中国市场还有南京白敬宇制药有限责任公司、浙江新和成股份有限公司、福安药业（集团）股份有限公司、北京万生药业有限责任公司和河北一品制药股份有限公司等 5 家企业能够生产全部 5 种 alpha 酮酸原料药的生产企业。但是目前国内其他原料供应商的产品暂时没有达到费卡的要求，主要在产品杂质处理方面工艺不够。北京费森尤斯卡比医药有限公司作为该品种的原研企业，市场份额最高。根据昂利康、开原亨泰化工、费卡投资签订的《合资企业合同》，以及昂利泰与费森尤斯卡比（德国）签订的《酮酸原材料供应合同》，费卡投资应确保昂利康为向其供应原材料的主要供应商。

公司的 alpha 酮酸原料药持续扩产，产能具备消化基础。首先，公司供应的只是费森尤斯卡比北京的制剂工厂，现有 300 吨/年的产能是原先合资合同约定实施的项目，该部分产能可以有效消化。其次，二期的 450 吨产能，主要针对自给和其他下游客户，等到公司 2022 年前后酮酸片制剂出来后，预计扩产的产能也能消化。

alpha 酮酸原料药运营主体是控股 51% 子公司昂利泰，费森尤斯卡比（中国）投资有限公司持有昂利泰 19% 的股权。2019 年 alpha 酮酸原料药销量大约为 120 吨，对应收入和净利润分别为 8400 万元、2910 万元，我们推测 alpha 酮酸原料药吨售价大约为 70 万元，比招股说明书披露的 2017-2018 年平均售价略有上涨。假设产品价格维持在 70

万元/吨,昂利泰一期新增和二期产能满产后可以实现收入 4.2 亿元(不含最初的 150 吨),按照 35%净利润来算实现净利润 1.47 亿元,归属于上市公司 7500 万,相当于公司 2019 年归母净利润净利润的 67%,阿尔法酮酸持续扩产,带来较大的业绩弹性。

图 17: 昂利泰净利润情况



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

我们基于以下几点做盈利预测:

- 1、制剂部分: 预计头孢克洛缓释片一致性评价在 2020 年下半年通过, 2021 年开始贡献收入; 苯磺酸左氨氯地平 20-21 年维持稳步增长, 22 年可能纳入集采, 收入体量有所下降; 新型制剂替格瑞洛、alpha 酮酸在年中获批, 22 年贡献部分收入。
- 2、原料药和中间体部分: 江苏悦新在 20 年三季度复产, 贡献 20 年 Q4 收入; alpha 酮酸原料药 20-22 年销量分别为 150、225、300 吨。
- 3、药用辅料业务: 收入和利润率维持不变。
- 4、不考虑其他并购。

表 6: 分项目收入预测表

(百万元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>合计</b>								
收入	774	672	873	1255	1396	1599	1908	2480
成本	595	455	410	378	375	466	543	685
毛利率	23%	32%	53%	70%	73%	71%	72%	72%
<b>1. 制药业务</b>								
收入	317	295	504	935	1096	1228	1462	1937
成本	182	143	142	144	154	196	219	291
毛利率(%)	43	52	72	85	86	84	85	85
<b>1.1 制药业务-自有产品</b>								
收入	193	191	339	608	734	852	1022	1431
其中: 苯磺酸左旋氨氯地平片								
收入	94	115	237	545	621	714	764	810
<b>1.2 制药业务-合作产品</b>								
收入	124	105	165	327	362	376	440	506
<b>2、原料药业务</b>								
收入	410	343	339	303	271	333	400	488
成本	376	291	243	222	207	250	300	366
毛利率(%)	8	15	28	27	24	25	25	25
其中: Alpha 酮酸								
收入	5	44	74	81	84	168	210	285
<b>3、药用辅料业务 (明胶空心胶囊)</b>								
收入	22	20	14	16	14	20	25	30
成本	15	13	10	12	10	14	18	21
毛利率(%)	33	33	28	23	29	29	29	29

数据来源: wind、东吴证券研究所。注: 标黑框数据为东吴医药根据公司公告数据测算所得。

预计公司 2020-2022 年的收入分别为 16 亿、19 亿、25 亿元, 增速分别为 14.5%、19.4%、30%, 预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.62 亿、2.20 亿、2.96 亿元, 增速分别为 44%、36%、35%, 净利润三年复合增速高达 38%, 预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.80、2.44、3.29 元, 当前股价对应估值分别为 35X、26X、19X。考虑公司 1、制剂业务充分受益于一致性评价和在研产品获批后带来的较大弹性; 2、原料药业务江苏悦欣复产和阿尔法酮酸产能释放带来的收入增长, 参考可比公司估值和增速, 首次覆盖给予“买入”的投资评级。

表 7: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603811.SH	诚意药业	25.48	1.01	1.44	1.83	25	18	14
000739.SZ	普洛药业	23.30	0.64	0.83	1.07	36	28	22
000756.SZ	新华制药	11.99	0.65	0.83	1.1	18	14	11
300584.SZ	海辰药业	33.2	0.88	1.02	1.21	38	33	27
	平均					29	23	19
002940.SZ	昂利康	63.92	1.8	2.44	3.29	35	26	19

数据来源: wind、东吴证券研究所。股价为 2020 年 7 月 24 日收盘价格。昂立康为东吴医药预测, 其他公司 EPS 和估值为 wind 一致预期。

## 5. 风险提示:

- 1、公司产品销售不及预期: 公司当前左氧氟地平等品种进入一致性评价, 集采降价收入可能低于预期; 复方 alpha 酮酸等制剂由于市场开拓等原因也可能收入不及预期;
- 2、江苏悦新复产进度不及预期: 按照政府批复进度和公司规划, 江苏悦新将于 2020 年 Q4 复产, 但是依然会存在复产进度不及预期的可能, 导致公司 2020 年的业绩低于预期;
- 3、研发进度不及预期: 公司在制剂领域投入较多研发费用, 但是制剂能否获批、获批进度均存在着不确定性, 可能会不及预期。

## 昂利康三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>978</b>	<b>1,262</b>	<b>1,326</b>	<b>1,807</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,396</b>	<b>1,599</b>	<b>1,908</b>	<b>2,480</b>
现金	528	505	723	719	减:营业成本	375	466	543	685
应收账款	155	279	216	442	营业税金及附加	14	19	22	29
存货	139	247	203	364	营业费用	765	886	1,065	1,375
其他流动资产	156	232	183	281	管理费用	65	82	101	130
<b>非流动资产</b>	<b>407</b>	<b>411</b>	<b>433</b>	<b>502</b>	财务费用	-20	-9	-17	-16
长期股权投资	24	39	46	57	资产减值损失	-3	-3	-4	-5
固定资产	262	287	327	408	加:投资净收益	-14	-4	-6	-7
在建工程	42	38	36	41	其他收益	0	0	0	0
无形资产	39	35	31	27	<b>营业利润</b>	<b>155</b>	<b>219</b>	<b>301</b>	<b>405</b>
其他非流动资产	40	40	39	39	加:营业外净收支	-1	2	0	1
<b>资产总计</b>	<b>1,385</b>	<b>1,674</b>	<b>1,758</b>	<b>2,308</b>	<b>利润总额</b>	<b>154</b>	<b>222</b>	<b>301</b>	<b>406</b>
<b>流动负债</b>	<b>355</b>	<b>552</b>	<b>442</b>	<b>712</b>	减:所得税费用	27	40	54	73
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	14	20	27	37
应付账款	76	159	116	231	<b>归属母公司净利润</b>	<b>112</b>	<b>162</b>	<b>220</b>	<b>296</b>
其他流动负债	279	393	327	480	EBIT	138	206	283	385
<b>非流动负债</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	EBITDA	176	244	330	445
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	13	13	13	13	<b>重要财务与估值指 标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>369</b>	<b>565</b>	<b>456</b>	<b>725</b>	每股收益(元)	1.25	1.80	2.44	3.29
少数股东权益	51	71	99	135	每股净资产(元)	10.72	11.52	13.38	16.09
归属母公司股东权益	965	1,037	1,204	1,448	发行在外股份(百万 股)	90	90	90	90
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,385</b>	<b>1,674</b>	<b>1,758</b>	<b>2,308</b>	ROIC(%)	11.6%	16.1%	19.1%	21.6%
					ROE(%)	12.4%	16.4%	19.0%	21.0%
					毛利率(%)	73.1%	70.9%	71.5%	72.4%
					销售净利率(%)	8.0%	10.1%	11.5%	12.0%
					资产负债率(%)	26.6%	33.8%	25.9%	31.4%
					收入增长率(%)	11.2%	14.5%	19.4%	30.0%
					净利润增长率(%)	3.3%	44.1%	35.9%	34.8%
					P/E	51	35	26	19
					P/B	5.93	5.52	4.75	3.95
					EV/EBITDA	29.27	21.31	15.19	11.37

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>