

立足海洋，扎根健康，制剂原料药一体化优势企业

买入（首次）

2021年03月09日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004
021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	681	808	1,029	1,260
同比（%）	24.8%	18.6%	27.4%	22.5%
归母净利润（百万元）	131	163	229	308
同比（%）	35.6%	24.4%	40.0%	34.5%
每股收益（元/股）	0.79	0.98	1.37	1.84
P/E（倍）	27.39	22.01	15.73	11.70

投资要点

■ 公司是国内海洋生物医药制造龙头企业，拥有制剂原料药一体化优势。公司地处浙江温州，在海洋生物药物方面有着得天独厚的优势。现有核心品种盐酸氨基葡萄糖原料药产能及制剂销量位于国内行业前列。此外，公司最早涉及利用超级色谱技术生产高纯度鱼油 EPA 的制药企业，产品将于 2021 年上半年试生产。可以说，公司以海洋生物医药、中医药等为主要发展方向，原料药和制剂一体化形成完整产业链，辐射带动海洋健康产业转型升级。

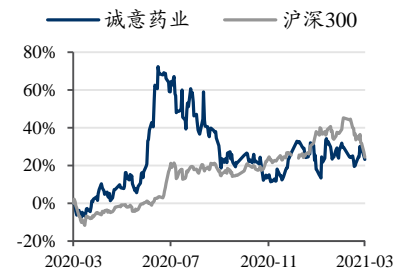
■ 氨糖市场空间广阔，公司医院端和药店端同时发力，预计 2025 年将成为收入 10 亿元+品种。氨糖在中国有 5000 万以上的适应群体，是治疗和护理骨关节炎的重要品种。公司盐酸氨基葡萄糖进入第三批带量采购，量价齐升，预计医院端收入提高近 5 倍，占据医院市场近 40% 的市场份额。同时在 OTC 端与全国知名连锁药店国大药房、益丰药房、高济医药等密切合作，迅速拓展渠道端。根据我们的判断，公司盐酸氨基葡萄糖产品预计 2021 年收入达到 3 亿元以上，2025 年成为 10 亿元以上品种。

■ 其他产品具备原料制剂一体化优势，积极寻求投资机会。托拉塞米、天麻素原料药、硫唑嘌呤原料药等产品在各自细分市场的占有率处于行业领先地位。公司在主业稳定增长同时，也在医药行业内寻找外部投资机会。公司 18 年 10 月收购了福建华康，进一步拓展产业链，制剂毛利率持续上升。2020 年 5 月以来，公司收购浙江康乐 28.77% 股权，不仅获得丰厚的投资收益，而且在海外渠道方面给公司一些协同。产品管线方面，公司不断通过自研和并购拓展品类，近年来维生素 K1 放量迅速，后续有门冬氨酸鸟氨酸等品种持续贡献业绩。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 8.08、10.29、12.60 亿元，增速分别为 18.6%、27.4%、22.5%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.63、2.29、3.08 亿元，增速分别为 24.4%、40.0%、34.5%。2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.98、1.37 和 1.84 元，当前股价对应估值分别为 22X、16X、12X。我们认为公司核心产品盐酸氨基葡萄糖受益于集采入围、营销改革等因素正处于放量期，原料药制剂一体化竞争优势显著，现金流等各项财务指标优秀，估值有望修复，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

■ 风险提示：氨糖在新拓展的零售终端销售不达预期；利尿药物市场竞争加剧；带量采购政策推进速度超预期；销售费用增长过快等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.55
一年最低/最高价	15.69/31.50
市净率(倍)	4.43
流通 A 股市值(百万元)	3598.68

基础数据

每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	32.57
总股本(百万股)	166.99
流通 A 股(百万股)	166.99

相关研究

内容目录

1. 稳步前进的“小而美”公司，未来成长可期	4
1.1. 具备原料制剂一体化优势，持续整合产业链	4
1.2. 公司小步快跑，业务经营稳健	4
2. 盐酸氨基葡萄糖制剂：市场快速增长，集采促进产品放量	6
2.1. 氨糖市场空间广阔，市场规模快速增长	6
2.1.1. 骨关节炎患者群庞大，老龄化加剧催化市场扩容	6
2.1.2. 氨糖是主流的骨关节炎治疗和保健产品，市场规模快速增长，竞争格局良好 ..	7
2.2. 公司成本优势领先，集采中标后迅速放量，重塑院内市场格局	9
2.3. 院外市场受集采影响有限，渠道改革持续发力	11
3. 其他产品具备原料制剂一体化优势，积极寻求投资机会	12
3.1. 托拉塞米制剂市场份额逐年提升，多款原料药行业领先	12
3.2. 收购浙江康乐，助力业务协同	12
3.3. 建设高纯度鱼油 EPA（原料药）项目，海洋生物优势进一步凸显	13
4. 盈利预测与估值	15
5. 风险提示	17

图表目录

图 1: 颜贻意是公司实际控制人 (截止 2020 年三季报)	4
图 2: 公司营业收入增长 2018 年后明显提速	5
图 3: 公司归母净利润增长 2018 年后明显提速	5
图 4: 公司主营收入占比变化	5
图 5: 公司产品毛利和毛利率情况	5
图 6: 公司不同治疗领域产品收入及结构 (亿元)	6
图 7: 公司不同治疗领域产品毛利率情况	6
图 8: 我国不同部位 OA 患病率	7
图 9: 我国 OA 患病率随年龄增长逐渐升高	7
图 10: 国内盐酸氨基葡萄糖制剂市场销售情况	9
图 11: 2015 年氨基葡萄糖制剂竞争格局	9
图 12: 公司盐酸氨基葡萄糖制剂收入及增速	9
图 13: 2020 年集采后氨基葡萄糖制剂院内市场竞争格局估算	11
图 14: 样本医院托拉塞米注射剂型竞争格局	12
图 15: 公司托拉塞米制剂营收情况	12
图 16: 2015-2020 年前三季度康乐药业营收及增速	13
图 17: 2015-2020 年前三季度康乐药业归母净利润及增速	13
图 18: n-6、n-3 多不饱和脂肪酸的体内代谢及衍生	14
表 1: 公司主要治疗领域产品	6
表 2: 骨关节炎药物治疗方案对比	7
表 3: 第三批国家药品带量采购氨基葡萄糖制剂中标结果	10
表 4: 第三批国家组织药品带量采购氨基葡萄糖制剂约定采购情况	10
表 5: 2018-2022E 年公司主营业务收入预测	16
表 6: 2020-2022 年可比公司估值表	17

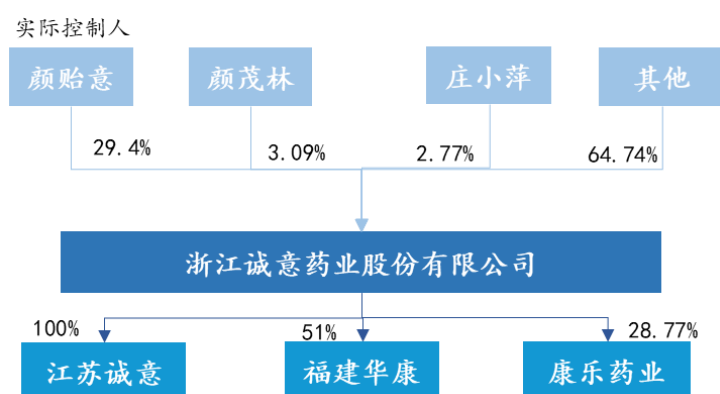
1. 稳步前进的“小而美”公司，未来成长可期

1.1. 具备原料制剂一体化优势，持续整合产业链

公司创办于1966年10月，前身是温州市第三制药厂，2001年，温三药改制设立浙江诚意，现为一家专业从事制剂及原料药的研发、生产和销售的制药企业。公司是国内最早走出国门的制药企业之一，从1998年起，公司连续通过澳大利亚TGA、美国FDA、英国MHRA、德国药监部门等认证，成为全球医药产业中重要的原料药供应商。2017年3月，公司在上交所主板上市，募集资金净额2.8亿元。截至2020年，公司及子公司拥有69个药品生产批准文号，其中37个品规被列入国家医保目录，14个药物被列入国家基本药物目录；拥有4个国家新药品种，其中有3个二类新药，1个四类新药。

公司股权结构相对集中，通过收购兼并形成纵向产业链整合和横向业务线拓展。董事长颜贻意具有50余年业内从业经验，直接持股29.4%，为公司实际控制人，其他多位高管以及核心骨干均持有公司股权。目前公司子公司中江苏诚意和福建华康主要为公司产品提供生产必须的原料药，康乐药业主营药品中间体及制剂出口，均与公司业务线产生协同或拓展作用。

图1：颜贻意是公司实际控制人（截止2020年三季报）

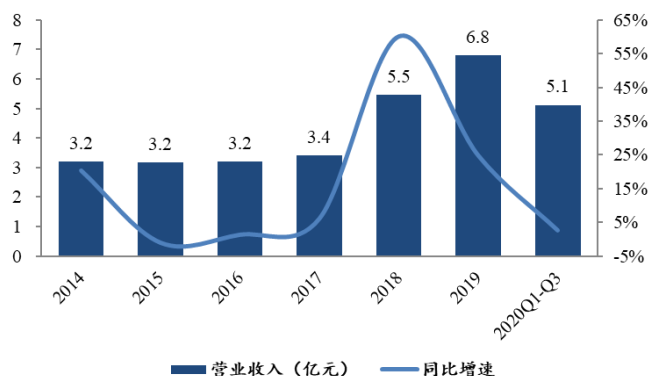


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 公司小步快跑，业务经营稳健

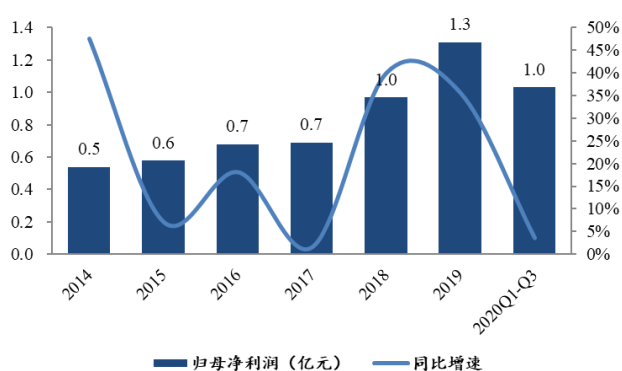
公司业绩情况：近年来公司业绩表现良好。2014-2017年间，公司收入较为平稳。2017年上市后，公司深耕营销网络建设，持续加强重点制剂产品销售，优化营销考核激励机制，叠加“两票制”全面推行的影响，促进多款制剂产品销量增长，公司业绩明显提升。2020年上半年，受疫情影响，公司销售收入同比小幅下降，三季度末，随着公司主营产品盐酸氨基葡萄糖胶囊进入全国集采并开始落地执行，该产品销售额显著提升，此外公司新收购江苏诚意和福建华康，业绩均有较大提升，我们预计2020年四季度归母净利润同比增长89%左右，全年归母净利润增加0.3亿元左右，同比增长超过20%。

图 2：公司营业收入增长 2018 年后明显提速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

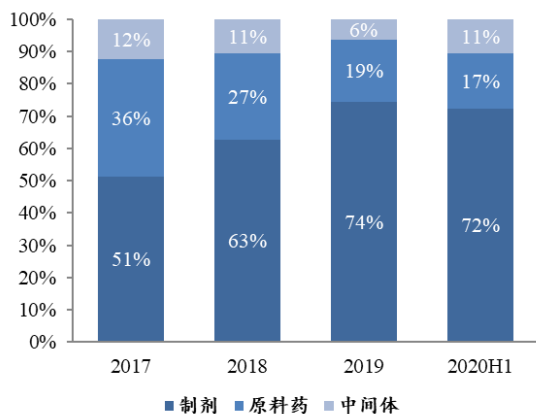
图 3：公司归母净利润增长 2018 年后明显提速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

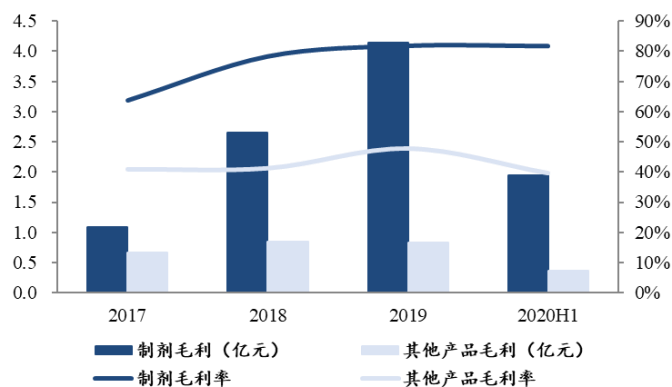
公司主营业务结构：高毛利制剂业务占比逐步提高。分板块来看，公司业务包括制剂、原料药和中间体三大板块，早在 2011 年，公司收入主要来自于原料药，占比 52%，制剂收入占比仅 29%。由于制剂毛利率比原料药和中间体高，公司在原料药优势的背景下，适当拓展产业链，充分发挥原料制剂一体化的成本领先优势，逐步将经营重心转向制剂业务。目前制剂产品已是公司收入和毛利的主要来源，2019 年收入占比达 74%，毛利占比达到 83%。

图 4：公司主营收入占比变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司产品毛利和毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

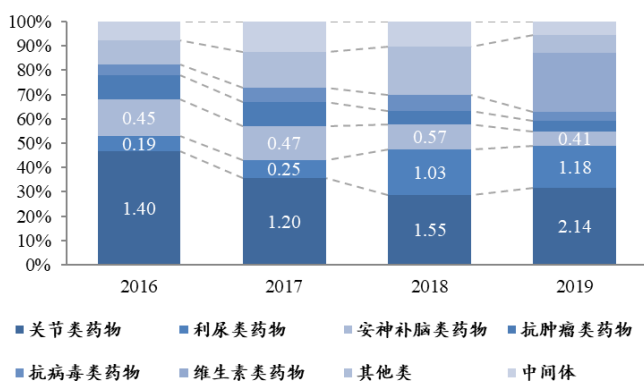
产品结构逐渐丰富，主要产品毛利率高。按照治疗领域来分，公司产品分为关节类、利尿类、安神补脑类、抗肿瘤类、维生素、中间体及其他等产品。公司最重要的产品是关节炎治疗药物盐酸氨基葡萄糖，早年收入占比一度超过 40%，毛利占比超过 60%。近年来，随着公司托拉塞米、天麻素、维生素等产品持续放量，公司产品结构逐步改善。从毛利率角度看，利尿类和维生素类产品毛利率超过 90%，关节类和抗肿瘤药物超过 70%，盈利能力较强。

表 1: 公司主要治疗领域产品

治疗领域	原料药	制剂
关节类药物	盐酸氨基葡萄糖原料药	盐酸氨基葡萄糖胶囊
抗病毒药物	利巴韦林原料药	利巴韦林注射液及胶囊
	阿昔洛韦原料药	阿昔洛韦胶囊
利尿类药物	托拉塞米原料药	托拉塞米注射剂及胶囊
抗肿瘤药物	硫唑嘌呤原料药	/
安神补脑类药物	天麻素原料药	/
维生素类	/	维生素 K1、维生素 C 注射液
其他类	/	/
中间体	核苷酸类、果糖类、嘌呤类	

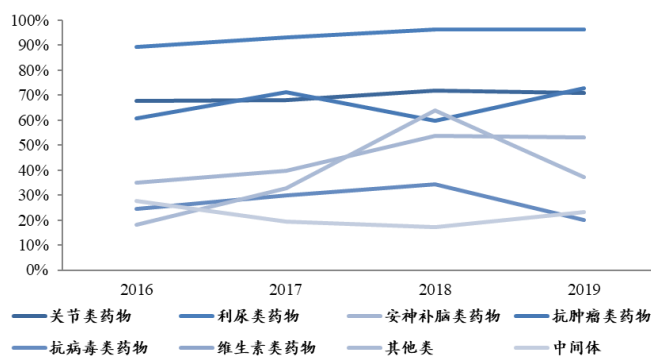
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6: 公司不同治疗领域产品收入及结构 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 公司不同治疗领域产品毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盐酸氨基葡萄糖制剂：市场快速增长，集采促进产品放量

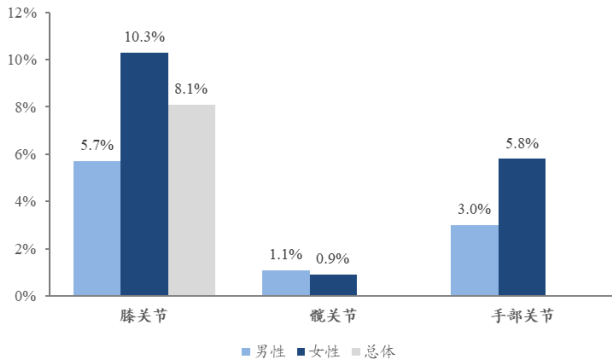
2.1. 氨糖市场空间广阔，市场规模快速增长

2.1.1. 骨关节炎患者群庞大，老龄化加剧催化市场扩容

骨关节炎(osteoarthritis, OA)是一种严重影响患者生活质量的慢性退行性关节疾病，主要症状为关节疼痛、肿胀、僵硬、活动受限、畸形，严重时甚至失去活动能力，进而增加全因死亡率，是全球第四大致残性疾病。骨关节炎好发于膝、髋、踝、手、颈椎、腰椎等负重大、活动多的关节，不同关节部位的骨关节炎患病率不同，最常见的为膝关节骨关节炎。据中国健康与养老追踪调查数据库，2018年，我国膝关节 OA 患病率达 8.1%，国际调查显示美国、欧洲、加拿大等地膝关节 OA 患病率均超过 10%。此外，手部关节的男性和女性患病率分别为 3%和 5.8%，髋关节患病率在 1%左右。

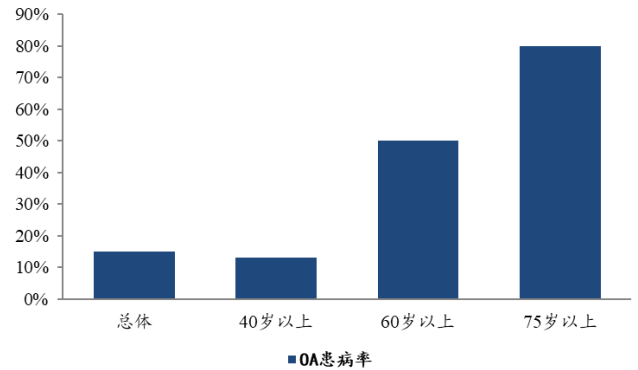
随着年龄增长，骨关节炎发生率明显增加，此外，骨关节炎也与肥胖、炎症、损伤、遗传等多因素明显相关。根据《我国骨性关节炎流行病学调查现状》统计，截至2017年，我国骨关节炎的总患病率约为15%，40岁以上的患病率则为10%-17%，60岁以上达50%，而在75岁以上则高达80%。由此我们估算，我国骨关节炎患者至少在5000万以上，该数据将随着人口老龄化以及肥胖率提高而迅速增加。

图 8：我国不同部位 OA 患病率



数据来源：《2018 年骨关节炎诊疗指南》，东吴证券研究所
注：手部关节统计口径为城市人口

图 9：我国 OA 患病率随年龄增长逐渐升高



数据来源：廖德发《我国骨性关节炎流行病学调查现状》，东吴证券研究所

2.1.2. 氨糖是主流的骨关节炎治疗和保健产品，市场规模快速增长，竞争格局良好

OA 的治疗目的是缓解疼痛，延缓疾病进展，矫正畸形，改善或恢复关节功能，提高患者生活质量，总体治疗原则是阶梯化及个体化治疗，根据患者情况和病情依次选择基础治疗、药物治疗和手术治疗，对于病情加重的中期及以后患者，主要选用药物治疗。

不同于其他抗炎止痛药，氨糖抑制致病机理，既能抗炎止痛又可延缓骨性关节炎发展，且副作用小。氨糖的全称为 D-氨基葡萄糖，是葡萄糖 2 位上的羟基被氨基完全取代，是形成软骨细胞的重要营养素之一，同时也是软骨基质和关节液的基本成分。大量研究表明，氨糖可阻断骨关节炎的发病机制，促使软骨细胞合成具有正常结构的蛋白多糖，并抑制损伤组织和软骨的酶（如胶原酶、磷脂酶 A2）的产生，减少软骨细胞的损坏，改善关节活动，缓解关节疼痛，延缓骨关节炎病程。从 20 世纪末开始，在美国及欧洲各国，氨基葡萄糖作为治疗骨关节炎的首选对因治疗药物得到了广泛应用。氨基葡萄糖治疗早、中期骨关节炎的安全性非常好，体现在用药过程中不良事件非常少，患者的用药依从性令人满意。

表 2：骨关节炎药物治疗方案对比

OA 治疗药物	药物介绍	潜在风险
非甾体类抗炎药物	缓解疼痛、改善关节功能最常用的药物，包括局部外用药物和全身应用药物，中、	需注意局部皮肤、上消化道等不良反应的发生，心血管疾病危险性高患者慎用

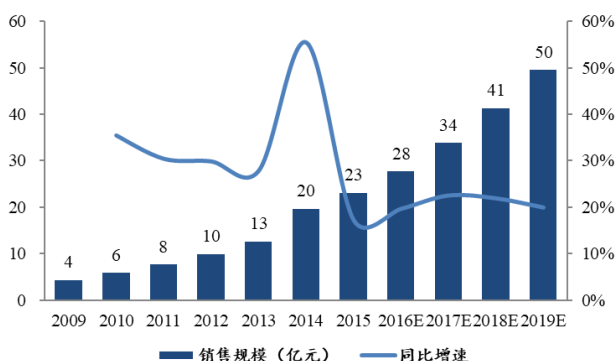
	重度疼痛可联合使用	
镇痛药物	对 NSAIDs 类药物治疗无效或不耐受者，如非 NSAIDs 类药物、阿片类镇痛剂、对乙酰氨基酚与阿片类药物的复方制剂	阿片类药物的不良反应和成瘾性发生率相对较高
关节腔注射药物	可有效缓解疼痛，改善关节功能。包括糖皮质激素、玻璃酸钠、医用几丁糖、生长因子和富血小板血浆等	侵入性治疗会增加感染风险，必须严格无菌操作及规范操作；糖皮质激素反复多次应用会对关节软骨产生不良影响，玻璃酸钠在软骨保护和延缓疾病进程中的作用尚存争议，生长因子和富血小板血浆的作用机制及长期疗效尚需进一步研究
缓解 OA 症状的慢作用药物	包括双醋瑞因、氨基葡萄糖等，有研究表明其有缓解疼痛症状、改善关节功能、延缓病程进展的作用	临床疗效尚存争议，对有症状的 OA 患者可选择性使用
抗焦虑药物	应用于长期持续疼痛的 OA 患者，尤其是对 NSAIDs 类药物不敏感的患者，短期内达到缓解疼痛、改善关节功能的目的	存在口干、胃肠道反应等不良反应，尚需进一步的远期随访研究证明其在 OA 治疗中的作用
中成药	包括含有人工虎骨粉、金铁锁等有效成分的口服中成药及外用膏药	作用机制和长期疗效尚需高级别的研究证据

数据来源：《2018 年骨关节炎诊疗指南》，东吴证券研究所

氨糖市场规模快速增长，终端已达百亿元市场空间，药品和保健品各占半壁江山。在我国，氨糖是主流的骨关节炎治疗和保健产品，两类产品的市场销售份额接近。治疗药品属于 OTC，2017 年纳入医保乙类，销售渠道包括医院和零售药店。根据南方所数据，近年来氨糖制剂销售额以每年 20% 以上的增速向上攀升，明显高于骨关节炎总体用药市场的增速，极具市场潜力，同时 CFDA 南方所预计 2019 年市场规模有望达 50 亿元。根据南方所，2016 年中国公立医院氨糖制剂的销售额 20.5 亿元，根据第三批国家药品集中带量采购文件中公布的约定采购量数据估算，2019 年终端销售额约为 50 亿元，对应出厂价规模约为 15 亿元。

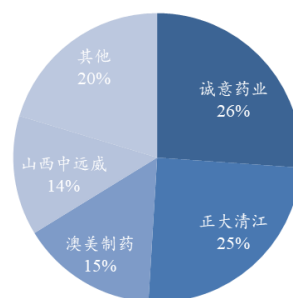
竞争格局良好，公司市场领先。2015 年，国内生产盐酸氨基葡萄糖制剂排在前四位的厂家依次为浙江诚意药业（商品名：维尔固）、江苏正大清江制药（商品名：九力）、澳美制药（商品名：奥泰灵）和山西中远威药业（商品名：葡立），四家产品占比合计为 80% 以上。从销量来看，诚意药业产品占比约为 26%，排名全市场第一。

图 10: 国内盐酸氨基葡萄糖制剂市场销售情况



数据来源: CFDA 南方所, 东吴证券研究所

图 11: 2015 年氨基葡萄糖制剂竞争格局

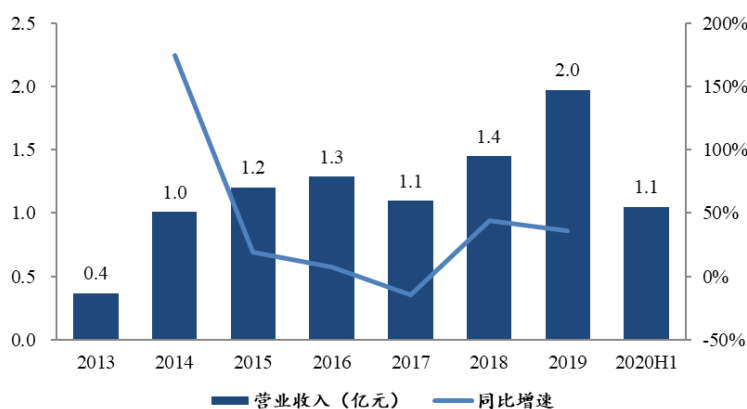


数据来源: CFDA 南方所, 东吴证券研究所

2.2. 公司成本优势领先, 集采中标后迅速放量, 重塑院内市场格局

盐酸氨基葡萄糖制剂为公司核心产品, 近年销售额相对稳定增长。2020 年前, 诚意药业的盐酸氨基葡萄糖制剂主要在零售药店渠道销售, 医院端约占 10%。根据公司报表披露, 2017 年以后, 公司开展营销改革等系列工作, 氨糖营收快速增长, 2019 年实现收入 1.97 亿元, 同比增长 36%, 2020 年半年度实现营收 1.05 亿元。

图 12: 公司盐酸氨基葡萄糖制剂收入及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

公司原料制剂一体化, 具备成本领先优势。氨糖的原料是以蟹壳和虾壳中的甲壳素水解制备, 即将虾蟹的甲壳通过酸碱除杂处理脱脂脱钙去除蛋白质后即可得到甲壳素, 甲壳素筛选后再经水解纯化就可制备氨基葡萄糖。该产品由于量轻体积大不方便运输, 公司利用区位优势成为国内盐酸氨基葡萄糖主要的原料药厂商, 拥有原料药和制剂生产双批文, 在整个产业链上形成领先的成本优势。

公司集采最低价中标, 凭借成本优势实现量价齐升。2020 年 3 月 19 日, 公司发布公告, 氨糖胶囊率先通过一致性评价, 随后浙江海正、正大清江、澳美制药陆续通过一致性评价。8 月 20 日, 公司氨糖胶囊参加第三批国家组织药品集中带量采购, 报价比其

他中选产品低 25%以上，凭借绝对的成本优势于第一顺位中标。经我们测算，公司产品集采中标价距出厂价还有 20%的空间，可充分实现以价换量。

表 3: 第三批国家药品带量采购氨基葡萄糖制剂中标结果

中选企业	剂型	规格	包装	中选价格 (元)	差比价(换算 成 0.75g)
浙江诚意	胶囊剂	0.75g	30 粒/瓶	22.52	0.75
			60 粒/瓶	43.91	0.73
江苏正大清江	片剂	0.75g	90 片/瓶/盒	89.39	0.99
澳美制药	胶囊剂	0.75g	30 粒/盒	31.27	1.04
			20 粒/盒	21.16	1.06
浙江海正	胶囊剂	0.25g	24 粒/盒	9.18	1.15

数据来源：上海阳光医药采购网，东吴证券研究所

公司医院端氨糖迅速放量，年销售额有望增长 5 倍。2020 年 10 月底开始，各省陆续执行氨糖集采中标结果，执行周期为 3 年。公司选择的供应地区包括北京、天津、上海、重庆、四川等九省市，其中上海和北京占氨糖药品 22%院端市场份额。集采前，公司产品医院端销售额约在 2000-3000 万元/年。本次集采后，公司产品首年约定采购合同中拟中标数量 10998 万粒，换算成合同内销售额为 8255 万元，考虑到医院报量偏保守、集采执行力度超预期等因素，估计公司将获得全国氨糖医疗市场 40%份额，首年营收有望达到 1.5 亿元，3 年采购周期内预期为公司贡献营收超 4 亿元。

表 4: 第三批国家组织药品带量采购氨基葡萄糖制剂约定采购情况

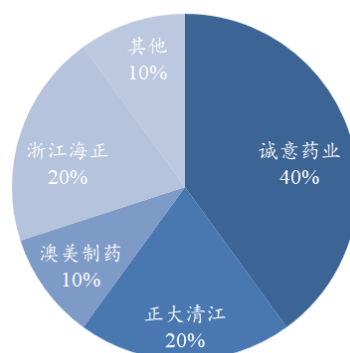
中选企业	中选规格	供应区域	约定采购量 (万粒)	约定采购金额 (万元)
浙江诚意	0.75g	北京、天津、上海、广西、重庆、四川、贵州、陕西、青海	10997.54	8255.49
江苏正大清江	0.75g	河北、山西、辽宁、广东、海南、云南、宁夏	4342.19	4312.76
澳美制药	0.75g	吉林、黑龙江、浙江、福建、江西、河南、湖南、西藏	6853.97	7144.12
浙江海正	0.25g	内蒙古、江苏、安徽、山东、湖北、甘肃、新疆(含兵团)	16406.30	6275.41

数据来源：上海阳光医药采购网，东吴证券研究所

集采后院内竞争格局既定，公司一跃成为院内市场龙头。集采前，公司在院端市场份额不足 5%。集采后，未来 3 年的市场格局既定，根据各地区历史销量数据估算，公司或将获得 40%左右市场，浙江海正和江苏正大清江占比超过 20%，澳美制药超过 10%。公司氨糖于国家集采中标，也有利于进一步扩大相关产品的销售，提高市场占有率，促进公司相关产品国内市场的开拓，提升公司的品牌影响力，对公司的未来经营业绩产生

积极影响。

图 13: 2020 年集采后氨基葡萄糖制剂院内市场竞争格局估算



数据来源: PDB, 东吴证券研究所估算

公司建成千吨级甲壳素生产线, 产能显著扩大, 保障集采供应。公司控股子公司福建华康药业早在 2018 年前就着手布局千吨级甲壳素生产线, 为母公司诚意药业等企业提供盐酸氨基葡萄糖产品所必须的海洋生物制品甲壳素, 并于 2020 年建成投产, 可充分保障氨糖集采供应。华康药业未来还将计划在四年内建成“2000 吨药品级氨糖项目”, 承接母公司盐酸氨基葡萄糖原料药生产, 帮助母公司盐酸氨基葡萄糖业务持续扩张。

2.3. 院外市场受集采影响有限, 渠道改革持续发力

院外市场为公司的主要市场, 非集采品规将适当降价, 预计销量影响有限。氨糖的院外市场为公司的主要销售市场, 2019 年销售额约为 1.7 亿元。集采前, 公司氨糖产品在院外市场主打价格优势战略, 零售价约为竞品的 80%, 比公司医院端产品高 15%。集采后, 公司会根据不同省份和竞品来制定零售价, 目前公司在零售端和医院端的规格和包装都不同, 零售端用户具备较好的客户基础, 产品价格目前受医院端影响不大。

公司实施营销体系改革, 立足浙江走向全国。以前由于受产能制约, 公司主要市场在华东地区, 营销体系以全国总代为主、各地区区域代理为辅, 以 2016 年为例, 公司氨糖产品通过全国总代方式销售 1.17 亿元, 通过区域经销方式销售仅 1200 万。自公司搬到上海以后, 逐步开展省代, 销售网络向全国辐射。2019 年以来, 公司与高济医药、国药控股国大药房、老百姓、华氏大药房、海王星辰、大参林、益丰大药房、和平药房等各大连锁药房建立合作, 铺了上千家药店, 渠道端迅速拓展打开市场。

与保健品相比, 公司产品质量更加优越, 且更适用于老年人和糖尿病患者。公司氨糖产品是 OTC 产品, 2017 年进入国家医保乙类目录, 报销比例约为 70%, 目前在主流药店有所销售。国家对药店实施医保管理规范后, 原保健品产品难以再使用医保进行购买, 集采后氨糖制剂进一步降价, 保健产品性价比降低, 公司有望抢占保健品市场份额。此外, 市场其他氨糖产品均含有淀粉、PVP 等各类辅料, 公司产品因不含辅料和添加剂同剂量产品胶囊体积小便于口服, 尤其适用于老年人和糖尿病患者服用, 深受药店欢迎。

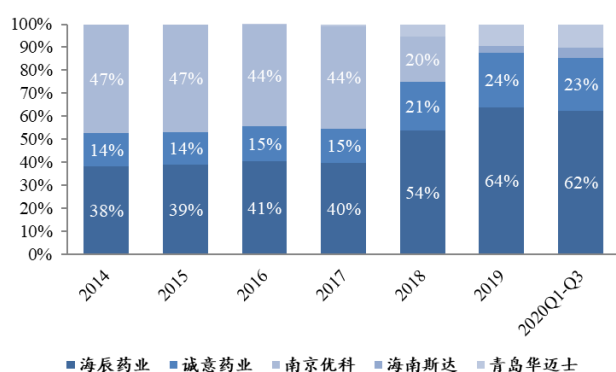
3. 其他产品具备原料制剂一体化优势，积极寻求投资机会

3.1. 托拉塞米制剂市场份额逐年提升，多款原料药行业领先

托拉塞米是目前临床上使用最广泛且相对成熟的利尿药物，是最重要的利尿药物。2018年以前以销售额计公司市占率维持在15%左右，国内排名第三，为少数几个原料药自给自足的厂商之一。2018年南京优科因工艺问题停产，公司和海辰药业借机迅速实现对南京优科的替代，公司市场份额以销售额计快速提升至25%左右。此外，公司正在积极推进托拉塞米的一致性评价工作，注射剂和胶囊剂分别于2019年底和2020年中申报一致性评价，通过一致性评价以后有望进一步增强公司产品的市场竞争力。

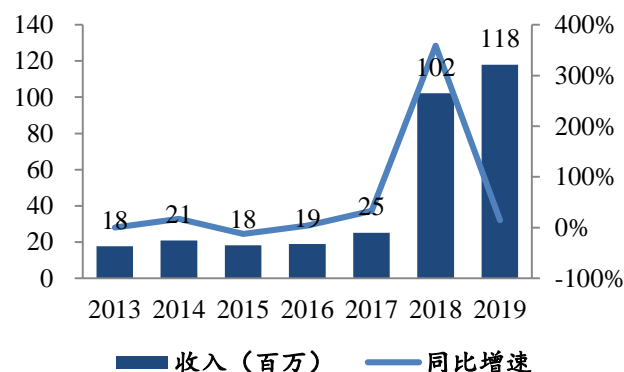
公司托拉塞米注射液为市面上唯一的水针产品，其他竞品均为粉针。与粉针相比，公司产品方便临床使用，减少二次溶解环节，避免药品的二次污染及热源的产生。经过长期使用的临床验证，充分证明了其安全性和稳定性，目前多项权威治疗指南均把托拉塞米注射液均作为一线利尿剂。公司通过专业化、学术化推广，得到众多专业临床专家的认可，实现托拉塞米注射液市场规模稳步增长。

图 14: 样本医院托拉塞米注射剂型竞争格局



数据来源: PDB, 东吴证券研究所

图 15: 公司托拉塞米制剂营收情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

此外，公司的天麻素原料药、硫唑嘌呤原料药等产品在各自细分市场的占有率处于行业领先地位。天麻素原料药生产企业主要有诚意药业、重庆西南制药二厂和江苏汉斯通药业，从销量口径计算，2018年公司市场份额达49%，占据半壁江山。硫唑嘌呤原料药主要生产企业为诚意药业和常州亚邦制药，公司是全球最大的原料药供应商，2011-2015年累计销量超过市场总量的80%，处于绝对主导地位。随着国际原料药制造向发展中国家的逐步转移，公司主要原料药产品与国外知名制药企业保持长期稳定的合作关系，有利于在其它原料药生产方面开展进一步合作。

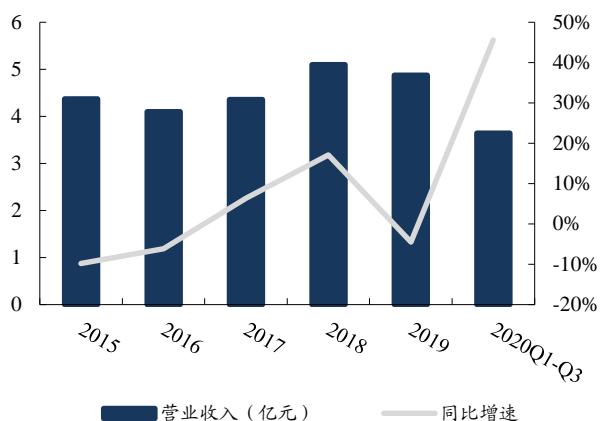
3.2. 收购浙江康乐，助力业务协同

公司在主业稳定增长同时，也在医药行业内寻找外部投资机会。2020年5月以来，公司累计收购浙江康乐28.77%股权，现为康乐药业第一大股东。浙江康乐为新三板挂牌

企业，拳头产品为对乙酰氨基酚直压颗粒，已有 20 余年出口美国及全球其他国家市场的历史，出口量占我国该产品出口量的 2/3 以上。未来，浙江康乐计划向试剂等方面发展，康乐药业的海外渠道也可助力公司产品打开海外市场。

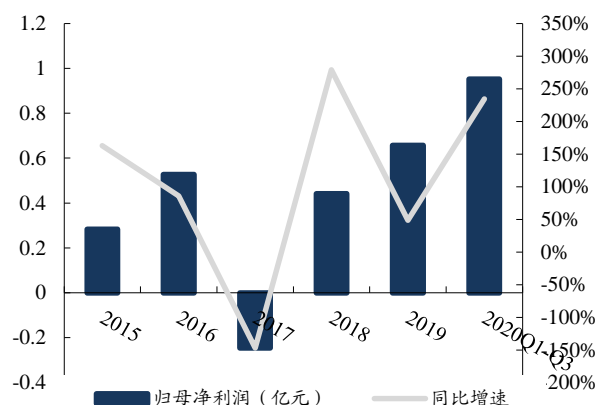
2018-2020 年，康乐药业业绩稳定增长，2019 年净利润超 6000 万元，2020 年前三季度，受疫情催化，净利润超过 9000 万，预计全年可达 1.2 亿元。公司从 6 月开始计算投资收益，预计 2020 年可获得约 2040 万元投资收益。

图 16: 2015-2020 年前三季度康乐药业营收及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 17: 2015-2020 年前三季度康乐药业归母净利润及增速



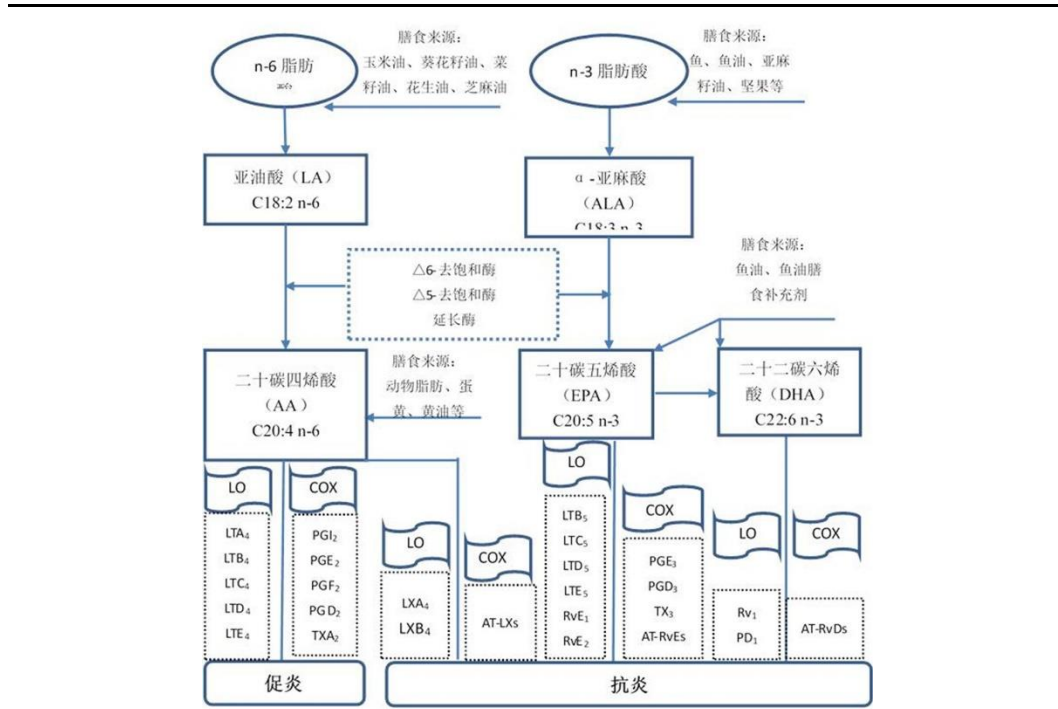
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 建设高纯度鱼油 EPA（原料药）项目，海洋生物优势进一步凸显

2020 年 12 月 10 日，诚意药业与创新通恒举行“年产 100 吨高纯度（99%）鱼油 EPA（原料药）生产线建设项目”签约仪式，意味着国内首个以治疗心血管疾病为“己任”的海洋医药产品——“高纯度鱼油”项目破土。

鱼油是从海洋生物中提取的一种多不饱和脂肪酸（PUFA），主要生理活性成分为二十二碳六烯酸（docosahexaenoic acid, DHA）和二十碳五烯酸（eicosapentaenoic acid, EPA）。EPA 是人体不可缺少的 n-3 (ω -3) PUFA，在人体不能自行从头合成，只能从食物中摄取或从膳食植物来源的 α -亚麻酸微量转化而来。EPA 在体内可以衍生出一类具有抗炎、抗血管硬化、抗血栓和抗心律失常特性的二十碳体。

图 18: n-6、n-3 多不饱和脂肪酸的体内代谢及衍生



数据来源：知网，东吴证券研究所。注：前列腺素（prostaglandins, PGs）；血栓素（thromboxanes, TXs）；消退素（resolvins, Rv）；白三烯（leukotrienes, LTs）；脂氧素类（lipoxins, LXs）；环氧化酶（Cyclooxygenase, COX）；脂肪氧化酶（lipoxygenase, LO）；DHA 源保护素（DHA-derived protectin, PD）；Aspirin-triggered（AT）

目前很多临床证据表明，进食 EPA 可预防心血管疾病。据此美国和欧洲心脏协会指南推荐将补充 EPA 用于心肌梗死后的患者，美国 FDA 也批准将 EPA 作为降低甘油三酯和预防心脏病的药物，并且欧洲医药局也批准将 EPA 补充剂用于预防心血管疾病，而 EPA 和 DHA 补充剂已成为一种产业，2011 年的市场销量已经突破 250 亿美元，而且每年还以 15% 的增长率逐年增长。

根据《中国水产》，2011 年，全球鱼油市场需求量约为 103.7 万吨，发展到 2019 年增长至 114.6 万吨，年均复合增长率为 1.3%；2011 年，全球鱼油市场规模约为 11.3 亿美元，发展到 2019 年增长至 18.1 亿美元，年均复合增长率为 6.1%。全球鱼油市场呈现稳定增长态势。分地区来看，北美、西欧、日本鱼油产业起步较早，在研究技术与产品开发等方面较为先进，技术含量与附加值较高鱼油保健品产品种类较多，市场认可度高。

美国国家健康调查（NHIS）数据显示，美国成人中使用鱼油/欧米伽-3 比例不断升高，由 2002 年的 2% 上升到 2012 年的 8%，2003~2011 年间，此类产品的销售额更是增长了近 5 倍。欧洲是全球最大的欧米伽-3 消费地区，2016 年占全球份额的 37.40%，而中国的消费量仅占 7.75%。全球欧米伽-3 市场集中度较低，DSM、巴斯夫、EPAX、金欧米茄、TASA、欧米茄蛋白、Croda、海洋成分、GC Rieber、北极星是主要制造商，2016 年前三名的总份额为 37.67%。

公司是国内最早涉及利用超级色谱技术生产高纯度鱼油 EPA 的制药企业，具有较强的从基础原料、关键制造设备、GMP 管理等一系列的成本与质量优势，具有长期原料药生产的良好基础。公司“鱼油软胶囊”生产设备于 20 年 12 月下旬开始安装，预计 2021 年 3 月份可以进行验证批试生产，“高纯度鱼油 EPA 生产线”预计于 2021 年 6 月份进行试生产，公司将尽快向国家药监局及美国 FDA 递交药品注册申请，获批后将向国内外医药市场提供高品质、高纯度的 EPA 原料药及制剂产品。

4. 盈利预测与估值

我们基于以下几点做盈利预测：

1、收入：核心品种氨糖医院端集采以及进入药店快速放量，预计 20-22 年收入增速分别为 16%、39%、28%；托拉塞米受益于南京优科的市场萎缩，预计 20-22 年收入增速为 20%；其他制剂受益于研发管线上胆益宁、维生素 K1 等产品的推出，预计 20-22 年的收入增速为 28%、32%、31%；原料药业务受益于行业景气度上升和福建华康的并表，预计 20-22 年增速为 27%、23%、18%；中间体业务保持相对平稳。

2、毛利：产品毛利率由于基本是 OTC 和原料药我们预计毛利率相对稳定，托拉塞米等产品按照一致性评价进度我们判断 21 年前进入带量采购的概率不大，毛利率暂时不变。

3、公司费用率维持相对稳定。

表 5: 2018-2022E 年公司主营业务收入预测

合计	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	545.76	681.23	808.11	1,028.92	1,260.45
成本	193.79	182.74	225.32	284.79	344.02
毛利	350.95	498.11	582.79	744.13	916.44
毛利率(%)	64.30%	73.12%	72.12%	72.32%	72.71%
1、制剂					
收入	339.95	505.58	595.04	773.85	964.52
成本	73.69	91.95	104.76	142.11	179.69
毛利	266.26	413.63	490.28	631.74	784.83
毛利率(%)	78.32	81.81	82.39	81.64	81.37
1.1 盐酸氨基葡萄糖					
收入	145.43	197.34	223.12	312.37	390.46
成本	38.15	53.06	62.47	87.46	109.33
毛利	107.28	144.28	160.65	224.90	281.13
毛利率(%)	73.77	73.11	72.00	72.00	72.00
1.2 托拉塞米					
收入	102.81	117.62	122.71	132.53	143.13
成本	3.81	4.18	4.91	5.30	5.73
毛利	99.00	113.44	117.81	127.23	137.41
毛利率(%)	96.29	96.45	96.00	96.00	96.00
1.3 其他制剂					
收入	91.71	190.62	249.20	328.95	430.92
成本	31.73	34.71	37.38	49.34	64.64
毛利	59.98	155.91	211.82	279.61	366.29
毛利率(%)	65.40	81.79	85.00	85.00	85.00
2、原料药					
收入	145.57	130.97	166.33	204.59	241.41
成本	72.05	56.76	83.17	102.29	120.71
毛利	73.53	74.21	83.17	102.29	120.71
毛利率(%)	50.51	56.66	50.00	50.00	50.00
3、中间体					
收入	57.66	43.28	46.74	50.48	54.52
成本	48.05	34.03	37.39	40.39	43.62
毛利	9.61	9.25	9.35	10.10	10.90
毛利率(%)	16.67	21.37	20	20	20
4、其他业务					
收入	2.58	1.40	0.00	0.00	0.00
毛利	1.55	1.02	-	-	-

数据来源: wind, 东吴证券研究所预测

我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 8.08、10.29、12.60 亿元, 增速分别为 18.6%、27.4%、22.5%, 预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.63、2.29、3.08 亿元, 增速分别为 24.4%、40.0%、34.5%。2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.98、1.37 和 1.84 元, 当前

股价对应估值分别为 22X、16X、12X。我们认为公司核心产品盐酸氨基葡萄糖受益于集采入围、营销改革等因素正处于放量期，原料药制剂一体化竞争优势显著，现金流等各项财务指标优秀，估值有望修复，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

表 6: 2020-2022 年可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价(元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002940.SZ	昂利康	32.63	1.71	3.14	4.21	19.08	10.39	7.75
603520.SH	司太立	57.90	1.08	1.73	2.51	53.61	33.47	23.07
002020.SZ	京新药业	10.69	0.93	0.84	1.03	11.49	12.73	10.38
	平均					28.06	18.86	13.73
603811.SH	诚意药业	21.55	0.98	1.37	1.84	22.01	15.73	11.70

资料来源: Wind, 东吴证券研究所。注: 对应股价为 2021 年 3 月 9 日收盘价

5. 风险提示

氨糖在新拓展的零售终端销售不达预期: 公司与多家连锁药店签订氨糖销售的合作协议, 氨糖在新的零售渠道推广存在过渡期, 可能存在销售低于预期的风险。

利尿药物市场竞争加剧: 托拉塞米受到其利尿药物竞争市场份额可能持续萎缩, 同时南京优科的生产工艺问题解决以后倘若重新进入市场, 将重新与公司争夺终端市场。

带量采购政策推进速度超预期: 随着带量采购模式覆盖面的不断扩大, 公司的部分产品也可能被纳入带量采购目录, 对产品价格造成一定冲击。

销售费用增长过快: 公司近年加大重点产品的营销推广力度, 可能导致销售费用增长过快、拖累利润增长。

诚意药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	317	335	484	588	营业收入	681	808	1,029	1,260
现金	141	78	168	234	减:营业成本	183	225	285	344
应收账款	45	60	74	91	营业税金及附加	5	10	8	9
存货	98	105	160	163	营业费用	267	302	373	447
其他流动资产	32	92	82	100	管理费用	83	113	140	159
非流动资产	663	729	848	974	财务费用	-3	1	1	-1
长期股权投资	24	49	81	125	资产减值损失	-5	-1	-2	-4
固定资产	383	459	569	670	加:投资净收益	0	27	35	46
在建工程	197	163	139	121	其他收益	14	8	9	10
无形资产	33	33	33	33	营业利润	154	192	268	360
其他非流动资产	26	25	25	25	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	980	1,064	1,332	1,562	利润总额	153	191	267	359
流动负债	202	171	272	256	减:所得税费用	22	28	38	51
短期借款	10	10	10	10	少数股东损益	-0	0	-0	-0
应付账款	84	18	104	50	归属母公司净利润	131	163	229	308
其他流动负债	108	143	158	196	EBIT	154	188	264	353
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	176	218	301	400
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	9	9	9	9	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	211	180	281	265	每股收益(元)	0.79	0.98	1.37	1.84
少数股东权益	12	12	12	12	每股净资产(元)	4.53	5.22	6.22	7.70
归属母公司股东权益	757	872	1,039	1,286	发行在外股份(百万股)	119	167	167	167
负债和股东权益	980	1,064	1,332	1,562	ROIC(%)	21.4%	21.4%	28.4%	32.5%
					ROE(%)	17.0%	18.5%	21.8%	23.7%
					毛利率(%)	73.1%	72.1%	72.3%	72.7%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	19.2%	20.2%	22.2%	24.4%
经营活动现金流	181	55	275	255	资产负债率(%)	21.6%	16.9%	21.1%	16.9%
投资活动现金流	-182	-70	-122	-128	收入增长率(%)	24.8%	18.6%	27.4%	22.5%
筹资活动现金流	-31	-49	-63	-61	净利润增长率(%)	35.6%	24.4%	40.0%	34.5%
现金净增加额	-31	-64	91	66	P/E	27.39	22.01	15.73	11.70
折旧和摊销	23	30	38	47	P/B	4.76	4.13	3.46	2.80
资本开支	184	42	86	83	EV/EBITDA	20.26	16.25	11.48	8.47
营运资本变动	21	-113	42	-53					

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>