



高壁垒产品线护城河, 政策免疫业绩增长快

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 他达拉非想象空间大, 终端销售即将展开, 全年收入或超 2 亿元; 2) 纳米炭示踪剂淋巴趋向性好, 对甲状腺肿瘤手术渗透率超过 50%, 逐渐向乳腺肿瘤领域拓展, 预计将维持 25% 以上高增长; 3) 艾司奥美拉唑肠溶胶囊中标省份继续增加, 市场格局好对价格维护稳定, 预计将维持在 35% 左右增长; 4) 子公司湖南康源盈利或扭转。
- **以他达拉非(欣炜歌)为核心, 打造药物新零售平台。** 该药物为礼来原研, 适应症为勃起功能障碍(ED), 2005 年在中国上市。2019 年长春海悦完成国内首仿, 公司公告将中国区销售代理权独家授予莱美。他达拉非具有作用时间长且不受酒精及饮食限制等优点, 参考白云山金戈的历史案例, 2014 年 10 月上市后年内即销售约 290 万粒, 2018 年销量超过 4700 万粒。西地那非市场规模乐观估计近 50 亿, ED 药物市场或超过 60 亿, 市场空间大。按照欣炜歌的整体进度估算, 预计 4 月份将铺货上市销售, 为非医保且通过一致性评价, 不受带量采购影响, 保守估计 2019 年他达拉非带来的收入增量或超过 2 亿元, 销售峰值参考金戈或突破 10 亿元, 如与电商等新零售平台合作收入或超预期。
- **以纳米炭混悬注射液(卡纳琳)为核心, 打造肿瘤专科产品线。** 纳米炭混悬注射液(卡纳琳)是国内唯一获批的淋巴示踪剂, 具有良好的淋巴趋向性, 被淋巴系统摄取, 将淋巴管网和淋巴结染成黑色, 达到淋巴示踪的目的。1) 目前卡纳琳在甲状腺癌领域应用较广, 已经开展了大量学术工作, 渗透率超过 50%, 专家认可度高。卡纳琳不属于医保, 但可以避免手术风险, 医患临床使用意愿较强, 降价压力小。从其历年招标情况来看价格维护较好, 50mg 规格基本上维持在 2400 元/支。卡纳琳主要在三级医院销售, 已经在胃癌、甲状腺癌、乳腺癌、肠癌等领域使用, 随着渗透率提升及适应症拓展, 收入或将快速增长, 预计 5 年内销售收入或突破 10 亿元; 2) 纳米炭药物平台建设推进中, 载药功能前景看好。由于该产品具有良好的额医患基础, 且主要消费群体为女性, 后期可打造药物生态, 向祛疤美容领域拓展。同时纳米炭由于聚团大小优势及吸附能力, 具有药物靶向缓释功能。公司在研产品如吉西他滨、吉非替尼、来那度胺等均可与纳米炭形成渠道协同, 同时接枝纳米炭及接枝纳米炭注射液正在做临床前研究, 如能顺利上市也将带动公司肿瘤药物销售。
- **以艾司奥美拉唑肠溶胶囊(莱美舒)为核心, 打造医院处方药销售阵地。** 口服 PPI 制剂终端规模近 100 亿, 5 年来年复合增速约为 9%。艾司奥美拉唑肠溶胶囊(莱美舒)为国内独家首仿 4 类新药, 口服剂型且视同通过一致性评价, 为奥美拉唑升级版。2013 年拿到批件, 2014 年开始上市销售, 前期受制于招标进度销售低于预期。但随着各省招标推进, 现已基本上全国中标, 从各省中标价格来看维护较好, 维持在 65 元/盒以上。新版医保目录对 PPI 注射剂型的使用限制也将利好口服, 独家剂型格局下价格或将维持稳定。在销售策略上也改变前期省区进院模式, 建立专业团队推广, 预计 5 年内销售收入或突破 10 亿元。其余处方药如伏立康唑、丙谷氨酰胺系列或借助公司医院渠道实现销量增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年收入复合增速约为 30%、期间归母净利润复合增速约为 60%; 扣非后净利润复合增速约为 70%, 其中 2019 年为扣非业绩增速或超过 100%。参考可比公司估值, 给予公司 2019 年市盈率 45 倍, 对应目标价为 8.55 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 产品销量或低于预期; 2) 药品降价风险; 3) 子公司亏损幅度加大风险; 3) 其他不可预知风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1282.07	1574.62	2060.81	2623.50
增长率	29.47%	22.82%	30.88%	27.30%
归属母公司净利润(百万元)	55.56	113.55	150.98	228.83
增长率	695.88%	104.36%	32.97%	51.57%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.14	0.19	0.28
净资产收益率 ROE	2.67%	6.67%	7.93%	10.84%
PE	101	49	37	24
PB	3.25	3.16	2.94	2.66

数据来源: Wind, 西南证券

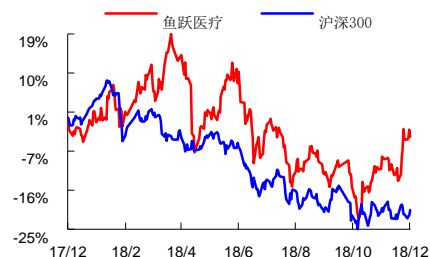
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctL@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzL@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.12
流通 A 股(亿股)	6.71
52 周内股价区间(元)	3.55-7.33
总市值(亿元)	59.54
总资产(亿元)	30.97
每股净资产(元)	2.10

相关研究

1. 莱美药业(300006): 欣炜歌放量或超预期, 公司发展进入快车道 (2019-03-29)

投资要件

关键假设

- 1、他达拉非估计 2019-2020 年销量分别约为 300 万粒、600 万粒；
- 2、纳米炭示踪剂预计 2018-2020 年销量增速分别约为 30%、25%、25%；
- 3、艾司奥美拉唑预计 2018-2020 年销量增速分别约为 60%、35%、35%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司历史上艾司奥美拉唑销售增长低于预期，反应其销售能力薄弱。我们认为这是招标环境所导致的，为行业普遍现象。艾司奥美拉唑是 2013 年获批，2014 年上市，当时的销售环境是招标缓慢，2014-2015 年累计新进招标省份年均 3 个，但 2015-2018 年新进省份年均 5 个，明显加快。中标后则需要推进进院流程，到最后有销量产生又是相隔近半年时间。通过 5 年积累，艾司奥美拉唑不仅打开了销售局面，而且市场格局好价格维持稳定，预期其即将进入稳定快速放量阶段；

市场认为公司代理的他达拉非后续报批企业多，市场竞争激烈。我们认为他达拉非具有先发优势和经销商优势，超预期放量是大概率事件。按照我们判断，6-12 月内市场上第二家他达拉非仿制药也将面世，但能否赶超公司，还需要看其销售策略。从白云山的历史案例来看，ED 药物先发优势明显，如果配合线上线下渠道发力，前后上市产品的市场份额做到数倍差距是大概率事件；

市场认为产品线较为单薄，未来空间有限。我们认为公司属于研发线中差异化风格，不同于恒瑞等创新龙头，而是更加重视产品的协同价值。以纳米炭为例，目前在甲状腺、乳腺、胃肠等肿瘤领域已经得到应用，且甲状腺领域渗透率已经达到 50%，专家共识度高。在研产品如吉西他滨、吉非替尼、来拉度胺等均可与纳米炭形成渠道协同。此外，纳米炭的载药功能逐渐开发，接枝纳米炭及接枝纳米炭注射液正在做临床前研究，如能顺利上市也将带动公司肿瘤药物销售。

股价上涨的催化因素

他达拉非销量超预期，纳米炭适应症拓展超预期，艾司奥美拉唑新进省份招标，子公司金星/康源大幅扭亏。

估值和目标价格

我们预测 2018-2020 年 EPS 分别约为 0.14 元、0.19 元、0.28 元，对应市盈率分别约为 49 倍、37 倍、24 倍。从绝对估值看公司每股内在价值约 5.17 元，同时考虑按照相对估值来进行考虑。考虑可比公司情况，给予公司目标估值为 69 亿元，对应目标股价为 8.55 元/股，维持“买入”评级。

投资风险

1) 产品销量或低于预期；2) 药品降价风险；3) 子公司亏损幅度加大风险；3) 其他不可预知风险。

目 录

1 专科药放量加快，公司发展进入快车道	1
1.1 业绩发展进入新阶段，大股东定增参与看好前景	1
1.2 专科药布局丰富，为业绩增长引擎	2
1.3 子公司亏损拖累业绩，2019 年或有所改善	4
2 他达拉非为公司新代理的重磅品种，放量速度或超预期	5
2.1 他达拉非具有比较优势，且可拓展至保健功能	5
2.2 欣炜歌为国内首仿，放量速度或超预期	8
3 纳米炭适应症及渗透率逐渐提升，可拓展市场空间较大	11
3.1 纳米炭淋巴趋向性好，为第三代染料法代表	11
3.2 甲状腺领域专家共识度高，乳腺癌等领域拓展为未来看点	12
3.3 以卡纳琳为核心，构建纳米炭用药生态圈	17
4 艾司奥美拉唑已在多省完成招标，进入放量阶段	18
4.1 PPI 制剂内部或将分化，口服增长仍在继续	18
4.2 莱美舒推进对针剂替代，各省中标后或将放量	21
5 盈利预测与估值	23
6 估值分析	25
6.1 绝对估值	25
6.2 相对估值	26
7 风险提示	27

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司上市以来营业收入增长情况.....	1
图 3: 公司上市以来归母净利润增长情况.....	1
图 4: 公司近年来财务费用情况.....	2
图 5: 公司近年来短期借款情况（百万元）.....	2
图 6: 近年来公司收入占比情况.....	3
图 7: 近年来公司毛利占比情况.....	3
图 8: 成都金星历年收入情况（万元）.....	4
图 9: 成都金星历年利润情况（万元）.....	4
图 10: 湖南康源历年收入情况.....	4
图 11: 湖南康源历年利润情况.....	4
图 12: 全球西地那非增长情况.....	5
图 13: 全球他达拉非增长情况.....	5
图 14: 国内 PDE5i 药物销售额.....	6
图 15: 2017 年国内 PDE5i 药物销售占比.....	6
图 16: PED5i 类药物高脂饮食后血药浓度比较.....	7
图 17: PED5i 类药物国内外上市时间表.....	7
图 18: 新零售商业模式.....	9
图 19: 雅塑奥利司他.....	10
图 20: 艾丽奥利司他.....	10
图 21: 国内西地那非市场份额情况.....	10
图 22: 白云山金戈历年销售量.....	10
图 23: 前哨淋巴染料法发展历史.....	11
图 24: 亚甲蓝销售情况（亿元）.....	12
图 25: 纳米炭悬混液销售情况（亿元）.....	12
图 26: 淋巴系统示意简图.....	13
图 27: 淋巴系统示意详图.....	13
图 28: 城市人群男性/女性肿瘤患病率排序（1/10 万）.....	14
图 29: 肿瘤患者手术比例（2015）.....	14
图 30: 城市人群甲状腺肿瘤患病率（1/10 万）.....	14
图 31: 城市人群胃癌患病率（1/10 万）.....	14
图 32: 城市人群男性肠癌患病率（1/10 万）.....	15
图 33: 城市人群女性乳腺癌患病率（1/10 万）.....	15
图 34: 前哨淋巴示意图.....	15
图 35: 全腋和前哨术后并发症比较.....	15
图 36: 纳米炭示踪剂（1mL）历年同规格中标平均价.....	16
图 37: 纳米炭示踪剂收入增长情况.....	16
图 38: 卡纳琳平台生态建设.....	17
图 39: 国内 PPI 抑制剂样本医院销售情况.....	19

图 40: 艾司奥美拉唑样本医院销售情况	19
图 41: PPI 制剂注射剂型市场增长情况	19
图 42: PPI 制剂注射剂型市场份额（2018 年）	19
图 43: PPI 制剂口服剂型市场增长情况	20
图 44: PPI 制剂口服剂型市场份额（2018 年）	20
图 45: 各 PPI 制剂口服与针剂份额对比（2018 年）	20
图 46: 各种 PPI 制剂剂型市场增速比较（2018 年）	20
图 47: 艾司奥美拉唑分剂型增长情况	21
图 48: 国内艾司奥美拉唑市场格局	22
图 49: 莱美舒销售增长情况	22

表 目 录

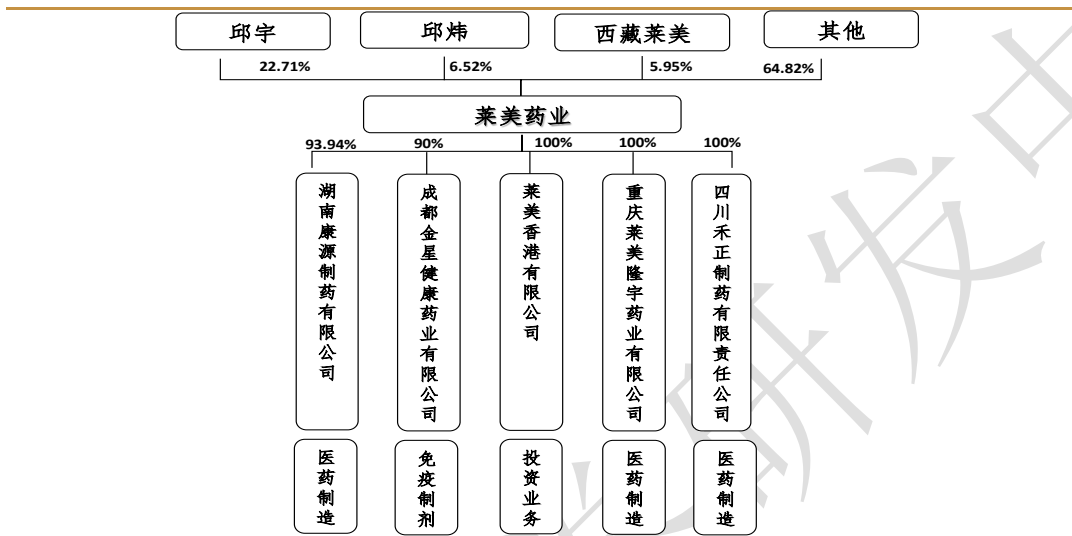
表 1: 历年直接融资情况	2
表 2: 公司现有核心产品	2
表 3: 公司后备研发梯队	3
表 4: ED 药物比较	5
表 5: 国内 PDE5i 药物市场空间测算	6
表 6: 他达拉非学术研究数量	7
表 7: 前列腺疾病预防领域空间测算	7
表 8: 后续他达拉非审批情况	8
表 9: 西地那非获批时间进度	9
表 10: 他达拉非销量及净利润估算	10
表 11: 纳米炭相关论文发布篇数（不完全统计）	13
表 12: PPI 抑制剂产品概况	18
表 13: PPI 口服制剂一致性评价情况	20
表 14: 艾司奥美拉唑在 22 个省份的中标价格情况（元/盒）	22
表 15: 业务收入拆分表	23
表 16: 绝对估值假设条件	25
表 17: FCFF 估值结果	25
表 18: FCFF 估值敏感性分析	25
表 19: 可比公司估值情况	26
附表: 财务预测与估值	28

1 专科药放量加快，公司发展进入快车道

1.1 业绩发展进入新阶段，大股东定增参与看好前景

公司成立于1999年，2009年创业板上市。其产品涵盖抗感染类、特色专科类（主要包括抗肿瘤药、消化系统药、肠外营养药）、大输液类、中成药及饮片类等。公司前三大股东分别为邱宇先生、邱炜先生、西藏莱美，其中西藏莱美为邱宇先生直接100%持股。

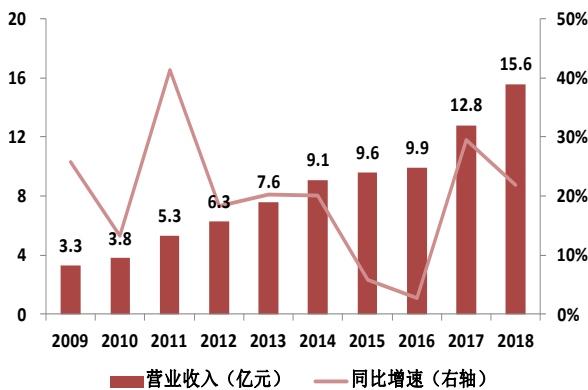
图1：公司股权结构



资料来源：公司公告，西南证券整理

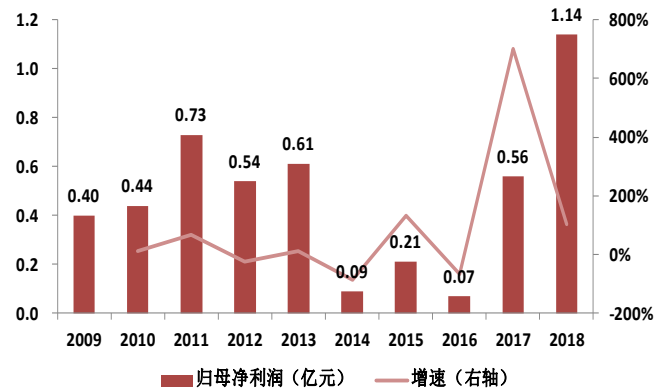
公司近期已经发布业绩快报，2018年收入约为15.6亿元，同比增速约为22%；在2014-2018年收入复合增速达15%，其中2016年-2018年复合增速约为17.6%，收入为加速增长趋势，主要原因为特色专科药开始放量。2018年归母净利润约为1.14亿元，同比增速约为105%，我们估算其扣非净利润约为0.7亿元，同比增速接近50%；2014年-2016年业绩较差，主要原因为药品降价、新药加大市场投入、公司折旧大幅增加等影响；2017年净利润增速反弹主要是专科药规模上升，公司盈利能力提升。

图2：公司上市以来营业收入增长情况



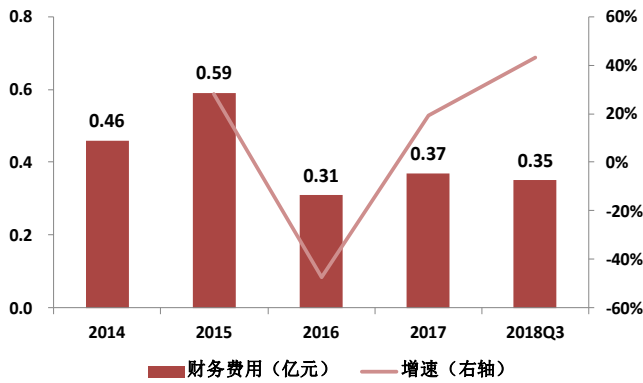
数据来源：公司公告，西南证券整理

图3：公司上市以来归母净利润增长情况

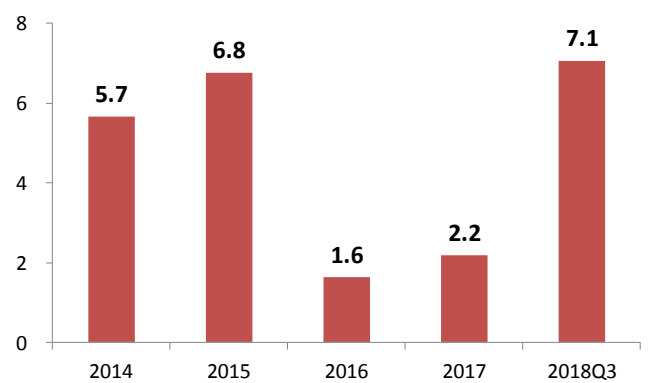


数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，影响公司盈利的因素还有财务费用相对较高，近年来均维持在 3 千万以上规模，2018 年约占扣非后净利润 50% 以上。2018Q3 资产负债率约 44%，主要原因为成立多个基金，使得短期借款规模大，2018 Q3 约超过 7 亿元。

图 4：公司近年来财务费用情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司近年来短期借款情况（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司上市以来直接融资两次，2016 年约 6.5 亿定增（西藏莱美参与 3.75 亿元）的新增股本已于近期解禁，期间送转股本（10 送 26），则对应前复权价格约为 7.8 元/股。西藏莱美为董事长全资控股，约占 2016 年定增募资规模的 58%，如果算上资金成本（假设 5%），对应前复权参考股价为 9.03 元/股，截止目前并未减持，也反映了董事长对公司前景有信心。

表 1：历年直接融资情况

上市公告日	募投方向	价格 (元/股)	实募规模 (亿元)	募集对象
2013.10.18	补充流动资金、业务整合	19.20	0.96	鼎亮禾元、六禾元魁、邱宇等
2016.01.18	补充公司营运资金	28.08	6.5	西藏莱美、瑞森投资、郑伟光等

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 专科药布局丰富，为业绩增长引擎

公司现有产品按照收入排序依次为艾司奥美拉唑、纳米炭悬混注射液、伏立康唑以及丙氨酰谷氨酰胺注射液系列，覆盖领域涉及消化疾病、抗肿瘤以及抗生素等领域。

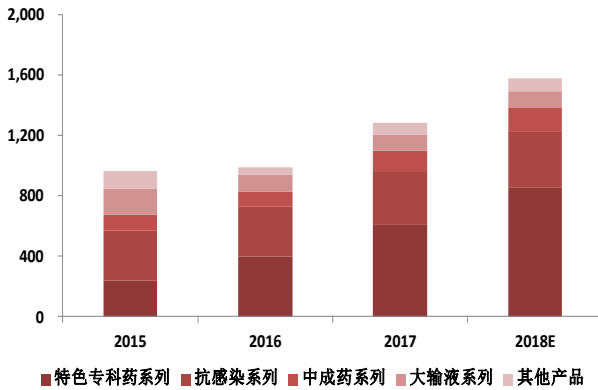
表 2：公司现有核心产品

产品名	商品名	适用领域	规模估计 (亿元)
艾司奥美拉唑	莱美舒	具有快速、持久、稳定抑制胃酸及较高的 Hp 根除率	合计约 8 亿
纳米炭悬混注射液	卡纳琳	淋巴示踪剂，实现肿瘤区域引流淋巴结的活体染色，同时还可作为药物载体	
丙氨酰谷氨酰胺系列	莱美活力	适用于需要补充谷氨酰胺患者的肠外营养，包括处于分解代谢和高代谢状况的患者	
伏立康唑	莱立康	第二代三唑类抗真菌药物，氟康唑的替代产品	约 1 亿
他达拉非	欣炜歌	ED 领域用药，二代“伟哥”	市场推进中

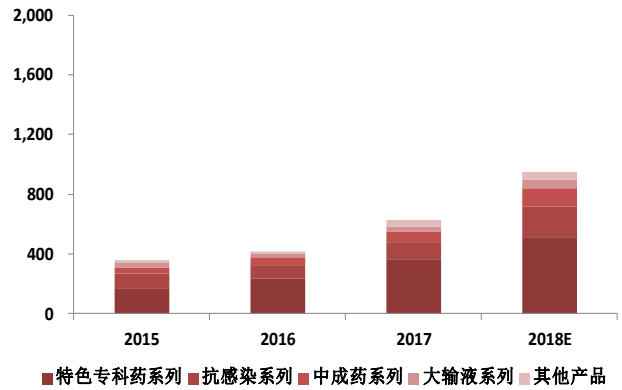
数据来源：公司官网，西南证券整理

2013-2018 年间特色专科药收入复合增速约为 39.2%，快速公司整体收入增速。2016 年特色专科药（核心产品为艾司和纳米炭）的收入占比首次超过抗感染系列，2018 年占比

或超过 50%；毛利贡献情况相似，2018 年特色专科药的毛利占比或超过 50%。从业务构成来看，我们认为公司成功从抗生素生产企业实现转型，当前专科药标签明显。

图 6：近年来公司收入占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：近年来公司毛利占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

从公司的研发梯队来看，特色专科药仍是亮点。获批速度预计较快的为吉西他滨、注射用盐酸表柔比星、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠，前两者均为肿瘤药物，或与纳米炭形成协同。后续如吉非替尼、来拉度胺均为亮点产品；在纳米炭领域继续探索新领域，接枝纳米炭及接枝纳米炭注射液即为载药尝试，获批后或拓展该产品的市场空间，埃索美拉唑镁及微丸胶囊则是希望在原研镁盐专利到期后能填补市场真空。

表 3：公司后备研发梯队

项目名称	药品类型	适应症	进展情况	近期拟达到的目标
盐酸吉西他滨原料及注射用盐酸吉西他滨	化药 4+4 类	抗肿瘤药物	在审评	获得注册批件
注射用盐酸表柔比星	化药 4 类	抗肿瘤药物		获得注册批件
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	化药 4 类	糖皮质激素		获得注册批件
转化糖注射液	化药 4 类	电解质、酸碱平衡及营养药、扩容药		获得注册批件
西他沙星原料及西他沙星片	化药 3+3 类	抗感染药物	临床研究	申报注册
吉非替尼原料及片剂	化药 3+4 类	抗肿瘤药物		完成临床研究及申报注册
来那度胺原料及来那度胺胶囊	化药 3+3 类	抗肿瘤药物		完成临床研究及申报注册
卢非酰胺原料及卢非酰胺片	化药 3+3 类	神经系统疾病药物		完成临床研究及申报注册
他替瑞林及他替瑞林片	化药 3+3 类	循环系统疾病药物		完成临床研究及申报注册
褪黑素原料及褪黑素缓释片	化药 3+3 类	精神障碍疾病药物		完成临床研究及申报注册
接枝纳米炭及接枝纳米炭注射液	化药 1+1 类	靶向抗肿瘤	临床前研究	申报临床
伏立康唑片	化药 4 类	抗感染药物		申报注册
果胶阿霉素及注射用果胶阿霉素	化药 1+1 类	靶向抗肿瘤		申报临床
埃索美拉唑镁及微丸胶囊	化药 3+3 类	消化系统疾病药物		申报临床

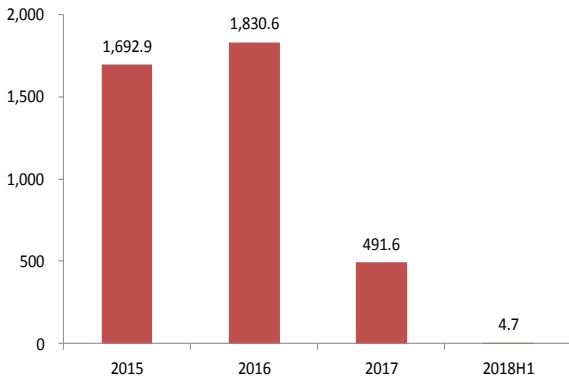
数据来源：公司公告，西南证券整理*数据来自于 2018 年半年报

我们认为公司专科药属性突出，他达拉非、纳米炭、艾司奥美拉唑均为明星产品，后续对肿瘤线的补充将于纳米炭形成协同作用。公司的产品线剑走偏锋，不同于恒瑞等龙头企业全力做创新药，其更多的是利用产品互补以及平台价值。

1.3 子公司亏损拖累业绩，2019 年或有所改善

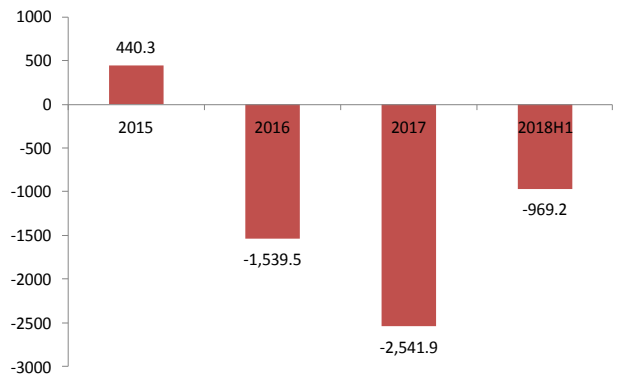
在公司的核心子公司中，成都金星主要产品为乌体林斯，2015 年其开始对其进行市场销售，但由于该产品属于辅助用药，推广难度大。2016 年以后出现亏损的原因是渠道费用投入较大且存货出现部分减值所致，我们预计 2019 年成都金星的亏损幅度将下降。

图 8：成都金星历年收入情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

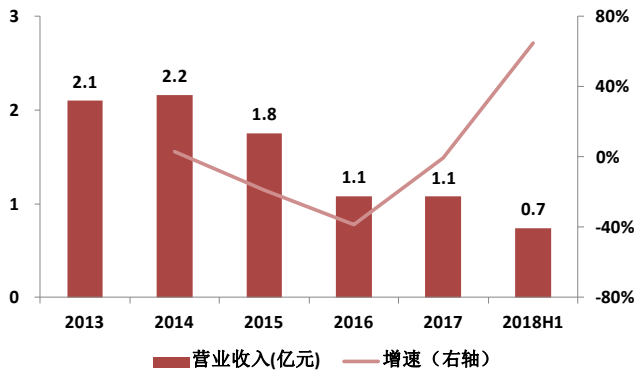
图 9：成都金星历年利润情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券

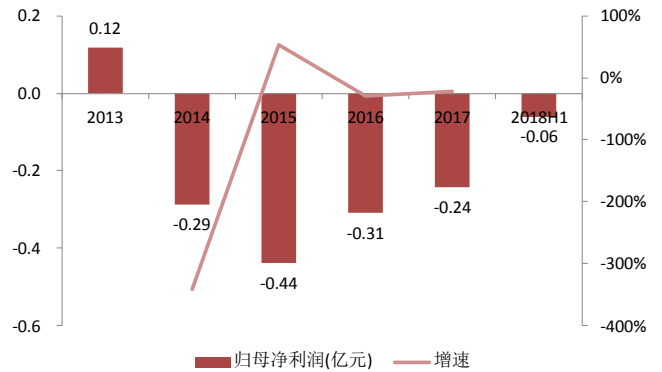
湖南康源是公司的大输液子公司，在 2014 年前后完成固定资产投资开始进行折旧，每年新增折旧费用约为 4000 万元。但该公司的产品主要是转化糖、氨基酸、葡萄糖等大输液，受行业政策及竞争加剧影响，收入规模呈现逐渐下滑趋势。前期已经完成产品结构调整，且内部管理层激励已经做完。2019 年公司推出混药器（连接西林瓶和输液器的装置）以及无缝软袋，预计净利润或将有明显改善。

图 10：湖南康源历年收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：湖南康源历年利润情况



数据来源：公司公告，西南证券

子公司金星和康源的亏损是拖累公司近年来业绩的主要原因，但在 2019 年金星历史欠账即将处理完毕，康源的新产品也将上市，我们认为今年两大子公司减亏将是大概率事件。

2 他达拉非为公司新代理的重磅品种，放量速度或超预期

2.1 他达拉非具有比较优势，且可拓展至保健功能

勃起功能障碍（ED）人群数巨大，虽然通过药物等治疗可以短时间内改善症状，但仅有少部分患者可能治愈，属于长期用药领域。市面上常见的治疗 ED 的口服药物有西地那非（国内原研商品名：伟哥）、他达拉非、伐地那非，达泊西汀，酚妥拉明等，前三者均为 5 型磷酸二酯酶抑制剂。

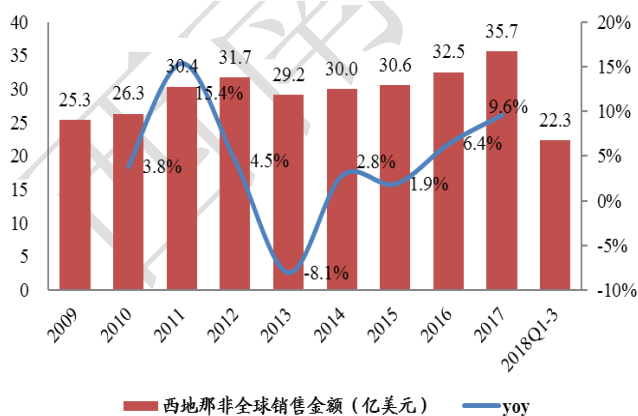
表 4：ED 药物比较

	西地那非	他达拉非	伐地那非	达泊西汀	酚妥拉明
机理	抑制 5 型磷酸二酯酶 (PDE-5)	抑制 5 型磷酸二酯酶 (PDE-5)	抑制 5 型磷酸二酯酶 (PDE-5)	抑制神经元对 5-羟色胺的再吸收	阻断 α 受体
优点	见效快、持续时间长、卓越的疗效、安全性和耐受性	安全可靠，耐受性好；药效不受高脂饮食和适量饮酒影响	用量少，只需 20mg；起效时间快，15 至 30 分钟之内见效；副作用小	能够在体内迅速消除且副反应发生率较低；具有良好的耐受性	静注迅即生效，停止静注后，作用在数分钟内即可消失
不良反应	头痛、头晕、面部潮红、鼻塞等	头痛、消化不良；背痛、肌痛、鼻窦炎、鼻充血和面部潮红	有不足 2% 的人会觉得轻微头痛，不良反应大多很轻微，通常会在短时间内消失	恶心、腹泻、头晕和头痛；副反应发生率低	鼻塞、瘙痒、眩晕、腹痛、腹泻、恶心、呕吐和诱发溃疡病

数据来源：公开信息、西南证券整理

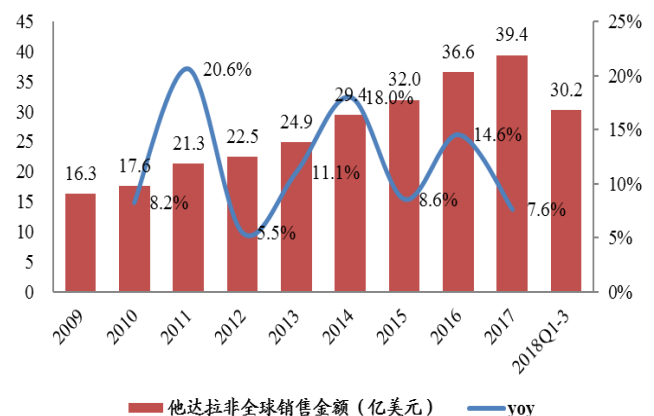
2017 年全球 PED5i 类药物规模约 83.2 亿美元，同比增长 4.9%，其中他达拉非和西地那非合计占比超过 95%；2017 年西地那非销售额 35.7 亿美元，同比增长 9.6%，2013-2017 年间复合增速约为 2.4%；2017 年他达拉非销售额 39.4 亿美元，同比增长 7.6%，2013-2017 年间复合增速约为 9.6%，增速快于西地那非。

图 12：全球西地那非增长情况



数据来源：IQVIA、西南证券整理

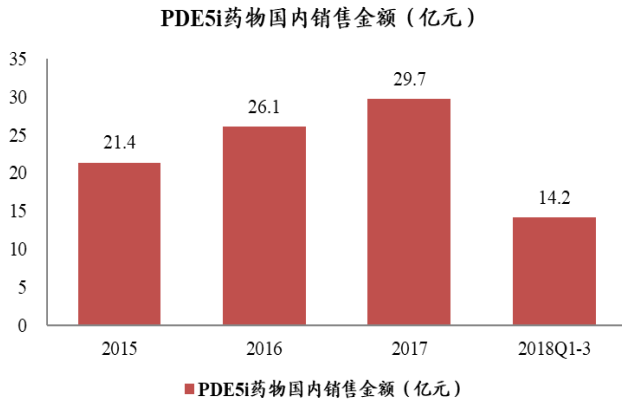
图 13：全球他达拉非增长情况



数据来源：IQVIA、西南证券整理

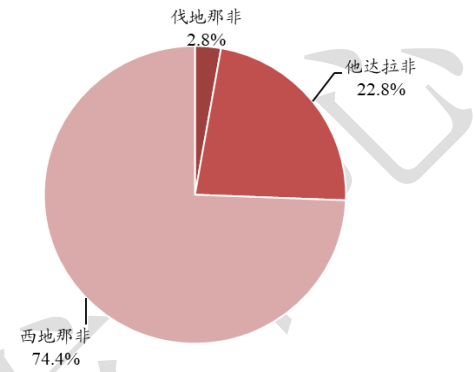
2017 年国内 PDE5i 药物销售总额约 30 亿元，销售市场主要靠零售端及线上渠道，西地那非零售端销售金额占比 95%以上（IQVIA 数据）。其中西地那非约为 22 亿元，凭借先发优势和辉瑞多年大力推广，市场占比约为 74%；他达拉非约为 7 亿元，占比约为 23%。

图 14：国内 PDE5i 药物销售额



数据来源：IQVIA，西南证券整理

图 15：2017 年国内 PDE5i 药物销售占比



数据来源：IQVIA，西南证券整理

根据现有 PDE5i 药物价格，按照国内 1 亿患者计算，做价格及渗透率弹性估算。我们假设 2020 年 ED 药物定价分别为 30 元/粒，50 元/粒，100 元/粒，平均每月使用 2 粒，即 24 粒，按照 5%、10%、15%、25%表 5：渗透率，对应市场规模则潜在市场规模约 180 亿元（取中值，50 元/粒，15%渗透率）。

表 5：国内 PDE5i 药物市场空间测算

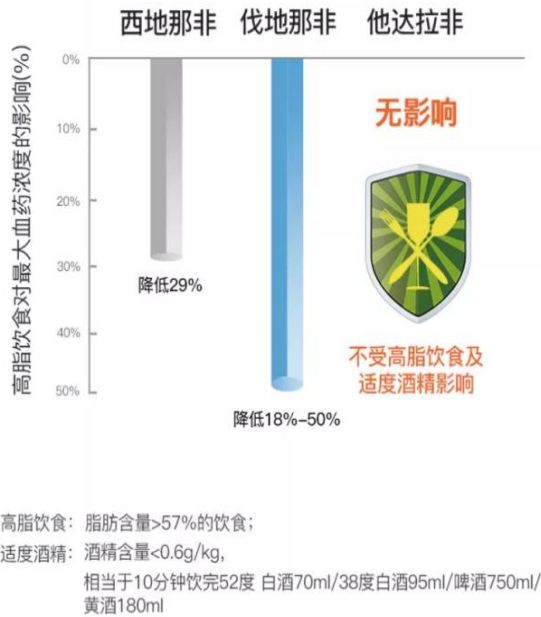
价格	市场容量 (亿元)			
	5%	10%	15%	25%
30 元/粒	36	72	108	180
	60	120	180	300
50 元/粒	120	240	360	600
	60	120	180	300
100 元/粒	36	72	108	180
	60	120	180	300

数据来源：西南证券

两大药物在全球销售规模的差异主要因为他达那非与西地那非相比具有明显优势，

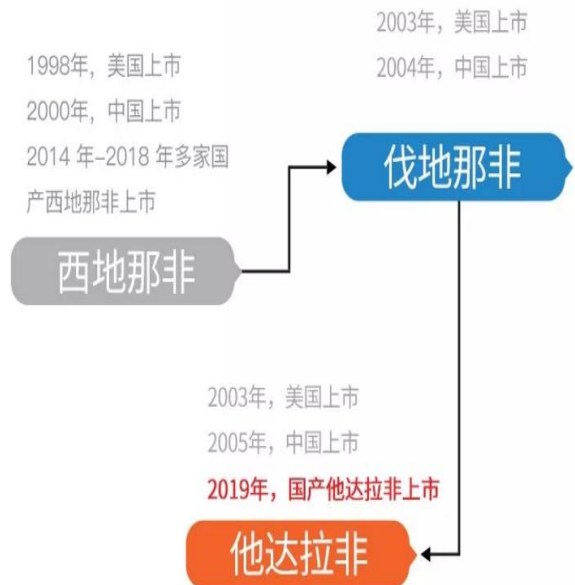
- 推荐使用剂量小，仅约西地那非的 1/5；
- 待机时间长，可达 36 小时；
- 不受喝酒进食影响，而西地那非在使用高脂肪餐后，受血药浓度影响，需要更长时间才会起效；
- 低剂量可预防前列腺疾病等。

图 16: PED5i 类药物高脂饮食后血药浓度比较



数据来源: 莱美大药房, 西南证券整理

图 17: PED5i 类药物国内外上市时间表



数据来源: 莱美大药房, 西南证券整理

前列腺疾病预防为他达拉非潜在未开发市场。前列腺炎症/增生是 40-70 周岁男性高发疾病, 是男科常见病症, 国内该年龄段人群近 3 亿。长期临床应用证明低剂量 (5mg) 他达拉非对前列腺问题有明显预防作用 (FDA 于 2011 年批准其用于可良性前列腺增生,) 但需要长期服用, 需要每日服用 1 粒。他达拉非对于男性保健作用市场开发仍为开始, 随着市场教育的深入, 他达拉非保健市场将逐步打开。

表 6: 他达拉非学术研究数量

年份	西地那非	其中: 前列腺相关	他达拉非	其中: 前列腺相关	伐地那非	其中: 前列腺相关
2013	78	4	28	5	14	0
2014	108	3	42	5	27	3
2015	108	5	38	7	26	3
2016	99	5	37	5	19	0
2017	115	5	44	4	23	1
2018	105	4	37	4	16	2
2019	12	0	5	0	0	0

数据来源: 中国知网, 西南证券整理

按照 40-70 年龄段人群约 3 亿, 我们对前列腺保健市场做价格及渗透率弹性估算。假设 2020 年他达拉非定 (5mg) 价平均价格为 10 元/粒、15 元/粒、20 元/粒、30 元/粒, 每年平均服用 3 个月, 合计 90 粒, 按照 1%、3%、5%、10% 渗透率, 对应市场规模则潜在市场规模约 121 亿元 (取中值, 15 元/粒, 3% 渗透率)。

表 7: 前列腺疾病预防领域空间测算

价格	市场容量 (亿元)			
	1% 渗透率	3% 渗透率	5% 渗透率	10% 渗透率
10 元/粒				

价格	市场容量 (亿元)			
	27	81	135	270
15 元/粒	1%渗透率	3%渗透率	5%渗透率	10%渗透率
	40.5	121.5	202.5	405
20 元/粒	1%渗透率	3%渗透率	5%渗透率	10%渗透率
	54	162	270	540
30 元/粒	1%渗透率	3%渗透率	5%渗透率	10%渗透率
	81	243	405	810

数据来源：西南证券

而国内他达拉非销售规模小于西地那非，我们认为是如下原因：1）他达拉非原研厂商为礼来，2005 年在中国上市，西地那非国内上市时间为 2000 年，有时间差；2）辉瑞在 OTC 领域投入力度大，礼来的市场主要在血糖及医院，白云山金戈上市后在零售市场也做了大力推广；3）他达拉非的上市虽晚于西地那非，但我们预计能凭借“起效剂量小、起效时间快，药效持续时间长”等优势，或逐步赶上。

2.2 欣炜歌为国内首仿，放量速度或超预期

2019 年 2 月 18 日，长春海悦收到国家药监局批件，国内首仿他达拉非片(商品名：欣炜歌)正式获批，非医保且通过一致性评价，由于其销售渠道为零售（参考金戈），不受带量采购影响。长春海悦将他达拉非的国内销售代理权交给莱美，且根据公告信息“若莱美医药前三年每年均达到约定销售任务量要求，则莱美医药取得授权产品在中国区永久性的独家销售代理权”。后续的生产报批企业主要有齐鲁制药、正大天晴、广州朗圣、恒瑞医药等，其中齐鲁制药为优先审评进度或较快。按照我们的估算，第二家西地那非仿制药或将在 6-12 月内上市。

表 8：后续他达拉非审批情况

药品名称	注册分类	企业名称	办理状态	状态开始日	任务类型	优先审评
他达拉非片	4	罗欣药业	在审评审批	2019/1/28	ANDA	否
他达拉非片	4	远大医药	在审评审批中	2018/12/3	ANDA	否
他达拉非片	4	成都盛迪(恒瑞)	在审评审批中	2018/11/19	ANDA	否
他达拉非片	4	广州朗圣药业	在审评审批中	2018/10/8	ANDA	否
他达拉非片	4	广东东阳光药	在审评审批中	2018/7/25	ANDA	否
他达拉非片	4	南京正科医药	在审评审批中	2018/6/25	ANDA	否
他达拉非片	4	武汉人福药业	在审评审批中	2018/8/13	ANDA	否
他达拉非片	4	江苏帝益药业	在审评审批中	2018/5/22	ANDA	否
他达拉非片	4	浙江永宁药业	在审评审批中	2018/5/2	ANDA	否
他达拉非片	4	重庆华邦制药	在审评审批中	2018/4/9	ANDA	否
他达拉非片	4	南京正大天晴	在审评审批中	2018/1/3	ANDA	否
他达拉非片	4	齐鲁制药	在审评审批中	2017/12/12	ANDA	是

数据来源：药智网、西南证券整理

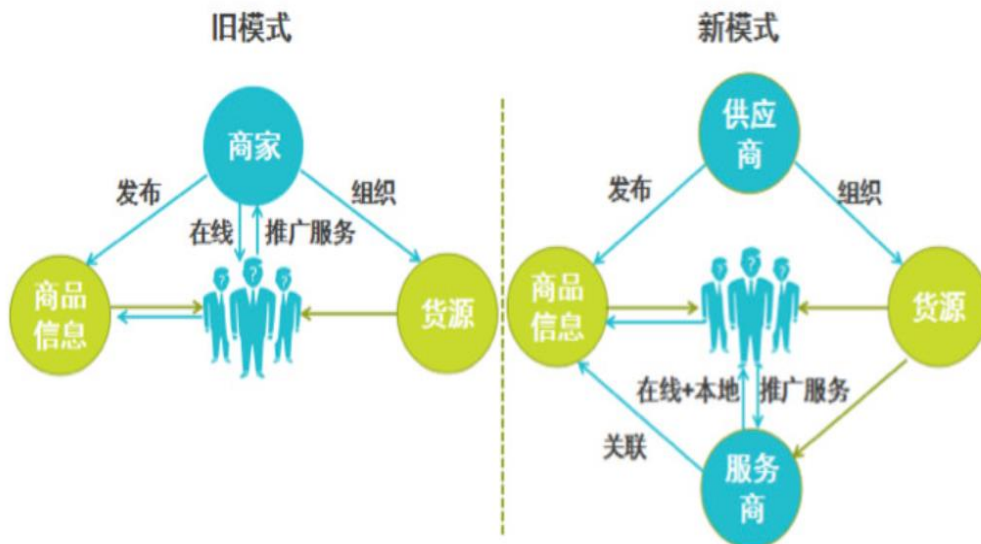
参考白云山的历史案例，金戈获批时间较第 2 家江苏亚邦万菲药业仅提前约半年时间，较常山药业提前约 1 年时间，但目前白云山和亚邦的市场份额差距则是近 10 倍，我们认为在时间取得的先发优势在 ED 药物领域是十分明显的。

表 9：西地那非获批时间进度

药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	批准日期
枸橼酸西地那非片	50mg	广州白云山医药集团股份有限公司白云山制药总厂	国药准字 H20143255	2014/7/29
枸橼酸西地那非片	50mg	江苏亚邦爱普森药业有限公司	国药准字 H20150002	2015/1/8
枸橼酸西地那非片	0.1g	江苏亚邦爱普森药业有限公司	国药准字 H20150003	2015/1/8
枸橼酸西地那非片	50mg	辉瑞制药有限公司	国药准字 H20020527	2015/5/30
枸橼酸西地那非片	0.1g	辉瑞制药有限公司	国药准字 H20020528	2015/5/30
枸橼酸西地那非片	25mg	辉瑞制药有限公司	国药准字 H20020526	2015/7/30
枸橼酸西地那非片	0.1g	广州白云山医药集团股份有限公司白云山制药总厂	国药准字 H20173090	2017/3/3
枸橼酸西地那非片	25mg	广州白云山医药集团股份有限公司白云山制药总厂	国药准字 H20173089	2017/3/3
枸橼酸西地那非片	50mg	常山生化药业(江苏)有限公司	国药准字 H20171004	2017/9/25

数据来源：药智网、西南证券整理

白云山金戈的线下销售占比约为 90%，线上仅约 10%，受益于其强大的渠道优势，放量速度极快。对于欣炜歌，公司规划是线上线下联动，特别是将提升线上销售比例，但在过程中也将参与货物调配，服务商管理等，属于药物新零售领域。

图 18：新零售商业模式


资料来源：乐商软件，西南证券整理

参考雅塑和艾丽奥利司他的销售情况，即 3 年时间做到近 5 亿的终端规模，我们认为欣炜歌在线上如叮当快药等平台的销量或超预期。

图 19: 雅塑奥利司他



数据来源: 淘宝, 西南证券整理

图 200: 艾丽奥利司他

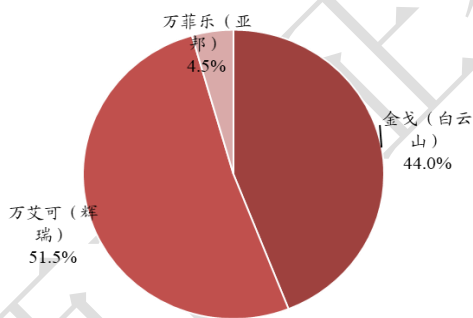


数据来源: 淘宝, 西南证券整理

国内西地那非市场以辉瑞万艾可（伟哥）、白云山金戈和亚邦万菲乐为主，其中万艾可和金戈占据 95% 以上市场规模，市场集中度较高；万艾可近三年来增长较为缓慢，但白云山金戈自 2014 年首仿上市后，年内销售约 290 万粒，2018 年销量超过 4700 万粒，我们预计万艾可在销量上与白云山相当。

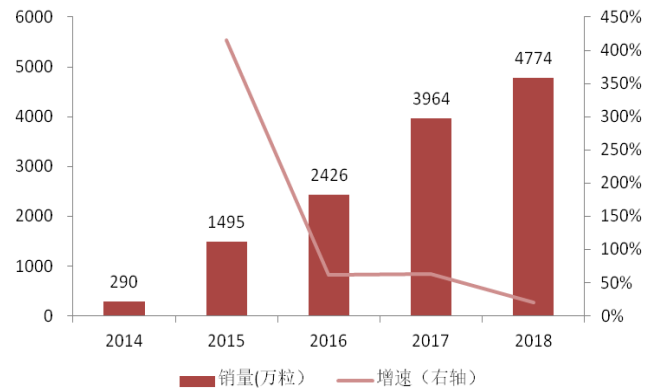
根据康爱多网站显示其 50mg 规格约为 40 元/粒，25mg 规格约为 28 元/粒。按照市场零售终端价格估算，其终端规模约为 13 亿-19 亿元；而辉瑞终端价格 25mg 规格约为 34 元/粒，50mg 规格约为 72 元/粒，其终端规模约为 16 亿-34 亿元。仅算这两家企业，终端规模保守估计约为 30 亿元，乐观估计约为 53 亿元，可见市场空间巨大。“欣炜歌”作为西地那非升级版，或将复制白云山金戈的销售速度及规模奇迹。

图 21: 国内西地那非市场份额情况



数据来源: IQVIA, 西南证券整理

图 22: 白云山金戈历年销售量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

按照欣炜歌的整体进度估算，我们预计 4 月份将开始铺货上市销售，其不受带量采购影响价格稳定性强，保守估计 2019 年他达拉非带来的收入增量或超过 2 亿元，如后期与电商等新零售平台合作，收入或将超预期。

表 10: 他达拉非销量及净利润估算单位（销量：万粒、收入及净利润：万元、价格：元/粒）

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年
金戈销量及预测	290	1495	2426	3964	4774	5500	6000

乐观	年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	销售数量估算	1000	1500	3000	4000	5000	6000	7000
	出厂价估算	65	65	65	65	65	65	65
	收入估算	65000	97500	195000	260000	325000	390000	455000
	净利润率估算	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
	净利润估算	9750	14625	29250	39000	48750	58500	68250
中性	年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	销售数量估算	500	1000	2000	3000	4000	5000	6000
	出厂价估算	65	65	65	65	65	65	65
	收入估算	32500	65000	130000	195000	260000	325000	390000
	净利润率估算	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
	净利润估算	4875	9750	19500	29250	39000	48750	58500
谨慎	年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	销售数量估算	300	600	1500	3000	4000	5000	6000
	出厂价估算	65	65	65	65	65	65	65
	收入估算	19500	39000	97500	195000	260000	325000	390000
	净利润率估算	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
	净利润估算	2925	5850	14625	29250	39000	48750	58500

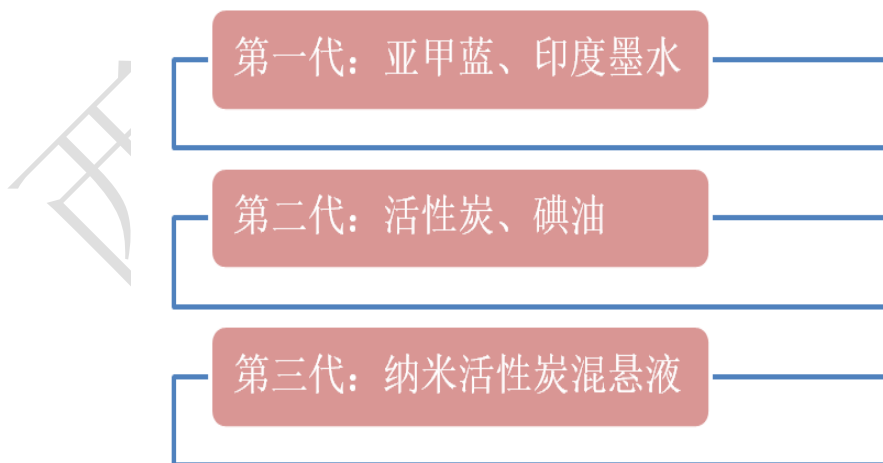
数据来源：公司公告、西南证券整理

3 纳米炭适应症及渗透率逐渐提升，可拓展市场空间较大

3.1 纳米炭淋巴趋向性好，为第三代染料法代表

纳米炭混悬注射液(卡纳琳;1mL,国药准字 H20041829;0.5ML, 国药准字 H20073246)是国内唯一获批的淋巴示踪剂,其具有良好的淋巴趋向性,为第三代前哨淋巴染料法的代表。

图 23: 前哨淋巴染料法发展历史

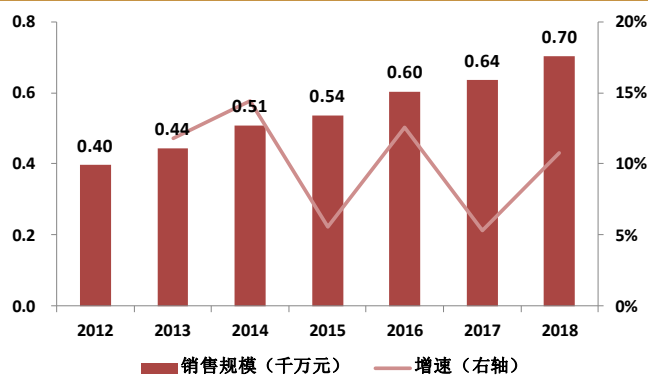


资料来源：《中国普通外科杂志》，西南证券整理

- **第一代以亚甲蓝、印度墨水等为代表。**亚甲蓝淋巴特异性较差，术中使用会造成淋巴管、组织间隙广泛染色，影响手术视野，术后还可能引起局部皮肤过敏、溃烂等；而印度墨水炭颗粒大小不均匀，以大颗粒为主，局部注射后很难进入淋巴管，示踪效果很不理想；
- **第二代以活性炭、碘油等为代表。**活性炭与第一代相比有了较强的淋巴特异性，但炭颗粒仍然大小不均匀，部分可以通过组织间隙弥散；有些大颗粒也可能造成淋巴管堵塞，使注射局部黑染严重；碘油需要直接注射到淋巴管内，依靠特殊设备显影，使用不方便；
- **第三代以纳米活性炭混悬液为代表。**炭颗粒经过纳米技术处理，大小均匀，淋巴特异性强，示踪效果理想，可作为淋巴示踪剂应用于临床指导手术。

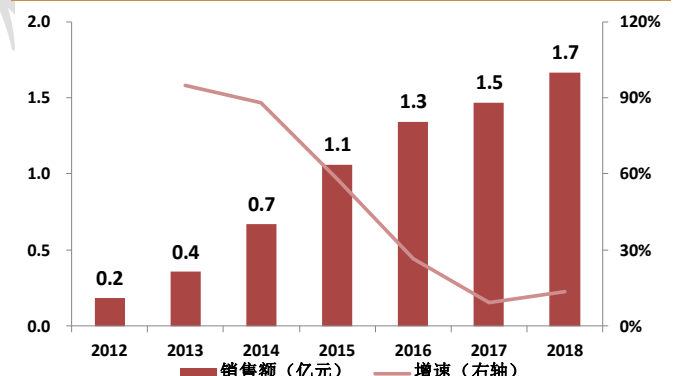
纳米炭混悬注射液（卡纳琳）为纳米级炭颗粒制成的混悬液，特在于其颗粒大小，纳米炭颗粒直径为 150nm，毛细血管内皮细胞间隙为 20-50 nm，而毛细淋巴管内皮细胞间隙为 120-500 nm，故将纳米炭注射到甲状腺组织内其不会进入血管，可迅速进入淋巴管或被巨噬细胞吞噬后进入毛细淋巴管，滞留、聚集在淋巴结，从而使甲状腺及其引流区域的淋巴结黑染。国内最主流的为亚甲蓝和纳米炭，2018 年样本医院销售规模分别为 0.7 亿元、1.7 亿元，2012-2018 年复合增速分别约为 10%、43%，纳米炭在 2014 年已经超过亚甲蓝成为行业主流的淋巴示踪剂。

图 24：亚甲蓝销售情况（亿元）



数据来源：pdb，西南证券整理

图 25：纳米炭混悬液销售情况（亿元）

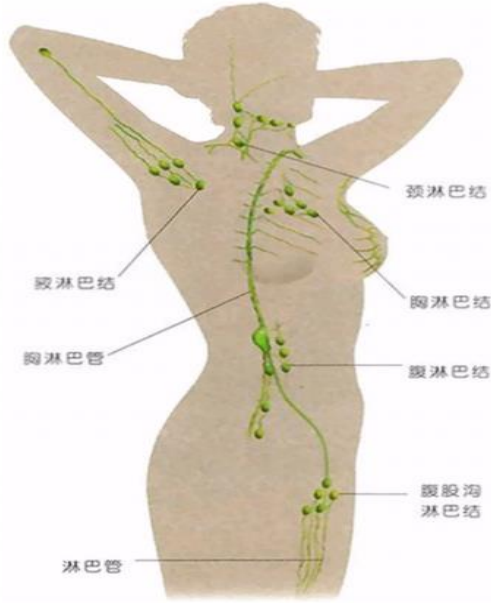


数据来源：pdb，西南证券整理

3.2 甲状腺领域专家共识度高，乳腺癌等领域拓展为未来看点

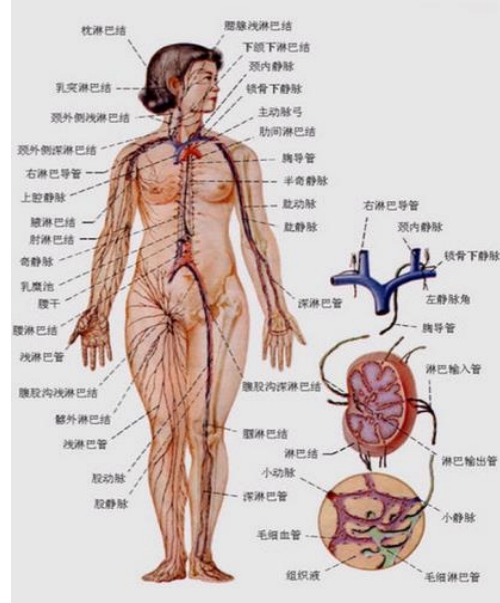
由于人体的淋巴系统是遍布全身形成网络，组成部分有淋巴管（分为毛细淋巴管、淋巴管、淋巴干与淋巴导管），淋巴组织（分为弥散淋巴组织与淋巴小结），淋巴器官（如胸腺、骨髓、脾、扁桃体等）等。肿瘤可通过淋巴结进行扩散，且淋巴结转移也是肿瘤精准分期和预后判断的重要指标。从图下组织分布情况来看，可能涉及到纳米炭手术覆盖领域除了甲状腺癌，还有乳腺癌、胃癌、肺癌、肠癌等。

图 26: 淋巴系统示意图



数据来源：有来医生微信、西南证券整理

图 27: 淋巴系统示意详图



数据来源：有来医生微信、西南证券整理

根据历年的学术文章发布情况，目前研究主要集中在甲状腺肿瘤，并得到业内专家认可。其次为乳腺癌。近年来胃癌和肠癌的研究数量也呈现逐渐增加趋势。

表 11: 纳米炭相关论文发布篇数（不完全统计）

	甲状腺肿瘤	乳腺癌	胃癌	肺癌	肠癌
2013	9	5	0	1	1
2014	31	4	2	1	1
2015	33	15	4	2	0
2016	50	14	7	0	3
2017	47	8	3	0	8
2018	56	11	9	0	4
2019	5	0	0	0	1

数据来源：中国知网、西南证券整理

- **甲状腺肿瘤领域。**治疗甲状腺癌的首选方式还是手术，但在手术过程中很容易造成喉返神经和甲状旁腺损伤。虽然神经监测仪对在手术过程中寻找喉返神经提供支持，已经不是难点。但手术对甲状旁腺损伤仍是难题，甲状腺旁腺损伤对患者会引发低钙症状，临床表现为手足麻木和四肢抽搐，卡纳琳的染色功能很好地解决行业痛点：1) 淋巴趋向性强、示踪速度快、黑染率高、持续时间长、与周围组织色彩对比度高的特点；2) 甲状腺组织内注射纳米炭后，甲状腺及其引流区域的淋巴管及淋巴结大多数会被黑染，而甲状旁腺不会被黑染，使之与被黑染的甲状腺及淋巴结容易区分而被辨认；
- **在结直肠癌领域，**《卫生部结直肠癌诊疗规范》中要求结直肠手术至少要检出 12 个淋巴结。临床显示使用卡纳琳可以增加结直肠癌手术的淋巴结检出数量，淋巴结检

出数量越多患者的生存期越长；此外还可以用于早期大肠癌标记定位病灶，提高手术的成功率；根据资料显示，每次需要用到 1mL 的卡纳琳；

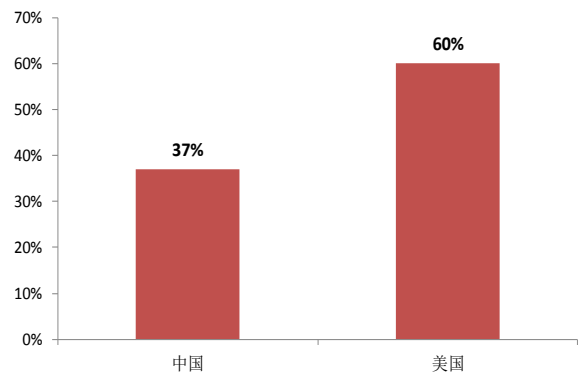
- 在胃癌领域，主要还是对淋巴结的清扫。且在胃癌前期，卡纳琳能准确示踪胃癌前哨淋巴结，判断区域淋巴结的转移情况；根据资料显示，每次需要用到 1-1.5mL 的卡纳琳。

图 28: 城市人群男性/女性肿瘤患病率排序 (1/10 万)



数据来源: 中国城市癌症最新数据 2017, 西南证券整理

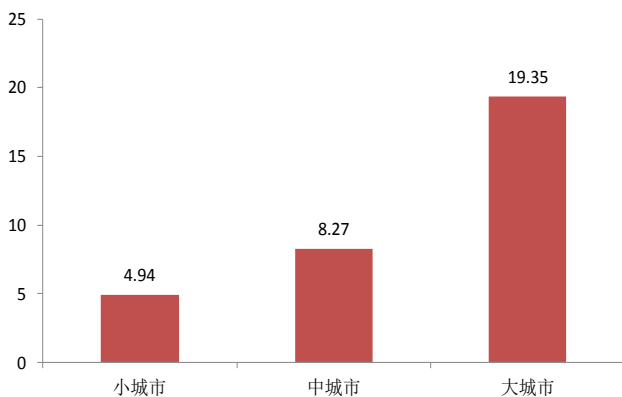
图 29: 肿瘤患者手术比例 (2015)



数据来源: 美国国家癌症中心、加州癌症登记中心、西南证券整理

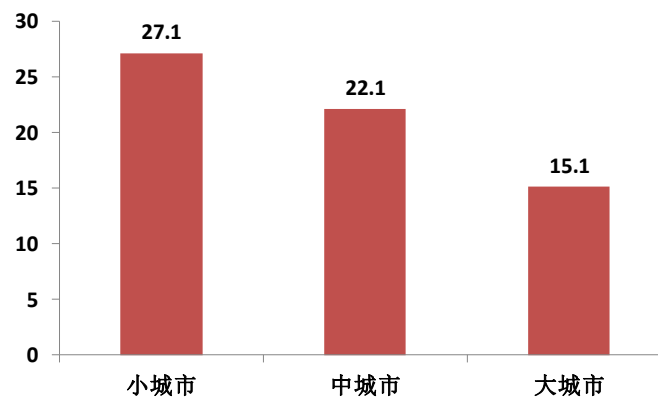
- 甲状腺肿瘤，2017 年大中小城市人群甲状腺患病率分别约为 19.35/10 万、8.27/10 万、4.94/10 万（来自于《中国城市癌症最新数据 2017》数据）。如仅按照“城市人口 8.3 亿人*中城市发病率 8.27/10 万+乡村人口 5.6 亿人*4.94/10 万”计算，预计每年甲状腺肿瘤的患病群体近 10 万人。
- 恶性甲状腺结节，其发病率约为 18%（中华医学会数据），其中约 5-15% 为恶性结节，假设恶性结节手术率与肿瘤相当，则潜在的手术群体约超过 1500 万。

图 30: 城市人群甲状腺肿瘤患病率 (1/10 万)



数据来源: 中国城市癌症最新数据 2017, 西南证券整理

图 31: 城市人群胃癌患病率 (1/10 万)

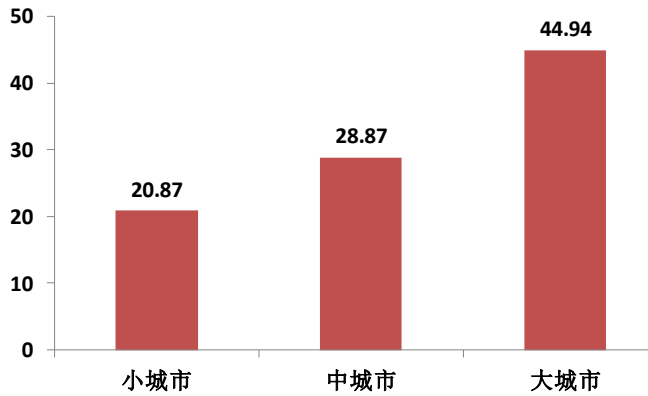


数据来源: 中国城市癌症最新数据 2017, 西南证券整理

目前大中小城市胃癌患病率均值为 21.4/10 万人，城市男性结肠癌患病率高于胃癌，平均值约为 31.6/10 万人。按照上文逻辑推算，我们预计每年甲状腺、胃癌、肠癌的肿瘤患者合计近 100 万人。

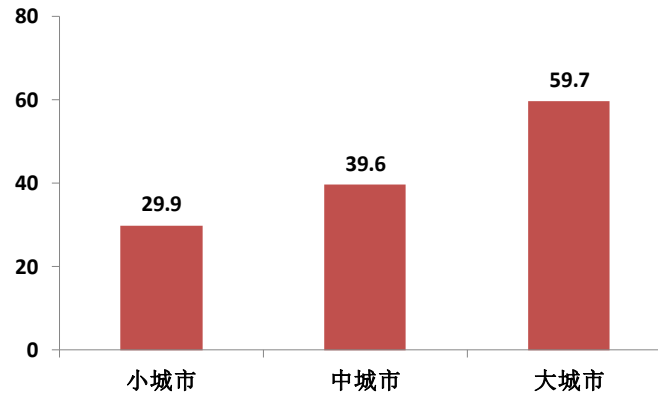
此外，我们认为卡纳琳在乳腺癌领域的空间更为广阔。按照 2017《中国肿瘤登记年报》(数据滞后)显示：乳腺癌居中国女性恶性肿瘤发病率首位，每年新发病例约 28 万，并以每年 2%的速度递增。如按照《中国城市癌症最新数据 2017》数据，国内城市女性患病率均值约为 43.1/10 万人，仅城市患病人群就约 30 万人，若算上农村则数量或接近 50 万人。

图 32: 城市人群男性肠癌患病率 (1/10 万)



数据来源: 中国城市癌症最新数据 2017, 西南证券整理

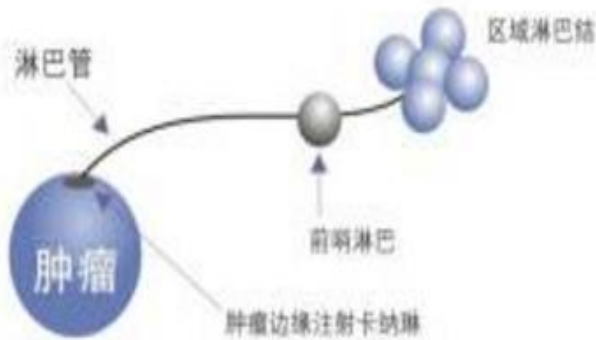
图 33: 城市人群女性乳腺癌患病率 (1/10 万)



数据来源: 中国城市癌症最新数据 2017, 西南证券整理

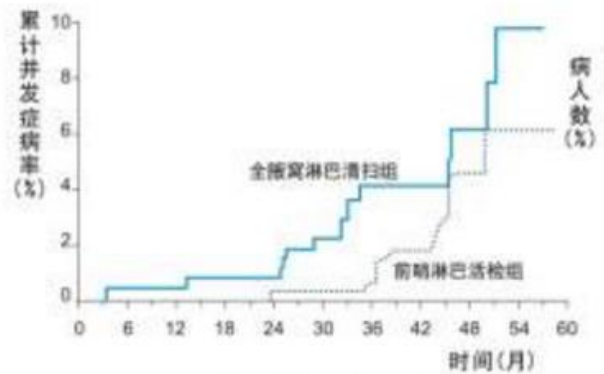
由于淋巴结是乳腺癌扩散转移的主要途径，淋巴结清扫是乳腺癌手术过程的重中之重。但也会引发相关并发症如上肢淋巴水肿、功能障碍、皮下积液和切口愈合不良等，造成形体不美观，进而影响患者的生活质量等。针对这种情况，产生了乳腺肿瘤前期的淋巴前哨活检技术，其中纳米炭的使用起了很大作用。

图 34: 前哨淋巴示意图



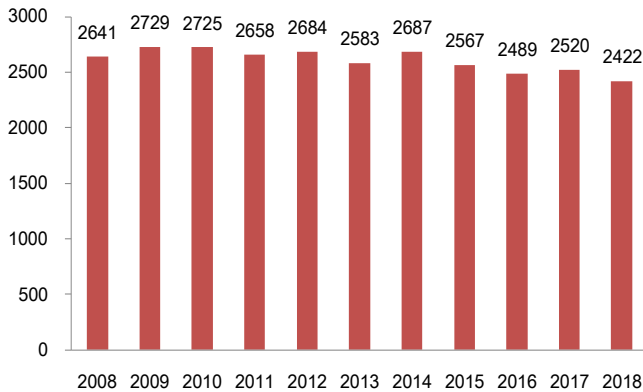
数据来源: 公司微信, 西南证券整理

图 35: 全腋和前哨术后并发症比较

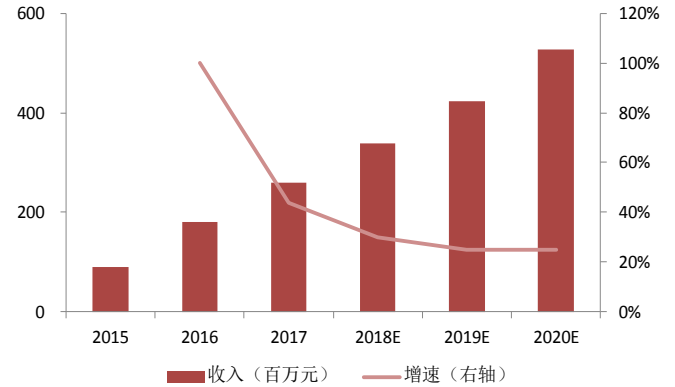


数据来源: 公司微信, 西南证券整理

通过对前哨淋巴活检，如果呈现阳性则开始全腋淋巴清扫，过程中将继续用到纳米炭作为淋巴示踪，用量大概在 0.5mL 左右；如果呈现阴性，则腋窝淋巴不需要继续手术，用量大概在 1mL 左右。

图 36: 纳米炭示踪剂（1mL）历年同规格中标平均价


数据来源: 药智网, 西南证券整理

图 37: 纳米炭示踪剂收入增长情况


数据来源: 西南证券

公司的**纳米碳悬混液（卡纳琳；1mL，国药准字 H20041829;0.5ML，国药准字 H20073246）**其不属于医保，降价压力小，但可以避免手术风险，故临床使用意愿较强。从卡纳琳历年招标情况来看价格维护较好，50mg 规格基本上维持在 2400 元/支。过去 10 年时间内纳米炭产品中标价格基本保持稳定，两种规格产品中标单价降幅均在 10%以内。

纳米炭悬混液主要在三级医院如川大华西医院等进行销售使用，已经在甲状腺癌、乳腺癌、胃癌和肠癌等领域推广，其中甲状腺手术中渗透率已经达到 50%以上，且该领域销售占整体的约 80%左右。按照纳米炭作用机理，理论上是可以向实体瘤全领域拓展，其前景看好，我们对其在甲状腺肿瘤、乳腺癌、胃癌和肠癌领域的市场规模推算如下：

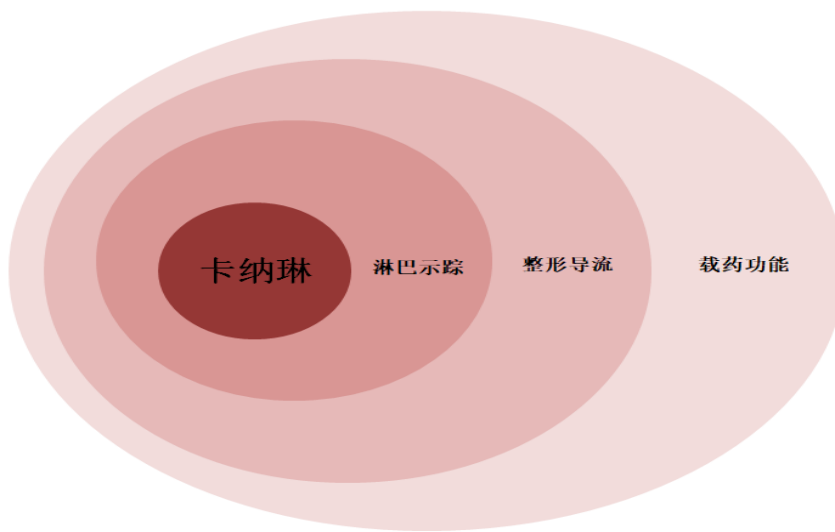
- **假设一：**每年甲状腺肿瘤（约 10 万人）+乳腺癌肿瘤（约 30 万）+胃癌（约 30 万）+肠癌（约 50 万）合计约 100-150 万人群体估算；
- **假设二：**手术率约为 37%；则手术人群为甲状腺肿瘤 3.7 万人+乳腺癌肿瘤约 12 万人+胃癌约 12 万人+肠癌约 18 万人；
- **假设三：**用量分别为甲状腺癌 1mL、乳腺癌 1.5mL、胃癌 1.5mL、肠癌 1mL；
- **假设四：**2400 元/1mL；
- **市场空间：**甲状腺肿瘤约为 0.9 亿元、乳腺癌约为 4.3 亿元、胃癌约为 4.3 亿元、肠癌约为 4.4 亿元，合计约 14 亿；
- **如果算上潜在的甲状腺恶性结节手术人群，我们预计纳米炭的市场空间或超过 100 亿元。**

我们认为：纳米炭作为第三代染色剂，具有很好的淋巴趋向性。在肿瘤临床诊疗过程中具有染色、载药等特点，目前在甲状腺领域的专家共识已经形成，很好地解决了行业痛点。随着在乳腺癌等领域的学术推广及渗透率提升，纳米炭示踪剂进入快速增长阶段。

3.3 以卡纳琳为核心，构建纳米炭用药生态圈

纳米炭悬混液（卡纳琳）目前的适用领域为淋巴示踪，我们认为其打造女性肿瘤用药平台前景广阔。卡纳琳在甲状腺淋巴示踪领域的学术实现了高渗透，产品渗透率超过 50%，且董事长邱宇先生中国研究型医院学会甲状腺疾病专业委员会副主任委员（解放军总医院普通外科田文教授为主任委员）。早在 2016 年公司成立了北京莱美甲状腺医学研究有限公司，打造围绕甲状腺疾病患者的全周期医疗和健康管理综合服务体系，后期可向整形美容领域拓展。

图 38：卡纳琳平台生态建设



资料来源：西南证券

此外，有研究表明纳米炭还具有良好的载药功能，团体大小决定了其可以特定区域用药，比表面积大决定了纳米炭具有强吸附能力。“当其吸附高浓度化疗药物时，进入淋巴结的纳米炭可缓慢释放抗癌药；当游离的抗癌药被体液稀释或被机体代谢而浓度下降时，根据等温吸附曲线的平衡关系，纳米炭立即释放等量的抗癌药补足被消耗的抗癌药的量，使纳米炭周围游离的抗癌药始终维持一定的浓度”。目前已有研究丝裂霉素-活性炭混悬液、卡铂-活性炭混悬液、甲氨喋呤-活性炭混悬液等多种给药方式。公司在研产品如吉西他滨、吉非替尼、来拉度胺等均可与纳米炭形成渠道协同，同时接枝纳米炭及接枝纳米炭注射液正在做临床前研究，如能顺利上市也将带动公司肿瘤药物销售。

我们认为卡纳琳由于其较高的学术地位，医生及患者资源丰富，如能实现整形导流及载药等功能开发，其市场空间或将翻倍增长。

4 艾司奥美拉唑已在多省完成招标，进入放量阶段

4.1 PPI 制剂内部或将分化，口服增长仍在继续

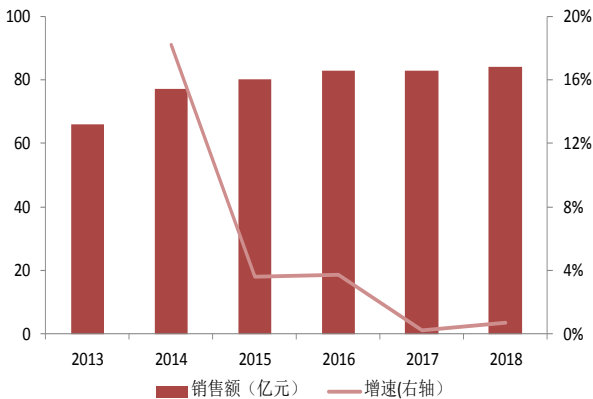
艾司奥美拉唑（原名：埃索美拉唑）是奥美拉唑的升级版，属于质子泵抑制剂。目前质子泵抑制剂分为两代，奥美拉唑和艾司奥美拉唑的原研均为阿斯利康。

表 8: PPI 抑制剂产品概况

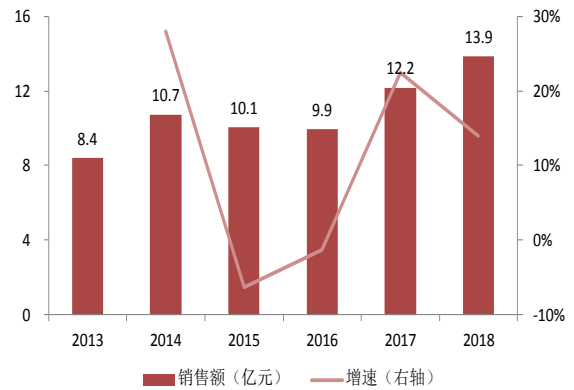
代系	第一代			第二代		
特点	优点：经济 缺点：起效慢、生物利用低、半衰期短、效果不持久，夜间胃酸突破，依赖 P450 酶代谢、药物的相互作用及疗效的个体差异			抑酸效果好、起效快、24h 抑酸、个体差异小、与其他药物间无相互作用、不良反应少。		
药物	奥美拉唑钠（镁）	兰索拉唑	泮托拉唑	雷贝拉唑钠	艾司奥美拉唑	艾普拉唑
上市时间	1988	1991	1994	1997	2000	2008
达峰时间	0.5-3.5h	1.8-2.6h	2-3h	2-4h	1-2h，峰值随剂量增加	在人体内的过程基本符合线性动力学特征
半衰期	0.5-1h	1.3-1.7h	1.18h	约 1h	1.3h	
生物利用度	单剂量 35%，多剂量 60%	较奥美提高 30%	75%以上	52%	50-89%随剂量变化	
清楚	口服 2h 排泄 42%，96h 尿排泄 83%	口服 24h 尿排泄 13.1-14.3%	80%经肾排泄	90%经肾排泄	80%经肾排泄	
CYP450	依赖	依赖	依赖	80%通过非酶途径代谢	主要依赖 CYP3A4	CYP3A4 参与
与质子泵结合位点	2	3	2	4	2	1
作用	对基础及刺激后的胃酸分泌都有作用	半衰期虽短，作用时间较强，可长时间滞留壁细胞	40mg 是治疗十二指肠溃疡和胃食管返流性疾病的最佳剂量	较其他药物作用更快、更持久、强度更强	控制胃酸最强的 PPI	口服 5mg/d 的治疗效果与奥美拉唑 20mg/d 相当
疗效特点	近期疗效显著，远期疗效不佳，复发率高	抑酸、细胞保护和促进溃疡效果优于奥美拉唑	选择性较奥美、兰索美、兰索稳定	体外杀灭 HP 最强	个体差异少	不可逆抑制质子泵

数据来源：搜狐等网络资料、西南证券整理

2018 年国内样本医院销售 PPI 销售规模超过 80 亿元（终端接近 300 亿，含联合用药）。其中 2018 年艾司奥美拉唑约为 14 亿元，估计终端超过 50 亿元，近五年复合增速约为 10.6%，该产品之前的名字叫做埃索美拉唑，后期改名为艾司奥美拉唑，改名重点突出其为奥美拉唑升级版，原研厂商将其作为奥美拉唑的市场替代品，后期推广力度或加大。

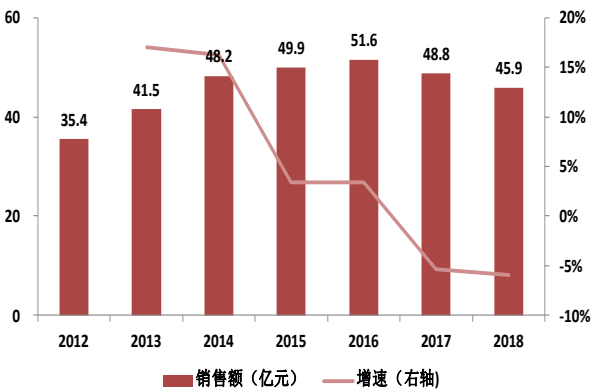
图 39: 国内 PPI 抑制剂样本医院销售情况


数据来源: PDB, 西南证券整理

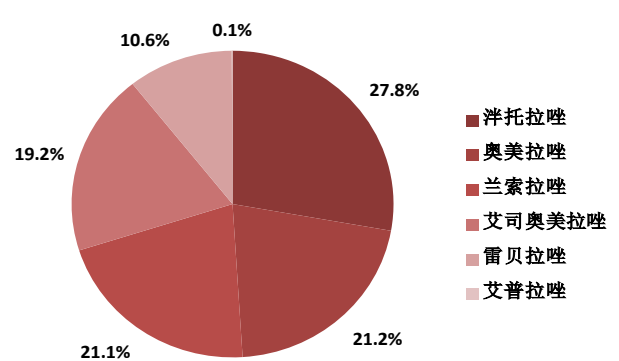
图 40: 艾司奥美拉唑样本医院销售情况


数据来源: PDB, 西南证券整理

分剂型来看, 2018 年 PPI 针剂型约为 46 亿元 (估计终端规模约为 150 亿元), 同比增速约为 -6%, 5 年间复合增速约为 2%, 从 2017 年起表现为下滑; 其中 2018 年针剂占比最大的是泮托拉唑, 其次是奥美拉唑, 艾司奥美拉唑排第四, 占比约为 19%。

图 41: PPI 制剂注射剂型市场增长情况


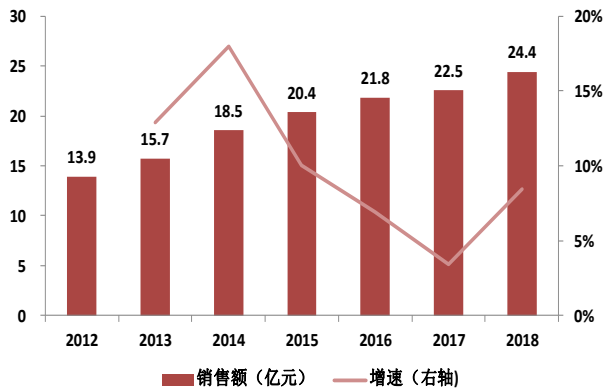
数据来源: PDB, 西南证券整理

图 42: PPI 制剂注射剂型市场份额 (2018 年)


数据来源: PDB, 西南证券整理

2018 年样本医院 PPI 口服剂型约为 24 亿元 (估计终端规模约为 80 亿元), 同比增速约为 8%, 5 年间复合增速约为 9%, 从 2017 年起有加速增长趋势, 我们判断与口服剂型限制使用有关; 2018 年口服剂型占比最大的是雷贝拉唑, 其次是艾司奥美拉唑, 占比约为 21%。

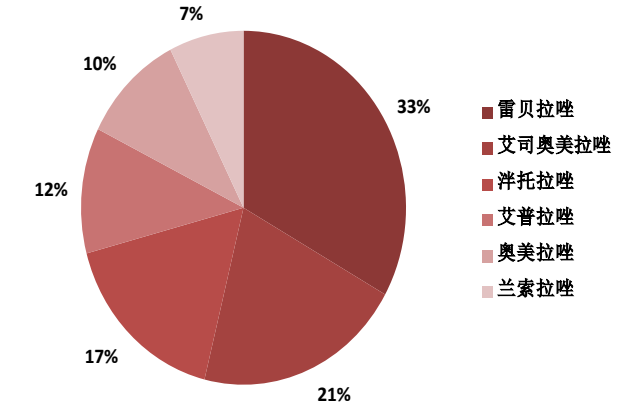
图 43: PPI 制剂口服剂型市场增长情况



数据来源: PDB, 西南证券整理

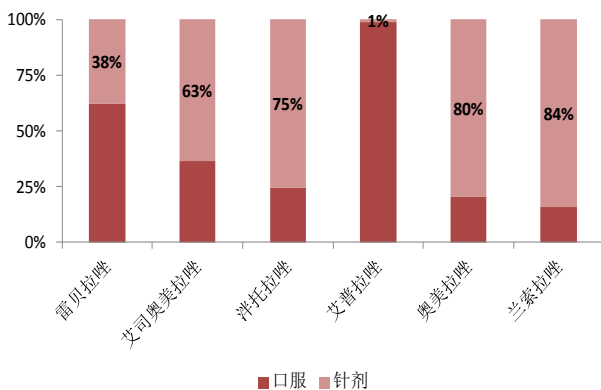
从 2017 新版医保目录来看, 质子泵抑制剂注射剂型均被限制使用, 该领域整体规模如果放大后预计超过 150 亿元, 属于重点管控领域。相反口服剂型多用于出院后使用, 增长多来自于患者的真实需求, 预计行业增长还能维持。根据 PDB 数据显示, 口服规模大小及占比与产品增速正向相关。

图 44: PPI 制剂口服剂型市场份额 (2018 年)



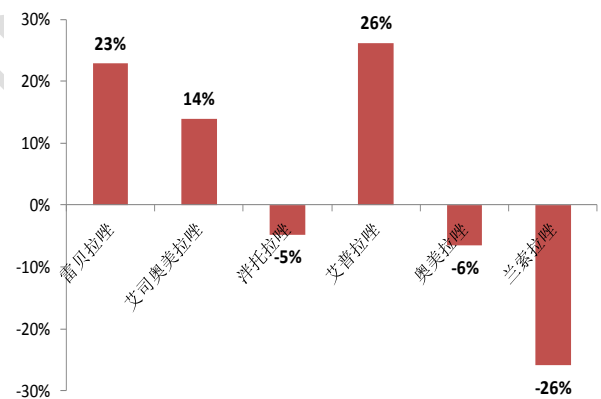
数据来源: PDB, 西南证券整理

图 45: 各 PPI 制剂口服与针剂份额对比 (2018 年)



数据来源: PDB, 西南证券整理*按照口服规模大小排序

图 46: 各种 PPI 制剂剂型市场增速比较 (2018 年)



数据来源: PDB, 西南证券整理*按照口服规模大小排序

目前 PPI 口服制剂的一致性评价仍在进行中, 尚未出现通过一致性评价品种。进度最快的为奥美拉唑肠溶胶囊, 其参比制剂选择为阿斯利康的奥美拉唑口服制剂。在艾司领域尚未有申报企业, 公司的艾司奥美拉唑属于旧版 4 类新药, 属于通过一致性评价产品; 在注射剂型中, 正大天晴及奥赛康已经申报一致性评价, 开始时间分别为 2018/6/13 和 2018/10/17。

表 9: PPI 口服制剂一致性评价情况

产品名	公司名称	参比备案	BE 备案	开展 BE	完成 BE	申报
奥美拉唑肠溶胶囊	罗欣药业	2016/6/2	Dec-17	2018/3/26	2018/5/14	2018/12/17
	扬子江	2016/6/21	Apr-18	2018/5/8	2018/10/17	2018/12/17
	海南海灵	2016/12/8	Mar-18	2018/3/16	2018/5/11	2019/2/18
	常四药	2016/7/26	JuL-17	2017/10/20	2018/12/10	2019/2/18
	康恩贝	2016/6/24	Apr-18			2019/2/22

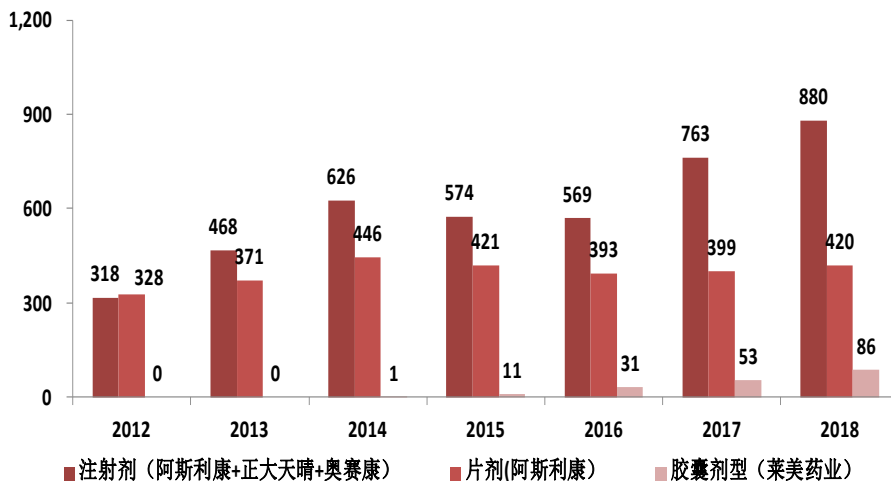
奥美拉唑肠溶片	山东新时代	2016/7/20	Aug-17	2018/9/4	2018/11/9	
雷贝拉唑胶囊	上药信谊	2016/10/12	Jan-19			
泮托拉唑片	康恩贝	2016/6/5	Nov-17	2018/1/25	2018/5/25	2018/9/25
	九典制药	2016/6/19		进行中		
	广济药业	2016/12/21	Nov-18	进行中		
艾司奥美拉唑	无					
兰索拉唑						
艾普拉唑						

数据来源：药智网、西南证券整理

4.2 莱美舒推进对针剂替代，各省中标后或将放量

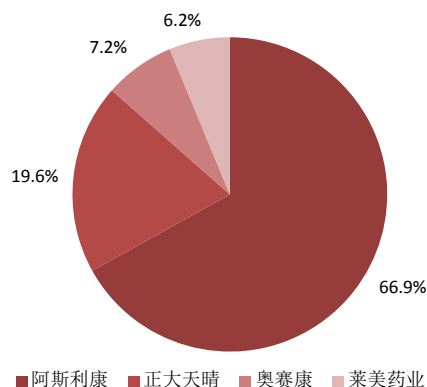
艾司奥美拉唑（莱美舒）为国内独家首仿 4 类新药，是奥美拉唑升级版，其具有快速、持久、稳定抑制胃酸及较高的 Hp 根除率，早于 2013 年拿到批件，2014 年开始上市销售。目前国内市场排前四位的分别为阿斯利康、正大天晴、奥赛康与莱美药业，其中莱美药业市场占比约为 6.2%。

图 47：艾司奥美拉唑分剂型增长情况

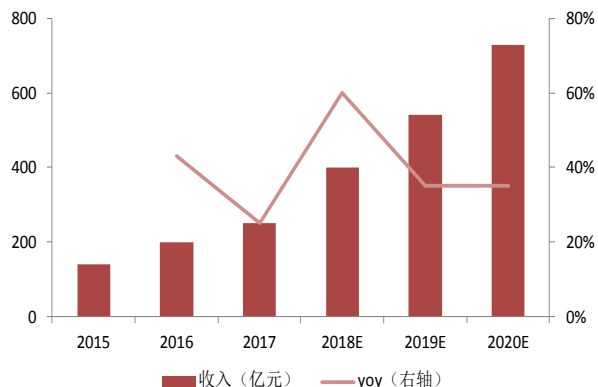


资料来源：西南证券

在艾司奥美拉唑领域，注射剂型主要是阿斯+正大天晴+奥赛康，合计占比约为 63%，2012-2018 年间复合增速约为 18%，2016 年后增速加快，主要原因为正大天晴及奥赛康的产品上市；其次为阿斯利康片剂，市场销售占比约为 31%，2012-2018 年间复合增速约为 4%；最后的为莱美药业胶囊剂型，市场占比约为 6%，三年间复合增速接近 100%。且随着新版国家医保目录对质子泵抑制剂注射剂型的使用限制，预计公司的口服剂型增长还将继续。

图 48: 国内艾司奥美拉唑市场格局


数据来源: PDB, 西南证券整理

图 49: 莱美舒销售增长情况


数据来源: 西南证券

艾司奥美拉唑在 2014-2015 年累计新进招标省份年均 3 个, 但 2015-2018 年新进省份年均 5 个, 明显加快。随着各省招标推进, 莱美舒现已招标全国 20 多个省份, 且从各省中标价格来看维护较好, 平均中标价格维持在 65 元/盒以上。

表 10: 艾司奥美拉唑在 22 个省份的中标价格情况 (元/盒)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
累计中标省份	3	7	12	19	22	22
平均中标价	74.33	72.87	73.56	68.70	66.40	65.36
湖北	76.52	76.52	68.53	68.53		68.53
安徽	72.16	72.16		65.69		
山东	74.30				64.98	
四川		71.87		64.98		64.98
上海		73.91		68.71		
云南		74.20			64.98	
福建		68.53		57.78		
天津			68.53			
北京			64.98			
广西			88.00			
内蒙古			74.34			
西藏			77.00		73.38	
辽宁				64.98		
广东				67.75	67.75	62.58
黑龙江				67.75		
江西				88.00		
宁夏				70.29		
重庆				75.01		
江苏				64.98	64.98	
贵州					58.00	

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
海南					72.12	
陕西					64.98	

数据来源：药智网、西南证券整理

我们认为：艾司奥美拉唑历史上由于各省招标速度较慢，导致增长低于预期，但是该产品竞争格局好，价格体系维护相对稳定。在省招标局面打开之后，或将迎来放量阶段。

5 盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为在他达拉非销售放量，纳米炭适应症拓展的背景下，公司收入增长或将保持高速。经综合考虑，对 2018-2020 年主营业务的增长情况判断如下：

- 1) 他达拉非性价比优于西地那非，销售策略实行线上线下联动，参考金戈的放量速度，保守估计 2019-2020 年销售量分别约为 300 万粒、600 万粒；
- 2) 纳米炭示踪剂在甲状腺肿瘤领域专家共识度高，逐渐向乳腺癌手术拓展，未未来 10 亿级大品种，预计 2018-2020 年销量增速分别约为 30%、25%、25%；
- 3) 艾司奥美拉唑省份招标基本完成，且口服剂型国内独家，预计 2018-2020 年销量增速分别约为 60%、35%、35%；
- 4) 2018-2020 年销售费用率分别约为 40%、39%、39%；管理费用率分别约为 11%、9%、7.5%；

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 11：业务收入拆分表

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	963.98	990.22	1,282.07	1574.6	2060.8	2623.5
yoy		3%	29%	23%	31%	27%
毛利率	37%	42%	49%	60%	59%	59%
营业成本	606.59	576.12	655.88	628.8	837.7	1083.0
特色专科类						
收入	237.52	400.48	604.02	850.8	1086.6	1393.6
yoy		69%	51%	41%	28%	28%
毛利率	71%	59%	60%	60%	60%	60%
成本	70.01	164.03	238.88	340.3	434.6	557.5
抗感染类						
收入	333.38	331.77	360.93	379.0	397.9	417.8
yoy		0%	9%	5%	5%	5%
毛利率	29%	26%	30%	55%	50%	45%
成本	235.34	246.43	252.23	170.5	199.0	229.8
中成药及饮片类						

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	101.75	96.20	133.18	153.2	176.1	202.6
yoy		-5%	38%	15%	15%	15%
毛利率	39%	56%	59%	80%	75%	70%
成本	62.17	42.75	54.06	30.6	44.0	60.8
大输液类 (湖南康源)						
收入	175.03	107.51	106.76	106.8	106.8	106.8
yoy		-39%	-1%	0%	0%	0%
毛利率	18%	25%	25%	50%	50%	50%
成本	144.18	80.71	80.00	53.4	53.4	53.4
其他						
收入	116.3	54.3	77.2	84.9	93.4	102.7
yoy		-53%	42%	10%	10%	10%
毛利率	18%	22%	60%	60%	50%	40%
成本	94.9	42.2	30.7	34.0	46.7	61.6
他达拉非						
收入					200.0	400.0
yoy						100%
毛利率					70%	70%
成本					60.0	120.0

数据来源：公司公告、西南证券

根据估值模型预测，我们预计 2018-2020 年 EPS 分别约为 0.14 元、0.19 元、0.28 元，对应市盈率分别约为 49 倍、37 倍、24 倍。随着他达拉非持续放量，我们预计 2021 年净利润或超过 3 亿元，则 2019-2021 年净利润复合增速约为 38%。

6 估值分析

6.1 绝对估值

关键假设如下

- 1) 永续期增长率为 2%;
- 2) β 系数选用化学制剂（申万分类）行业最近 60 个月 β 值的算术平均;
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 12：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
永续期增长率	2%
无风险利率 Rf	3.16%
市场组合报酬率 Rm	7.12%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	35%
β 系数	1.06
债务资本成本 Kd	2.89%
债务资本比重 Wd	9.40%
股权资本成本 Ke	7.28%
WACC	6.83%

数据来源：wind、西南证券整理

表 13：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	4306.87
净债务价值	109.49
股票价值	4197.38
每股价值	5.17

数据来源：wind、西南证券整理

表 14：FCFF 估值敏感性分析

WACC	5.81%	6.31%	6.81%	7.31%	7.81%
永续增长率					
1.0%	5.41	4.84	4.37	3.97	3.64
1.5%	5.97	5.29	4.73	4.27	3.89
2.0%	6.68	5.84	5.17	4.62	4.18
2.5%	7.61	6.53	5.71	5.05	4.52

WACC	5.81%	6.31%	6.81%	7.31%	7.81%
永续增长率					
3.0%	8.86	7.43	6.38	5.58	4.94

数据来源：wind、西南证券整理

从绝对估值看，公司每股内在价值约 5.17 元。

6.2 相对估值

我们选取恒瑞医药、康弘药业、贝达医药、海思科、丽珠集团等五家龙头企业作为相对估值比较，可比公司平均估值约为 45 倍。给予公司 2019 年 45 倍目标估值，PEG 约为 1.2，相对合理。对应目标股价约为 8.55 元，维持“买入”评级。

表 15：可比公司估值情况

排名	代码	证券简称	总市值	市盈率 PE		市净率 PB(MRQ)
				TTM	19E	
0	300006.SZ	莱美药业	60	52	37	2.5
		中位值	256	47	36	8.2
		平均值	—	61	45	8.4
1	600276.SH	恒瑞医药	2900	71	54	14.7
2	002773.SZ	康弘药业	355	51	38	9.0
3	300558.SZ	贝达药业	178	113	73	8.2
4	002653.SZ	海思科	160	48	40	7.9
5	000513.SZ	丽珠集团	256	24	20	2.4

数据来源：wind、西南证券整理

7 风险提示

1) 产品销售或低于预期;

他达拉非预计4月开始销售,但涉及到渠道布货,网络渗透等,或出现销量低预期情况;艾司奥美拉唑属于质子泵抑制剂,市场关注度高,如医院推进药占比政策,或影响其销售;

2) 药品降价风险;

艾司奥美拉唑在湖北、贵州中标价格较低,如其余省份采取省级联动或者全国比价,则会对现有价格体系形成冲击;

3) 子公司亏损风险;

成都金星由于不会大规模推乌体林斯,我们判断为亏损减少,但如果有新产品上市,或加大费用投入,其亏损幅度或增加;湖南康源的无缝软袋及混药器均具有不确定性,亏损幅度有维持或继续扩大风险;

4) 其他不可预知风险。

如股市大幅波动、突发政策出台、产品质量风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1282.07	1574.62	2060.81	2623.50	净利润	46.06	118.55	150.98	228.83
营业成本	655.88	628.84	837.71	1083.04	折旧与摊销	113.30	63.33	63.33	63.33
营业税金及附加	19.61	24.08	31.52	40.13	财务费用	36.62	39.40	48.43	40.51
销售费用	341.19	629.85	803.72	1023.17	资产减值损失	32.84	10.00	-3.00	2.00
管理费用	177.02	173.21	185.47	196.76	经营营运资本变动	-58.65	-59.81	-199.03	-228.09
财务费用	36.62	39.40	48.43	40.51	其他	-108.78	-53.78	-0.01	0.42
资产减值损失	32.84	10.00	-3.00	2.00	经营活动现金流净额	61.39	117.68	60.69	107.00
投资收益	21.73	54.00	0.00	0.00	资本支出	84.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-201.07	54.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-116.70	54.00	0.00	0.00
营业利润	48.30	123.24	156.96	237.89	短期借款	55.60	481.90	-253.80	12.43
其他非经营损益	-0.41	0.00	0.00	0.00	长期借款	-97.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.89	123.24	156.96	237.89	股权融资	-1.20	0.00	0.00	0.00
所得税	1.82	4.70	5.98	9.06	支付股利	-40.61	-13.89	-22.71	-22.65
净利润	46.06	118.55	150.98	228.83	其他	140.35	-383.12	-48.43	-40.51
少数股东损益	-9.50	5.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	56.33	84.89	-324.94	-50.73
归属母公司股东净利润	55.56	113.55	150.98	228.83	现金流量净额	0.18	256.57	-264.25	56.27
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	213.76	470.33	206.08	262.35	成长能力				
应收和预付款项	511.08	602.48	790.99	1011.45	销售收入增长率	29.47%	22.82%	30.88%	27.30%
存货	346.01	329.80	441.16	572.14	营业利润增长率	1131.95%	155.15%	27.36%	51.57%
其他流动资产	11.26	13.83	18.10	23.04	净利润增长率	3575.69%	157.35%	27.36%	51.57%
长期股权投资	67.51	67.51	67.51	67.51	EBITDA 增长率	40.91%	14.00%	18.92%	27.17%
投资性房地产	5.76	5.76	5.76	5.76	获利能力				
固定资产和在建工程	780.55	721.81	663.08	604.34	毛利率	48.84%	60.06%	59.35%	58.72%
无形资产和开发支出	493.77	489.37	484.96	480.56	三费率	43.28%	53.50%	50.35%	48.04%
其他非流动资产	310.65	310.46	310.26	310.07	净利率	3.59%	7.53%	7.33%	8.72%
资产总计	2740.35	3011.34	2987.91	3337.23	ROE	2.67%	6.67%	7.93%	10.84%
短期借款	218.10	700.00	446.20	458.63	ROA	1.68%	3.94%	5.05%	6.86%
应付和预收款项	191.51	225.07	285.54	367.36	ROIC	4.39%	8.60%	10.29%	12.61%
长期借款	45.30	45.30	45.30	45.30	EBITDA/销售收入	15.46%	14.35%	13.04%	13.03%
其他负债	562.54	264.75	306.37	355.25	营运能力				
负债合计	1017.45	1235.11	1083.41	1226.55	总资产周转率	0.49	0.55	0.69	0.83
股本	812.24	812.24	812.24	812.24	固定资产周转率	1.56	2.10	2.99	4.16
资本公积	583.22	583.22	583.22	583.22	应收账款周转率	4.15	3.97	4.13	4.07
留存收益	244.73	344.38	472.65	678.84	存货周转率	1.90	1.84	2.14	2.12
归属母公司股东权益	1691.51	1739.85	1868.12	2074.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.19%	—	—	—
少数股东权益	31.38	36.38	36.38	36.38	资本结构				
股东权益合计	1722.89	1776.23	1904.50	2110.68	资产负债率	37.13%	41.02%	36.26%	36.75%
负债和股东权益合计	2740.35	3011.34	2987.91	3337.23	带息债务/总负债	25.89%	60.34%	45.37%	41.09%
					流动比率	1.30	1.35	1.62	1.79
					速动比率	0.88	1.03	1.13	1.24
					股利支付率	73.09%	12.23%	15.04%	9.90%
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.14	0.19	0.28
					每股净资产	2.12	2.19	2.34	2.60
					每股经营现金	0.08	0.14	0.07	0.13
					每股股利	0.05	0.02	0.03	0.03
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	198.22	225.97	268.72	341.74					
PE	100.87	49.36	37.12	24.49					
PB	3.25	3.16	2.94	2.66					
PS	4.37	3.56	2.72	2.14					
EV/EBITDA	28.36	24.58	20.71	16.15					
股息率	0.72%	0.25%	0.41%	0.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hLj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	Lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhangLan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	Liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyL@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn