

奥赛康 (002755)

证券研究报告
2020年05月10日

高端首仿+创新药陌上花开，国产PPI龙头众星闪耀

公司为国内PPI注射剂龙头企业，2018年借壳上市

奥赛康为国产质子泵抑制剂(PPIs)注射剂龙头企业，PPIs产品线涵盖国内已上市的六个PPIs中的五个，核心聚焦消化道溃疡、肿瘤、耐药菌感染、糖尿病四大治疗领域。公司董事长具有深厚的医药产业背景，创立了江苏省最早的民营新药研发机构南京海光应用化学研究所，主导研发上市了中国第一支国产PPI注射剂。公司于2018年底借壳上市，2019年实现营收45.19亿元，同比增长14.92%；归母净利润7.81亿元，同比增长16.55%；扣非后归母净利润7.61亿元，同比增长18.78%。

现有业务PPI注射剂为核心，多品种抢占一致性评价先机

公司聚焦消化道溃疡、肿瘤、耐药菌感染、糖尿病四大治疗领域。其中PPI注射剂为核心，产品线涵盖国内已上市的六个PPIs中的五个，多为首家或首批上市。公司在注射剂一致性评价方面走在前列，不仅申报数国内居前，而且各品种申报进度普遍处于领先地位，上市的5个PPI注射剂已全部递交一致性评价申请，其中3个为国内首家申报，2个为国内第二家申报，部分品种市占率不高，未来有望率先过评并通过集采中标带来业绩的显著增长。在肿瘤领域，公司奈达铂为首家申报一致性评价，右雷佐生为国内独家品种保持稳健增长。糖尿病领域，奥心怡为沙格列汀首仿，也是DPP-4抑制剂类药物的国内首个仿制药。

肿瘤药三代EGFR抑制剂静待花开，后续有望构建创新药产品梯队

公司视创新为发展之源，历经多年发展研发底蕴深厚，创新能力突出。公司研发定位于临床亟需、国内首仿、创仿结合。目前在研管线产品丰富，近40个品种进入上市申请或临床试验阶段。在肿瘤领域，靶向作用于T790M的三代EGFR抑制剂1类创新药ASK120067有望于今年底前后完成二期临床研究有条件报产，我们测算该品种潜在销售峰值有望达到22亿元。在消化类领域，公司布局了右雷贝拉唑和左旋托拉唑等新一代手性药物，未来将与现有PPI注射剂形成有效互补。在耐药菌感染治疗领域，公司布局了泊沙康唑、多粘菌素E等抗菌药，两者均已纳入优先审评阶段，泊沙康唑注射液有望于今年国内首家上市。除了自主研发，公司还积极谋求品种引进。我们认为公司凭借其研发实力未来有望成功构建创新药产品梯队。

创新+高端首仿多点开花，看好公司长期发展给予“买入”评级

公司作为国内PPI注射剂龙头企业，现有业务增长稳健，PPI注射剂形成“产品梯队+一致性申报领先+差异化手性PPI”，未来有望在注射剂集采中占据优势。在研管线多款重磅“创新药+高端首仿”系列品种差异化布局，有望凭借“自主研发+品种引进”等方式成功转型。公司今年看点在于三代EGFR抑制剂有望年底前后完成二期临床有条件报产，多款重磅高端仿制药有望独家率先获批上市，作为重要催化剂。长期来看，公司后续创新品种积极布局未来有望形成创新药产品梯队。我们认为公司是兼具长期逻辑和短期催化的优质公司。仅考虑现有产品，我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为8.80亿元(yoy+12.68%)、10.43亿元(yoy+18.47%)、12.03亿元(yoy+15.39%)，对应PE分别为20、17、14倍。通过分部估值，我们保守估计公司2020年合理目标市值237亿元，对应目标价25.59元，给予“买入”评级。

风险提示：新药研发风险；药审进度慢于预期；产品销售低于预期；注射剂集采降价风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,931.88	4,518.63	5,056.98	5,846.26	6,495.40
增长率(%)	974.48	14.92	11.91	15.61	11.10
EBITDA(百万元)	1,107.39	1,250.23	1,022.71	1,210.46	1,394.13
净利润(百万元)	670.07	780.96	880.01	1,042.51	1,202.99
增长率(%)	6,009.95	16.55	12.68	18.47	15.39
EPS(元/股)	0.72	0.84	0.95	1.12	1.30
市盈率(P/E)	25.93	22.25	19.74	16.67	14.44
市净率(P/B)	9.45	6.91	5.23	4.02	3.19
市销率(P/S)	4.42	3.85	3.44	2.97	2.67
EV/EBITDA	9.87	10.92	14.87	11.66	9.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	19.85元
目标价格	25.59元

基本数据

A股总股本(百万股)	928.16
流通A股股本(百万股)	150.80
A股总市值(百万元)	17,384.44
流通A股市值(百万元)	2,824.53
每股净资产(元)	2.82
资产负债率(%)	26.29
一年内最高/最低(元)	20.70/10.25

作者

郑薇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1《东方新星-首次覆盖报告:业绩拐点已至，积极寻求业务转型》2017-04-23

内容目录

核心观点.....	5
盈利预测.....	5
上行空间.....	5
与市场差异化观点.....	5
1. 国内 PPI 注射剂龙头企业，2018 年借壳上市.....	6
1.1. 公司上市国产首支 PPI 注射剂，领导人具有深厚产业背景.....	6
1.2. 公司研发底蕴深厚，聚焦消化道溃疡、肿瘤、耐药菌、糖尿病四大领域.....	7
1.3. 公司业绩稳健增长，消化类产品贡献主要营收.....	9
2. 现有业务 PPI 注射剂为核心，肿瘤和糖尿病等领域协同发展.....	11
2.1. 公司 PPI 注射剂五星闪耀，多品种首家申报一致性占据先机.....	11
2.1.1. 公司为国内奥美拉唑龙头，率先申报一致性评价有望率先通过.....	11
2.1.2. 兰索拉唑国内市场逐渐萎缩，公司第二家申报一致性有望首批通过.....	14
2.1.3. 新型 PPI 雷贝拉唑持续增长，公司首家申报一致性评价有望率先通过.....	16
2.1.4. 新型 PPI 艾司奥美拉唑较快增长，公司第二家申报一致性有望首批通过.....	18
2.1.5. 公司泮托拉唑首家申报一致性有望率先通过，目前占比极小作为潜在集采光脚者.....	20
2.2. 公司布局抗肿瘤和糖尿病两大优质赛道，多疾病领域协同发展.....	22
2.2.1. 奥先达销售额市场份额稳步增长，铂化合物类抗肿瘤药市场空间持续扩大.....	22
2.2.2. 国内独家品种奥诺先保持销售高增长，竞争格局优良.....	24
2.2.3. 奥心怡为国产首仿 DPP-4 抑制剂，2020 年有望成为公司业绩增长点.....	25
3. 研发布局众多高端首仿，创新药蓄势待发有望构建产品梯队.....	26
3.1. 肿瘤创新药 ASK120067 有望今年底前后报产，潜在峰值望达 22 亿.....	28
3.2. 早期肿瘤创新药渐浮出水面，未来有望构建创新产品梯队.....	30
3.3. 右雷贝拉唑钠有望与现有产品形成优势互补，抢占市场具备先发优势.....	30
3.4. 注射用左泮托拉唑钠疗效更优，有望成为泮托拉唑升级版.....	32
3.5. 国内首仿泊沙康唑注射液纳入优先审评，有望 2020 年上市.....	33
3.6. 积极谋求品种引进，布局成人铁缺乏症百亿赛道.....	35
4. 盈利预测与估值.....	35
4.1. 盈利预测.....	35
4.2. 估值分析.....	36
4.2.1. 现有上市产品估值.....	36
4.2.2. 管线品种估值.....	36
5. 风险提示.....	37

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	6
-----------------	---

图 2: 公司股权结构	7
图 3: 公司营收和归母净利润、扣非净利润 (单位: 百万元)	9
图 4: 公司毛利率、净利率和期间费用率	9
图 5: 公司销售费用、管理费用和财务费用情况 (单位: 百万元)	10
图 6: 公司研发投入和研发投入收入比 (单位: 百万元)	10
图 7: 2018 年公司主营业务各类别占比情况	11
图 8: 2019 年公司主营业务各类别占比情况	11
图 9: 2019 年公司员工学历情况	11
图 10: 奥西康产品外观	12
图 11: 奥西康结构	12
图 12: 样本医院中奥美拉唑及质子泵抑制剂小类销售额 (百万元) 及同比增长率	12
图 13: 各企业在样本医院的奥美拉唑销售额情况 (百万元)	13
图 14: 注射用奥美拉唑各企业销售额占比	13
图 15: 奥维加产品外观	14
图 16: 奥维加结构	14
图 17: 样本医院中兰索拉唑及质子泵抑制剂小类销售额 (百万元) 及同比增长率	15
图 18: 各企业在样本医院的兰索拉唑销售额情况 (百万元)	15
图 19: 注射用兰索拉唑各企业销售额占比	16
图 20: 样本医院中雷贝拉唑及质子泵抑制剂小类销售额 (百万元) 及同比增长率	17
图 21: 雷贝拉唑整体市场持续增长但格局相对分散 (百万元)	17
图 22: 注射用雷贝拉唑各企业销售额占比	18
图 23: 奥一明产品外观	18
图 24: 奥一明结构	18
图 25: 样本医院中艾司奥美拉唑及质子泵抑制剂小类销售额 (百万元) 及同比增长率	19
图 26: 各企业在样本医院的艾司奥美拉唑销售额情况 (百万元)	19
图 27: 各公司在艾司奥美拉唑注射剂市场上销售占比	20
图 28: 样本医院中泮托拉唑及质子泵抑制剂小类销售额 (百万元) 及同比增长率	21
图 29: 泮托拉唑注射剂各企业占比	21
图 30: 奥先达产品外观	22
图 31: 奥先达结构	22
图 32: 样本医院中奈达铂及铂化合物类销售额 (百万元) 及同比增长率	23
图 33: 各企业在样本医院的注射用奈达铂销售额情况 (百万元)	23
图 34: 奥诺先产品外观	24
图 35: 奥诺先结构	24
图 36: 注射用右雷佐生样本医院销售额情况 (百万元)	24
图 37: 各企业在样本医院的沙格列汀和 DPP-4 抑制剂销售额 (百万元) 及同比增长率	26
图 38: 2018 年全球糖尿病药物市场占比	26
图 39: 中国 DPP-4 药物市场占比较低	26
图 40: 国内奥希替尼样本医院销售额情况 (百万元) 及增长率	28
图 41: ASK120067 销售峰值测算	30
图 42: 雷贝拉唑销售额近年来保持高增长	31

图 43: 雷贝拉唑销售量近年来保持高增长	31
图 44: 样本医院泮托拉唑销售额及质子泵抑制剂小类销售额 (百万元) 及同比增长率	32
图 45: 各企业在样本医院的伏立康唑销售额情况 (百万元)	33
图 46: 仿制药行业平均估值水平	36
图 47: ASK120067 估值	37
图 48: 右雷贝拉唑估值	37
图 49: 左旋泮托拉唑估值	37
表 1: 公司产品概览 (百万元)	7
表 2: 奥美拉唑注射剂一致性评价受理情况	13
表 3: 兰索拉唑注射剂一致性评价受理情况	16
表 4: 雷贝拉唑注射剂一致性评价受理情况	18
表 5: 艾司奥美拉唑注射剂一致性评价受理情况	20
表 6: 泮托拉唑注射剂一致性评价受理情况	22
表 7: 注射用奈达铂一致性评价情况	23
表 8: 右雷佐生申报企业	25
表 9: 公司目前主要在研项目	27
表 10: 国内 T790M 抑制剂研发进展情况	29
表 11: 右旋雷贝拉唑申报企业	31
表 12: 右雷贝拉唑预计峰值销量	31
表 13: 公司右雷贝拉唑市场空间敏感性分析 (单位: 百万元)	31
表 14: 左旋泮托拉唑国内申报企业	32
表 15: 泮托拉唑预计销量	33
表 16: 左旋泮托拉唑市场空间敏感性分析 (单位: 百万元)	33
表 17: 泊沙康唑注射液国内申报企业	34
表 18: 多黏菌素 E 申报企业	34
表 19: 公司业绩拆分 (单位: 百万元)	36

核心观点

1. 公司亮点：公司是国内 PPI 注射剂龙头企业，现有业务增长稳健。PPI 注射剂形成“产品梯队+一致性评价进度领先+差异化手性 PPI”，未来有望在注射剂集采中占据优势。公司研发管线多款重磅“创新药+高端首仿”系列品种差异化布局，未来有望凭借“自主研发+品种引进”等方式成功转型。
2. 短期、长期看点：公司今年看点在于三代 EGFR 抑制剂有望年底前后完成二期临床有条件申报上市，多款重磅高端仿制药有望独家率先获批上市，作为重要催化剂。长期来看，公司后续创新品种积极布局未来有望形成创新药产品梯队。综合来看我们认为公司是兼具长期逻辑和短期催化的行业优质公司。

盈利预测

仅考虑现有产品，我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 50.57 亿元(yoy+11.91%)、58.46 亿元(yoy+15.61%)、64.95 亿元(yoy+11.10%)，归母净利润分别为 8.80 亿元(yoy+12.68%)、10.43 亿元(yoy+18.47%)、12.03 亿元(yoy+15.39%)，对应 PE 分别为 20、17、14 倍。

上行空间

通过将公司现有上市产品对应 2020 年估值 176 亿元，与仅考虑 ASK120067 和两大手性 PPI 的管线估值进行加总（实际上公司研发管线其他早期创新品种和差异化仿制品种亦具有价值，这里仅作保守估计而忽略），保守估计公司 2020 年合理市值为 237 亿元，对应目标价 25.59 元，给予“买入”评级。

与市场差异化观点

- 1、市场认为公司只是短期有个三代 EGFR 抑制剂的创新药事件驱动。而我们强调，公司是具有长逻辑的优质企业。公司领导人深耕产业多年，随着公司创新研发不断加强，包括以独到的眼光进行品种引进，**未来十分有望成功构建创新药产品梯队**。公司覆盖从研发到销售等药品生命周期各环节，具有医药全产业链能力，是值得长期看好的优质医药企业。
- 2、市场认为三代 EGFR 抑制剂现有格局竞争激烈，未来公司的 ASK120067 将无机会。而我们认为，虽然该领域已有阿斯利康的奥希替尼上市和国内翰森制药的阿美替尼新近获批，但是由于该领域市场空间较大，公司作为临床进度靠前的企业，临床和商业化能力完备，未来有望占据部分市场，通过测算我们认为该产品未来有望为公司带来约 22 亿元的销售峰值。
- 3、市场认为公司研发管线有诸多品种是仿制药。我们认为，公司差异化布局了诸多具有一定壁垒的高端仿制药，部分品种为独家申报，**具有一定“类创新药”属性**，具有较高市场价值。

1. 国内 PPI 注射剂龙头企业，2018 年借壳上市

1.1. 公司上市国产首支 PPI 注射剂，领导人具有深厚产业背景

奥赛康药业起源于江苏省最早的民营药物研发机构——南京海光应用化学研究所。早在 1997 年，公司便成功上市了国产首支质子泵抑制剂(PPI)注射剂——奥西康®(注射用奥美拉唑钠)。公司历经多年发展，现已发展成为集医药研发、生产、市场推广和销售为一体的国家火炬计划重点高新企业，全国医药工业百强企业。公司 2018 年 11 月通过重大资产重组借壳东方新星上市。

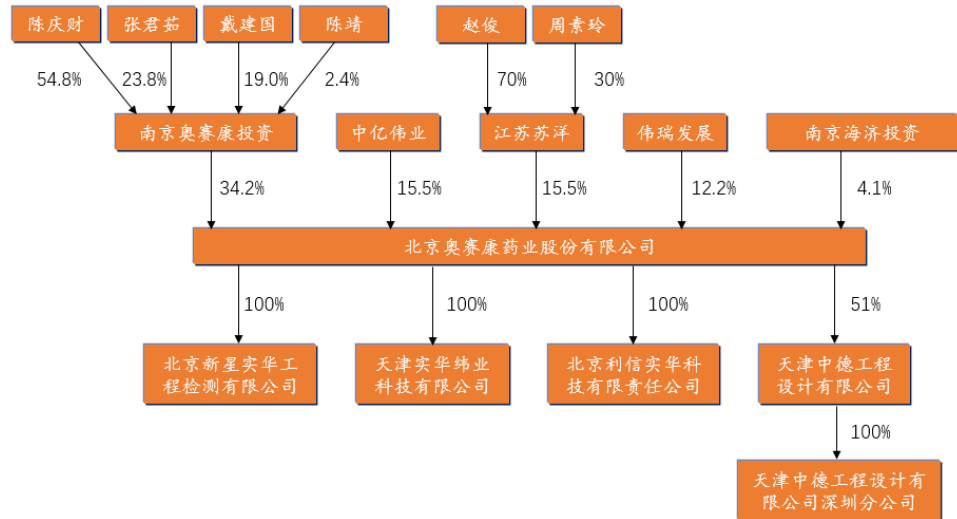
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司实控人为董事长陈庆财先生，陈先生具有深厚的医药产业背景，创立了江苏省最早的民营新药研发机构南京海光应用化学研究所，主导研发上市了中国第一支国产质子泵抑制剂注射剂。陈先生于 2003 年 1 月起担任奥赛康药业董事长，现兼任南京奥赛康执行董事，经理，2018 年 8 月起担任奥赛康药业董事长兼总经理，2018 年 12 月奥赛康药业变更为有限责任公司后任奥赛康药业执行董事兼总经理。陈先生创建的“以健康为本的‘头尾创新’奥赛康管理模式”引领了奥赛康药业的快速可持续发展，陈先生主导研发上市了 20 多个新药，承担过 3 项国家火炬计划，4 项“重大新药创制”国家重大科技专项课题以及多项省市科技计划，先后获得中华全国工商联科技进步一等奖，中国药学会科学技术二等奖以及多个江苏省科学技术奖，荣获南京市人民政府颁发的南京市科技功臣，南京市市长质量奖个人奖，主导奥赛康药业获得了江苏省质量奖，中国质量奖提名奖等。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 公司研发底蕴深厚，聚焦消化道溃疡、肿瘤、耐药菌、糖尿病四大领域

公司视创新为企业发展之源。历经多年发展，公司研发底蕴深厚，创新能力突出。公司研发定位于临床亟需、国内首仿、创仿结合，连续八年荣获“中国创新力医药企业”二十强，荣获江苏省科技型领军企业、江苏省创新型企业百强、江苏省创新示范企业、南京市最具创新力企业等荣誉，在技术、产品和人员上积累了显著的优势。

公司主营业务为药品研发、生产和销售，聚焦消化道溃疡、肿瘤、耐药菌传染、糖尿病等四大治疗领域。公司专注于中国医药细分市场，奥赛康药业是国内最大的质子泵抑制剂(PPIs)注射剂生产企业之一，在国内抗消化性溃疡药物质子泵抑制剂注射剂产品细分市场市场占有率第一。

表 1：公司产品概览（百万元）

ATC 一级分类名称	ATC 二级分类名称	药品通用名	2016	2017	2018	2019
骨骼肌肉系统用药	骨病治疗药	唑来膦酸	1.90	2.50	2.06	1.00
	骨病治疗药汇总		1.90	2.50	2.06	1.00
	抗炎药及抗风湿药	帕瑞昔布	0.00	0.00	0.00	0.24
	抗炎药及抗风湿药汇总		0.00	0.00	0.00	0.24
骨骼肌肉系统用药汇总			1.90	2.50	2.06	1.24
呼吸系统用药	咳嗽和感冒用药	氨溴索	4.45	4.30	2.65	1.03
	咳嗽和感冒用药汇总		4.45	4.30	2.65	1.03
呼吸系统用药汇总			4.45	4.30	2.65	1.03
激素制剂，不包括性激素及胰岛素	垂体及下丘脑激素及其类似物	奥曲肽	0.21	0.22	0.76	1.18
	垂体及下丘脑激素及其类似物汇总		0.21	0.22	0.76	1.18
激素制剂，不包括性激素及胰岛素汇总			0.21	0.22	0.76	1.18
抗肿瘤药及免疫调节剂	抗肿瘤药	奥沙利铂	13.95	9.30	3.64	3.94
		地西他滨	1.38	1.25	0.82	2.38
		多西他赛	31.10	27.48	19.98	10.92
		氟达拉滨	4.01	3.61	2.60	0.66
		吉西他滨	5.93	4.24	1.75	0.89

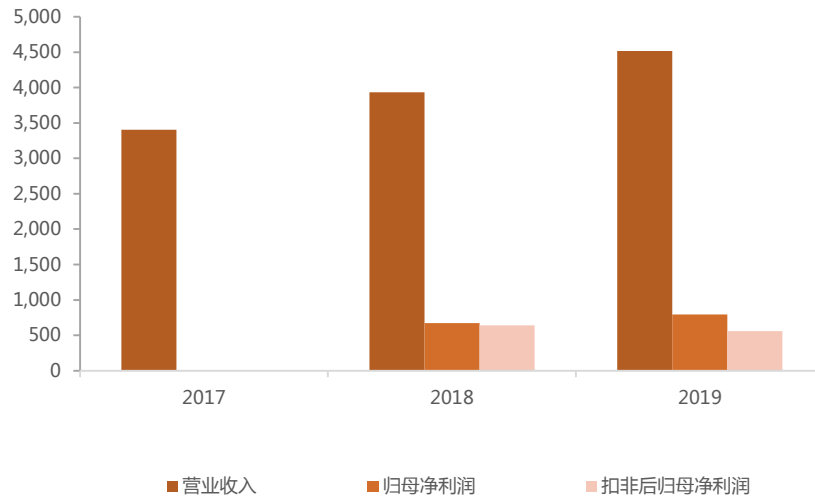
		米托蒽醌	0.28	0.21	0.22	0.22	
		奈达铂	89.14	67.04	66.25	63.00	
		培美曲塞	14.47	14.91	18.87	23.81	
		托泊替康	0.37	0.48	0.61	0.72	
		紫杉醇	13.33	10.94	5.22	1.66	
		抗肿瘤药汇总	173.95	139.46	119.94	108.22	
		抗肿瘤药及免疫调节剂汇总	173.95	139.46	119.94	108.22	
全身用抗感染药	全身用抗菌药	加替沙星	0.00	0.00	0.00	0.00	
		克林霉素	0.21	0.09	0.00	0.00	
		帕珠沙星	0.00	0.00	0.00	0.00	
		替加环素	3.35	5.84	8.13	10.78	
		左氧氟沙星	0.00	0.00	0.00	0.00	
		全身用抗菌药汇总	3.56	5.92	8.13	10.78	
		全身用抗感染药汇总	3.56	5.92	8.13	10.78	
神经系统用药	麻醉剂	左布比卡因	0.28	0.16	0.17	0.25	
		麻醉剂汇总	0.28	0.16	0.17	0.25	
		神经系统用药汇总	0.28	0.16	0.17	0.25	
消化道和新陈代谢用药	其他消化道和新陈代谢用药	硫辛酸	1.37	0.55	0.01	0.00	
		左卡尼汀	0.56	0.40	0.00	0.00	
		其他消化道和新陈代谢用药汇总	1.93	0.95	0.02	0.00	
		糖尿病用药	沙格列汀	0.00	0.00	0.00	0.14
		糖尿病用药汇总	0.00	0.00	0.00	0.14	
		胃酸分泌相关性疾病治疗药物	艾司奥美拉唑	2.69	48.38	100.38	148.79
			奥美拉唑	609.20	559.69	475.84	518.46
			兰索拉唑	624.22	470.48	276.51	211.43
			雷贝拉唑	23.78	79.04	135.67	205.62
			泮托拉唑	11.53	6.78	2.98	0.86
		胃酸分泌相关性疾病治疗药物汇总	1271.41	1164.37	991.38	1085.17	
		止吐药和止呕药	昂丹司琼	5.80	6.12	5.13	5.43
			帕洛诺司琼	3.45	6.89	4.33	5.19
		止吐药和止呕药汇总	9.26	13.01	9.46	10.62	
		消化道和新陈代谢用药汇总	1282.60	1178.33	1000.86	1095.93	
心血管系统用药	β -阻断剂	艾司洛尔	0.04	0.87	1.82	2.59	
		β -阻断剂汇总	0.04	0.87	1.82	2.59	
		心脏治疗用药	单硝酸异山梨酯	0.97	0.83	0.66	0.38
		心脏治疗用药汇总	0.97	0.83	0.66	0.38	
		心血管系统用药汇总	1.00	1.70	2.49	2.97	
杂类	所有其他治疗药物	亚叶酸钙	0.62	0.62	0.55	0.51	
		右丙亚胺	221.19	240.58	253.72	268.38	
		所有其他治疗药物汇总	221.81	241.20	254.26	268.89	
		杂类汇总	221.81	241.20	254.26	268.89	
		总计	1689.77	1573.79	1391.33	1490.49	

资料来源：PDB，天风证券研究所

1.3. 公司业绩稳健增长，消化类产品贡献主要营收

公司于 2018 年将北京东方新星石化工程股份有限公司作为壳公司重组上市，公司 2018 年合并财务报表中的比较财务数据采用会计上的购买方奥赛康药业 2017 年度模拟合并财务报表的数据。2019 年公司实现营收 45.19 亿元，同比增长 14.92%；归母净利润 7.81 亿元，同比增长 16.55%；扣非后归母净利润 7.61 亿元，同比增长 18.78%。

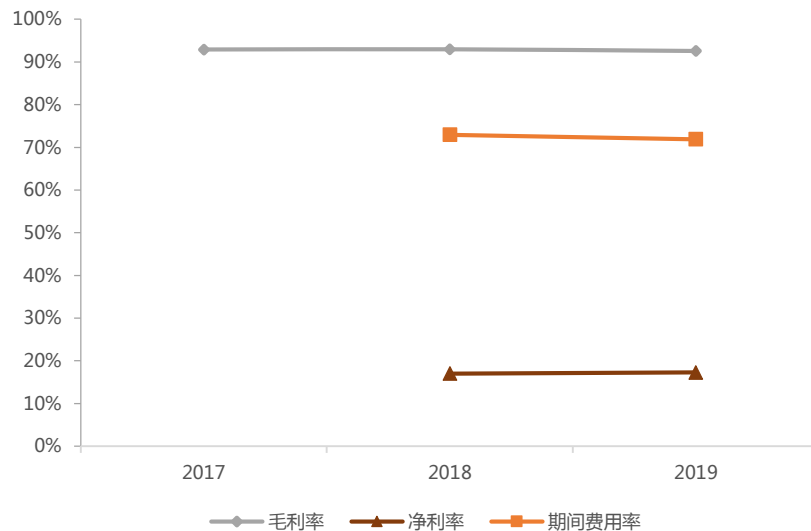
图 3：公司营收和归母净利润、扣非净利润（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司的毛利率近年来稳定在 93% 左右水平。2019 年公司毛利率为 92.56%，同比下降 0.38pp，净利率为 17.26%，同比增加 0.25pp。报告期内，期间费用占比 71.90%，同比下降 1.05pp，

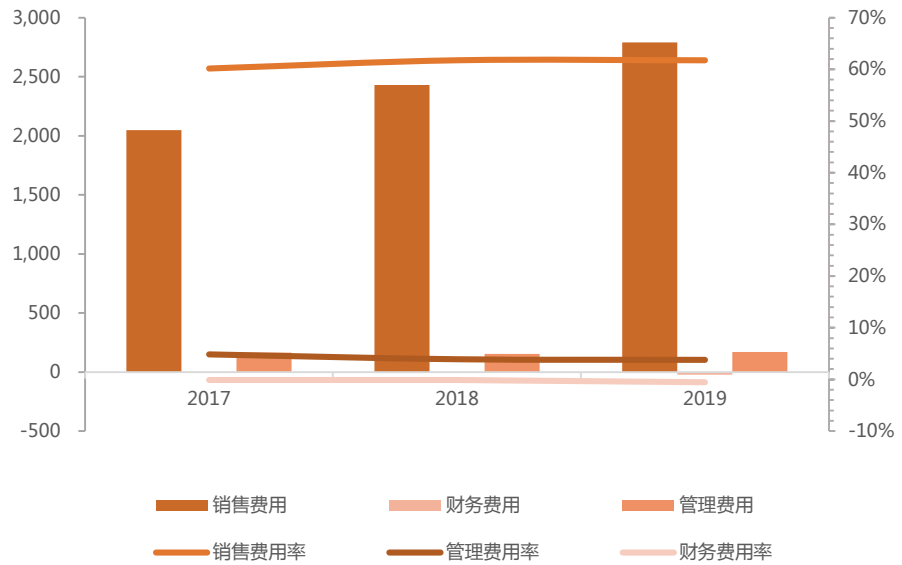
图 4：公司毛利率、净利率和期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年公司销售费用率为 61.77%，同比下降 0.01pp，管理费用率为 10.65%（含研发），同比下降 0.64pp，财务费用率为 -0.53%，同比下降 0.41pp。虽然公司目前销售费用率较高，但是未来随着 PPI 注射剂大概率纳入药品集采，公司销售费用率有望显著下降。

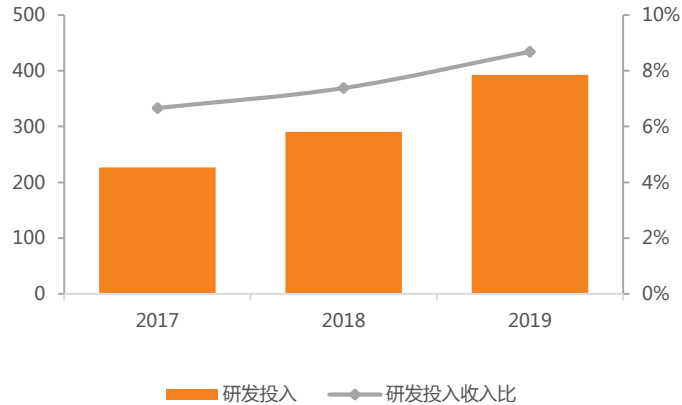
图 5：公司销售费用、管理费用和财务费用情况（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2017、2018 和 2019 年公司研发投入分别为 2.27 亿元、2.90 亿元、3.93 亿元，占营收比例分别为 6.7%、7.4%、8.7%，公司对研发的投入逐步加大，创新能力不断提升，有望实现研发高质量转型。

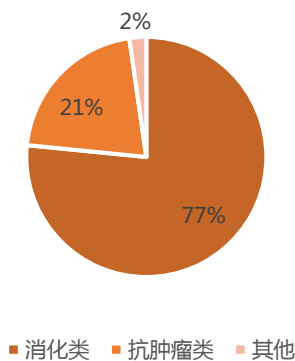
图 6：公司研发投入和研发投入收入比（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

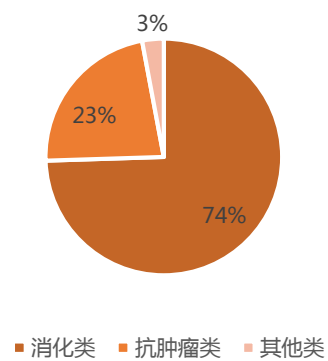
公司主营业务构成以消化类为主。2018 年消化类产品营收达 30.11 亿元，占公司总营收的 77%；抗肿瘤类营收为 8.32 亿元，占公司总营收的 21%。2019 年消化类产品营收达 33.66 亿元，较去年同比上升 11.80%，占公司总营收的 74%，抗肿瘤类营收达 10.19 亿元，较去年同比上升 20.51%，占公司总营收的 23%。公司抗肿瘤板块在公司的营收贡献占比逐步上升。

图 7：2018 年公司主营业务各类别占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

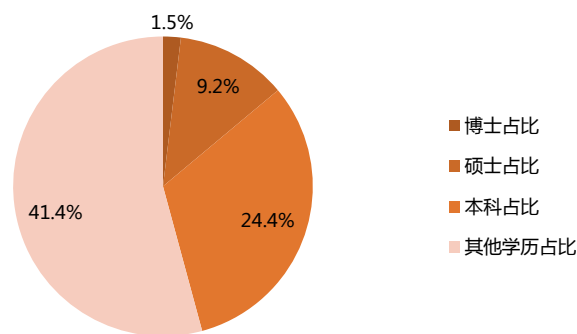
图 8：2019 年公司主营业务各类别占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司重视对高学历人才的引进，2019 年年报显示，公司拥有 461 名研发人员，其中硕士以上学历 234 人，占比 50.8%，拥有国家高层次人才 3 名、江苏省双创人才 6 名。

图 9：2019 年公司员工学历情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 现有业务 PPI 注射剂为核心，肿瘤和糖尿病等领域协同发展

2.1. 公司 PPI 注射剂五星闪耀，多品种首家申报一致性占据先机

奥赛康药业现有业务聚焦消化道溃疡、肿瘤、耐药菌感染、糖尿病四大治疗领域。公司在质子泵抑制剂（PPI）领域深耕二十余年，现已发展成为为中国最大的质子泵抑制剂（PPI）注射剂生产企业之一，并形成 PPI 优势产品群和抗肿瘤药优势产品组群，公司 PPI 产品线涵盖国内已经上市的六个 PPI 的其中五个，分别是奥西康（注射用奥美拉唑钠）、奥维加（注射用兰索拉唑）、潘美路（注射用泮托拉唑钠）、奥加明（注射用雷贝拉唑钠）、奥一明（注射用艾司奥美拉唑钠），均为国产首家或首批上市。

在一致性评价方面，不仅公司的 PPI 注射剂一致性评价申报数居国内前列，而且各品种进度也普遍处于领先地位，上市的 5 个 PPI 注射剂已经全部向 CDE 递交了一致性评价申请。3 个为国内首家申报一致性评价，即注射用泮托拉唑钠、注射用奥美拉唑钠、注射用雷贝拉唑钠，2 个为国内第二家申报一致性评价，即注射用艾司奥美拉唑钠、注射用兰索拉唑，部分品种市占率不高，未来有望率先过评并通过集采中标带来业绩的显著增长。

2.1.1. 公司为国内奥美拉唑龙头，率先申报一致性评价有望率先通过

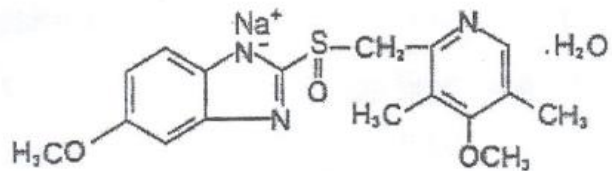
奥西康即注射用奥美拉唑钠，是一种胃酸分泌抑制剂。奥美拉唑是首个上市的质子泵抑制剂，可以选择性地作用于胃黏膜壁细胞抑制 H^+-K^+-ATP 酶的活性，不仅能非竞争性抑制促胃泌素、组胺、胆碱及食物、刺激迷走神经等引起的胃酸分泌，而且能抑制不受胆碱或 H_2 受体阻断剂影响的部分基础胃酸分泌，且对 H_2 受体拮抗剂（替丁类）不能抑制的由二丁基环腺苷酸（DcAMP）刺激引起的胃酸分泌也有强而持久的抑制作用。

图 10：奥西康产品外观



资料来源：公司官网，天风证券研究所

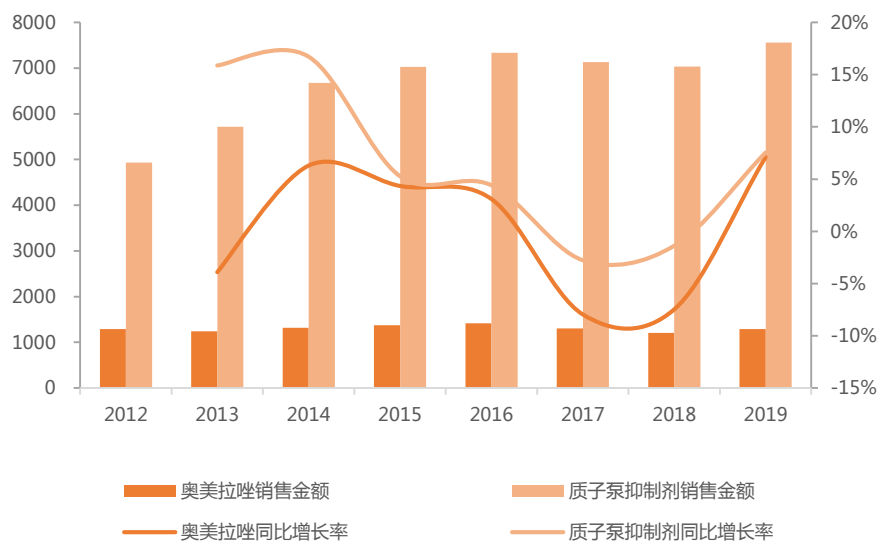
图 11：奥西康结构



资料来源：药品说明书，天风证券研究所

近年来国内奥美拉唑整体市场规模相对稳定,2019 年 PDB 样本医院销售额为 12.90 亿元,同比增长 7.11%, 该领域市场增速与质子泵抑制剂整体市场增速相当。

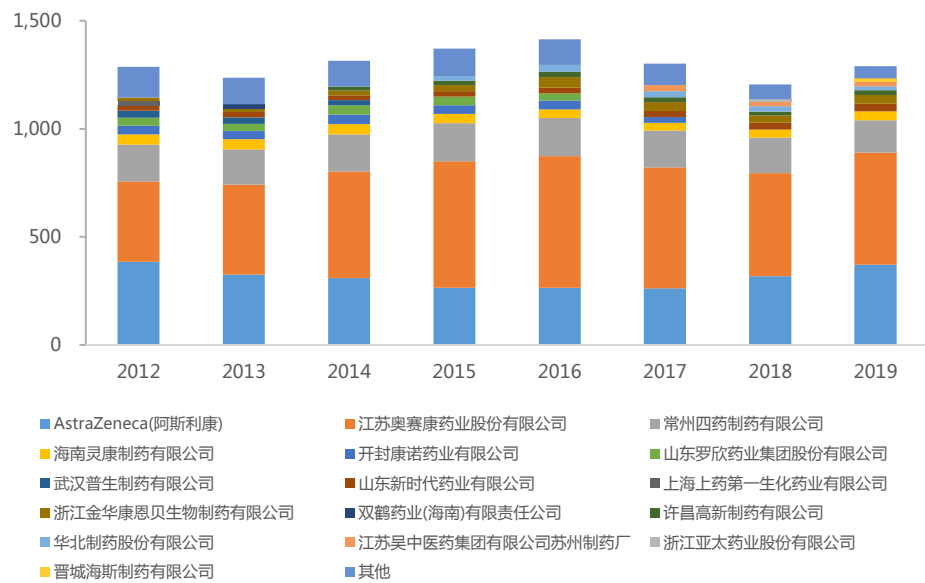
图 12：样本医院中奥美拉唑及质子泵抑制剂小类销售额（百万元）及同比增长率



资料来源：PDB，天风证券研究所

注射用奥美拉唑是第一代质子泵抑制剂，该产品由 AstraZenecaAB(瑞典阿斯利康)原研，1988 年在瑞典率先获批，1989 年在美国获批。公司奥西康为国产首家上市的注射用奥美拉唑钠，市场份额国内领先。PDB 数据显示，2017、2018 和 2019 年奥美拉唑在样本医院的总销售额分别为 13.02 亿元、12.05 亿元、12.90 亿元，其中至 2019 年注射剂剂型占比约为 80%。2017、2018 和 2019 年公司该产品销售额占整个奥美拉唑市场比例分别达到 42.98%、39.49%、40.18%。

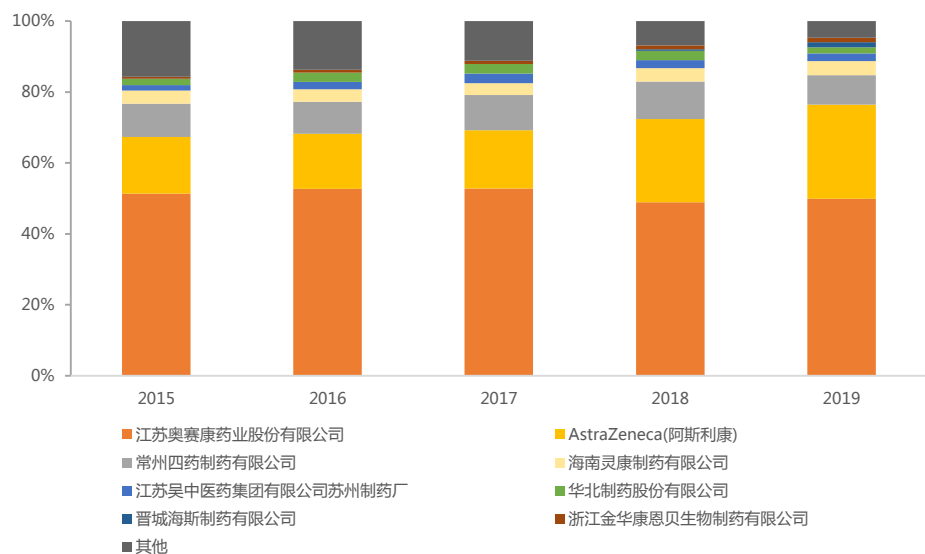
图 13: 各企业在样本医院的奥美拉唑销售额情况 (百万元)



资料来源: PDB, 天风证券研究所

仅就奥美拉唑注射剂来看, 根据 PDB 样本医院数据, 公司的奥西康目前为奥美拉唑注射剂中占比最高的品种, 至 2019 年市占率为 49.95%。包括奥赛康、阿斯利康、常州四药在内的 Top3 企业市占率高达 84.75%。

图 14: 注射用奥美拉唑各企业销售额占比



资料来源: PDB, 天风证券研究所

一致性评价方面, 目前共有 13 家企业提交了奥美拉唑注射剂一致性评价申请, 公司于 2018 年 9 月申报并被 CDE 受理, 为国内最早申报并被 CDE 受理的企业, 目前处于在审评阶段, 有望率先通过奥美拉唑注射剂一致性评价。

表 2: 奥美拉唑注射剂一致性评价受理情况

药品通用名	受理号	剂型	申请类型	承办日期	企业名称	NMPA 办理状态
奥美拉唑	CYHB1850198	注射剂	补充申请	2018/9/21	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评
奥美拉唑	CYHB1850199	注射剂	补充申请	2018/9/21	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评
奥美拉唑	CYHB1950192	注射剂	补充申请	2019/2/21	广州一品红制药有限公司	在审评
奥美拉唑	CYHB1950193	注射剂	补充申请	2019/2/21	广州一品红制药有限公司	在审评

奥美拉唑	CYHB1950277	注射剂	补充申请	2019/4/15	山东新时代药业有限公司	在审评
奥美拉唑	CYHB1950683	注射剂	补充申请	2019/9/26	山东裕欣药业有限公司	在审评
奥美拉唑	CYHB1950759	注射剂	补充申请	2019/11/7	湖南五洲通药业有限责任公司	在审评
奥美拉唑	CYHB1950789	注射剂	补充申请	2019/11/19	湖南赛隆药业有限公司	在审评
奥美拉唑	CYHB1950836	注射剂	补充申请	2019/12/3	丽珠集团丽珠制药厂	在审评
奥美拉唑	CYHB1950951	注射剂	补充申请	2020/1/7	苏州二叶制药有限公司	在审评
奥美拉唑	CYHB2050116	注射剂	补充申请	2020/2/14	江苏吴中医药集团有限公司苏州制药厂	在审评
奥美拉唑	CYHB2050123	注射剂	补充申请	2020/2/14	海南倍特药业有限公司	在审评
奥美拉唑	CYHB2050112	注射剂	补充申请	2020/2/19	宜昌人福药业有限责任公司	在审评
奥美拉唑	CYHB2050150	注射剂	补充申请	2020/2/19	浙江金华康恩贝生物制药有限公司	在审评

资料来源：药智网，天风证券研究所

2.1.2. 兰索拉唑国内市场逐渐萎缩，公司第二家申报一致性有望首批通过

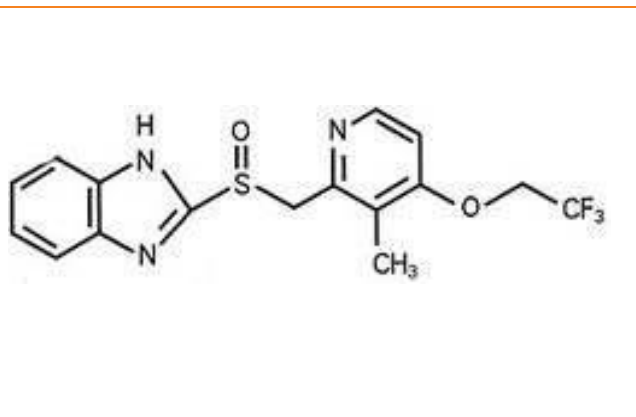
兰索拉唑属于第二代质子泵抑制剂，理化性质与奥美拉唑相似。兰索拉唑原研为日本武田，于 1991 年率先在日本上市，1995 年获得 FDA 批准。其具有生物利用度较同类品种高、不良反应发生率低和亲脂性较强的特点，对中老年慢性溃疡、受体拮抗剂难以治愈的溃疡病有明显的治愈促进作用。公司的奥维加是国产首家上市的注射用兰索拉唑，目前国内无进口产品。

图 15：奥维加产品外观



资料来源：公司官网，天风证券研究所

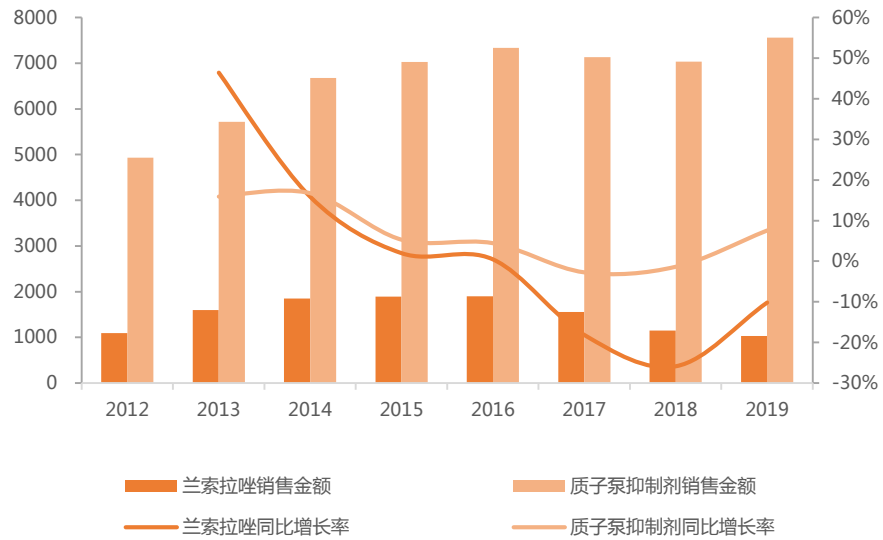
图 16：奥维加结构



资料来源：药品说明书，天风证券研究所

兰索拉唑作为相对较老品种，国内整体市场规模自 2016 年以后呈逐渐下滑态势。据 PDB 样本医院数据显示，2017、2018 和 2019 年，兰索拉唑在样本医院的销售额分别为 15.53 亿元、11.51 亿元和 10.33 亿元。我们认为兰索拉唑市场规模下降可能主要由于新一代产品雷贝拉唑、艾司奥美拉唑等国产仿制药上市，兰索拉唑的市场被部分替代。

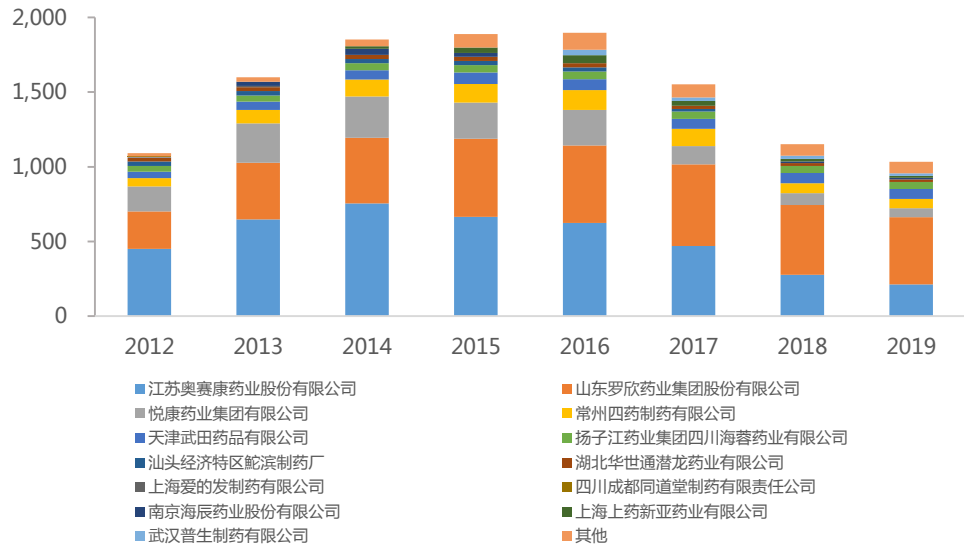
图 17：样本医院中兰索拉唑及质子泵抑制剂小类销售额（百万元）及同比增长率



资料来源：PDB，天风证券研究所

公司在兰索拉唑市场的市占率近年来趋于下降，2017、2018 和 2019 年，公司产品在兰索拉唑整体市场的占比分别为 30.30%、24.03%和 20.46%，至 2019 年公司该产品在样本医院的销售额为 2.11 亿元。兰索拉唑同样是以注射剂剂型占据主导地位，至 2019 年占比约为 82.4%。

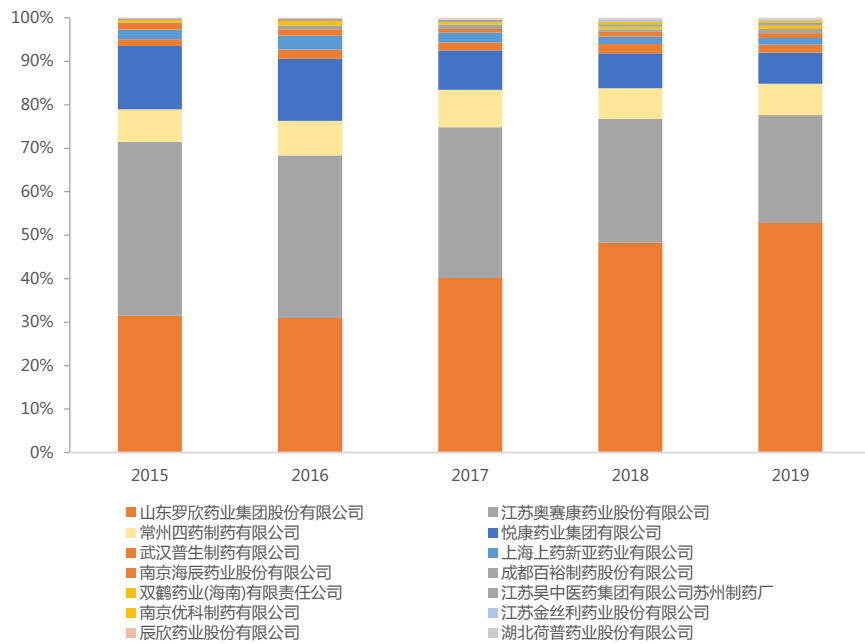
图 18：各企业在样本医院的兰索拉唑销售额情况（百万元）



资料来源：PDB，天风证券研究所

仅就兰索拉唑注射剂来看，根据 PDB 样本医院数据，至 2019 年公司兰索拉唑注射剂的市场占有率为 24.82%，过去五年市场占有率有所下降但仍位列第二位。罗欣药业该品种近年来市占率提升明显，2019 年市占率位列第一，达到 53%。罗欣药业和奥赛康两大 top2 企业市占率合计达到 77.66%。

图 19：注射用兰索拉唑各企业销售额占比



资料来源：PDB，天风证券研究所

在一致性评价方面，目前共有 3 家企业申报兰索拉唑注射剂一致性评价，其中公司于 2019 年 1 月申报并被 CDE 受理，进度为国内第二家申报，未来有望成为率先通过一致性评价的企业之一。

表 3：兰索拉唑注射剂一致性评价受理情况

药品通用名	受理号	剂型	申请类型	承办日期	企业名称	NMPA 办理状态
兰索拉唑	CYHB1850283	注射剂	补充申请	2018/11/1	山东罗欣药业集团股份有限公司	在审评
兰索拉唑	CYHB1950133	注射剂	补充申请	2019/1/31	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评
兰索拉唑	CYHB1950343	注射剂	补充申请	2019/5/15	上海上药新亚药业有限公司	在审评

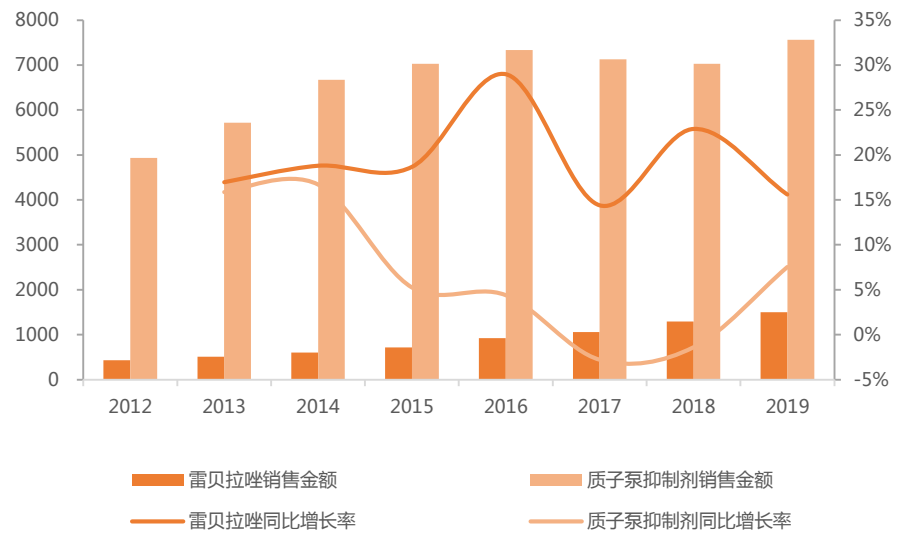
资料来源：CPM，天风证券研究所

2.1.3. 新型 PPI 雷贝拉唑持续增长，公司首家申报一致性评价有望率先通过

雷贝拉唑是苯并咪唑类质子泵抑制剂，是在兰索拉唑的基础上发展起来的，其抑制胃酸分泌作用强，抗幽门螺杆菌活性高，可非竞争性、不可逆性地抑制幽门螺杆菌的生长。与其他质子泵抑制剂相比，雷贝拉唑抑制胃酸分泌作用更快速、更强大。雷贝拉唑在酸性环境下迅速分解，在碱性条件下较稳定。雷贝拉唑由日本卫材公司研发，于 1997 年首次在日本上市，1998 年在英国和德国上市，1999 年在美国上市，随即成为全球畅销药。

公司的奥加明是国产首批上市的注射用雷贝拉唑钠，无进口对应产品，其获得了国家重大新药创制科技重大专项立项、中国专利金奖。近年来，我国雷贝拉唑市场规模持续增长。据 PDB 样本医院数据显示，2017、2018 和 2019 年雷贝拉唑在样本医院销售额分别为 10.55 亿、12.97 亿、14.99 亿元。

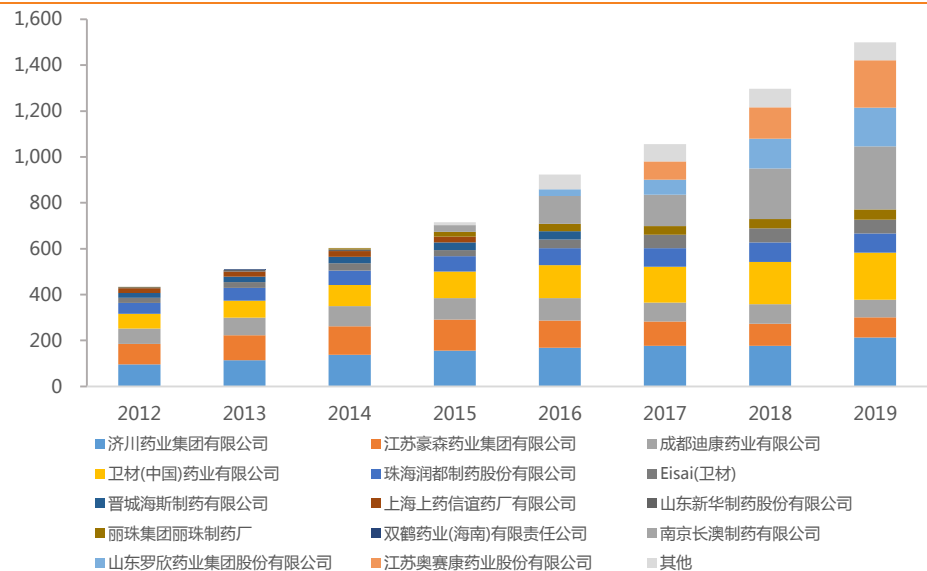
图 20：样本医院中雷贝拉唑及质子泵抑制剂小类销售额（百万元）及同比增长率



资料来源：PDB，天风证券研究所

雷贝拉唑整体市场格局相对分散。2019 年奥赛康在样本医院中的销售额为 2.06 亿元，占雷贝拉唑整体市场约 14%。我们认为雷贝拉唑整体市场格局相对分散的原因可能在于，雷贝拉唑是为数不多的口服剂型超过注射剂的 PPI，至 2019 年注射剂型占比约 43%，口服剂型相对较低的竞争壁垒使得生产厂家更多，造就了市场集中度相对较低的雷贝拉唑整体市场。

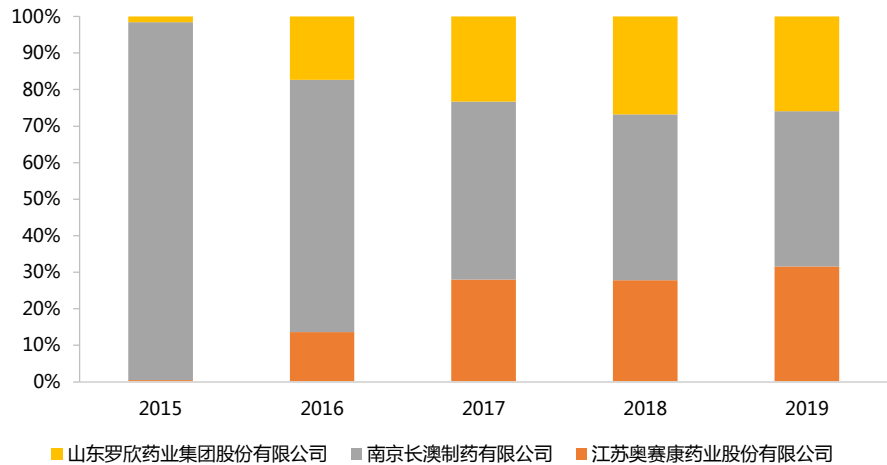
图 21：雷贝拉唑整体市场持续增长但格局相对分散（百万元）



资料来源：PDB，天风证券研究所

但是在雷贝拉唑注射剂领域，和其他 PPI 注射剂类似，其市场集中度非常高。根据 PDB 样本医院数据，奥赛康、南京长澳制药、罗欣药业三家企业市占率高达 100%。其中，奥赛康的雷贝拉唑注射剂近年来增长迅速，市占率不断提高，至 2019 年市占率达到 31.62%。

图 22：注射用雷贝拉唑各企业销售额占比



资料来源：PDB，天风证券研究所

一致性评价方面，目前共有 3 家企业申报雷贝拉唑注射剂一致性评价，其中公司于 2019 年 3 月申报并被 CDE 受理，为国内第一家申报，未来有望成为率先通过一致性评价的企业。

表 4：雷贝拉唑注射剂一致性评价受理情况

药品通用名	受理号	剂型	申请类型	承办日期	企业名称	NMPA 办理状态
雷贝拉唑	CYHB1950257	注射剂	补充申请	2019/3/25	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评
雷贝拉唑	CYHB1950659	注射剂	补充申请	2019/9/21	山东罗欣药业集团股份有限公司	在审评
雷贝拉唑	CYHB1950804	注射剂	补充申请	2019/11/19	南京长澳制药有限公司	在审评

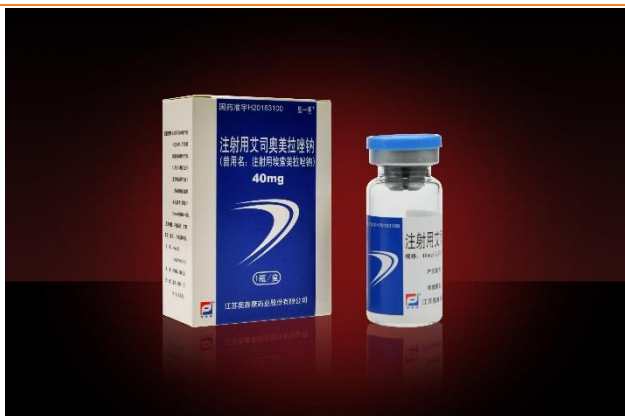
资料来源：CPM，天风证券研究所

2.1.4. 新型 PPI 艾司奥美拉唑较快增长，公司第二家申报一致性有望首批通过

奥一明即注射用艾司奥美拉唑钠（曾用名：注射用埃索美拉唑钠），同样为新型质子泵抑制剂，可作为口服疗法不适用时胃食管反流病的替代疗法，并且还可用于口服疗法不适用的急性胃或十二指肠溃疡出血的低危患者。

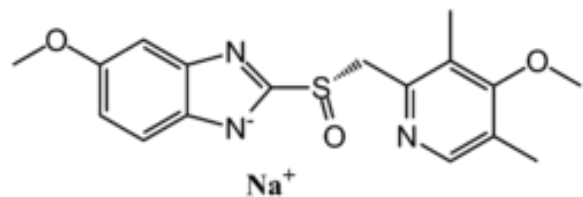
艾司奥美拉唑是奥美拉唑的 S-异构体，也是 PPI 家族中第 1 个单一光学异构体，作为一种比较新的质子泵抑制剂，广泛应用于临床。大量临床试验和药物研究证实，艾司奥美拉唑的抑酸效果更好，维持胃内 pH>4 的时间更长，疗效较前两代 PPI 更优。其在体内代谢慢，所以维持时间长，血药浓度高，因此疗效和作用时间都优于奥美拉唑。艾司奥美拉唑稳定性有较大提高，其钠盐常制成注射剂。值得一提的是，公司的奥一明是国产首家上市的注射用艾司奥美拉唑钠，打破了国外产品在该医药细分领域的垄断地位。

图 23：奥一明产品外观



资料来源：公司官网，天风证券研究所

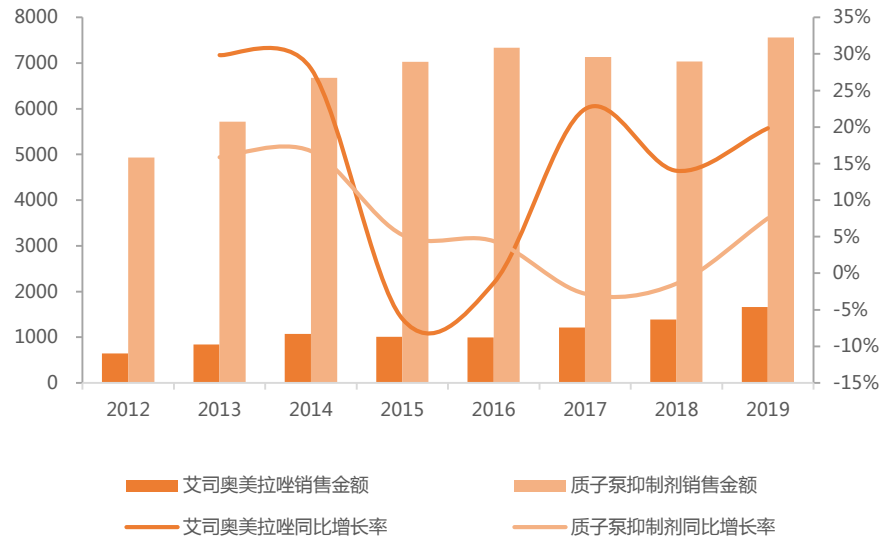
图 24：奥一明结构



资料来源：药品说明书，天风证券研究所

由于艾司奥美拉唑更优的疗效，在整体质子泵抑制剂市场规模几乎不增长的情况下，其市场规模近年来保持较快增长。PDB 样本医院数据示，2017、2018 和 2019 年艾司奥美拉唑在样本医院的销售额分别为 12.16 亿、13.86 亿、16.61 亿。

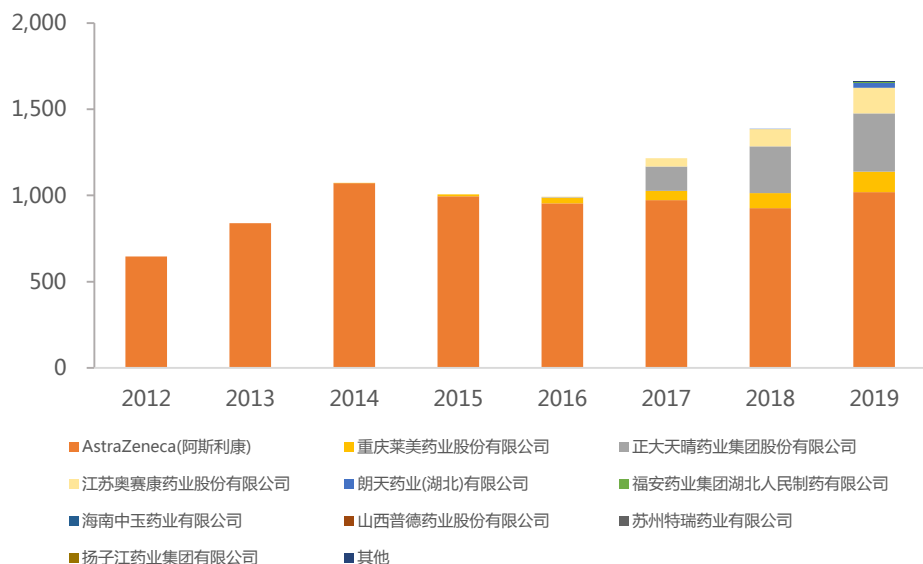
图 25：样本医院中艾司奥美拉唑及质子泵抑制剂小类销售额（百万元）及同比增长率



资料来源：PDB，天风证券研究所

国内艾司奥美拉唑市场在 2015 年以前主要由原研企业阿斯利康的产品占据，2015 年后国产品种相继上市保持较快增长。公司的注射用艾司奥美拉唑近年来亦保持较快增长，2017、2018 和 2019 年公司该产品的 PDB 样本医院销售额分别为 0.48 亿元、1.00 亿元和 1.49 亿元，在艾司奥美拉唑总体市场的销售额占比分别为 3.98%、7.24%、9.00%，市占率不断提升。

图 26：各企业在样本医院的艾司奥美拉唑销售额情况（百万元）

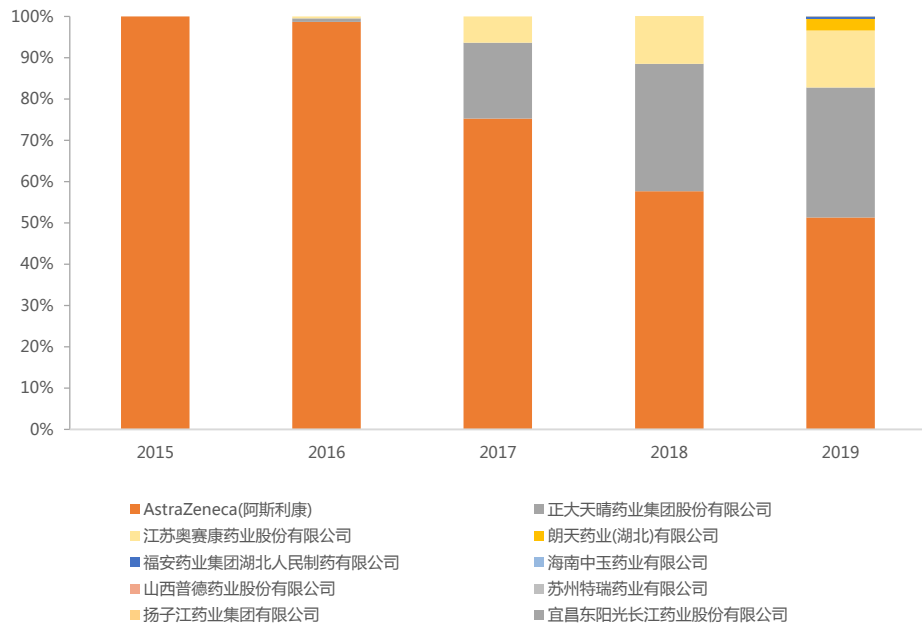


资料来源：PDB，天风证券研究所

仅就艾司奥美拉唑注射剂来看，奥赛康的奥一明近年来市占率不断提高。根据 PDB 样本医院数据，2019 年公司奥一明在艾司奥美拉唑注射剂市场的占有率提升至 13.86%，位列第三。位列第一的阿斯利康近年来市场占有率不断下降，至 2019 年市占率为 51%。艾司奥美拉唑注射剂的市场集中度亦非常高，阿斯利康、正大天晴和奥赛康三家企业产品的市占率高达

96.62%。

图 27: 各公司在艾司奥美拉唑注射剂市场上销售占比



资料来源: PDB, 天风证券研究所

一致性评价方面,公司在 2018 年 10 月已就艾司奥美拉唑注射剂申请一致性评价并被 CDE 受理,是国内第二家申报并被受理的企业,未来有望成为率先通过一致性评价的企业之一。

表 5: 艾司奥美拉唑注射剂一致性评价受理情况

药品通用名	受理号	剂型	申请类型	承办日期	企业名称	NMPA 办理状态
艾司奥美拉唑	CYHB1840037	注射剂	补充申请	2018/6/13	正大天晴药业集团股份有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1840038	注射剂	补充申请	2018/6/13	正大天晴药业集团股份有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1850265	注射剂	补充申请	2018/10/17	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1850266	注射剂	补充申请	2018/10/17	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1950295	注射剂	补充申请	2019/4/16	朗天药业(湖北)有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1950386	注射剂	补充申请	2019/5/29	朗天药业(湖北)有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1950551	注射剂	补充申请	2019/7/30	福安药业集团湖北人民制药有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1950565	注射剂	补充申请	2019/8/9	辽宁海思科制药有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1950676	注射剂	补充申请	2019/9/24	苏州二叶制药有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1950684	注射剂	补充申请	2019/9/29	辽宁海思科制药有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB1950963	注射剂	补充申请	2020/1/2	扬子江药业集团有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB2050034	注射剂	补充申请	2020/1/15	江苏正大丰海制药有限公司	在审评
艾司奥美拉唑	CYHB2050134	注射剂	补充申请	2020/2/18	重庆迪康长江制药有限公司	在审评

资料来源: CPM, 天风证券研究所

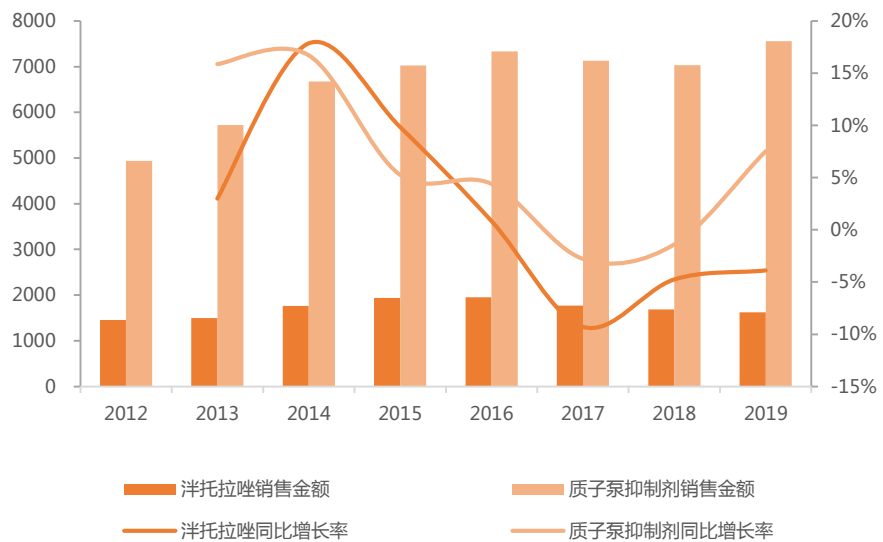
2.1.5. 公司泮托拉唑首家申报一致性有望率先通过, 目前占比极小作为潜在集采光脚者

泮托拉唑属于第三代质子泵抑制剂,能特异性地作用于胃黏膜壁细胞表面的质子泵(H⁺-K⁺-ATP 酶),对各种刺激引起的胃酸分泌都有强而持久的抑制作用,与 H₂ 受体阻滞剂西咪替丁等相比作用强 10 倍。临床上可用于治疗十二指肠溃疡、胃溃疡、急性胃粘

膜病变、复合性胃溃疡等急性上消化道出血。其制剂一般制成钠盐形式，在酸性环境中（pH3.5~7.0）比其他质子泵抑制剂更稳定。泮托拉唑药理作用与奥美拉唑相同，但与质子泵的结合选择性更高，而且更为稳定。公司的潘美路是国产首批上市的注射用泮托拉唑钠。

近年来泮托拉唑整体市场规模处于小幅收缩态势。根据 PDB 样本医院数据，泮托拉唑 2017、2018 和 2019 年样本医院销售额分别为 17.73 亿元、16.89 亿元和 16.24 亿元，以约 5%左右幅度收缩。

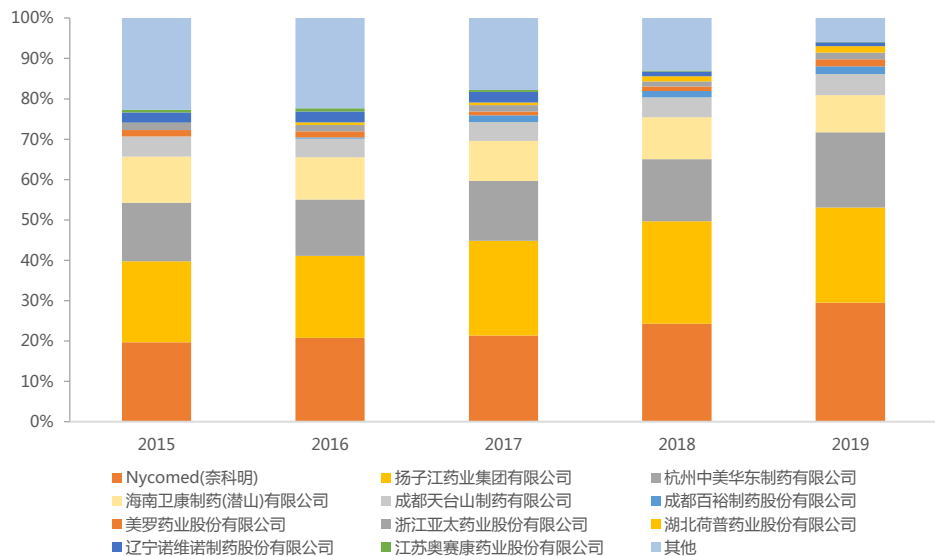
图 28：样本医院中泮托拉唑及质子泵抑制剂小类销售额（百万元）及同比增长率



资料来源：PDB，天风证券研究所

泮托拉唑注射剂的市场集中度亦较高，奈科明、扬子江药业、中美华东、海南卫康制药四家企业市占率近年来不断提升，2019 年四家企业市占率合计达到 80.93%。奥赛康的泮托拉唑注射剂在该领域市占率极小，2019 年市占率为 0.08%。

图 29：泮托拉唑注射剂各企业占比



资料来源：PDB，天风证券研究所

一致性评价方面，目前泮托拉唑注射剂已有 8 家企业提交一致性评价申请，公司于 2018 年 5 月申报并被 CDE 受理，为国内首家，未来有望率先通过一致性评价。考虑到公司产品目前市占率极小，若未来该品种纳入集采的话，公司产品有望通过集采中标带来业绩的显著增长。

表 6：泮托拉唑注射剂一致性评价受理情况

药品通用名	受理号	剂型	申请类型	承办日期	企业名称	NMPA 办 理状态
泮托拉唑	CYHB1850055	注射剂	补充申请	2018/5/25	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB1850056	注射剂	补充申请	2018/5/25	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB1850057	注射剂	补充申请	2018/5/25	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB1850280	注射剂	补充申请	2018/10/24	杭州中美华东制药有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB1950047	注射剂	补充申请	2019/1/15	扬子江药业集团有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB1950411	注射剂	补充申请	2019/6/10	南京正大天晴制药有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB1950412	注射剂	补充申请	2019/6/10	南京正大天晴制药有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB1950787	注射剂	补充申请	2019/11/19	华润双鹤药业股份有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB1950788	注射剂	补充申请	2019/11/19	湖南赛隆药业有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB2050120	注射剂	补充申请	2020/2/18	成都通德药业有限公司	在审评
泮托拉唑	CYHB2050079	注射剂	补充申请	2020/2/19	成都百裕制药股份有限公司	在审评

资料来源：CPM，天风证券研究所

2.2. 公司布局抗肿瘤和糖尿病两大优质赛道，多疾病领域协同发展

公司在抗肿瘤和糖尿病两大优质赛道亦有布局。肿瘤领域现拥有奥诺先（注射用右雷佐生）和奥先达（注射用奈达铂），肿瘤药业务至 2019 年末占公司总营收的 23%。2019 年 1 月，公司的沙格列汀片上市，为二肽基肽酶-4（DPP-4）抑制剂类国内首款获批的仿制药，主要用于 2 型糖尿病和双药联合治疗，标志着公司向糖尿病领域进军，领域布局进一步拓展。

2.2.1. 奥先达销售额市场份额稳步增长，铂化合物类抗肿瘤药市场空间持续扩大

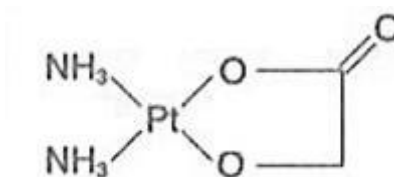
奥先达（注射用奈达铂）为顺铂类似物，主要用于头颈部癌、小细胞肺癌、非小细胞肺癌、食管癌、卵巢癌等实体瘤。

图 30：奥先达产品外观



资料来源：公司官网，天风证券研究所

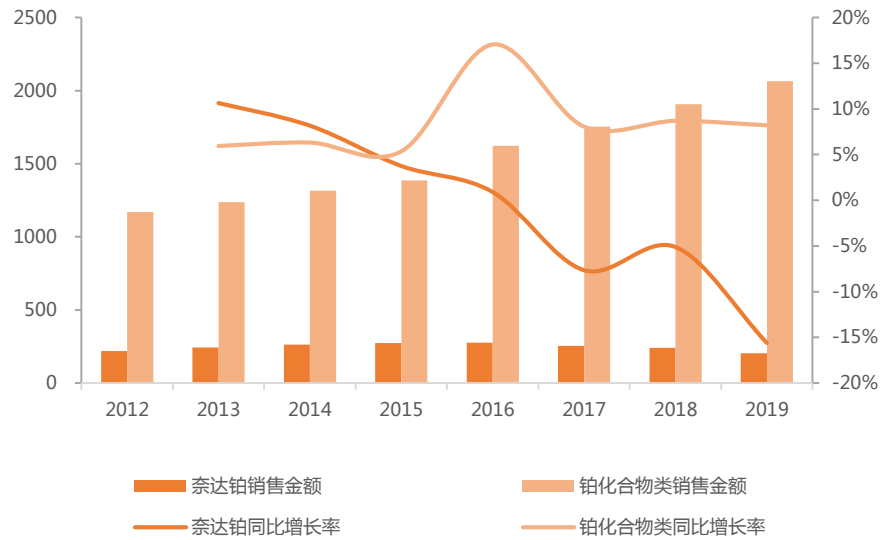
图 31：奥先达结构



资料来源：药品说明书，天风证券研究所

PDB 样本医院数据显示，铂化合物类抗癌药销售整体保持稳健增长，仍保持每年约 9% 的增长。奈达铂近年来销售额出现一定下滑。2017、2018 和 2019 年奈达铂在样本医院的总销售额分别为 2.55 亿元、2.42 亿元和 2.04 亿元。

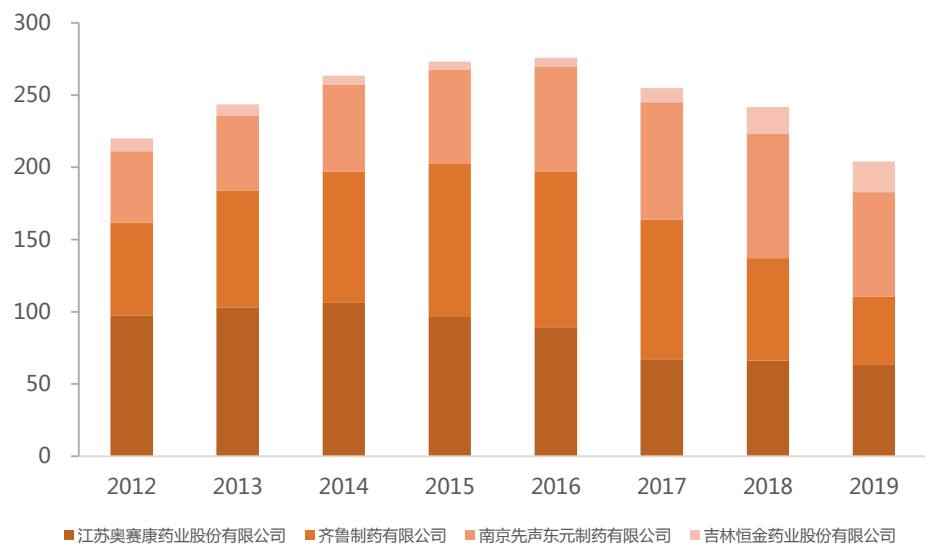
图 32：样本医院中奈达铂及铂化合物类销售额（百万元）及同比增长率



资料来源：PDB，天风证券研究所

奥赛康的奈达铂 2017、2018 和 2019 年在样本医院的销售额分别为 0.67 亿元、0.66 亿元和 0.63 亿元，在总体市场中占比分别为 26.32%、27.41%、30.88%。

图 33：各企业在样本医院的注射用奈达铂销售额情况（百万元）



资料来源：PDB，天风证券研究所

一致性评价方面，公司注射用奈达铂为国内首家申报，有望率先通过一致性评价，在未来可能的集采中处于优势地位。

表 7：注射用奈达铂一致性评价情况

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	NMPA 企业名称	办理状态	状态开始日	任务类型
CYHB1950865	注射用奈达铂	化药	补充申请	2019/12/17	齐鲁制药有限公司	在审评审批中（在药审中心）	2019/12/16	
CYHB1903967	注射用奈达铂	化药	补充申请	2019/7/29	江苏奥赛康药业有限公司	在审评审批中（在药审中心）	2019/7/25	补充申请（临床）

CYHB1950286	注射用奈达铂	化药	补充申请	2019/4/11	江苏奥赛康药业有限公司	在审评审批中(在药审中心)	2019/4/10
CYHB1950288	注射用奈达铂	化药	补充申请	2019/4/11	江苏奥赛康药业有限公司	在审评审批中(在药审中心)	2019/4/10
CYHB1950287	注射用奈达铂	化药	补充申请	2019/4/11	江苏奥赛康药业有限公司	已发件	2019/6/26

资料来源: 药智网, 天风证券研究所

2.2.2. 国内独家品种奥诺先保持销售高增长, 竞争格局优良

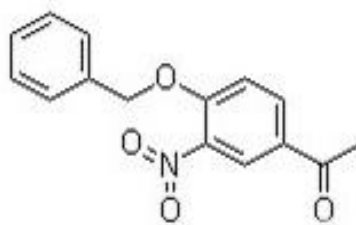
奥诺先(注射用右雷佐生)(原名:注射用右丙亚胺)是一种抗肿瘤辅助药品, 它可用于减轻或减少蒽环类抗生素(如多柔比星)化疗引起的心肌毒性, 降低其发生率和严重程度。

图 34: 奥诺先产品外观



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

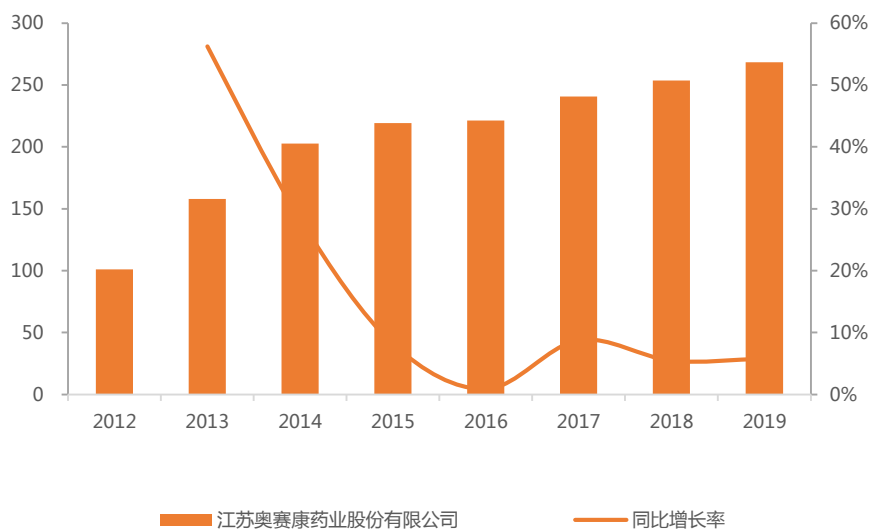
图 35: 奥诺先结构



资料来源: 药品说明书, 天风证券研究所

公司注射用右雷佐生 2005 年在国内上市, 目前国内仅奥赛康一家上市销售, 竞争格局优良。PDB 数据显示, 近年来公司该产品销售额保持稳健增长, 2019 年样本医院销售额为 2.68 亿元。

图 36: 注射用右雷佐生样本医院销售额情况(百万元)



资料来源: PDB, 天风证券研究所

目前公司的右雷佐生在国内仍属于独家上市销售产品, 且于 2019 年 5 月成为国产首家按

照新 3 类申报的企业。外企品种于 2019 年 10 月申报上市被受理，不仅上市进度落后于公司，预计上市后价格相对于奥诺先可能更加昂贵，综合来看公司该品种具有较为明显的竞争优势。

表 8：右雷佐生申报企业

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	NMPA 企业名称	办理状态	状态开始日	任务类型
CYHS2000152	注射用右雷佐生	化药 3	仿制	2020/3/4	上海凯茂生物医药有限公司	在审评审批中（在药审中心）	2020/3/3	ANDA
JXHS1900121	注射用右雷佐生	化药 5.2	进口	2019/10/8	GlandPharmaLimited	在审评审批中（在药审中心）	2019/9/30	ANDA
CYHS1900366	注射用右雷佐生	化药 3	仿制	2019/5/31	江苏奥赛康药业有限公司	在审评审批中（在药审中心）	2019/5/30	ANDA
JXHL1900093	注射用右雷佐生	化药 5.2	进口	2019/5/13	GlandPharmaLimited	在审评审批中（在药审中心）	2019/5/10	ANDA
CYHB1506404	注射用右丙亚胺	化药	补充申请	2015/10/16	江苏奥赛康药业股份有限公司	制证完毕-已发批件	2017/3/29	补充申请
CYHB1207091	注射用右丙亚胺	化药	补充申请	2012/11/16	江苏奥赛康药业股份有限公司	制证完毕-已发批件	2013/6/24	
CYHB1206923	注射用右丙亚胺	化药	补充申请	2012/10/23	江苏奥赛康药业股份有限公司	制证完毕-已发批件	2013/6/8	
CYHB1100195	注射用右丙亚胺	化药	补充申请	2011/6/1	江苏奥赛康药业有限公司	制证完毕-已发批件	2011/12/29	
CYHB1007684	注射用右丙亚胺	化药	补充申请	2010/9/3	江苏奥赛康药业有限公司	制证完毕-已发批件	2011/7/20	
CYHB0902146	注射用右丙亚胺	化药	补充申请	2009/4/10	江苏奥赛康药业有限公司	制证完毕-已发批件	2009/10/12	
X0305979	注射用右丙亚胺	化药 4	新药	2004/9/7	扬州奥赛康药业有限公司	已发批件	2005/8/19	
X0305978	右丙亚胺	化药 4	新药	2004/9/7	扬州奥赛康药业有限公司	已发批件	2005/8/19	

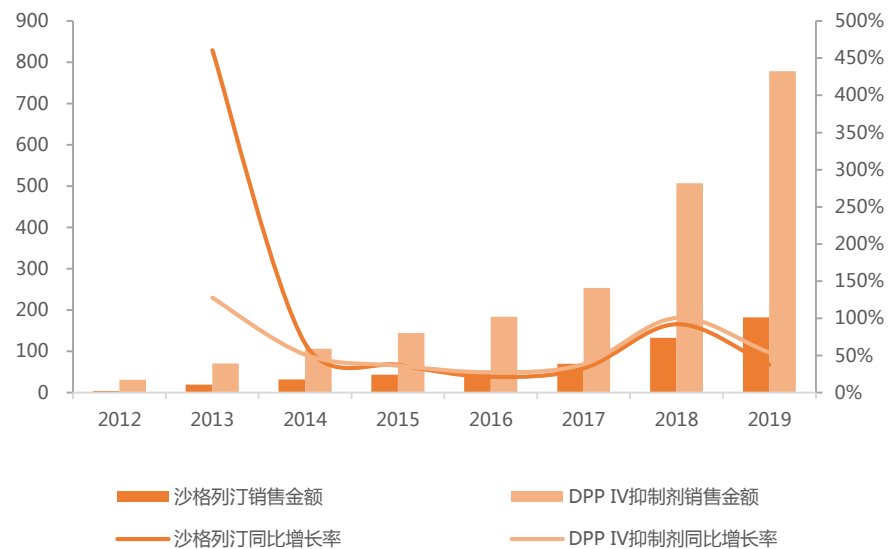
资料来源：药智网，天风证券研究所

2.2.3. 奥心怡为国产首仿 DPP-4 抑制剂，2020 年有望成为公司业绩增长点

奥心怡即沙格列汀，是 DPP-4 抑制剂这类药物的国内首个仿制药，用于 2 型糖尿病的单药和双药联合治疗。DPP-4 抑制剂的治疗机理为：当人进餐后，小肠会分泌肠促胰岛素，进而降低血糖。常见的肠促胰岛素主要有胰高血糖素样肽-1（GLP-1）和葡萄糖依赖性促胰岛素多肽（GIP）。肠促胰岛素极易被 DPP-4（Dipeptidylpeptidase-4，二肽基肽酶 4）分解失活。如果对 DPP-4 进行抑制，可有效地降低血糖，因此设计 DPP-4 抑制剂。

沙格列汀是由阿斯利康从百时美施贵宝旗下收购而来的产品，原研药最早于 2009 年在美国及欧洲批准上市，并于 2011 年获 CFDA 批准进入中国市场，沙格列汀片剂为国家医保乙类药品，江苏奥赛康研制的沙格列汀片（奥心怡）已被纳入《中国上市药品目录集》，且视同通过一致性评价，共 5mg 和 2.5mg 两个规格，于 2019 年 1 月率先在国内获批。

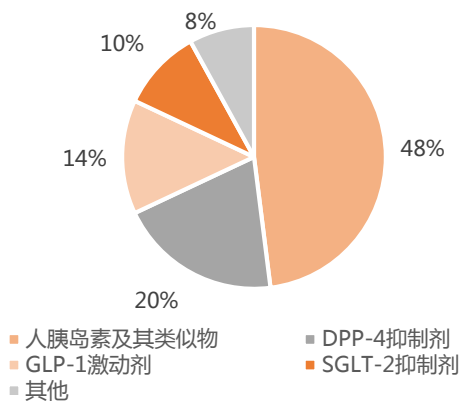
图 37：各企业在样本医院的沙格列汀和 DPP-4 抑制剂销售额（百万元）及同比增长率



资料来源：PDB，天风证券研究所

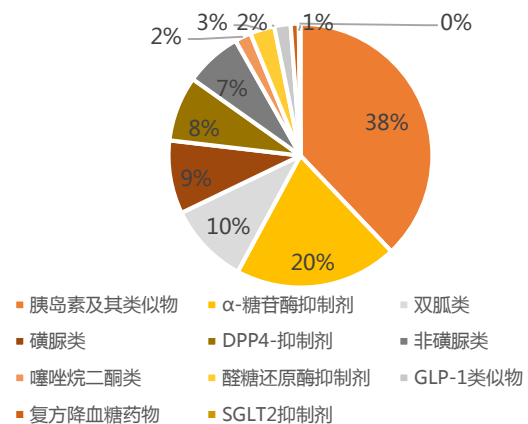
PDB 数据显示，DPP-4 抑制剂销售额持续快速增长，2019 年样本医院销售额达到 7.79 亿元。沙格列汀销售额同步保持快速增长，2019 年样本医院销售额达到 1.82 亿元。奥赛康的沙格列汀作为国内同类药物首仿获批，具有先发优势，同时沙格列汀的获批也意味着公司在糖尿病领域迈入了新的发展阶段。目前公司该药还处于医院推广阶段，预计该品种有望成为公司糖尿病板块重要业绩增长点。

图 38：2018 年全球糖尿病药物市场占比



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 39：中国 DPP-4 药物市场占比较低



资料来源：PDB，天风证券研究所

就 DPP-4 领域来说，虽然国内的竞争格局已经较为激烈，各类外企产品陆续在国内获批，国内布局仿制药及 metoo 药物的企业众多，但是由于国内 DPP-4 整体市场占比仍不够，未来仍具有占比提升的增长空间。若考虑糖尿病整体市场增长，则 DPP-4 的增长空间还将进一步扩大。因此，我们认为作为国内首仿的奥心怡具备市场机会。

3. 研发布局众多高端首仿，创新药蓄势待发有望构建产品梯队

公司视创新为企业发展之源，历经多年发展，公司研发底蕴深厚，创新能力突出。通过在医药制造行业多年的深耕细作，奥赛康药业形成了多品类多层次的产品管线和良好的产品质量口碑。公司秉承“研究为源，健康为本”的企业理念，构建化学药物研发和生物医药研发两大平台。其中，化学药物研发平台包括化学研究所一所、化学研究所二所、靶向药物研究所、手性药物研究所、AskPharm（奥赛康美国复杂制剂研究所），生物医药研发平台包括生物医药研究所、AskGene（奥赛康美国生物医药研究所），其中，AskGene（奥赛

康美国生物医药研究所) 专注于生物创新药的研发; AskPharm (奥赛康美国复杂制剂研究所) 专注于国内处于技术瓶颈、难度大的特殊制剂关键共性技术的研发。公司还设有江苏省抗消化道溃疡药物工程技术研究中心、江苏省靶向抗肿瘤药物工程中心、江苏省企业技术中心、江苏省手性药物重点实验室、国家博士后科研工作站等技术平台。

公司目前在研管线产品丰富, 近 40 个在研产品进入上市申请审批或者临床试验阶段, 涉及新一代手性质子泵抑制剂 (含新型缓释剂型)、抗肿瘤及免疫机能调节用药、抗耐药菌感染、糖尿病等治疗领域的药品。

表 9: 公司目前主要在研项目

序号	治疗领域	在研品种名称	剂型	注册分类	当前进度
1	消化道用药	左泮托拉唑钠	冻干	新注册 3 类	上市申请中
2	消化道用药	右雷贝拉唑钠	冻干	新注册 3 类	上市申请中
3	抗菌药	泊沙康唑	注射液	新注册 3 类	上市申请中
4	抗菌药	多粘菌素 E	冻干	3.1	上市申请中
5	抗菌药	伏立康唑	冻干	6	上市申请中
6	抗菌药	达托霉素	冻干	6	上市申请中
7	抗菌药	卡泊芬净	冻干	6	上市申请中
8	抗菌药	米卡芬净	冻干	6	上市申请中
9	杂类	帕立骨化醇	注射液	6	上市申请中
10	消化道用药	右兰索拉唑	冻干	2	临床试验中
11	抗肿瘤药	ASK120067	片剂	新注册分类 1 类	临床试验中
12	抗肿瘤药	米铂	冻干	3.1	临床试验中
13	抗肿瘤药	替莫唑胺	冻干	3.3	临床试验中
14	抗肿瘤药	福沙吡坦/二甲葡胺	冻干	3.1	临床试验中
15	抗肿瘤药和免疫机能调节药	聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子	注射液	7	临床试验中
16	糖尿病类药物	右旋硫辛酸/氨丁三醇	注射液	2	临床试验中
17	糖尿病类药物	恩格列净	片剂	3.1	临床试验中
18	血液系统用药	艾曲泊帕	片剂	3.1	临床试验中
19	血液系统用药	地拉罗司	分散片	6	临床试验中
20	消化道用药	艾普拉唑	冻干	2	批准临床
21	消化道用药	右兰索拉唑	缓释胶囊	3.1	批准临床
22	消化道用药	盐酸雷莫司琼	片剂	3.1	批准临床
23	消化道用药	鲁比前列酮	软胶囊	3.1	批准临床
24	抗肿瘤药	卡博替尼	胶囊	1.6	批准临床
25	抗肿瘤药	色瑞替尼	胶囊	3.1	批准临床
26	抗肿瘤药	依维莫司	片剂	6	批准临床
27	抗肿瘤药	阿法替尼	片剂	3.1	批准临床
28	抗肿瘤药	盐酸伊立替康脂质体注射液	注射液	1.6	批准临床
29	抗肿瘤药	卡博替尼	胶囊	3.1	批准临床
30	抗肿瘤药	曲氟尿苷/替吡嘧啶	片剂	3.2	批准临床
31	抗肿瘤药	人角质细胞生长因子	冻干	7	批准临床
32	抗菌药	艾沙康唑	冻干	3.1	批准临床
33	血液系统用药	枸橼酸铁	片剂	3.1	批准临床
34	血液系统用药	羧麦芽糖铁	注射液	3.1	批准临床
35	血液系统用药	普乐沙福	注射液	3.1	批准临床
36	血液系统用药	葡萄糖酸钠铁	注射液	3.1	临床申请中

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司研发定位于临床亟需、国内首仿、创仿结合。在肿瘤领域，公司布局了靶向作用于 T790M 的三代 EGFR 抑制剂 1 类创新药 ASK120067，预计有望于今年完成二期临床研究有条件报产。在消化类领域，公司布局了雷贝拉唑和泮托拉唑的新一代手性药物，未来将与现有 PPI 注射剂形成有效互补。在耐药菌感染治疗领域，公司布局了泊沙康唑注射液、多粘菌素 E 甲磺酸钠等抗菌药，泊沙康唑、多粘菌素 E 均已纳入优先审评阶段，泊沙康唑注射液顺利的话有望于今年国内首家上市。我们认为公司凭借其研发实力未来有望成功构建创新药产品梯队。

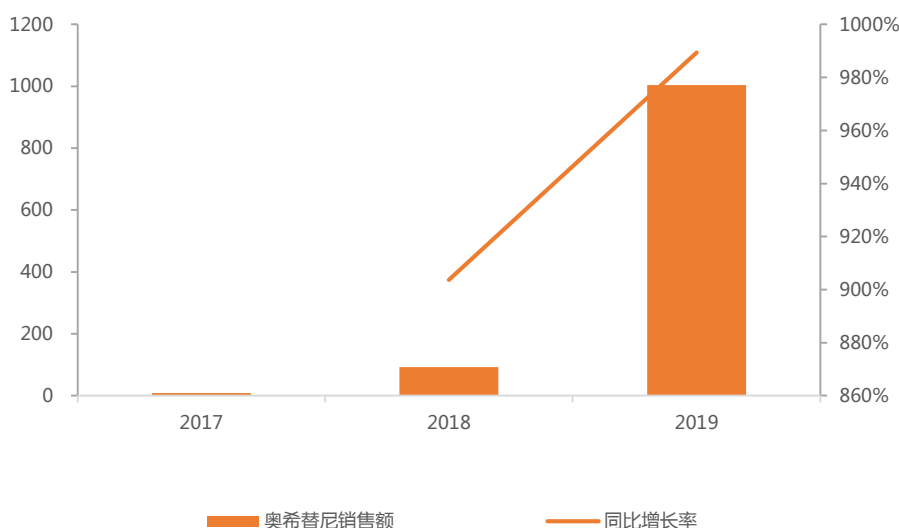
3.1. 肿瘤创新药 ASK120067 有望今年底前后报产，潜在峰值望达 22 亿

公司创新药 ASK120067 是靶向作用于 T790M 的三代 EGFR 抑制剂，用于治疗非小细胞肺癌。2019 年 5 月该产品已获 CDE 许可，完成 II 期临床可有条件批准，并且已获得一线用药的三期临床伦理批件，与进口吉非替尼对照。

肺癌是我国发病率和死亡率最高的恶性肿瘤之一，其中非小细胞肺癌（NSCLC）比例接近 85%，东亚人大约 40%-55% 的患者体内会带有 EGFR（表面生长因子受体）突变，EGFR 突变也成为了肺癌治疗领域最热门的关注点之一。EGFR 突变的 NSCLC 病人一般使用 EGFR-TKI（酪氨酸激酶抑制剂）作为临床一线用药，但接受过 EGFR-TKI 药物治疗的 EGFR 突变患者中，约有 50% 患者会由于 T790M 次级突变而产生耐药性。

目前国际上唯一批准的 T790M 抑制剂是奥希替尼，奥希替尼属于第三代酪氨酸激酶抑制剂类靶向药物，于 2015 年被 FDA 批准用于治疗经 EGFR-TKI 治疗后病情进展的 T790M 突变阳性 NSCLC 药物，2019 年全球销售额高达 31.89 亿美元。2017 年 3 月，该药物在我国获批上市，上市以来增长迅速，2019 年中国销售额达 31.9 亿元。

图 40：国内奥希替尼样本医院销售额情况（百万元）及增长率



资料来源：PDB，天风证券研究所

据 CPM 数据库显示，国内 T790M 抑制剂领域研发竞争激烈，目前除阿斯利康的奥希替尼外，国产江苏豪森的阿美替尼也新近获批，另外艾森医药的艾维替尼、上海艾力斯的艾氟替尼处于申报上市阶段。

目前 ASK120067 获得了国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）许可，完成临床 II 期研究后可有条件批准，ASK120067 的临床 II 期研究主要终点是客观缓解率 ORR，该药有望于今年底前后完成 II 期临床研究并向 CDE 申请有条件上市。

除了定位于序贯治疗，该产品亦开展一线治疗的 III 期临床，对照药物为吉非替尼，主要临床终点为无进展生存期（PFS）。ASK120067 的多重布局有望覆盖更多患者，从而带来更大市场。

表 10：国内 T790M 抑制剂研发进展情况

药品名称	受理号	状态开始时间	NMPA 办理状态或适应症	企业名称	申请内容
马来酸艾维替尼	CXHS1800009	2018-06-21	优先审批	浙江艾森药业有限公司	上市申请
ASK120067	CTR20171639	2018-04-03	局部晚期及转移性非小细胞肺癌	江苏奥赛康药业有限公司	临床 II 期
	CTR20191523	2019-08-29	存在 EGFR 敏感突变的初诊或手术治疗后复发的局部晚期或转移性非小细胞肺癌	江苏奥赛康药业有限公司	临床 III 期
阿美替尼	CXHS1900010	2020-3-19	获批上市	江苏豪森药业集团有限公司	已获批
艾氟替尼	CXHS1900039	2019-12-10	在审评	上海艾力斯医药科技有限公司	上市申请
D-0316	CTR20192356	2019-12-11	既往未经治疗的 EGFR 敏感突变局部晚期或转移性 NSCLC	贝达药业/益方生物	临床 II / III 期
SH-1028	CTR20192508	2020-03-03	局部晚期或转移性非小细胞肺癌	南京圣和药业股份有限公司	临床 III 期
BPI-7711	CTR20190442	2019-03-07	晚期或转移性非小细胞肺癌	上海倍而达药业有限公司	临床 III 期
YZJ-0318	CTR20171646	2018-01-28	表皮生长因子受体（EGFR）T790M 突变阳性的非小细胞肺癌	上海海雁医药科技有限公司\扬子江药业集团有限公司	临床 I 期

资料来源：CPM，天风证券研究所

结合 EGFR 非小细胞肺癌的流行病学，公司产品定位、预计获批时点和未来可能的定价，我们测算 ASK120067 未来有望成为销售峰值 22 亿元级别的品种。核心参数及假设包括：

- 1、肺癌一直以来是我国发病率最高的癌症之一，85%为非小细胞肺癌，其中东亚人大约 40%-55%的患者体内会带有 EGFR（表面生长因子受体）突变。对于一线使用 EGFR 靶向药的患者会产生耐药突变，其中 T790M 突变比例约为 50%。
- 2、三代 EGFR 抑制剂竞争格局方面，因阿斯利康的奥希替尼和豪森药业的阿美替尼已经获批上市，假设奥赛康的 ASK120067 用于序贯和一线治疗的市占率分别为 10%和 15%。
- 3、根据该品种现有临床研究进度，预计该产品序贯治疗适应症有望于 2021 年获批，一线治疗有望于 2022 年获批。
- 4、用药价格方面，假设 ASK120067 上市后年用药费用为 15 万元，后续纳入医保逐步降价至 8 万元。

图 41: ASK120067 销售峰值测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
年新发肺癌患者人数 (万)	84.97	87.52	90.15	92.85	95.64	98.51	101.46	104.51	107.64	110.87	114.20
非小细胞肺癌(NSCLC)比例 (%)	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
年新发NSCLC患者人数 (万)	72.23	74.40	76.63	78.93	81.29	83.73	86.24	88.83	91.50	94.24	97.07
EGFR突变比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
EGFR突变患者人数 (万)	36.11	37.20	38.31	39.46	40.65	41.87	43.12	44.42	45.75	47.12	48.53
一线治疗											
一线EGFR靶向药治疗渗透率	50%	60%	70%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
一线EGFR靶向药治疗患者数 (万)	18.06	22.32	26.82	29.60	30.49	31.40	32.34	33.31	34.31	35.34	36.40
三代EGFR靶向药一线治疗渗透率	3%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	20%	20%
三代EGFR靶向药一线治疗患者数 (万)	0.54	1.34	2.15	2.96	3.66	4.40	5.17	6.00	6.86	7.07	7.28
ASK120067预期市占率			1%	4%	8%	10%	12%	14%	15%	15%	15%
ASK120067预计治疗人数 (万)			0	0	0	0	1	1	1	1	1
ASK120067预计年费用 (万元)			15.00	10.00	10.00	10.00	10.00	8.00	8.00	8.00	8.00
ASK120067一线用药治疗周期 (月)			19	19	19	19	19	19	19	19	19
ASK120067一线治疗预计销售额 (亿元)			0.51	1.87	4.63	6.96	9.83	10.63	13.04	13.43	13.83
成功率			70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
ASK120067一线治疗调整销售额 (亿元)			0.36	1.31	3.24	4.87	6.88	7.44	9.13	9.40	9.68
序贯治疗											
一线EGFR靶向治疗后T790M突变比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
一线EGFR靶向治疗后T790M突变人数 (万)	9.03	11.16	13.41	14.80	15.24	15.70	16.17	16.66	17.16	17.67	18.20
三代EGFR序贯治疗渗透率	20%	30%	40%	50%	60%	70%	75%	75%	75%	75%	75%
三代EGFR序贯治疗人数 (万)	1.81	3.35	5.36	7.40	9.15	10.99	12.13	12.49	12.87	13.25	13.65
ASK120067序贯治疗市占率		1%	4%	6%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
ASK120067序贯治疗人数 (万)		0.03	0.21	0.44	0.73	0.99	1.21	1.25	1.29	1.33	1.37
ASK120067预计年费用 (万元)		15.00	15.00	10.00	10.00	10.00	10.00	8.00	8.00	8.00	8.00
ASK120067序贯治疗周期 (月)		9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
ASK120067序贯治疗销售额 (亿元)		0.38	2.41	3.33	5.49	7.42	9.10	7.50	7.72	7.95	8.19
成功率		90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
ASK120067序贯治疗调整销售额 (亿元)		0.34	2.17	3.00	4.94	6.68	8.19	6.75	6.95	7.16	7.37
ASK120067销售额合计 (亿元)		0.38	2.92	5.20	10.12	14.38	18.93	18.13	20.76	21.38	22.02
ASK120067调整销售额合计 (亿元)		0.34	2.53	4.31	8.18	11.55	15.07	14.19	16.07	16.56	17.05

资料来源:《Cancer statistics in China,2015》,天风证券研究所

3.2. 早期肿瘤创新药渐浮出水面, 未来有望构建创新产品梯队

在肿瘤领域, 公司亦有其他创新药处于早期阶段。今年 4 月, 公司肿瘤创新药 ASKB589 注射液的临床试验申请被 CDE 受理。ASKB589 注射液为江苏奥赛康自主研发、具有自主知识产权的抗肿瘤生物新药, 其主要通过 ADCC 和补体依赖的细胞毒作用 (CDC) 杀伤肿瘤细胞, 拟用于胃及胃食管结合部腺癌、胰腺癌等适应症。

中国胃癌的发病率和死亡率在所有恶性肿瘤中排名第二, 临床上发现的胃癌多为局部晚期或晚期, 且目前胃癌化疗和靶向治疗药物种类及作用均有限。胰腺癌具有恶性程度较高、进展迅速、起病隐匿以及早期症状不典型等特点, 临床就诊时大部分患者已属于中晚期。胰腺癌的 5 年相对生存率在常见恶性肿瘤中最差, 仅为 7.2%, 且呈逐年恶化的趋势。目前手术切除依然是胰腺癌患者获得治愈机会和长期生存的唯一有效方法, 以吉西他滨为基础的药物治疗是晚期胰腺癌最主要的一线治疗方式。

江苏奥赛康、奥赛康生物目前完成了 ASKB589 注射液的药学研究、药理毒理研究以及临床试验方案设计, 向药监局提交了临床试验申请 (IND) 并获得正式受理。现有研究结果表明, ASKB589 注射液与靶点结合具有高度特异性, 与化疗药物联用治疗胃及胃食管结合部腺癌、胰腺癌等恶性实体瘤具有良好的开发前景。目前国内外尚无同类产品获批上市, 公司产品研发进度处于相对领先地位。如顺利通过审批进入临床, 我们认为将进一步丰富公司产品线, 增强公司市场竞争力, 亦有望如我们预期——公司未来有望构建丰富的创新药产品梯队。

3.3. 右雷贝拉唑钠有望与现有产品形成优势互补, 抢占市场具备先发优势

注射用右雷贝拉唑钠是雷贝拉唑钠的右旋对映异构体，是雷贝拉唑的优势构型。雷贝拉唑钠是新一代的质子泵抑制剂，能够抑制胃酸分泌，用于酸相关性消化道疾病。参照艾司奥美拉唑（奥美拉唑钠的 S-异构体）上市后，所需剂量更少，不良反应也更低，在全球市场很快就替代了部分奥美拉唑钠市场。注射用右雷贝拉唑钠相较于雷贝拉唑钠具有更优的疗效、更少的剂量、更长的半衰期，因此其上市后将实现对原有雷贝拉唑钠的优势互补，定位为更高端产品，在临床用药上给予医生更多选择，有望与原有产品产生协同效应。奥赛康药业已完成临床研究，并于 2018 年 7 月在国内首家申报上市。目前该品种国内尚无其他公司申报上市，奥赛康产品上市后有望成为国内独家品种。

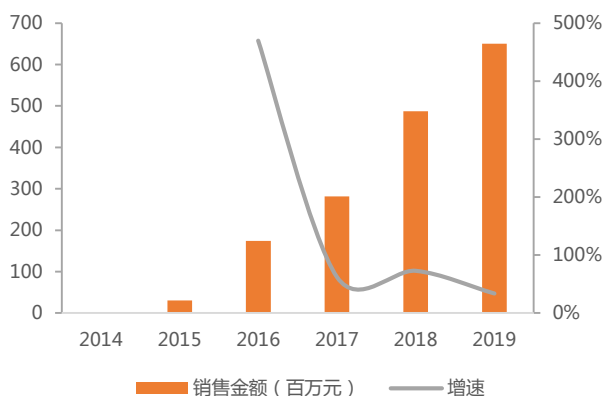
表 11：右旋雷贝拉唑申报企业

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	NMPA 企业名称	办理状态	状态开始日	任务类型
CYHS1800178	注射用右旋雷贝拉唑钠	化药 3	仿制	2018/7/23	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评审批中(在药审中心)	2018/7/20	ANDA
CXHL1400035	注射用右旋雷贝拉唑钠	化药 3.1	新药	2014/3/27	江苏奥赛康药业股份有限公司	制证完毕-已发批件	2016/2/19	验证性临床
CXHL1400034	右旋雷贝拉唑钠	化药 3.1	新药	2014/3/27	江苏奥赛康药业股份有限公司	制证完毕-已发批件	2016/2/29	验证性临床

资料来源：药智网，天风证券研究所

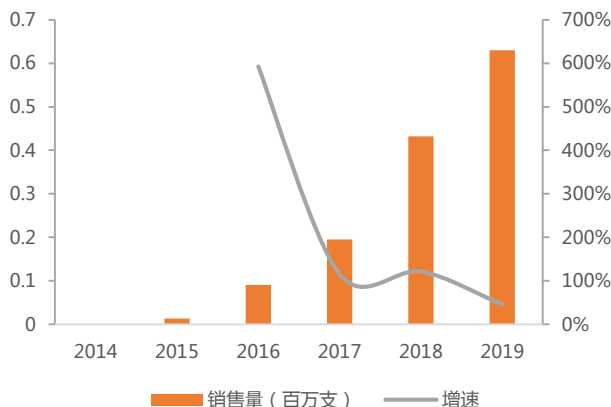
据 PDB 样本医院数据显示，雷贝拉唑注射剂近年来销售额和销量保持高速增长态势，2019 年样本医院销售额为 6.5 亿元，同比增长 35.55%，销量同比增长 45.83%。

图 42：雷贝拉唑销售额近年来保持高速增长



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 43：雷贝拉唑销售量近年来保持高速增长



资料来源：PDB，天风证券研究所

雷贝拉唑作为新一代的质子泵抑制剂，整体市场处于高速增长阶段。假设未来 4 年保持 20% 复合增长，则至 2024 年销量有望达到 4701.4 万支（按照 PDB 样本医院销量 3 倍放大）。

表 12：右雷贝拉唑预计峰值销量

2019 年样本医院用量 (万支)	按照 3 倍放大预计销售量 (万支)	对应用药人次 (万)	药品平均售价 (元)
629.8	1889.4	269.9	103.27
2024 年预期样本医院用量 (万支)	3 倍空间估计销售量 (万支)	对应用药人次 (万)	药品平均售价 (元)
1567.1	4701.4	671.6	-

资料来源：PDB，天风证券研究所

右雷贝拉唑作为高端产品，公司首家且独家申报，保守估计假设至 2024 年替代雷贝拉唑 20% 的市场，预计定价相对传统品种高 20%，则公司右雷贝拉唑届时有望成为 11.28 亿元的重磅品种（其他不同假设参数敏感性分析如表所示）。

表 13：公司右雷贝拉唑市场空间敏感性分析（单位：百万元）

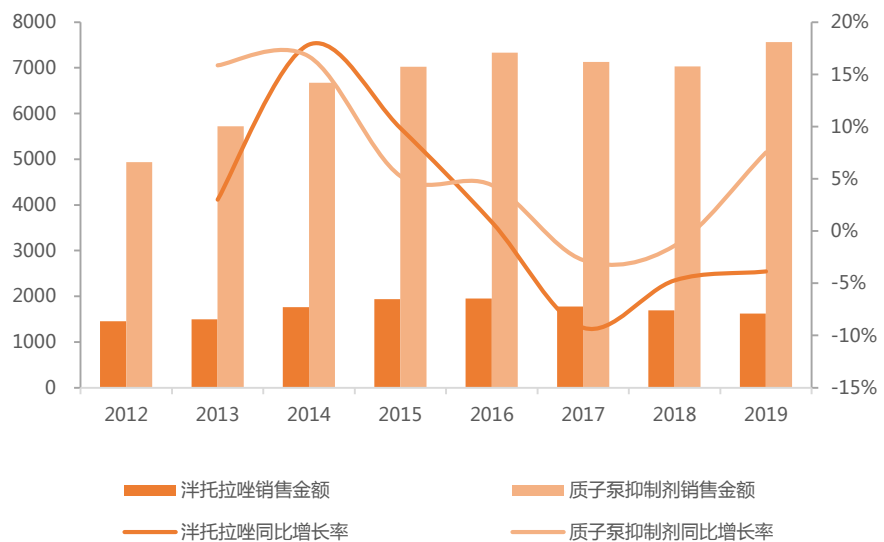
预计替代率	预计定价相对传统品种涨幅				
	10%	20%	30%	40%	50%
10%	517	564	611	658	705
20%	1034	1128	1222	1316	1410
30%	1551	1693	1834	1975	2116
40%	2069	2257	2445	2633	2821
50%	2586	2821	3056	3291	3526

资料来源：药智网，天风证券研究所

3.4. 注射用左泮托拉唑钠疗效更优，有望成为泮托拉唑升级版

注射用左泮托拉唑钠是泮托拉唑的左旋对映异构体，拟定适应症为消化性溃疡、胃食管反流病和卓艾综合征，目前处于上市申请状态，它相较于泮托拉唑具有剂量少、疗效更优的效果。依据 PDB 数据显示，泮托拉唑 2019 年样本医院销售额为 16.24 亿元，并且近年来该块市场空间保持约 5% 收缩幅度。

图 44：样本医院泮托拉唑销售额及质子泵抑制剂小类销售额（百万元）及同比增长率



资料来源：PDB，天风证券研究所

公司临床研究进度处于国内前列。第一家完成注射用左旋泮托拉唑钠临床研究并申报上市的公司为正大天晴和润众制药，目前还处于审评审批阶段。奥赛康药业是国内第二家完成临床研究，并于 2018 年 1 月申报上市，目前处于 CDE 审评审批阶段。

表 14：左旋泮托拉唑国内申报企业

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	NMPA 企业名称	办理状态	状态开始日	任务类型
CYHS1900885	注射用左旋泮托拉唑钠	化药 3	仿制	2020/1/8	湖南赛隆药业有限公司	在审评审批中(在药审中心)	2020/1/7	ANDA
CYHS1900320	注射用左泮托拉唑钠	化药 3	仿制	2019/5/15	南京优科制药有限公司	在审评审批中(在药审中心)	2019/5/13	ANDA
CYHS1700280	左旋泮托拉唑钠	化药 3	仿制	2018/1/8	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评审批中	2018/1/4	ANDA
CYHS1700281	注射用左旋泮托拉唑钠	化药 3	仿制	2018/1/8	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评审批中	2018/1/4	ANDA
CXHS1500138	注射用左泮托拉唑钠	化药 3.1	新药	2015/9/22	正大天晴药业集团股份有限公司	在审评审批中	2015/9/21	NDA

CXHS1500137	左泮托拉唑钠	化药 3.1	新药	2015/9/16	连云港润众制药有限公司	在审评审批中	2015/9/15	NDA
-------------	--------	--------	----	-----------	-------------	--------	-----------	-----

资料来源：药智网，天风证券研究所

由于泮托拉唑国内整体市场已经不再增长，我们取 2019 年 PDB 样本医院用量按照 3 倍放大，预计国内泮托拉唑终端使用量为 9274 万支。

表 15：泮托拉唑预计销量

2019 年样本医院用量 (万支)	按照 3 倍放大预计销售量 (万支)	对应用药人次 (万)	药品平均售价 (元)
3091.3	9274	1324.9	36.69

资料来源：PDB，天风证券研究所

左旋泮托拉唑为高端产品，公司国内第二家申报，保守估计假设至 2024 年替代泮托拉唑 10% 的市场，预计定价相对传统品种高 10%，则公司左旋泮托拉唑届时有望成为 10.2 亿元的重磅品种（其他不同假设参数敏感性分析如表所示）。

表 16：左旋泮托拉唑市场空间敏感性分析（单位：百万元）

预计替代率	预计定价相对传统品种涨幅				
	10%	20%	30%	40%	50%
10%	1020	1113	1206	1298	1391
20%	2040	2226	2411	2597	2782
30%	3060	3339	3617	3895	4173

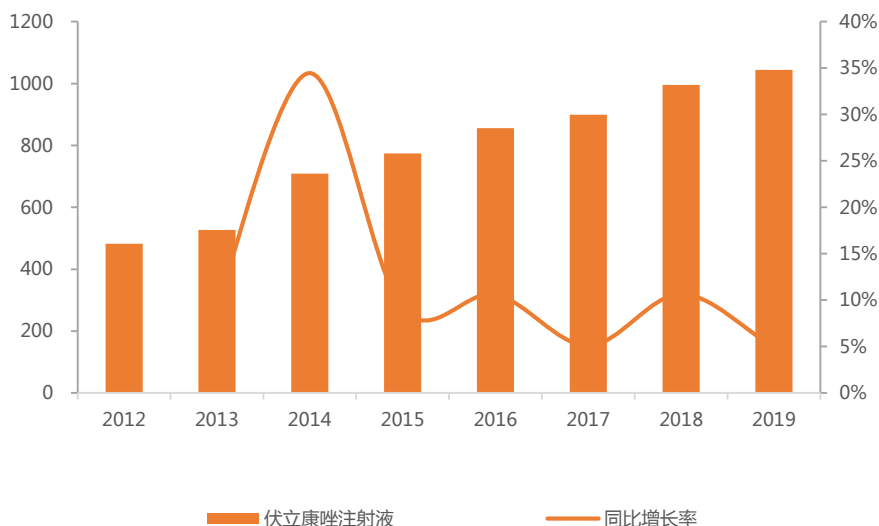
资料来源：PDB，天风证券研究所

3.5. 国内首仿泊沙康唑注射液纳入优先审评，有望 2020 年上市

泊沙康唑为新一代三唑类抗真菌药，用于治疗①侵袭性曲霉菌或念珠菌感染高危患者的预防；②治疗口咽念珠菌病，包括伊曲康唑/氟康唑难治的患者（口服混悬液）。随着癌症化疗、移植、HIV/AIDS 感染以及糖尿病等高风险患者数量的不断增多，侵袭性真菌感染（IFIs）的总发病率不断攀升，一旦被感染，死亡率高达 60% 以上。泊沙康唑用于侵袭性真菌感染的预防具有区别于其它药物的治疗优势，其市场前景广阔。

泊沙康唑注射液在国内尚未获批上市，但从同类品种伏立康唑能够看出，泊沙康唑注射液具有大品种潜质。伏立康唑和泊沙康唑注射液同属新一代广谱三唑类抗真菌药，在体内和体外都有比较强的抗菌活性。PDB 样本医院数据显示，同作用机制药物伏立康唑注射剂 2019 年销售额达 10.45 亿元，预计终端实际规模超过 30 亿元。

图 45：各企业在样本医院的伏立康唑销售额情况（百万元）



资料来源：PDB，天风证券研究所

从泊沙康唑海外销售来看，默沙东原研品种 2019 年全球销售额达 6.62 亿美元。目前国内市场尚无泊沙康唑相关仿制药上市销售，原研厂家的泊沙康唑口服混悬液、泊沙康唑肠溶片分别于 2013 年、2018 年获批进口。奥赛康已与上海宣泰签署协议，获得泊沙康唑肠溶片在中国大陆地区的独家推广权，上海宣泰以仿制药 4 类提交的泊沙康唑肠溶片上市申请于 2019 年 2 月获得 CDE 承办受理，并于同年 9 月纳入优先审评，预计今年有望以首仿获批上市。

由于泊沙康唑注射液尚未在国内获批，其已经被列入国家发布的《第一批鼓励仿制药品目录建议清单》，奥赛康的产品以“专利到期前 1 年的药品生产申请”为由被纳入 CDE 优先审评，研发进度处于国内领先地位，预计有望于今年国内首家获批上市。

表 17：泊沙康唑注射液国内申报企业

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	NMPA 企业名称	办理状态	状态开始日	任务类型
CYHS1900889	泊沙康唑注射液	化药 3	仿制	2019/12/27	扬子江药业集团有限公司	在审评审批中 (在药审中心)	2019/12/26	ANDA
JXHS1900106	泊沙康唑注射液	化药 5.1	进口	2019/8/16	默沙东研发(中国)有限公司	在审评审批中 (在药审中心)	2019/8/15	NDA
CYHS1900419	泊沙康唑注射液	化药 3	仿制	2019/6/25	杭州澳亚生物技术有限公司	在审评审批中 (在药审中心)	2019/6/24	ANDA
CYHS1800214	泊沙康唑注射液	化药 3	仿制	2018/8/22	江苏奥赛康药业股份有限公司	在审评审批中 (在药审中心)	2018/8/17	ANDA
CYHS1700636	泊沙康唑注射液	化药 3	仿制	2018/8/15	成都圣诺生物制药有限公司	在审评审批中 (在药审中心)	2018/8/14	ANDA

资料来源：药智网，天风证券研究所

在耐药菌领域，公司还布局有注射用多粘菌素 E 甲磺酸钠。其是一种多肽类抗生素，适用于对本品敏感的革兰氏阴性菌导致的急性或慢性感染，特别适用于对本品敏感的脓杆菌引发的感染；同时适用于疑似革兰氏阴性菌导致的严重感染的初始治疗。多粘菌素 E 甲磺酸钠临床依据充分，已成为 β -内酰胺类、氨基糖苷类或者喹诺酮类等抗生素治疗无效的多重耐药革兰氏阴性菌感染的最后一道防线。本品具有对常见难治耐药菌敏感率高，活性强，耐药发生率低的特点，国内目前研发企业少，具有较强的竞争优势和市场潜力。奥赛康药业已于 2019 年 4 月申报生产，奥赛康是唯一采用进口原料药的企业，该原料药制备技术难度大，纯度高，质量稳定，该原料药已通过 FDA、欧盟等多国认证。

表 18：多粘菌素 E 申报企业

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	NMPA 企业名称	办理状态	状态开始日	任务类型
CYHS1900262	注射用多粘菌素 E 甲磺酸钠	化药 3	仿制	2019/4/16	江苏奥赛康药业有限公司	在审评审批中 (在药审中心)	2019/4/15	ANDA
CYHS1700258	注射用多粘菌素 E 甲磺酸钠	化药 3	仿制	2017/12/7	正大天晴药业集团股份有限公司	在审评审批中	2017/12/5	ANDA
JXHL1700176	注射用多粘菌素 E 甲磺酸钠	化药 5.2	进口	2017/9/22	中国台湾东洋药品工业股份有限公司	在审评审批中	2017/10/20	ANDA
CXHS1400251	注射用多粘菌素 E 甲磺酸钠	化药 3.1	新药	2014/11/2 1	正大天晴药业集团股份有限公司	制证完毕 - 已发批件	2017/7/21	NDA
CXHL1300045	注射用多粘菌素 E 甲磺酸钠	化药 3.1	新药	2013/3/4	江苏奥赛康药业股份有限公司	制证完毕 - 已发批件	2015/11/25	验证性临床
CXHL1100204	注射用多粘菌素	化药	新药	2011/6/22	江苏正大天晴药	制证完毕 - 已	2013/7/12	

	E 甲磺酸钠	3.1			业股份有限公司	发批件	
CXHL0800070	注射用多黏菌素	化药	新药	2008/8/18	江苏正大天晴药	制证完毕 - 已	2009/5/5
	E 甲磺酸钠	3.1			业股份有限公司	发批件	

资料来源：药智网，天风证券研究所

3.6. 积极谋求品种引进，布局成人铁缺乏症百亿赛道

公司除了积极布局自身研发，亦通过品种引进丰富管线。2020年1月8日，奥赛康与英国 ShieldTherapeuticsPlc.公司签署协议，奥赛康获得 ShieldTherapeuticsPlc.公司用于成人铁缺乏症（有无贫血症状均可）治疗的新一代口服铁剂产品麦芽酚铁胶囊及其未来可拓展的剂型、适应症等在中国（包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区、中国台湾，下同）的独家开发、生产和市场推广权益。

世界卫生组织(WHO)指出，缺铁是世界上最常见和最普遍的营养失调。在美国铁剂处方市场每年超过 10 亿美元。在中国由于缺铁引起的贫血等疾病发病率在 20%以上，妇女、老人、慢性肾病患者、心衰患者、克罗恩病患者更是铁缺乏症的高发人群。中国目前铁剂市场规模已超过 30 亿元，抗贫血药铁剂潜在用户至少有 2 亿人，潜在市场规模预估超过 200 亿元。公司引进的麦芽酚铁胶囊主要活性成分麦芽酚铁是一种非铁盐、稳定的新型复合物，相较于其他铁盐等补铁药物，它可更好的针对于基于铁盐的补铁药物不耐受的患者进行替代治疗，在一系列 III 期临床对照试验中，Feraccru®/Accrufer™ 已被证实是一种稳定、耐受性良好、高效的治疗成人铁缺乏症(有无贫血症状均可)的口服药物。此外，在 AEGIS-H2H 临床试验中，Feraccru®/Accrufer™ 与静脉注射补铁疗法相比，在血红蛋白提升方面达到非劣效性标准。这意味着缺铁性贫血患者可能无需使用静脉注射铁剂，Feraccru®/Accrufer™ 有望改变铁缺乏症患者的治疗模式。

从公司引进品种所具备的差异化优势和未来市场潜力，我们可以看到公司领导层所具备的独到眼光，未来公司有望通过品种引进的方式不断丰富自身管线。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

公司作为国内 PPI 注射剂龙头企业，现有业务增长稳健，PPI 注射剂形成“产品梯队+一致性评价进度领先+差异化手性 PPI”，未来有望在注射剂集采中占据优势。公司研发管线多款重磅“创新药+高端首仿”系列品种差异化布局，未来有望凭借“自主研发+品种引进”等方式成功转型。

公司今年看点在于三代 EGFR 抑制剂有望年底前后完成二期临床有条件申报上市，多款重磅高端仿制药有望独家率先获批上市，作为重要催化剂。长期来看，公司后续创新品种积极布局未来有望形成创新药产品梯队。综合来看我们认为公司是兼具长期逻辑和短期催化的行业优质公司。

仅考虑现有产品，我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 50.57 亿元(yoy+11.91%)、58.46 亿元(yoy+15.61%)、64.95 亿元(yoy+11.10%)，归母净利润分别为 8.80 亿元(yoy+12.68%)、10.43 亿元(yoy+18.47%)、12.03 亿元(yoy+15.39%)，对应 PE 分别为 20、17、14 倍。

核心假设：

1、消化类药物方面，公司 PPIs 产品线已形成梯队，涵盖国内已经上市的六个 PPIs 的其中五个，分别是奥西康（注射用奥美拉唑钠）、奥维加（注射用兰索拉唑）、潘美路（注射用泮托拉唑钠）、奥加明（注射用雷贝拉唑钠）、奥一明（注射用艾司奥美拉唑钠），均为国产首家或首批上市。目前，上市的 5 个 PPI 注射剂已经全部申报了一致性评价并被 CDE 受理，很多为首家或首批申报，多品种有望率先通过一致性评价，部分品种市占率不高，未来有望率先过评并通过集采中标带来业绩的显著增长。结合对 5 大 PPI 注射剂的分析并考虑疫情影响，我们预计公司消化类药物 2020-2022 年分别同比增长 9.61%、13.89%和 6.82%。

2、抗肿瘤药方面，公司奥诺先（注射用右雷佐生）为独家品种增速良好有望保持，奥先达（注射用奈达铂）增长稳健，其首家申报一致性评价有望率先通过。我们预计公司抗肿瘤药物 2020-2022 年分别同比增长 14.53%、15.16%和 15.82%。

表 19：公司业绩拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3404.88	3931.88	4518.64	5056.99	5846.27	6495.41
yoy	10.11%	15.48%	14.92%	11.91%	15.61%	11.10%
毛利率	92.90%	93.07%	92.56%	92.57%	92.34%	91.97%
毛利润	3163.13	3659.40	4182.45	4681.04	5398.70	5974.04
消化类	2631.50	3010.82	3366.20	3689.80	4202.22	4488.76
yoy		14.41%	11.80%	9.61%	13.89%	6.82%
毛利率	93.59%	94.00%	93.88%	94.00%	94.00%	94.00%
毛利润	2462.82	2830.17	3160.19	3468.42	3950.09	4219.44
抗肿瘤类	723.30	831.93	1019.20	1167.32	1344.26	1556.97
yoy		15.02%	22.51%	14.53%	15.16%	15.82%
毛利率	91.31%	91.05%	90.50%	91.05%	91.05%	91.05%
毛利润	660.45	757.47	922.38	1062.85	1223.95	1417.62
其他类	43.10	58.41	116.91	175.37	263.05	394.57
yoy		35.52%	100.15%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	77.43%	74.00%	72.50%	72.50%	72.50%	72.50%
毛利润	33.37	43.22	84.76	127.14	190.71	286.06
其他业务	6.98	30.72	16.33	24.50	36.74	55.11
yoy		340.11%	-46.84%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	93.05%	92.88%	92.40%	92.40%	92.40%	92.40%
毛利润	6.50	28.53	15.09	22.63	33.95	50.93

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 估值分析

4.2.1. 现有上市产品估值

预计公司现有化药仿制药业务 2020 年归母净利润为 8.8 亿元，参照 A 股化药仿制药行业平均估值水平，给予 2020 年 20 倍 PE，对应市值 176 亿元。

图 46：仿制药行业平均估值水平

代码	股票名称	收盘价	市值（亿元）	EPS				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002020.SZ	京新药业	10.20	75	0.51	0.66	0.75	0.89	14.4	15.7	13.8	11.6
002294.SZ	信立泰	18.40	196	1.39	0.65	0.78	0.84	27.4	28.9	24.0	22.4
600380.SH	健康元	12.65	244	0.43	0.54	0.64	0.78	27.3	23.3	19.4	16.0
300630.SZ	普利制药	72.89	201	0.99	1.72	2.59	3.64	66.9	41.3	27.4	19.5
002422.SZ	科伦药业	19.11	280	0.85	0.78	1.01	0.98	29.9	24.8	19.2	19.9
平均								33.2	26.8	20.8	17.9

资料来源：wind，天风证券研究所注：截至 2020.4.30

4.2.2. 管线品种估值

保守估计我们仅对公司进入 II / III 期临床并有望于今年完成的三代 EGFR 抑制剂新药 ASK120067 进行估值，采用类 DCF 估值法求其 rNPV，核心假设包括：

1. 根据其现有研发进度预估其有望于 2021 年底左右获批
2. 基于前述 ASK120067 的详细分析预计其潜在销售峰值 22 亿元，考虑获批成功率后的调整销售峰值 17 亿元。
3. 假设达到销售峰值后每年以 5% 的速度下降，直到降至峰值的 50% 形成稳态

图 47: ASK120067 估值

输出结果																												
年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	
预期销售额 (亿元)	0.34	2.53	4.31	8.18	11.55	15.07	14.19	16.07	16.56	17.05	16.20	15.39	14.62	13.89	13.20	12.54	11.91	11.31	10.75	10.21	9.70	9.22	8.75	8.33	8.10	7.70		
净利率		25%	26%	28%	30%	32%	34%	35%	35%	35%	35%	35%	33%	31%	29%	27%	25%	23%	20%	18%	16%	14%	12%	10%	10%	10%		
净利润 (亿元)	0.08	0.66	1.21	2.45	3.70	5.12	4.97	5.63	5.79	5.97	5.67	5.39	4.81	4.28	3.79	3.34	2.93	2.55	2.19	1.87	1.58	1.31	1.06	0.85	0.81	0.77		
贴现率	10.00%	1.00	1.10	1.21	1.33	1.46	1.61	1.77	1.95	2.14	2.36	2.59	2.85	3.14	3.45	3.80	4.18	4.59	5.05	5.56	6.12	6.73	7.40	8.14	8.95	9.85	10.83	
rNPV (亿元)	31.43	0.08	0.60	1.00	1.84	2.52	3.18	2.80	2.89	2.70	2.53	2.19	1.89	1.53	1.24	1.00	0.80	0.64	0.50	0.39	0.31	0.23	0.18	0.13	0.10	0.08	0.07	
rNPV (亿元)	31.44																											

资料来源: wind, 天风证券研究所

基于模型我们得到公司新药 ASK120067 保守估值为 31.44 亿元。此外，公司研发管线差异化布局了诸多具有一定壁垒的高端仿制药，具有一定“类创新药”属性，部分品种为独家申报，具有较高市场价值。

图 48: 右雷贝拉唑估值

输出结果																												
年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	
预期销售额 (亿元)	2.66	4.81	6.97	9.12	11.28	11.28	11.28	10.15	9.14	8.22	7.40	6.66	5.99	5.40	4.86	4.37	3.93	3.54	3.19	2.87	2.58	2.32	2.09	1.88	1.69	1.52		
净利率		25%	26%	27%	28%	28%	27%	25%	23%	21%	19%	17%	15%	13%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
净利润 (亿元)	0.66	1.25	1.88	2.55	3.16	3.16	3.05	2.64	2.28	1.89	1.63	1.42	1.27	1.12	1.01	0.91	0.82	0.74	0.66	0.59	0.53	0.47	0.42	0.37	0.33	0.29		
贴现率	10.00%	1.00	1.10	1.21	1.33	1.46	1.61	1.77	1.95	2.14	2.36	2.59	2.85	3.14	3.45	3.80	4.18	4.59	5.05	5.56	6.12	6.73	7.40	8.14	8.95	9.85	10.83	
rNPV (亿元)	16.85	0.66	1.14	1.55	1.92	2.16	1.96	1.72	1.35	1.07	0.80	0.62	0.44	0.32	0.23	0.17	0.12	0.09	0.07	0.06	0.05	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.01	
rNPV (亿元)	16.85																											

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们保守估计独家申报的高端品种右雷贝拉唑有望成为 11.28 亿元的重磅品种，格局优良的左旋泮托拉唑有望成为 10.2 亿元的重磅品种，基于模型我们得到这两款高端品种市值分别为 16.85 亿元和 13.17 亿元。以上三款重磅品种合计市值为 61.46 亿元。

图 49: 左旋泮托拉唑估值

输出结果																												
年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	
预期销售额 (亿元)	2.44	4.38	6.32	8.26	10.20	10.20	10.20	9.18	8.26	7.44	6.69	6.02	5.42	4.88	4.39	3.95	3.56	3.20	2.88	2.59	2.33	2.10	1.89	1.70	1.53	1.38		
净利率		25%	26%	27%	28%	28%	27%	25%	23%	21%	19%	17%	15%	13%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
净利润 (亿元)	0.61	1.14	1.71	2.31	2.65	2.45	2.21	1.84	1.49	1.19	1.29	0.72	0.51	0.49	0.44	0.40	0.36	0.32	0.29	0.26	0.23	0.21	0.19	0.17	0.15	0.14		
贴现率	10.00%	1.00	1.10	1.21	1.33	1.46	1.61	1.77	1.95	2.14	2.36	2.59	2.85	3.14	3.45	3.80	4.18	4.59	5.05	5.56	6.12	6.73	7.40	8.14	8.95	9.85	10.83	
rNPV (亿元)	13.17	0.61	1.04	1.41	1.74	1.81	1.52	1.27	0.94	0.69	0.50	0.50	0.25	0.17	0.14	0.12	0.09	0.08	0.06	0.05	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.01	
rNPV (亿元)	13.17																											

资料来源: wind, 天风证券研究所

分部估值合计:

通过将公司现有上市产品对应 2020 年估值 176 亿元，与仅考虑 ASK120067 和两大手性 PPI 的管线估值进行加总（实际上公司研发管线其他早期创新品种和差异化仿制品种亦具有价值，这里仅作保守估计而忽略），保守估计公司 2020 年合理目标市值为 237 亿元，对应目标价 25.59 元，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、新药研发风险：公司创新药研发存在不确定性以及研发周期可能延长的风险；
- 2、药审进度慢于预期。药品审评审评存在慢于预期的风险，存在无法按照预计时点获批的可能；
- 3、产品销售不达预期风险：新品销售受市场推广以及其他同类竞品竞争的影响可能存在销售低于预期的可能；
- 4、注射剂集采降价风险：未来注射剂大规模集采是大概率事件，存在部分品种降价超预期的可能。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,084.99	1,187.13	2,091.75	3,155.38	4,166.81
应收票据及应收账款	743.69	747.33	876.01	1,026.90	1,072.74
预付账款	10.22	13.72	9.60	20.22	13.31
存货	180.47	226.56	146.73	346.39	199.66
其他	53.30	460.18	236.81	381.18	287.76
流动资产合计	2,072.67	2,634.92	3,360.89	4,930.07	5,740.29
长期股权投资	0.00	50.00	50.00	50.00	50.00
固定资产	704.58	757.46	750.91	761.77	770.09
在建工程	39.33	15.45	45.27	75.16	75.10
无形资产	84.89	169.69	166.51	163.33	160.15
其他	56.79	64.57	59.36	59.52	57.00
非流动资产合计	885.58	1,057.18	1,072.05	1,109.79	1,112.34
资产总计	2,958.25	3,692.10	4,432.94	6,039.86	6,852.63
短期借款	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	136.44	275.39	144.16	379.70	216.33
其他	904.50	803.33	850.45	1,219.03	1,071.53
流动负债合计	1,040.94	1,078.72	1,014.60	1,618.73	1,307.86
长期借款	0.00	0.00	10.00	10.00	10.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	76.33	96.80	86.57	91.68	89.13
非流动负债合计	76.33	96.80	96.57	101.68	99.13
负债合计	1,117.27	1,175.53	1,111.17	1,720.41	1,406.98
少数股东权益	2.77	3.02	1.66	0.15	(1.66)
股本	928.16	928.16	928.16	928.16	928.16
资本公积	2.00	1.31	1.31	1.31	1.31
留存收益	909.38	1,585.08	2,391.95	3,391.14	4,519.14
其他	(1.32)	(1.00)	(1.31)	(1.31)	(1.31)
股东权益合计	1,840.99	2,516.57	3,321.77	4,319.45	5,445.64
负债和股东权益总	2,958.25	3,692.10	4,432.94	6,039.86	6,852.63

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	668.90	779.90	880.01	1,042.51	1,202.99
折旧摊销	83.15	88.80	39.92	42.43	44.93
财务费用	0.42	0.03	0.00	0.00	0.00
投资损失	(18.94)	(1.19)	(10.06)	(5.63)	(7.84)
营运资金变动	(234.99)	(578.43)	37.46	129.55	(122.70)
其它	(1.39)	245.50	(51.36)	23.49	(14.31)
经营活动现金流	497.16	534.62	895.96	1,232.35	1,103.06
资本支出	749.21	231.33	70.24	74.88	52.56
长期投资	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
其他	(890.98)	(575.71)	(20.17)	(199.26)	(69.71)
投资活动现金流	(141.77)	(294.38)	50.06	(124.37)	(17.16)
债权融资	4.09	0.00	32.04	31.02	31.53
股权融资	693.75	22.72	(0.31)	0.00	0.00
其他	(713.28)	(147.44)	(73.14)	(75.36)	(106.01)
筹资活动现金流	(15.45)	(124.72)	(41.40)	(44.34)	(74.47)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	339.94	115.52	904.62	1,063.63	1,011.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,931.88	4,518.63	5,056.98	5,846.26	6,495.40
营业成本	277.77	336.21	375.95	447.57	521.37
营业税金及附加	62.16	58.82	72.88	80.18	91.35
营业费用	2,428.98	2,791.31	3,121.67	3,531.14	3,767.33
管理费用	153.58	171.24	227.56	321.54	357.25
研发费用	67.93	84.29	234.14	327.39	402.71
财务费用	(4.55)	(23.78)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	4.09	0.00	2.04	1.02	1.53
公允价值变动收益	0.00	0.00	(50.00)	25.00	(12.50)
投资净收益	18.94	1.19	10.06	5.63	7.84
其他	178.51	227.36	79.87	(61.25)	9.31
营业利润	744.48	872.00	982.79	1,168.04	1,349.20
营业外收入	12.31	19.12	15.72	17.42	16.57
营业外支出	1.85	3.19	2.52	2.86	2.69
利润总额	754.93	887.93	995.98	1,182.60	1,363.08
所得税	86.03	108.03	117.34	141.60	161.90
净利润	668.90	779.90	878.64	1,041.00	1,201.18
少数股东损益	(1.17)	(1.06)	(1.36)	(1.51)	(1.81)
归属于母公司净利润	670.07	780.96	880.01	1,042.51	1,202.99
每股收益(元)	0.72	0.84	0.95	1.12	1.30

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	974.48%	14.92%	11.91%	15.61%	11.10%
营业利润	3636.88%	17.13%	12.71%	18.85%	15.51%
归属于母公司净利润	6009.95%	16.55%	12.68%	18.47%	15.39%
获利能力					
毛利率	92.94%	92.56%	92.57%	92.34%	91.97%
净利率	17.04%	17.28%	17.40%	17.83%	18.52%
ROE	36.45%	31.07%	26.51%	24.14%	22.08%
ROIC	187.14%	105.93%	74.43%	89.20%	112.11%
偿债能力					
资产负债率	37.77%	31.84%	25.07%	28.48%	20.53%
净负债率	-58.71%	-47.17%	-62.01%	-72.33%	-75.94%
流动比率	1.99	2.44	3.31	3.05	4.39
速动比率	1.82	2.23	3.17	2.83	4.24
营运能力					
应收账款周转率	6.41	6.06	6.23	6.14	6.19
存货周转率	36.52	22.20	27.09	23.71	23.79
总资产周转率	2.06	1.36	1.24	1.12	1.01
每股指标(元)					
每股收益	0.72	0.84	0.95	1.12	1.30
每股经营现金流	0.54	0.58	0.97	1.33	1.19
每股净资产	1.98	2.71	3.58	4.65	5.87
估值比率					
市盈率	25.93	22.25	19.74	16.67	14.44
市净率	9.45	6.91	5.23	4.02	3.19
EV/EBITDA	9.87	10.92	14.87	11.66	9.41
EV/EBIT	10.67	11.74	15.47	12.09	9.72

分析师声明

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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com