

# 灵康药业 (603669.SH)

## “化学制剂+原料药+医疗服务”三位一体，灵康药业谋求新变革

**特色化学药主导的医药企业，业绩总体增长稳健。**公司为国内化学药品制剂行业的知名企业，在多个细分产品市场领域处于龙头地位。主导产品涵盖了肠外营养药、抗感染药、消化系统药等重要领域（三大领域贡献公司业绩达90%左右）。公司2015-2019年收入端实现复合增速24.32%，利润端实现复合增速6.13%，增速较为平稳，预计随着公司销售布局的完善和研发管线的丰富，业绩有望加速增长。

**高毛利品种推出，市场空间广阔。**公司在心脑血管、肝病、高血压等领域积极推出注射用石杉碱甲、注射用尼麦角林、注射用乙酰半胱氨酸、注射用盐酸拉贝洛尔等高毛利新品种（含存量品种再推广），其中注射用石杉碱甲未来市场空间有望超300亿元，市场空间广阔，有望为公司注入新动能。

**产品梯队逐步形成，“自研+合作”加强产品布局。**目前公司重点聚焦有领先型、独家、有技术壁垒或政策壁垒的品种，在研项目涵盖了抗肿瘤用药、肝病用药、营养用药、心脑血管用药、消化系统用药等大病种领域，取得了109个品种共191个药品生产批准文件。注射用兰索拉唑、左卡尼汀注射液、注射用美洛西林钠舒巴坦钠、注射用氟氯西林钠、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠、注射用头孢唑肟钠、盐酸氨溴索注射液等药品有望2020年上市。此外，公司积极开展外部合作，积极采取包括但不限于授权引进（License-in）国内外品种、投资并购直接获取等方式，拓展公司产品管线，相关领域创新药有望提升成长空间。

**“化学制剂+原料药+医疗服务”协同发展，充分布局产业链上中下游。**公司加快化学制剂业务内生发展，通过投资并购等方式，切入其他对现有产品链具有明显互补和差异化的产品或领域。在产业链上游，通过投资并购布局原料药，打造“原料+制剂”一体化战略。产业链横向整合方面，主要目标是与公司现有产品链具有明显互补和差异化产品领域的公司；在产业链下游，公司及控股股东已通过华西锦南府医院以及海南博鳌超级医院布局了医疗服务板块，公司将以现有储备医院为基础，打造“医药制造+医疗服务”行业的龙头公司。

**盈利预测与投资评级。**预计2020-2022年归母净利润分别为2.49、2.89和3.31亿元，增速分别为23.6%、16.0%和14.5%，实现EPS 0.49/0.57/0.65元，当前股价对应2020-2022年PE 22/19/17X。我们认为，公司在主营化学制剂上保持稳定增长，产品管线丰富，目前多种高毛利新品正逐步推广，多个在研品种预计今年上市。此外，公司积极布局原料药和医疗服务领域，成为公司重要的潜在增长点。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示。**在研产品研发失败的风险；市场竞争导致的收入波动；医药政策变动的风险；新品推广不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,669	1,635	2,009	2,262	2,468
增长率 yoy (%)	66.1	-2.1	22.9	12.6	9.1
归母净利润（百万元）	183	202	249	289	331
增长率 yoy (%)	13.5	10.3	23.6	16.0	14.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.36	0.40	0.49	0.57	0.65
净资产收益率 (%)	13.3	15.3	17.1	18.8	20.3
P/E（倍）	30.3	27.5	22.2	19.2	16.7
P/B（倍）	4.0	4.2	3.8	3.6	3.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持（首次）

#### 股票信息

行业	化学制药
最新收盘价	10.88
总市值(百万元)	5,544.45
总股本(百万股)	509.60
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	6.57

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

研究助理 杨春雨

邮箱：yangchunyu@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1326	1226	1341	1353	1466
现金	711	511	549	547	599
应收票据及应收账款	176	229	268	291	319
其他应收款	5	7	7	9	9
预付账款	21	6	27	10	30
存货	69	90	106	113	126
其他流动资产	345	383	383	383	383
<b>非流动资产</b>	741	687	804	845	844
长期投资	92	82	61	40	18
固定资产	290	337	473	545	580
无形资产	48	50	50	50	50
其他非流动资产	312	218	220	211	196
<b>资产总计</b>	2068	1913	2145	2199	2311
<b>流动负债</b>	504	401	510	518	578
短期借款	200	60	60	60	60
应付票据及应付账款	142	134	205	174	240
其他流动负债	163	206	245	284	278
<b>非流动负债</b>	186	199	174	140	99
长期借款	175	190	165	131	90
其他非流动负债	11	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	690	600	684	657	677
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	364	510	713	713	713
资本公积	543	398	194	194	194
留存收益	471	407	516	616	730
归属母公司股东权益	1378	1314	1461	1542	1633
<b>负债和股东权益</b>	2068	1913	2145	2199	2311

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	186	236	269	320	378
净利润	183	202	249	289	331
折旧摊销	35	41	40	53	61
财务费用		10	4	4	3
投资损失	-14	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	-22	-10	-8	-9	-1
其他经营现金流	5	1	-9	-9	-9
<b>投资活动现金流</b>	-75	-12	-140	-77	-44
资本支出	174	11	138	62	20
长期投资	-100	0	21	21	21
其他投资现金流	-1	-1	18	6	-3
<b>筹资活动现金流</b>	285	-428	-90	-245	-282
短期借款	200	-140	0	0	0
长期借款	175	15	-25	-34	-40
普通股增加	104	146	204	0	0
资本公积增加	-104	-146	-204	0	0
其他筹资现金流	-90	-303	-65	-211	-242
<b>现金净增加额</b>	396	-204	38	-2	52

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1669	1635	2009	2262	2468
营业成本	202	223	275	306	335
营业税金及附加	25	20	25	28	30
营业费用	1215	1092	1302	1459	1582
管理费用	72	78	96	108	109
研发费用	24	38	47	53	57
财务费用		10	4	4	3
资产减值损失	2	-1	0	0	0
其他收益	65	40	0	0	0
公允价值变动收益	0	9	9	9	9
投资净收益	14	8	8	8	8
资产处置收益		-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	209	223	278	321	368
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	5	1	3	2	2
<b>利润总额</b>	204	223	276	320	366
所得税	21	21	26	31	35
<b>净利润</b>	183	202	249	289	331
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	183	202	249	289	331
EBITDA	242	265	310	365	418
EPS (元/股)	0.36	0.40	0.49	0.57	0.65

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	66.1	-2.1	22.9	12.6	9.1
营业利润 (%)	14.9	6.5	24.8	15.4	14.7
归属母公司净利润 (%)	13.5	10.3	23.6	16.0	14.5
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	87.9	86.4	86.3	86.4	86.4
净利率 (%)	10.9	12.3	12.4	12.8	13.4
ROE (%)	13.3	15.3	17.1	18.8	20.3
ROIC (%)	10.4	12.9	14.0	15.8	17.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	33.4	31.3	31.9	29.9	29.3
净负债比率 (%)	-22.2	-19.2	-18.8	-19.8	-24.2
流动比率	2.6	3.1	2.6	2.6	2.5
速动比率	1.8	2.8	2.3	2.3	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	9.1	8.1	8.1	8.1	8.1
应付账款周转率	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.40	0.49	0.57	0.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.36	0.46	0.53	0.63	0.74
每股净资产 (最新摊薄)	2.70	2.58	2.87	3.03	3.21
<b>估值比率</b>					
P/E	30.3	27.5	22.2	19.2	16.7
P/B	4.0	4.2	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA	30.9	27.0	23.0	19.5	16.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、灵康药业：特色化学药为主的创新型医药企业 .....	4
1.1 国内化学药品制剂行业知名药企 .....	4
1.2 公司财务状况稳健 .....	5
二、业务情况：主导布局三大领域，逐步推进新品研发 .....	7
2.1 三大领域贡献业绩达 90%，推出新品空间广阔 .....	7
2.2 研发项目稳步推进，产品布局进一步加强 .....	9
三、潜在看点：整体战略清晰，“化学制剂+原料药+医疗服务”协同发展 .....	11
四、盈利预测 .....	12
风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 灵康药业股权架构 .....	4
图表 2: 公司参控股公司情况 .....	5
图表 3: 公司总收入及增速 (2009-2020Q1) .....	5
图表 4: 公司归母净利润及增速 (2009-2020Q1) .....	5
图表 5: 公司中间费用率 (2015-2020Q1) .....	6
图表 6: 公司毛利率和净利率 (2015-2020Q1) .....	6
图表 7: 公司应收账款及票据情况 (2105-2019) .....	6
图表 8: 公司经营性现金流情况 (2015-2019) .....	6
图表 9: 公司加权 ROE 情况 (2015-2019) .....	6
图表 10: 公司各业务收入占比 .....	7
图表 11: 公司各业务毛利占比 .....	7
图表 12: 公司主导产品信息介绍 .....	7
图表 13: 样本医院注射用丙氨酰谷氨酰胺竞争格局 .....	8
图表 14: 样本医院注射用盐酸头孢甲肟竞争格局 .....	8
图表 15: 样本医院注射用盐酸托烷司琼竞争格局 .....	8
图表 16: 公司 2019 年重点推广品种介绍 .....	9
图表 17: 预计 2020 年上市的在研品种 .....	10
图表 18: 灵康药业收入拆分 .....	12
图表 19: 灵康药业可比公司比较 .....	12

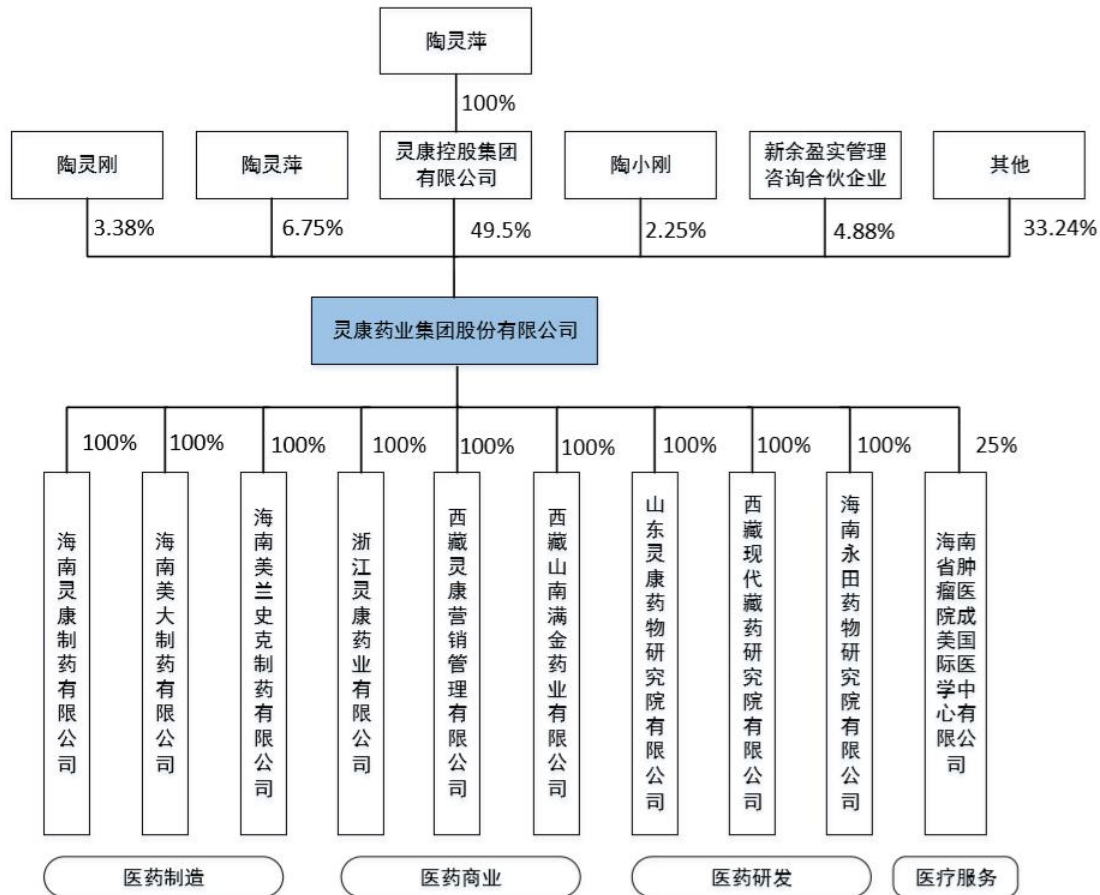
## 一、灵康药业：特色化学药为主的创新型医药企业

### 1.1 国内化学药品制剂行业知名药企

灵康药业集团股份有限公司是一家集医药研发、生产、销售、服务于一体的创新型企业集团，于2003年创立，2015年上市。集团旗下拥有5大药品生产基地、3大医药研究院和多家医药销售公司。经过十余年的发展，公司已成为国内化学药品制剂行业的知名企业，在多个细分产品市场领域处于龙头地位。公司产品品种丰富，共拥有109个品种191个药品生产批准文件，主导产品涵盖了肠外营养药、抗感染药、消化系统药等重要领域，在高毛利新品种拓展方面也取得了较大突破。公司先后获得国家级高新技术企业、中国新型工业化贡献奖、中国专利优秀奖、实施名牌战略先进单位称号、中国创新力医药企业等荣誉，荣登中国药品研发综合实力百强榜，是实力雄厚的创新型医药企业。

公司股权架构长期稳定且集中。灵康控股为灵康药业第一大股东，公司董事长兼总经理陶灵萍通过灵康控股间接持有灵康药业49.5%的股份，同时直接持股6.75%，共计持股56.25%。陶灵刚和陶小刚与陶灵萍均为兄妹关系，二人分别持股3.38%和2.25%，均为公司董事。公司控股股东长期稳定集中。

图表1：灵康药业股权架构



资料来源：公司2019年报，Wind，国盛证券研究所

参控股企业涉及医药制造、商业、研发及医疗服务等领域，收入利润占比较小，并非公司主要业务来源。公司旗下共有3家医药制造子公司，3家医药商业子公司，3家医药研发子公司以及一家医疗服务联营企业。目前，除海南灵康制药一直处于盈利状态外，其他参控股公司盈利变动较大。不过参控股企业并非公司的主要收入和利润来源，仅计算2019年取得收入和利润的海南灵康、浙江灵康、西藏灵康和海南永田四家企业，其

收入总和不足公司总收入和的4%，净利润总和也不足公司总利润和的6%。

图表2: 公司参控股公司情况

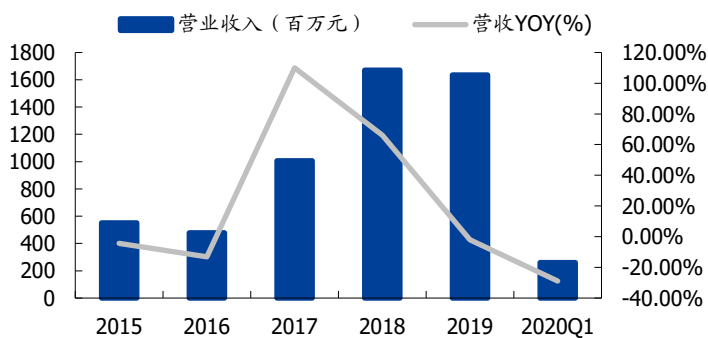
被参控公司	参控关系	直接持股比例	营业收入(万元)	净利润(万元)	主营业务
海南省肿瘤医院成美国际医学中心有限公司	联营企业	25%		-4,213.92	医疗服务
海南灵康制药有限公司	子公司	100%	29,393.22	673.26	制造业
浙江灵康药业有限公司	子公司	100%	6,851.79	304.10	商业
海南美大制药有限公司	子公司	100%		-817.02	制造业
海南美兰史克制药有限公司	子公司	100%		-686.79	制造业
山东灵康药物研究院有限公司	子公司	100%		-100.48	药物研发
西藏灵康营销管理有限公司	子公司	100%	26,603.77	61.02	商业
西藏现代藏药研究院有限公司	子公司	100%		-7.42	药物研发
海南永田药物研究院有限公司	子公司	100%	400.00	127.12	药物研发
西藏山南满金药业有限公司	子公司	100%		-50.70	商业

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 公司财务状况稳健

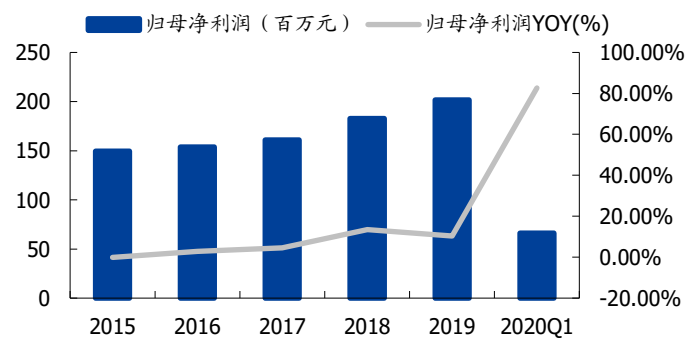
**公司业绩增长稳健。**自上市以来，公司收入从2015年的5.51亿元快速上涨至2019年的16.35亿元，实现CAGR 24.32%，2020Q1增速下滑系疫情所致，不影响公司长期销售。公司归母净利润也从2015年的1.50亿元上升至2019年的2.02亿元，实现CAGR 6.13%，总体保持平稳增长态势。预计随着公司研发管线的发力和业务的不断拓展，公司业绩有望加速增长。

图表3: 公司总收入及增速(2015-2020Q1)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 公司归母净利润及增速(2015-2020Q1)

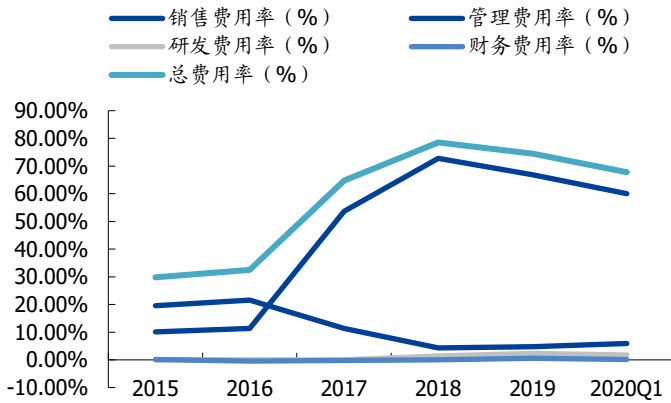


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**毛利率处于较高水平，销售费用攀升后逐渐下降。**自上市以来，公司毛利率增长迅速，目前维持在85%左右，处于行业较高水平，但净利率自2016年下降明显，主要原因在于公司不断细分产品线，扩充营销团队，加大直营销占比，从而提高了销售费用，降低了净利率水平。近年来，公司销售网络逐渐优化，减少了流通环节，销售费用率也逐渐下降。目前公司销售网络已覆盖近6500家二级以上医院，预计随着公司销售布局的不断完善，公司净利率水平也有望提升。

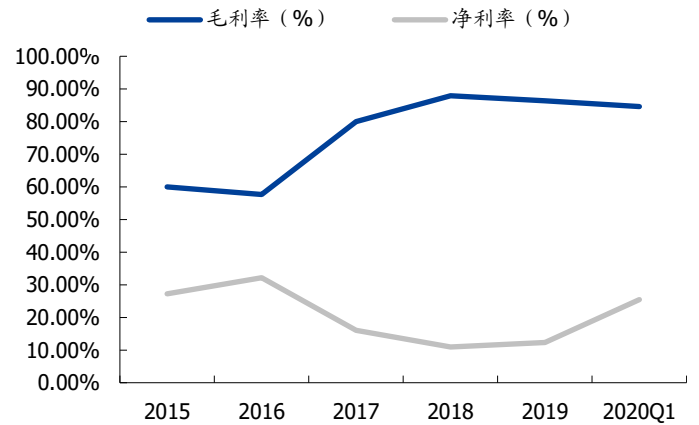


图表 5: 公司中间费用率 (2015-2020Q1)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

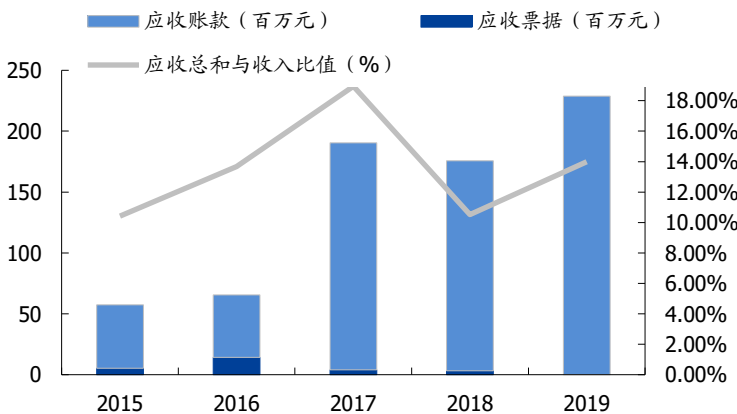
图表 6: 公司毛利率和净利率 (2015-2020Q1)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

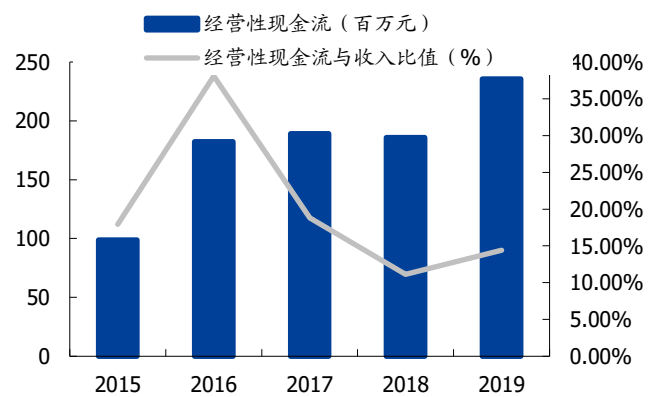
**现金流充裕, 经营效率良好。**公司应收账款和票据持续保持在 20%以下, 回款情况良好。公司资金较为充裕, 经营性现金流从 2015 年的 0.99 亿元上升至 2019 年的 2.36 亿元。CAGR 达到 18.97%, 2019 年公司经营性现金流与收入比值为 14.4%, 处于较高水平, 现金流情况良好。

图表 7: 公司应收账款及票据情况 (2015-2019)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

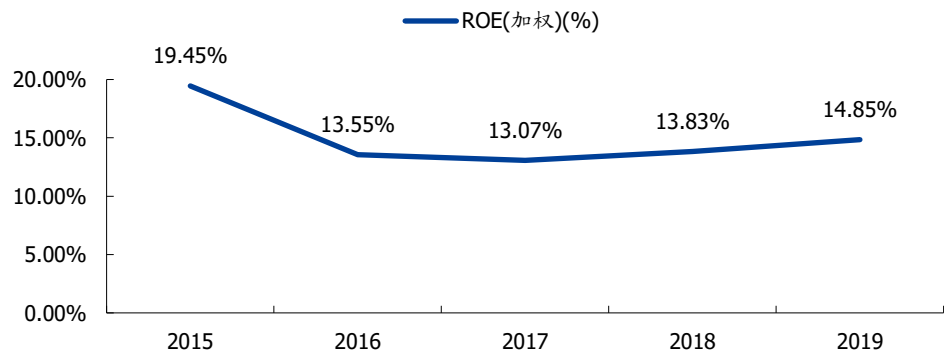
图表 8: 公司经营性现金流情况 (2015-2019)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**公司净资产收益率逐渐回升。**从 ROE 指标综合来看, 公司 ROE 近几年逐渐回升, 预计随着公司产品管线的丰富与业务的逐渐拓展, ROE 将上升至较高水平。

图表 9: 公司加权 ROE 情况 (2015-2019)



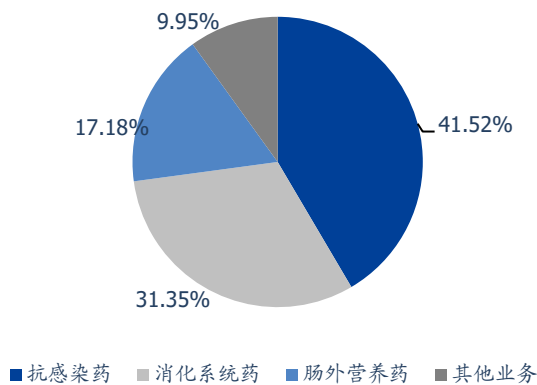
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、业务情况：主导布局三大领域，逐步推进新品研发

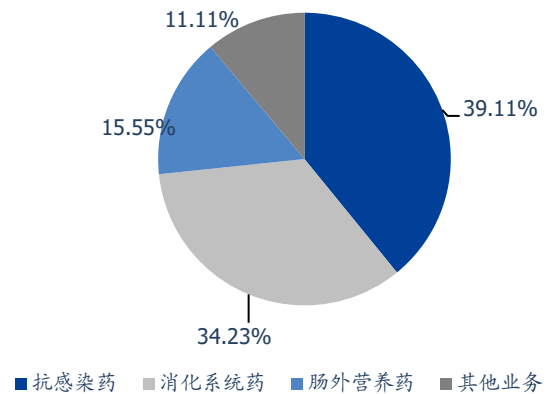
### 2.1 三大领域贡献业绩达 90%，推出新品空间广阔

主导产品涵盖肠外营养药、抗感染药和消化系统药三大领域，抗感染药物增长潜力较大。2019年，公司肠外营养药、抗感染药和消化系统药三大类产品对公司收入贡献分别是17.18%、41.52%和31.35%，合计达90.05%；对公司毛利的贡献分别为15.55%、39.11%和34.23%，合计达88.89%。疫情期间，公司抗感染药已开始向武汉雷神山医院等医疗机构批量供货并得到进一步推广，预计公司抗感染药具有较大增长潜力。

图表 10: 公司各业务收入占比



图表 11: 公司各业务毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 公司主导产品信息介绍

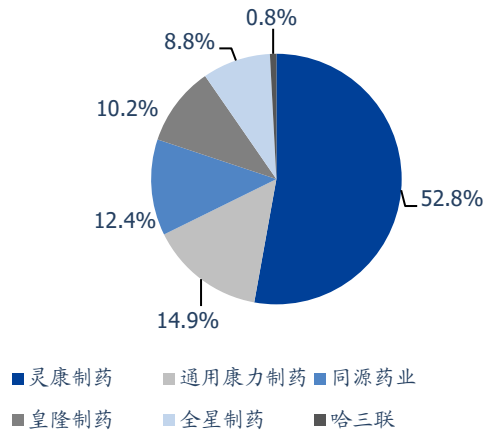
药品名称	主要治疗领域	功能及适应症	报告期生产量 (万瓶)	报告期销售量 (万瓶)	生产量同比 (%)	销售量同比 (%)
注射用奥美拉唑钠	消化系统类	①消化性溃疡出血、吻合口溃疡出血②应激状态时并发的急性胃黏膜损伤、非甾体类抗炎药引起的急性胃黏膜损伤；③预防重症疾病应激状态及胃手术后引起的上消化道出血等；④作为当口服疗法不适用时下列病症的替代疗法：十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎及 Zollinger-Ellison 综合征。	3111.17	2851.38	-1.2	-16.72
注射用丙氨酰谷氨酰胺	肠外营养类	用于肠外营养，为接受肠外营养的病人提供谷氨酰胺	410.64	405.43	40.21	4.55
注射用头孢唑啉钠	抗感染类	呼吸道及耳鼻喉感染、泌尿道感染、皮肤及软组织感染、败血症、脑膜炎、淋病、骨及关节感染	2594.13	2345.34	40.89	18.58
注射用盐酸头孢甲肟	抗感染类	头孢甲肟敏感的链球菌属（肠球菌除外）、肺炎链球菌、消化球菌属、消化链球菌属、大肠杆菌、柠檬酸杆菌属、克雷白菌属、肠杆菌属、沙雷菌属、变形菌属、流感嗜血杆菌、拟杆菌属等引起的感染。	1008.50	767.35	40.28	.27
注射用盐酸托烷司琼	其他类	预防和治疗癌症化疗引起的恶心和呕吐，治疗手术后的恶心、呕吐	362.73	336.9	32.84	13.68

资料来源: 公司 2019 年报, 国盛证券研究所

公司多个主导产品位居行业前列。根据 PDB 药物综合数据库-样本医院用药截至 2019 年的数据，公司多个主导产品市场份额位居行业前列，如注射用丙氨酰谷氨酰胺、注射用

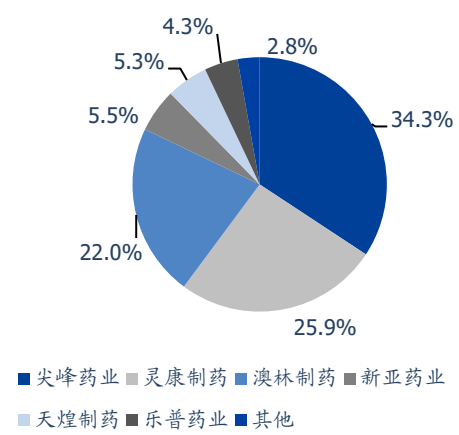
头孢孟多酯钠、注射用盐酸头孢甲肟、注射用奥美拉唑钠、注射用盐酸托烷司琼、注射用丙氨酰谷氨酰胺、注射用头孢哌酮钠等。随着销售网络的逐渐铺开，公司主导产品将抢占更多市场份额。

图表 13: 样本医院注射用丙氨酰谷氨酰胺竞争格局



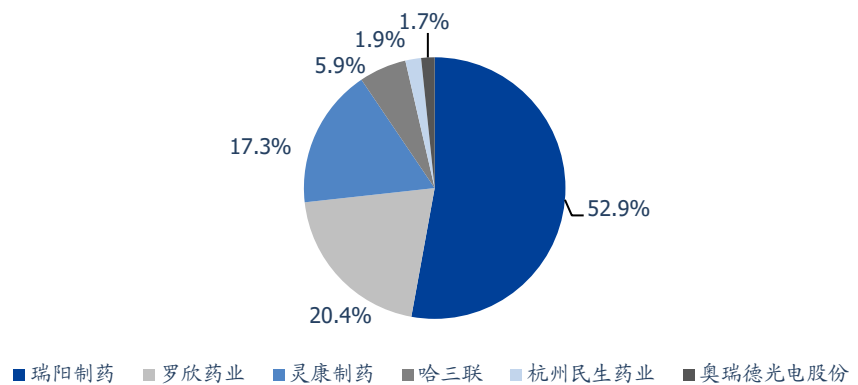
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 样本医院注射用盐酸头孢甲肟竞争格局



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 样本医院注射用盐酸托烷司琼竞争格局



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**积极拓展高毛利新品，市场空间广阔。**2019年，公司在不断巩固前述主要品种的同时，积极拓展高毛利新品种，目前取得了较大进展，主要为心脑血管类产品（注射用石杉碱甲、注射用尼麦角林等）、肝病治疗类产品（注射用乙酰半胱氨酸等），降压类产品（注射用盐酸拉贝洛尔等），这些药品市场空间非常广阔，有望为公司注入新动能。



图表 16: 公司 2019 年重点推广品种介绍

药品名称	功能及适应症	特点	市场空间情况
注射用石杉碱甲	用于增强记忆, 改善记忆损伤, 保护神经, 提高脑力活动率。临床用于良性记忆障碍, 对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍有改善作用, 亦用于重症肌无力的治疗。	国内独家品种	目前国内各类痴呆症患者约为 600 万, 患病人数每 20 年翻一番, 注射用石杉碱甲未来市场空间超 300 亿元
注射用尼麦角林	具有促进脑代谢, 改善脑循环双重作用	患者人群广; 多年临床应用史, 属心脑血管推荐用药	尼麦角林 2019 年的市场销售额为 6.29 亿元; 竞品丁苯酞、奥拉西坦 2019 年的市场销售额为 89.19 亿元
注射用盐酸拉贝洛尔	高血压	公司独家粉针剂型; 妊娠期高血压首选必备用药	拉贝洛尔竞品硝苯地平、乌拉地尔 2019 年的市场销售额为 37.96 亿元
注射用乙酰半胱氨酸	肝损伤	公司独家粉针剂型; 专利技术生产; 临床药效优于谷胱甘肽	注射用乙酰半胱氨酸 2019 年的市场销售额为 8.95 亿元; 竞品还原性谷胱甘肽、异甘草酸镁 2019 年的市场销售额为 42.58 亿元

资料来源: 公司 2019 年报, 国盛证券研究所

## 2.2 研发项目稳步推进, 产品布局进一步加强

公司不断加大研发投入力度, 多个研发产品有望今年上市。近年来, 公司不断加大研发投入, 重点聚焦有领先型、独家或首家、有技术壁垒或政策壁垒的品种, 在研项目涵盖了抗肿瘤用药、肝病用药、营养用药、心脑血管用药、消化系统用药等大病种领域, 取得了 109 个品种共 191 个药品生产批准文件, 进一步丰富了产品管线。目前, 公司注射用奥美拉唑、注射用泮托拉唑钠、注射用盐酸头孢甲肟、注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠、注射用头孢呋辛钠等仿制药品种的质量和疗效一致性评价工作持续推进。注射用兰索拉唑、左卡尼汀注射液、注射用美洛西林钠舒巴坦钠、注射用氟氯西林钠、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠、注射用头孢唑肟钠、盐酸氨溴索注射液等药品处于注册申报不同阶段, 预计今年获批上市。

图表 17: 预计 2020 年上市的在研品种

药品名称	所处阶段	进展情况	申报企业	功能及适应症	特点
盐酸氨溴索注射液	审评审批结束	生产现场检查中	灵康制药	用于伴有痰液分泌不正常及排痰功能不良的急性、慢性呼吸道疾病	医保乙类
注射用兰索拉唑	审评审批结束	生产现场检查中	灵康制药	用于口服疗法不适用的伴有出血的十二指肠溃疡	医保乙类; 脂溶性更强, 起效更迅速; 与奥美拉唑、泮托拉唑相比抑酸更持久
注射用头孢唑肟钠	审评审批结束	生产现场检查中	美大制药	敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染、肺炎链球菌或流感嗜血杆菌所致脑膜炎和单纯性淋病	医保乙类; 三代头孢, 抗菌谱广、组织渗透性更好、肝肾功能影响更小
注射用头孢地嗪钠	审评审批结束	生产现场检查中	美大制药	用于敏感菌引起的感染, 如上、下泌尿道感染, 下呼吸道感染, 淋病等	
左卡尼汀注射液	审评审批结束	生产现场检查结束	美兰史克制药	适用于慢性肾衰长期血透病人因继发性肉碱缺乏产生的一系列并发症	医保乙类
注射用氟氯西林钠	审评审批结束	生产现场检查中	美兰史克制药	主要用于葡萄球菌类所致的各类感染的治疗	半合成的耐抗葡萄球菌青霉素酶的青霉素, 具有耐酸、耐酶的特点
注射用美洛西林钠舒巴坦钠	审评审批结束	生产现场检查中	美兰史克制药	适用于产酶耐药菌引起的中、重度呼吸系统感染: 如中耳炎、鼻窦炎、扁桃体炎、咽炎、肺炎、急性支气管炎和慢性支气管炎急性发作、支气管扩张、脓胸、肺脓肿等	青霉素类复方制剂, 可增强耐酶菌和金黄色葡萄球菌、大肠杆菌的抗菌作用; 舒巴坦可增强青霉素类和头孢类的抗菌效果
注射用哌拉西林钠舒巴坦钠	审评审批中	二次补充研究资料	美兰史克制药	适用于由对哌拉西林耐药对本品敏感的产 $\beta$ -内酰胺酶致病菌引起的呼吸道感染和泌尿系统感染	医保乙类; 广谱、低毒, 复方制剂增强了哌拉西林的抗菌活性, 扩大了抗菌谱, 使其对哌拉西林耐药的产酶菌的抗菌活性增强

资料来源: 公司 2109 年报, 公司公告, 国盛证券研究所

**积极开展外部合作, 创新药有望提升成长空间。**公司在自主研发的同时, 不断重视与医院、天津大学等科研院校机构、新药研发企业合作开发的新模式, 加快抗肿瘤、心血管、消化系统等领域的创新药、仿制药的研发。目前, 公司采取包括但不限于授权引进 (License-in) 国内外品种、投资并购直接获取等方式, 拓展公司产品管线, 相关领域创新药、仿制药的成功研发和上市将有望进一步提升公司空间。

### 三、潜在看点：整体战略清晰，“化学制剂+原料药+医疗服务”协同发展

公司将围绕医药制造板块进行产业链上下游的整合，打造“医药制造+医疗服务”行业龙头公司。

**产业链上游整合：**布局公司现有及储备产品的上游原料药，打造原料药及制剂一体化。一方面，公司通过子公司海南灵康制药涉足原料药领域。目前海南灵康制药已拥有成熟的无菌原料药生产线，主要包括抗肿瘤用药、肝病用药、营养用药等领域。另一方面，通过投资并购的方式，选择优质的原料药企业快速切入原料端，提高原料供应的稳定性，同时降低生产成本，提升产品的市场竞争力。

**产业链横向整合：**切入对现有产品链具有明显互补和差异化的产品或领域。公司通过投资并购及自身研发持续加大对化学制剂板块的投入力度，加快化学药领域布局，与现有产品链实现差异互补。目前，公司子公司海南灵康制药、海南美大制药研究范围涉及抗感染药、胃肠道消化系统用药、心脑血管系统用药、神经系统用药、循环系统用药、呼吸系统用药、抗糖尿病用药和抗肿瘤药等多个领域。子公司海南美兰史克制药投入生产益坤宁、感冒灵、麝香接骨胶囊、依托红霉素片、庆大霉素普鲁卡因维 B12 颗粒、拉米夫定片、利巴韦林泡腾颗粒、左卡尼汀、哌拉西林钠他唑巴坦钠、依达拉奉注射液、盐酸法舒地尔等 30 多个品种。母公司与子公司在化学制剂产品线上优势互补，实现内生协同发展。

**产业链下游整合：**公司及公司控股股东分别通过博鳌超级医院以及华西上锦南府医院布局了医疗服务板块，公司将以现有储备医院为基础，打造“医药制造+医疗服务”行业的龙头企业之一。灵康控股在 2015 年投资控股了华西上锦南府医院，该医院按照三级甲等综合医院的标准设计配置，是一所由华西医院全面托管的综合性医院，在医疗、教学、科研与华西医院实行一体化运作管理，制度、标准、规范、流程均与华西医院保持一致，并全面实施双向转诊。近年来，华西上锦南府医院经营效益突出，未来随着新住院大楼等的建成，床位数将进一步增加，预计该医院的业绩增长有进一步的保证。同时，依托上锦南府医院，公司下一步拟拓展妇幼生殖、口腔、眼科等专科医院，进一步实现患者流量的变现。未来，公司拟将“民营医院+知名公立医院托管”的模式复制到整个大西南甚至全国地区，打造有灵康特色的医疗服务大平台。

**2018 年灵康药业间接投资博鳌超级医院，积极布局医疗服务领域。**博鳌超级医院所在的博鳌乐城国际医疗旅游先行区享有“先行先试”政策，允许试用国内未上市新药、医疗器械和药品进口注册审批快速和低关税、允许申报开展干细胞临床研究等重磅优惠政策，这是公司对接国际先进医疗技术、国内未上市药品及医疗器械的窗口，将成为公司整合全球医药资源、汇集前沿医药技术、推动国际战略合作的载体平台，有望实现“医药制造+医疗服务”协同发展。

## 四、盈利预测

### 关键假设:

1. 公司各分业务毛利率基本保持稳定。
2. 抗感染药在 2020 年疫情期间存在较大放量并得到进一步推广，收入增速为 28%，2021-2022 年逐渐趋于平缓，增速分别为 12%和 10%。
3. 消化系统和肠外营养药在 2020-2022 年收入增速为 15%，10%和 8%。
4. 其他业务中高毛利新品推广符合预期，后续新品陆续推出，2020-2022 年收入增速为 40%，25%和 10%。

图表 18: 灵康药业收入拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
抗感染药收入 (百万元)	664.72	678.89	868.98	973.26	1,070.58
YOY(%)	73.42%	2.13%	28%	12%	10%
毛利率(%)	84.31%	81.34%	81.34%	81.34%	81.34%
消化系统药收入 (百万元)	569.18	512.50	589.38	648.31	700.18
YOY(%)	106.98%	-9.96%	15%	10%	8%
毛利率(%)	94.79%	94.31%	94.31%	94.31%	94.31%
肠外营养药收入 (百万元)	279.59	280.86	322.99	355.29	383.71
YOY(%)	7.60%	0.45%	15%	10%	8%
毛利率(%)	79.41%	78.15%	78.15%	78.15%	78.15%
其他业务收入 (百万元)	155.94	162.75	227.85	284.81	313.29
YOY(%)	79.30%	4.37%	40%	25%	10%
毛利率(%)	93.28%	96.36%	96.36%	96.36%	96.36%
总收入 (百万元)	1,669.43	1,635.00	2,009.19	2,261.67	2,467.76
YOY(%)	66.10%	-2.06%	22.89%	12.57%	9.11%
毛利率(%)	87.90%	86.35%	86.35%	86.35%	86.35%

资料来源: 国盛证券研究所

**结论:** 预计 2020-2022 年公司收入分别为 20.09, 22.62 和 24.68 亿元, 增速分别为 22.9%, 12.6%和 9.1%; 2020-2022 年归母净利润分别为 2.49, 2.89 和 3.31 亿元, 增速分别为 23.6%, 16.0%和 14.5%, 实现 EPS 0.49/0.57/0.65 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 22/19/17X。我们认为, 公司在主营化学制剂上保持稳定增长, 产品管线丰富, 目前多种高毛利新品正逐步推广, 多个在研品种预计今年上市。此外, 公司积极布局原料药和医疗服务领域, 成为公司重要的潜在增长点。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 19: 灵康药业可比公司比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	19 年净利润 (亿元)	17-19 年净利润 GAGR (%)	ROE(%)	市盈率 PE (TTM)	20E	21E
603669.SH	灵康药业	54.53	2.02	9.41%	14.98	23.56	22.18	16.51
600812.SH	华北制药	168.44	1.53	41.28%	2.79	91.28	75.67	56.41
600267.SH	海正药业	156.90	-4.92	231.11%	-7.63	20.77		
600789.SH	鲁抗医药	81.60	1.21	60.91%	4.80	67.30		
300233.SZ	金城医药	80.79	2.03	8.45%	5.04	39.74	18.59	14.87

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(截止 2020 年 4 月 27 日, 除灵康药业外, 采用 Wind 一致盈利预测)

## 风险提示

1. **在研产品研发失败的风险。**药品前期研发以及产品从研制、临床试验报批到投产的周期长、环节多，容易受到一些不确定性因素的影响，公司部分在研产品可能会出现研发失败的风险。
2. **市场竞争导致的收入波动。**主营化学药参与各地药品集中招标采购，若未来公司产品在各省集中采购招投标中落标或中标价格大幅下降，将影响公司相关产品在当地的销售及收入情况
3. **医药政策变动的风险。**国家有关部门的监管制度以及医改政策调整对公司经营存在不确定性影响。
4. **新品推广不及预期。**新药能否迅速导入市场、尽快取得经济收益，存在不确定性风险。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com