

复旦张江

688505.SH

审慎增持（首次）

光动力与纳米药物领先者，未来发展可期

2020年6月22日

## 市场数据

市场数据日期	2020-06-19
收盘价(元)	37.00
总股本(百万股)	1043.00
流通股本(百万股)	91.06
总市值(百万元)	38591.00
流通市值(百万元)	3369.20
净资产(百万元)	850.21
总资产(百万元)	1467.33
每股净资产	1.83

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1029	1351	1753	2244
同比增长(%)	38.8%	31.3%	29.8%	28.0%
净利润(百万元)	227	349	475	621
同比增长(%)	102.8%	53.4%	36.2%	30.8%
毛利率(%)	92.9%	92.7%	93.3%	94.3%
净利率(%)	22.1%	25.8%	27.1%	27.7%
净资产收益率(%)	24.4%	15.1%	17.1%	18.3%
每股收益(元)	1.07	1.64	2.24	2.93
每股经营现金流(元)	1.27	0.49	1.11	1.32

## 相关报告

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190513080001

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理:

王楠

wangnan20@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **光动力治疗药物领先者:** 复旦张江从事皮肤科药物和肿瘤药业务，主要产品为光动力平台的艾拉及复美达，纳米技术平台的里葆多，公司以光动力药物的研究开发、ADC 药物的研究开发和分子靶向口服固体制剂药物的研究开发为主要研发方向，构建光动力技术平台、纳米技术平台、基因工程技术平台和口服固体制剂技术平台，为创新药物研发奠定基础。2017-2019 年营业收入分别为 5.11 亿元、7.42 亿元和 10.29 亿元，年复合增长率达到 41.98%。2017-2019 年公司归母净利润分别为 0.75 亿元、1.12 亿元和 2.27 亿元，年复合增长率为 73.78%。
- **盈利预测:** 随着公司三大主营产品需求的不断扩大及多种在研项目对空白领域的填补，预测公司医药及诊断产品的销售有望继续随行业增长而不断扩容。目前，公司四大平台在研项目充裕，主要有海姆泊芬 IV 期临床试验、紫杉醇白蛋白纳米粒临床前研究、抗 CD30 抗体交联药物、Trop2 抗体偶联药物、奥贝胆酸和 JAK1 抑制剂等。公司注重创新研发，未来增长潜力巨大。预计 2020E-2022E 年公司 EPS 分别为 1.64 元、2.24 元、2.93 元，对应 2020 年 6 月 19 日收盘价，市盈率分别为 22.5 倍、16.5 倍、12.6 倍。

风险提示：行业政策变化、境内外疫情反复、研发进度慢于预期。

## 目 录

1. 复旦张江：专注皮肤病与肿瘤创新治疗的行业领先者.....	4
2. 行业概览：蓬勃发展的皮肤病与肿瘤用药市场.....	6
2.1 行业市场：高壁垒行业下不断扩大的用药和创新需求.....	6
2.2 市场规模：尖锐湿疣和鲜红斑痣治疗领域的领军者，蕙环类肿瘤治疗领域的探索者.....	10
3. 公司概况：高速发展的行业领跑者.....	12
3.1 产品分析：在售的光动力和纳米药物均具有高技术壁垒.....	12
3.1.1 艾拉：市场容量巨大、难以仿制，具有良好市场前景。.....	13
3.1.2 里葆多：技术壁垒显著，未来市场前景广阔.....	14
3.1.3 复美达：公司国内独家生产销售产品.....	15
3.1.4 多种在研项目预填补国内空白领域.....	15
3.2 公司经营情况分析.....	16
4. 竞争优势：研发创新实力打造公司核心竞争力.....	20
4.1 行业领先的研发创新能力.....	20
4.2 稳定、高效的核心技术团队.....	20
4.3 新兴光动力技术平台优势.....	20
4.4 不断推进的产业深度融合.....	21
4.5 业务定位与产业政策相契合.....	21
4.6 专注产品质量控制.....	21
4.7 产品议价能力强、货款回收速度快，现金流充足.....	21
5. 资金用途.....	22
6. 盈利预测与估值.....	22
7. 风险提示.....	24
表 1：复旦张江发展历程.....	4
表 2：复旦张江核心管理人员及背景.....	6
表 3：复美达相较脉冲染料激光疗法的临床优势.....	8
表 4：公司主要产品.....	12
表 5：产品下游销售渠道分类情况.....	13
表 6：尖锐湿疣常见治疗手段疗效对比.....	14
表 7：里葆多的相同通用名产品关键业务数据及指标.....	14
表 8：鲜红斑痣常见治疗手段疗效对比（治疗两次后疗效）.....	15
表 9：公司在研项目详情.....	15
表 10：2017-2019 年艾拉销售情况.....	17
表 11：2017-2019 年里葆多销售情况.....	17
表 12：2017-2019 年复美达销售情况.....	18
表 13：公司主营业务收入拆分.....	18
表 14：同业公司销售费用率.....	19
表 15：本次发行新股实际募集资金用途.....	22
表 16：公司盈利预测假设.....	23
表 17：公司盈利预测结果.....	24
表 18：主要 A 股可比公司估值指标.....	24
图 1、发行前公司股权架构.....	5
图 2、2013 年-2018 年中国皮肤病药物行业总产值.....	6
图 3、2013-2018 年尖锐湿疣用药市场主要品种销售情况（单位：亿元）.....	7

---

图 4、2013-2018 年我国抗肿瘤药物行业总产值 .....	- 9 -
图 5、2015-2018 年我国蒽环类抗肿瘤药品种市场份额 .....	- 9 -
图 6、2015-2018 年我国多柔比星制剂销售额及增长率 .....	- 10 -
图 7、2018 年尖锐湿疣用药市场主要品种市场份额.....	- 11 -
图 8、2018 年我国蒽环类抗肿瘤药市场主要品牌市场份额.....	- 11 -
图 9、2018 年我国多柔比星制剂市场主要品牌市场份额.....	- 12 -
图 10、2017-2019 年公司营业总收入及归母净利润 .....	- 16 -
图 11、2017-2019 年公司医药产品收入拆分 .....	- 16 -
图 12、2017-2019 年公司主营业务毛利率 .....	- 19 -

## 1. 复旦张江：专注皮肤病与肿瘤创新治疗的行业领先者

上海复旦张江生物医药股份有限公司（以下简称“复旦张江”或“公司”），一九九六年十一月创建于上海浦东张江高科技园区，主要从事生物医药的创新研究、开发、生产和销售，力求成为一家以知识产权为核心源泉的生物医药创新企业。

公司主要从事皮肤科药物和肿瘤药业务，主要产品为艾拉、里葆多及复美达，以光动力药物的研究开发、ADC药物的研究开发和分子靶向口服固体制剂药物的研究开发为主要研发方向。公司以探索临床治疗的缺失和不足，并提供更有效的治疗方案和药物为核心定位，务求成为生物医药业界的创新者和领先者。

公司凭借其显著创新性与临床治疗价值，业绩增长迅猛。2017-2019年营业收入分别为5.11亿元、7.42亿元和10.29亿元，年复合增长率为41.98%；归母净利润分别为0.75亿元、0.99亿元和2.27亿元，年复合增长率为73.78%。2019年公司主营业务收入占比99.97%，他业务收入为合作研发收入及原材料销售收入，占比较低。主营业务中医药及诊断产品占96.90%。按具体产品分类：医药产品（99.47%），其中包括艾拉（46.21%）、里葆多（45.34%）、复美达（7.93%）；诊断产品（0.53%）。

表 1：复旦张江发展历程

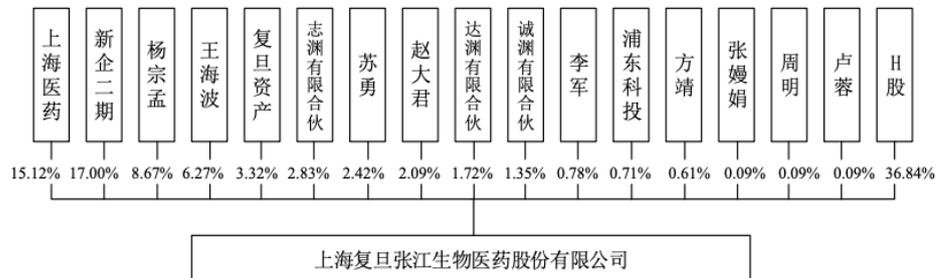
年份	大事件
1996	上海复旦张江生物医药有限公司由复旦大学、上海浦东新区经贸国有资产经营公司及上海张江高新技术发展促进中心等共同投资设立；
1998	被上海市政府认定为“高新技术企业”。
1999	被国家人事部批准为“企业博士后科研工作站”。
2000	承担国家重点科技项目计划。 整体变更为股份有限公司，全称“上海复旦张江生物医药股份有限公司”。
2001	承担国家高技术研究发展计划（八六三计划）。
2002	第一个新药“重组人淋巴毒素- $\alpha$ 衍生物（LT）”被国家药监局批准进入临床试验； 全新研发基地落成； 在香港创业板上市，股票代码 8231； 复旦张江参股的上海先导药业有限公司成立；
2004	“唐氏综合症产前筛查系统”获国家食品药品监督管理局颁发的药品注册批件。该药品是中国开展“出生缺陷干预工程”以来第一个被批准用于临床的产品； 通过国家食品药品监督管理局 GMP 认证。
2007	“外用盐酸氨酮戊酸散（ALA-艾拉®）”获国家食品药品监督管理局颁发的药品注册批件，随后上市销售； 治疗艾滋病的尼非韦罗获得国家食品药品监督管理局批准，进入临床研究； 复旦张江在江苏泰州注册成立全资子公司泰州复旦张江药业有限公司。
2008	“盐酸多柔比星脂质体注射液（里葆多®）”获国家食品药品监督管理局颁发的药品注册批件，随后上市销售。
2009	入选国家科技重大专项“重大新药创制----企业创新药物孵化基地建设”计划并获资助。
2010	重组人肿瘤坏死因子受体突变体-Fc 融合蛋白研制的国际学术文章近期在美国科学研

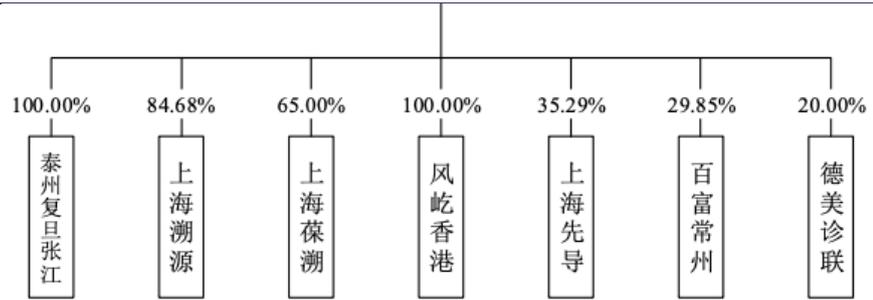
	究杂志获得发表; 一类新药光动力药物“海姆泊芬”完成临床研究并申请新药证书。
2012	子公司上海溯源生物技术有限公司成立。 公司一类新药海姆泊芬获得国家食品药品监督管理局颁发的新药证书。
2013	公司自主创新产品--外用盐酸氨酮戊酸散(艾拉®),同时被评为“2012年度上海市高新技术成果转化项目自主创新十强”和“2012年度上海市高新技术成果转化项目百佳”的称号,并且名列第一位; 上海复旦张江生物医药股份有限公司转往香港主板交易,股票代码1349。
2014	“抗体偶联药物核心建设及产品开发”与“光动力创新药物重大品种开发”两大课题入选“国家重大新药创制”科技重大专项; 复旦张江荣登福布斯亚洲“最佳中小上市企业”排行榜; 公司光动力药物外用盐酸氨酮戊酸散(118mg/瓶)项目(艾拉®)获得科技部国家重点新产品计划-国家战略性新兴产业称号; 公司被评为上海市企业技术中心。
2015	复旦张江控股的德美诊联医疗投资管理有限公司成立。
2016	公司小水针车间空调系统设计荣获“ISPE(国际制药工程协会)中国2016年度设施奖”中的“最佳设备革新奖”; 注射用海姆泊芬获得国家食品药品监督管理总局颁发的药品批准文号:国药准字H20163349; 公司宣布其新药复美达®(注射用海姆泊芬)正式上市。
2018	复旦张江控股的上海葆溯医药科技有限公司成立; 复旦张江被浦东新区人民政府授予2017年度经济突出贡献奖; 注射用重组人鼠嵌合抗CD30单克隆抗体-MCC-DM1偶联剂获治疗用生物制品1类临床批件,批件号2018L02789;
2019	复旦张江将自主研发的重组抗VEGF人源化单克隆抗体项目转让给第三方。

资料来源:公司官网,公司招股说明书,兴业证券经济与金融研究院整理

本次发行前公司总股本92300万股,本次拟公开发行不超过12,000万股,发行后总股本不超过104,300万股,占发行后总股本的比例不超过11.51%。公司不存在控股股东和实际控制人。因此,在本次发行完成后,公司现有股东的持股比例预计将进一步稀释。

图1、发行前公司股权架构





资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：上海医药持有其中 70,564,000 股 H 股，内资股及 H 股合计占总股本的 22.77%。

其中子公司上海葆溯已于 2020 年 4 月 27 日注销完成。

公司现有 9 名董事，5 名监事，7 名高级管理人员，及 8 名核心技术人员。公司执行董事、董事会主席兼总经理为王海波先生，执行董事兼副总经理为苏勇先生。管理团队均具备丰富的业务与管理经验，综合实力强劲。

表 2: 复旦张江核心管理人员及背景

姓名	职位	背景简介
王海波	董事会主席、总经理	1986 年 7 月取得复旦大学生物学硕士学位。1995 年 5 月至 1996 年 6 月任复旦大学副教授；1996 年 11 月至今，创立并就职于本公司，任执行董事、董事会主席及总经理，兼任泰州复旦张江董事长、上海葆溯董事长。
苏勇	执行董事、副总经理	2000 年 6 月取得浙江大学肿瘤学博士学位。1994 年 1 月至 1997 年 4 月担任杭州九源基因工程有限公司的副总工程师，期间负责基因工程部的管理；1997 年 5 月起至 2002 年 1 月任公司副总经理；2002 年 1 月起至今任公司执行董事、副总经理。
赵大君	执行董事、副总经理	1995 年 7 月取得复旦大学生物学硕士学位，并 2001 年 11 月获香港大学工商管理硕士学位。1995 年 8 月至 1996 年 10 月任复旦大学法学院助教；1996 年 11 月至今，创立并就职于本公司，2002 年 1 月至今任公司执行董事、副总经理，兼任上海溯源董事长。
薛燕	董事会秘书、财务总监	2004 年取得上海财经大学国际会计专业学士学位，并于 2018 年 11 月取得香港大学工商管理硕士学位。2004 年至 2010 年于普华永道中天会计师事务所有限公司从事审计工作。2010 年 8 月至今任董事会秘书、财务总监。

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2. 行业概览：蓬勃发展的皮肤病与肿瘤用药市场

### 2.1 行业市场：高壁垒行业下不断扩大的用药和创新需求

图 2、2013 年-2018 年中国皮肤病药物行业总产值



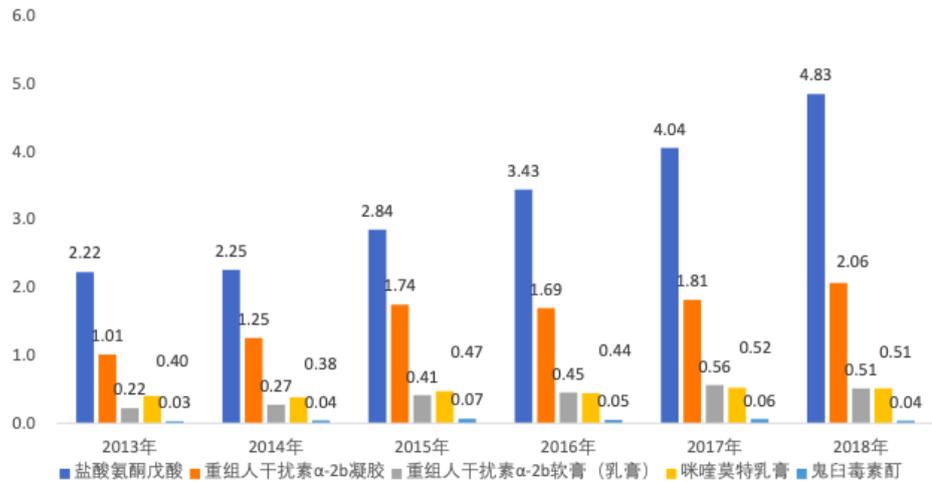
资料来源：米内网，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**我国皮肤病用药市场规模保持扩大态势。**皮肤病是医学上的常见病、多发病，具有发病范围广、病情种类多、治疗时间长等特征。近年来，皮肤病患者数量持续增长，年龄日趋年轻化，且由于皮肤病病情反复，患者拖延病情，治疗费用高等原因，给患者康复带来极大不利。根据米内网数据显示，我国皮肤病用药市场规模保持扩大态势，2018年全国皮肤病药物市场规模达167.31亿元，同比增长4.3%。

其中与公司所处细分行业相关的主要为：

**尖锐湿疣中国实际患病人数可能被低估，治疗领域需求持续增长。**尖锐湿疣是我国常见的性传播疾病，根据中国疾病预防控制中心性病控制中心公布的数据，2016年，我国尖锐湿疣的报告发病率为24.65/10万，全国报告发病人数为34.08万人。根据2001-2012年全球流行病学数据的综合分析来看，每年尖锐湿疣的总发病率(包括新发和复发)为160-289/10万人，中位数为194.5/10万人。其中数据主要来自欧美日等发达国家，也有部分数据来自中国、墨西哥等发展中国家，因此按发病率的中位数估计，中国每年发病人数约为270万(按14亿人口估算)。考虑到发展中国家公共卫生管理水平低于发达国家，性病发病率偏高，且该类疾病的流行病学统计难度较大，我国实际发病人数很可能高于统计的中位数水平，因此我国每年实际发病患者数量很可能高于270万人，该数字远高于2016年全国性病监测点的报告发病人数。2013至2018年间，国内尖锐湿疣用药市场容量由3.88亿元增长至7.95亿元，年均复合增长率为15.43%，该类别药物的销售增长主要由盐酸氨酮戊酸和干扰素类产品在拉动。

图3、2013-2018年尖锐湿疣用药市场主要品种销售情况(单位：亿元)



资料来源：米内网，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**复美达所处细分行业：鲜红斑痣治疗领域行业壁垒极高，市场空间巨大。**鲜红斑痣的发病率约为 3%-4%，无种族和地区差异。美国约有 100 万患者(按 3 亿人口计算)，全世界约有 2,000 万患者。按照该发病率计算，中国过去数十年的鲜红斑痣的存量患者高达 420 万人，每年新增患儿约 5 万人。按照上述发病率数据及复美达零售价推算，即使保守估计人均用药支数为 1 支，我国鲜红斑痣治疗领域存量市场空间也将超过 200 亿元，每年新增患儿的容量约为 2.5 亿元。

鲜红斑痣的治疗极其困难，目前主流疗法为激光治疗和光动力疗法。海姆泊芬是以血卟啉单甲醚为主要成分的新光动力药物，公司于 2016 年获得原料药和制剂的 GMP 证书和原料药和制剂的药品批准文号。2017 年国家 1.1 类新药海姆泊芬上市销售。截至公司招股说明书签署日，海姆泊芬是 ICH 监管机构成员范围内唯一被批准用于治疗鲜红斑痣的药物。

综上所述，我国鲜红斑痣治疗领域市场空间巨大，基于复美达的诸多临床优势，其将逐渐对脉冲染料激光疗法实现替代。

**表 3、复美达相较脉冲染料激光疗法的临床优势**

疗法	复美达	脉冲染料激光
作用机理	血管壁靶向治疗，疗效与血管直径无关，各种管径的血管对于治疗均敏感	疗效与病灶内血管管径相关性大，适合治疗 50~150μm 管径血管
起效速度	快，单次治疗疗效明显好于脉冲染料激光	较慢，需要多次治疗
分型	2 次治疗后对于紫红型鲜红斑痣有 60%以上，对于增厚型有 50%以上的显效率，粉红型更易把握治疗剂量	主要对鲜红型皮损敏感，对于粉红型、紫红型、和增厚型皮损疗效较差，粉红型患者易出现过度治疗
病灶消退	面治疗，靶向直接作用血管壁，治疗后皮损颜色均匀自然消退	点治疗，对于操作水平要求高，且不同直径血管对相同脉宽的激光反应不一，皮损消退不均匀

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

长期随访	随着随访时间延长，皮损可发生持续改善，复发少见	长期随访部分患者出现复发
不良反应	治疗后可能出现光动力学反应，部分患者出现治疗后的色素沉着或减退，但均可自行恢复;极少出现萎缩性瘢痕，且可自行消退	疼痛、可能出现感染、萎缩性瘢痕 (4.3%)、肥厚性瘢痕(0.7%)，色沉 9.1%

数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**恶性肿瘤治疗领域需求增长迅猛，盐酸多柔比星脂质体制剂表现突出。**恶性肿瘤是当今威胁人类健康和社会发展最为严重的疾病之一。全球 184 个国家和地区中，中国的恶性肿瘤发病总体而言位居中等偏上水平，约占全球恶性肿瘤发病的 21.8%。根据米内网数据显示，2018 年中国抗肿瘤药物总产值达 998.95 亿元，同比增长 21.20%。

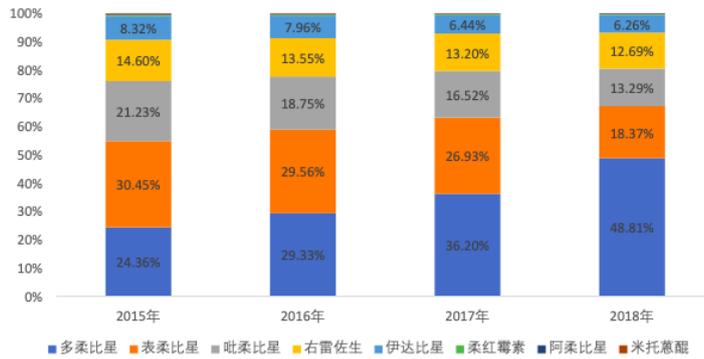
**图 4、2013-2018 年我国抗肿瘤药物行业总产值**



资料来源：米内网，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

其中蒽环类药物属于细胞毒素类抗生素范畴，占据我国细胞毒素类抗肿瘤药物绝大部分市场份额。蒽环类药物是抗肿瘤常用药物之一，特别是针对乳腺癌、白血病、淋巴瘤、卵巢癌和肺癌等。2018 年，我国蒽环类抗肿瘤药市场销售额为 56.44 亿元，同比增长 15.68%。我国蒽环类抗肿瘤药物中，市场份额排在首位的是多柔比星，也是增长最快的品种。

**图 5、2015-2018 年我国蒽环类抗肿瘤药品种市场份额**



资料来源：米内网，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

我国多柔比星制剂市场份额不断扩大的原因是其脂质体制剂销售额的快速增长。盐酸多柔比星脂质体制剂与普通多柔比星制剂相比，具有作用时间长、心脏毒性低和肿瘤靶向性好等特征。2018年，盐酸多柔比星脂质体占多柔比星销售总额比重为99.14%。

图 6、2015-2018 年我国多柔比星制剂销售额及增长率



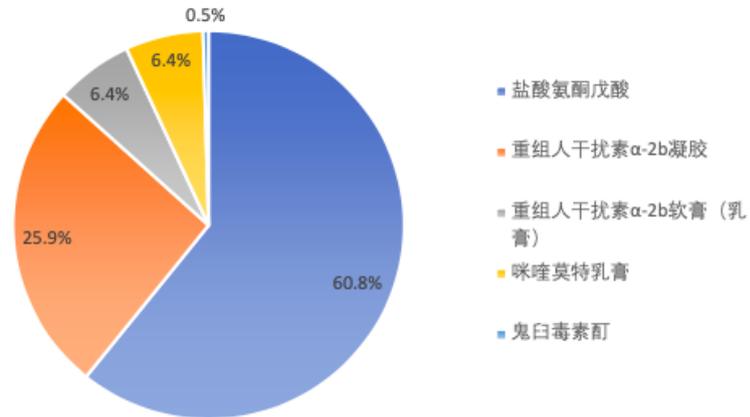
资料来源：米内网，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2 市场规模：尖锐湿疣和鲜红斑痣治疗领域的领军者，蒽环类肿瘤治疗领域的探索者

尖锐湿疣治疗领域中，公司产品盐酸氨酮戊酸制剂市场份额在我国排名第一，占据超过一半的市场份额，且与市场上其他品种具有较大差距，市场地位稳固。根据米内综合数据库，2018年度盐酸氨酮戊酸终端销售额在皮肤类药物市场中排名第9位，市场份额由2015年的2.08%提升至2018年的2.89%。此外，盐酸氨酮戊酸制剂也是光动力治疗药物中市场规模最大的品种。艾拉自2007年产品上市至报告期末，已累计实现销售417.3万支，累计销售收入超过23.23亿元。报告期内，已累计实现销售207.47万支，累计销售收入11.62亿元。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 7、2018 年尖锐湿疣用药市场主要品种市场份额

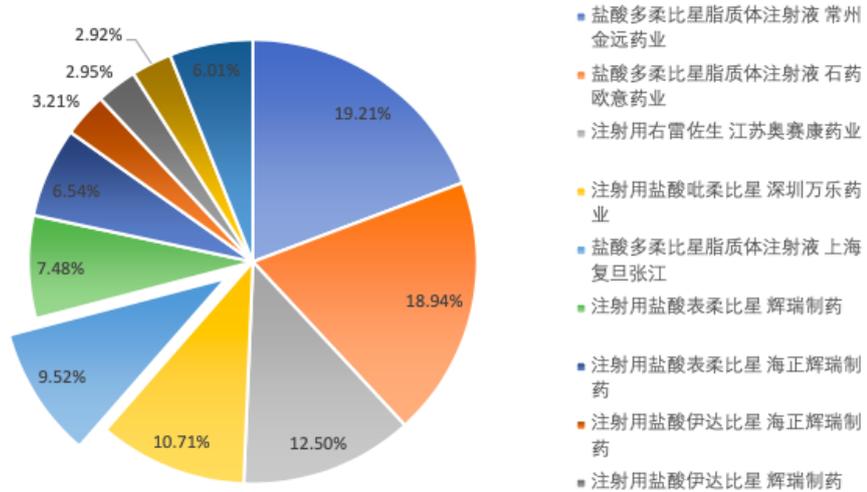


资料来源：米内网，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**鲜红斑痣治疗领域拥有唯一被 ICH 批准使用的产品。**海姆泊芬是以血卟啉单甲醚为主要成分的新光动力药物，公司于 2000 年开始海姆泊芬治疗鲜红斑痣的研发，并于 2005 年取得临床批件。截至本招股说明书签署日，公司产品复美达是 ICH 监管机构成员范围内唯一被批准用于治疗鲜红斑痣的药物。复美达于 2012 年获得新药证书，2016 年获得生产批件，2017 年开始上市销售，自产品上市至报告期末，已累计实现销售 4.52 万支，累计销售收入超过 1.69 亿元。

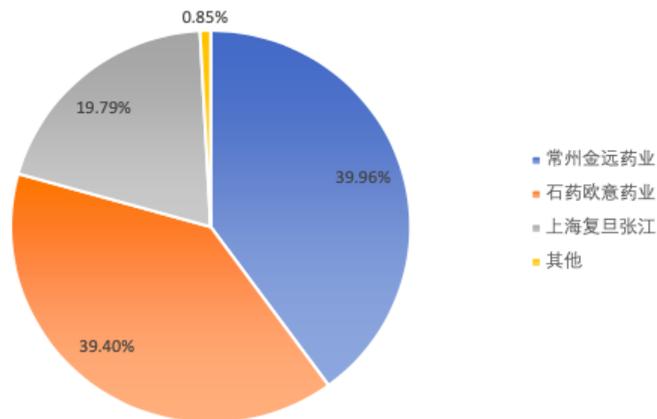
**蒽环类肿瘤治疗领域处于领先水平。**公司产品里葆多自上市以来一直为多柔比星市场领先产品，但由于里葆多 2017 年销售不达预期，当年市场份额有所下降，进而影响了其 2018 年的终端市场份额。2018 年公司产品里葆多在我国蒽环类抗肿瘤药物终端销售额排名第五位，在我国多柔比星制剂终端销售额排名第三位，市场份额分别为 9.52% 和 19.79%。2019 年，公司与上海辉正合作逐渐步入正轨，预计里葆多终端销售市场份额将有所回升。里葆多自 2009 年产品上市至招股说明书报告期末，已累计实现销售 61.2 万支，累计销售收入超过 21.57 亿元。报告期内，其累计实现销售 23.80 万支，累计销售收入 8.64 亿元。

图 8、2018 年我国蒽环类抗肿瘤药市场主要品牌市场份额



资料来源：米内网，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2018 年我国多柔比星制剂市场主要品牌市场份额



资料来源：米内网，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3. 公司概况：高速发展的行业领跑者

#### 3.1 产品分析：在售的光动力和纳米药物均具有高技术壁垒

公司产品主要为基于光动力技术平台的盐酸氨酮戊酸外用散(商品名:艾拉)和注射用海姆泊芬(商品名:复美达),以及基于纳米技术平台的抗肿瘤药物长循环盐酸多柔比星脂质体注射液(商品名:里葆多)。

表 4、公司主要产品

产品名称	原注册分类	最新注册分类	剂型
艾拉	化学药 3.1 类	化学药 2.4 类	散剂(外用)

里葆多	化学药 6 类	化学药 4 类	注射剂
复美达	化学药 1.1 类	化学药 1 类	注射剂

数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司产品艾拉、里葆多、复美达分别用于尖锐湿疣、肿瘤化疗及鲜红斑痣的治疗，均拥有可观且稳定的市场需求。公司针对艾拉、里葆多和复美达的不同特质，制定了差异化的市场及学术推广模式。其中，艾拉、复美达主要通过自有团队实施推广，不断完善以多层次学术推广为核心的营销体系；里葆多则主要通过 CSO 服务商推广，公司肿瘤事业部对 CSO 服务商的销售推广活动实施整体控制、及时对接和监管执行等工作。

报告期内，公司市场及学术推广工作稳步实施，艾拉已基本覆盖全国各省、地级市约 1,000 家大型医院，其中含 500 多家三甲医院，艾拉销售收入在报告期内稳步增长。里葆多在 2017 年销售收入出现较大下滑，随着公司取消独家经销模式，加大市场推广力度并委托上海辉正作为 CSO 服务商实施独家推广，2018 年度及 2019 年里葆多销售收入出现稳步回升。

根据公司前十大经销商客户出具的下游销售情况说明，经统计，报告期内，发行人药品终端销售渠道分类情况如下：

**表 5、产品下游销售渠道分类情况**

商品名称	终端销售渠道	2019 年度	2018 年度	2017 年度
艾拉	院内药房	54.82%	58.20%	67.08%
	院外药房	45.18%	41.80%	32.92%
	合计	100%	100%	100%
里葆多	院内药房	70.86%	74.91%	-（注）
	院外药房	29.14%	25.09%	-（注）
	合计	100%	100%	-（注）
复美达	DTP 药房	100%	100%	100%
	合计	100%	100%	100%

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2017 年公司里葆多产品由泰凌医药（江苏）有限公司（及其关联方广东泰凌医药有限公司）独家代理销售，该等业务往来已于 2017 年 12 月 31 日终止，公司与其已无业务往来，因此公司未能获得其下游经销商终端数据。

### 3.1.1 艾拉：市场容量巨大、难以仿制，具有良好市场前景。

艾拉是世界首个用于尖锐湿疣治疗的光动力药物，上市多年来逐渐成为临床首选药物之一。艾拉属化学药品第 3.1 类，按照 2016 年 3 月起生效的《化学药品注册分类改革工作方案》，其对应的药品注册分类为化学药品第 2.4 类，即含有已知活性成份的新适应症制剂。相比传统的治疗手段，艾拉结合光动力的治疗方案，填补了尿道口尖锐湿疣长期缺乏有效治疗的空白，同时病人耐受性好，安

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

全性高，不留疤痕，显著降低了不良反应发生率和复发率。艾拉是公司国内独家生产销售产品。

表 6、尖锐湿疣常见治疗手段疗效对比

治疗手段	鬼臼毒素	咪喹莫特	三氯醋酸 二氯醋酸	冷冻治疗	手术治疗	激光治疗	光动力治疗
治愈率	90%	35%-68%	56%-81%	79%-88%	35%-72%	32%-94%	89%
复发率	60%	6%-26%	36%	25%-40%	19%-29%	6%-68%	11%

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

在尖锐湿疣的治疗中，物理治疗、外用药物常用于与艾拉光动力结合治疗，而抗病毒和提高免疫功能药物则为辅助用药，且艾拉光动力治疗在尖锐湿疣防复发上有不可替代性。在考虑与 HPV 疫苗的比较中，通过对存量市场、未来市场的分析中，由于 HPV 的价格、受众范围、接种年龄的限制等因素的分析，预估在可预见的未来对艾拉所处细分行业的竞争格局影响较小。此外，公司的光动力药物经过多年来不断完善以多层次学术推广为核心的营销体系，在业界已具有一定的品牌知名度，即使市面上出现仿制药，短期内也难以对艾拉的市场份额造成较大冲击。

### 3.1.2 里葆多：技术壁垒显著，未来市场前景广阔

里葆多于 2009 年上市销售，是全球首个抗癌类脂质体药物 Doxil 的国内首仿药。盐酸多柔比星脂质体是一种采用先进的隐形脂质体技术包封、具有被动靶向特性的多柔比星纳米新制剂，能在多种肿瘤部位实现靶向富集，用于治疗乳腺癌、卵巢癌、多发性骨髓瘤等多种癌症，在肿瘤治疗学上具有提高疗效、降低心脏毒性、骨髓抑制以及减少脱发等优势。

里葆多虽然是仿制药，但纳米制剂在研发上存在诸多制剂技术方面的技术壁垒，虽上市多年，但目前于国内成功研发并上市的盐酸多柔比星脂质体制剂仅有公司、石药欧意与常州金远三家企业；其次，蒽环类抗肿瘤药物，特别是多柔比星脂质体制剂的市场份额逐年上升，未来市场前景广阔。因此，在可预见的未来里葆多因仿制企业数量增加而导致竞争加剧进而大幅降价的可能性较低。根据国家药监局药品审评中心信息公示平台显示，目前有 1 家企业正在进行盐酸多柔比星脂质体注射液仿制药临床研究，为湖南科伦制药有限公司。

表 7、里葆多的相同通用名产品关键业务数据及指标

商品名称	所属公司	首次取得注册批件时间	通用名	规格	技术水平	适应症
楷莱	BVL.Inc.	2005 年	盐酸多柔比星脂质体注射液	10ml/ 20mg	取得药品注册批件	用于治疗低 CD4(<200 CD4 淋巴细胞/mm <sup>3</sup> )及有广泛皮肤黏膜内脏疾病的与艾滋病相关的卡波氏肉瘤(AIDS-KS)病人。可用作一线

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

多美素 石药欧意 2011 年

立幸 常州金远 2012 年

全身化疗药物,或者用作治疗病情有进展的 AIDS-KS 病人的二线化疗药物,也可用于不能耐受下述两种以上药物联合化疗的病人:

资料来源: 公司招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1.3 复美达: 公司国内独家生产销售产品

复美达是全球首创的光动力治疗药物, 2000 年进入立项研究阶段, 于 2017 年实现上市, 是集新作用机理、新化合物和新适应症为一体的新药。基于复美达的技术优势、临床优势, 复美达光动力治疗为世界性的治疗难题——鲜红斑痣提供了新的解决方案。截至招股说明书签署日, 海姆泊芬是 ICH 监管机构成员范围内唯一被批准用于治疗鲜红斑痣的药物。

表 8、鲜红斑痣常见治疗手段疗效对比 (治疗两次后疗效)

治疗效果	痊愈率	显效率	有效率	无效率	总有效率 (痊愈+显效+有效)	治疗例数
海姆泊芬光动力	28.10%	35.90%	33.40%	2.60%	97.40%	440
脉冲染料激光	14.29%	35.40%	16.77%	30.43%	66.46%	161

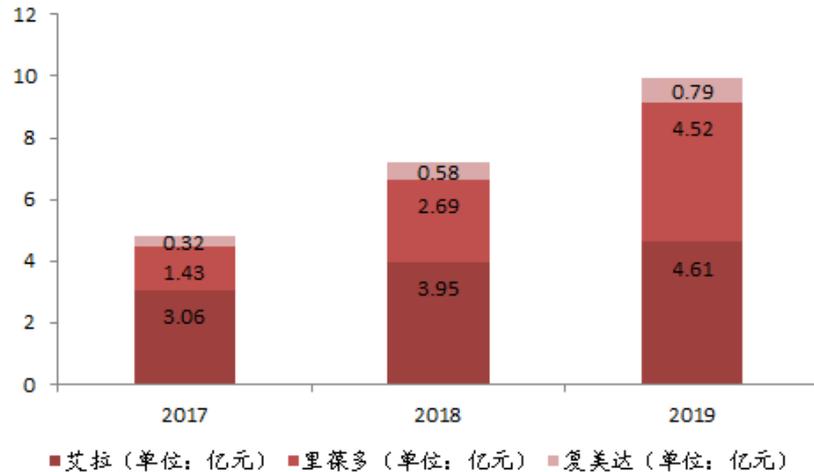
资料来源: 公司招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1.4 多种在研项目预填补国内空白领域

表 9、公司在研项目详情

技术平台	项目名称	拟用适应症	已取得的进展	与行业技术水平的比较
基因工程技术	抗 CD30 抗体交联	肿瘤	I 期临床研究	国际领先水平
	Trop2 抗体偶联药物	肿瘤	临床前研究	国际先进水平
	抗 Her2 抗体偶联药物	肿瘤	临床前研究	国际先进水平
光动力技术	海姆泊芬	鲜红斑痣	IV 期临床研究 美国注册进行中	国际领先水平: 全新化合物、全新适应症
	盐酸氨酮戊酸	HPV 感染的 宫颈疾病	II 期临床研究	国际领先水平: 全新适应症
	盐酸氨酮戊酸	痤疮	I 期临床研究	国际领先水平: 全新适应症
	盐酸氨酮戊酸	脑胶质瘤	完成临床前研究, 暂缓 推进	国际先进水平
纳米技术	盐酸多柔比星脂质体	肿瘤	美国注册进行中, 国内 一致性评价和注册准 备中	国际先进水平
	紫杉醇白蛋白纳米粒	肿瘤	临床前研究	国际先进水平
口服固体制剂技术	奥贝胆酸	肝胆疾病	临床一致性评价和注 册	国际先进水平





资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

报告期内，艾拉销售收入持续增长，主要是由于艾拉治疗效果好，医患评价较高，药品竞争优势明显。随着公司持续的学术推广及患者科普教育，医患群体逐步培育，带动了艾拉销售数量持续增长。艾拉在尖锐湿疣治疗领域具有领先优势，对于销售价格的主导地位较为明显，艾拉销售价格呈整体上升趋势。

**表 10、2017-2019 年艾拉销售情况**

产品名称	2017	2018	2019
销售数量 (万支)	57.52	69.96	79.99
平均单价 (元)	531.91	564.53	575.92
销售收入 (万元)	30,596.42	39,492.01	46,069.60

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

报告期内，里葆多销售收入持续增长，主要是行业监管政策变化、经销模式调整影响所致。原采用独家经销模式实施销售，后根据监管政策及时调整经销模式，改由各省市大型经销商分地区实施销售。蒽环类抗肿瘤药物市场需求仍处于持续增长，未来仍将保持在较高水平。里葆多作为全球首个抗癌类脂质体药物 Doxil 的国内首仿药，在临床治疗上仍具有诸多优势，具有较强的市场竞争力，里葆多未来盈利能力具有可持续性。

**表 11、2017-2019 年里葆多销售情况**

产品名称	2017	2018	2019
销售数量 (万支)	3.96	7.18	12.66
平均单价 (元)	3,602.41	3,748.05	3,569.86
销售收入 (万元)	14,262.65	26,896.35	45,206.23

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

复美达于 2017 年上市销售，上市后即获得良好的市场反响，2018 年销售收入呈现较大增长。产品上市时间较短，目前处于市场培育初期，未来具有较大的销售成长空间。复美达药品采取自主定价模式，2017 年公司在确定的统一售价基础上给予了一定折扣。2018 年，复美达药品价格恢复原价格，随着药品上市后良好的治疗效果逐步显现，以及公司对复美达产品的持续线上线下学术推广，2018 年及

2019 年，复美达销售数量出现明显增长。

**表 12、2017-2019 年复美达销售情况**

产品名称	2017	2018	2019
销售数量（万支）	1.00	1.51	2.01
平均单价（元）	3,202.18	3,813.98	3,942.72
销售收入（万元）	3,207.94	5,767.89	7,905.55

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

诊断产品 2017-2019 年收入分别为 0.09 亿元、0.08 亿元和 0.05 亿元，整体占比较少。主要原因为自 2017 年下半年起，上海溯源将主要业务和发展方向相对集中于抗生素暴露筛查产品的临床试验、注册申请以及科研合作等临床应用领域，导致诊断产品市场表现不佳、销售收入逐年下降。历经三年多的研发、报批、市场拓展，首批 6 个抗生素检测试剂盒的医疗器械注册证于 2019 年 3 月获得，并于 2019 年 5 月初获得生产许可，尚未实现销售收入。

公司技术转让收入于 2019 年确认 2,990 万元，主要原因是 2019 年 3 月，公司与上海生物制品研究所有限责任公司签署《重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体（安维汀抗体生物类似药）全套技术授权及转让协议》。公司将自主研发的重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体项目的全部权益转让给上海生物制品研究所有限责任公司，协议总价款为 4,600 万元。根据协议约定，收入确认分为三个里程碑节点。第一阶段为公司与技术转让相关的履约义务完成后，受让方需累计支付 2,990 万元；第二阶段为受让方完成 I 期临床获得临床试验研究总结报告 20 天内支付 1,150 万元；第三阶段为受让方完成后续临床研究获得生产注册批件 20 天内支付 460 万元。目前公司已完成合同项下的技术转让履约义务，确认了技术转让收入 2,990 万元。剩余价款 1,610 万元支付条件能否达成及何时支付具有较大不确定性，公司未确认营业收入。

公司服务收入主要为报告期内的子公司德美诊联从事皮肤美容连锁诊所运营产生的收入。德美诊联成立于 2015 年，随着其旗下诊所陆续开业运营，2016 年至 2018 年，收入逐年扩张。随着德美诊联不再纳入合并范围，2019 年服务收入出现较大下滑。

报告期内，公司主营业务收入中的其他收入主要为德美诊联药品收入，2017 年至 2019 年，其他收入金额分别为 117.71 万元、164.84 万元和 4.74 万元。

**表 13、公司主营业务收入拆分**

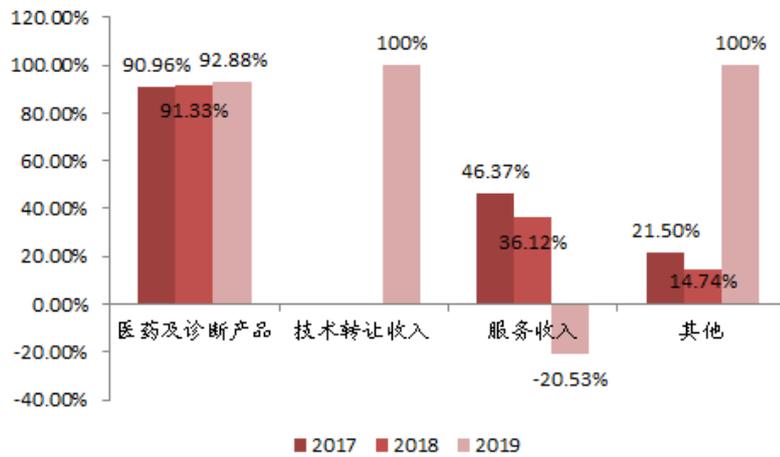
单位（万元）	2017	2018	2019
医药及诊断收入	49,012.49	72,910.16	99,706.52
其中：医药产品	48,067.01	72,156.25	99,181.39
诊断产品	945.48	753.91	525.13
技术转让收入	0.00	0.00	2,990.00
服务收入	618.13	967.19	194.27
其他收入	117.71	164.84	4.74
合计	49,748.33	74,042.19	102,895.53

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**毛利率分析：**2017-2019年，公司主营业务综合毛利率分别为90.24%、90.44%及92.87%；其中，医药及诊断产品毛利率分别为90.96%、91.33%及92.88%，呈上升趋势，报告期内，公司医药及诊断产品毛利率整体处于较高且较为稳定的水平。其中，医药产品毛利率较高，为公司毛利的主要来源。公司主导药品具有良好的临床治疗效果和竞争优势，下游市场情况良好，上游原材料供应基本稳定。报告期内，公司各产品毛利率变动主要是由销售单价和单位成本变动所致。

**图 12、2017-2019 年公司主营业务毛利率**



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

分产品来看。报告期内，艾拉平均单位成本基本保持稳定，单位成本变动对毛利率影响很小。里葆多价格整体较为稳定。受不同区域招标价格变动、经销商回款奖励等因素的影响，价格略有波动。2019年里葆多单位成本出现较大下降，主要是由于随着里葆多市场推广效益的逐步显现，当年销售数量及生产数量出现较大上升，分摊至里葆多的单位成本下降。

**销售费用率分析：**2017年、2018年及2019年，公司销售费用金额分别为25,300.26万元、39,964.89万元及53,057.12万元，呈现增长趋势；占营业收入比例分别为49.55%、53.87%及51.55%，公司销售费用主要由市场及学术推广费、员工工资、差旅费及其他日常销售费用等构成。报告期内，销售费用与销售收入呈现较为明显的正相关关系。公司销售费用率与同业公司相比整体偏高。

**表 14、同业公司销售费用率**

项目	2017	2018	2019
贝达药业	38.38%	40.55%	36.23%
康弘药业	45.83%	47.15%	48.12%
康辰药业	49.33%	58.98%	59.78%
平均值	44.51%	48.89%	48.05%
本公司	49.55%	53.87%	51.55%

数据来源：米内网，公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**管理费用率分析:** 2017年、2018年及2019年,公司管理费用金额分别为4,950.57万元、8,357.76万元及5,493.26万元,分别占营业收入比例为9.70%、11.27%及5.34%。公司管理费用主要由工资薪酬、折旧摊销费、日常办公费及中介机构费用等构成。公司2018年工资薪酬发生较大增长,主要是由于公司当年经营情况良好,预提的年度奖金大幅增加所致。2019年德美诊联不再纳入合并范围、以及上海葆溯停止经营,导致2019年管理人员工资薪酬、折旧和摊销费、办公费等相关管理费用出现较大下降。公司管理费用率整体与可比上市公司较为接近。

**研发费用率分析:** 2017年、2018年及2019年,公司研发费用分别为11,042.63万元、11,428.43万元及12,782.19万元,占营业收入比例分别为21.99%、14.65%和12.68%,金额逐年提高,费用率有所下降。公司已成功完成从纯粹的研究开发向研究开发和产业化并重的转型,随着艾拉、里葆多先后在2007年、2009年实现产业化上市销售,并开始产生稳定的盈利后,公司进一步大幅提升了药品研发的资金投入。报告期内,公司研发费用一直处于行业较高水平。

## 4. 竞争优势: 研发创新实力打造公司核心竞争力

### 4.1 行业领先的研发创新能力

公司在皮肤性病、肿瘤领域实现了在研项目的产业化,有着20多年的研发和技术积累,构建了较高的技术壁垒。公司自成立以来一直专注于生物医药领域的创新研发,经过多年的积累,逐渐形成了以光动力技术平台、纳米技术平台、基因工程技术平台、口服固体制剂技术平台为载体的多项核心技术,并在皮肤性病、肿瘤领域实现了在研项目的产业化。

研发创新是公司长期发展的基础,亦是公司经营的源动力。截至招股说明书签署日,公司拥有境内专利授权56项,其中发明专利32项,拥有境外专利授权10项,全部为发明专利。报告期内,公司研发投入总额达3.51亿元,占报告期营业收入总额的比重为15.40%。

### 4.2 稳定、高效的核心技术团队

公司先进的经营理念和激励制度吸引了大批的技术人才加入公司,逐渐形成了成熟的研发技术团队,这些技术团队即是公司核心技术平台的载体。截至招股说明书报告期末,公司拥有研发人员93人,占员工总数的15.37%。此外,公司核心技术人员均在公司任职多年,主导参与了公司核心产品的研发与产业化。

### 4.3 新兴光动力技术平台优势

**研发优势。**公司拥有完善的光动力技术研发体系。公司光动力技术平台的研发优势主要体现在核心研发能力及技术人才的积累上,而公司光动力技术核心研发能

力主要通过药物发现（对早期光敏化合物分子的快速评价能力）、药物开发（公司具备全流程光敏药物开发能力）阶段的核心优势来实现。

公司多年的深耕让公司的光动力技术产品在业内形成了较高的技术壁垒和较强的品牌优势。公司产品艾拉在尖锐湿疣用药市场份额连续多年排名第一，并获得了业内专家及医患的一致认可；公司产品复美达是首个专用于鲜红斑痣的药物，上市当年即实现销售 1 万支。公司光动力产品亦被收录于相关领域之教科书、诊疗指南和专家共识中。

#### 4.4 不断推进的产业深度融合

公司多年来不断完善以多层次学术推广为核心的营销体系，加强了与医院、医生的临床治疗及学术合作，实现了公司技术平台与产业、学术研究、临床应用的深度融合。公司通过多种渠道进行学术推广，积极利用互联网平台建立与医生、患者的教育、沟通反馈机制，逐渐形成了医患对产品的深度认同。另一方面，公司又通过学术推广与医生建立了良好的互动机制，在提高产品终端销售的同时，利用医生的临床学术研究成果和不断的临床探索为公司的研发技术平台提供广泛的学术支持，成为扩大适应症和改善药物剂型研究的基础。

#### 4.5 业务定位与产业政策相契合

近年来，国家陆续出台“一致性评价”、“两票制”、“带量采购”相关医药监管政策，积极引导医药行业的健康发展。虽然对行业内诸多医药企业产生重大不利影响，但对公司产品及在研项目影响较小，公司销售价格基本稳定，公司已上市和在研产品都表现出较好的发展前景和政策风险较小的特点。公司作为一家研发驱动型医药企业，已实现产业化的产品均为创新药物及高端仿制药物，在研项目涵盖创新药、高端仿制药和创新药国际化，符合国家大力发展药品创新、重大药物仿制、新药国际化的基本发展方向。

#### 4.6 专注产品质量控制

公司遵循中国 cGMP 标准，并参考美国 FDA 和欧洲 EMA 之 cGMP 的要求和指导原则，制定了完备的生产管理和质量管理规章制度。质量控制是医药生产活动的重要组成部分，公司质量控制体系主要包含质控实验室控制、数据分析和质量回顾、纠正和预防措施(CAPA)等。公司建立的一系列管理标准和操作规程，实现了符合高标准 cGMP 管理要求下所有生产环节的标准化、程序化和制度化。截至招股说明书签署日，公司产品未出现因产品质量问题导致客户退换货的情况。

#### 4.7 产品议价能力强、货款回收速度快，现金流充足

公司产品艾拉、里葆多、复美达均通过经销商实施销售。由于公司产品具有明显的市场竞争力和临床治疗效果，公司产品议价能力较强，除里葆多主要通过招标

方式确定销售价格外，艾拉、复美达的销售价格均由公司自主制定，且给与各经销商的信用期均较短，其中，公司给与艾拉、里葆多经销商的信用期为 30 至 120 天，复美达的信用期为 45 天。报告期内，公司货款回收速度及销售商品的现金流入一直保持在较高水平。充足的现金流为公司的日常经营发展奠定了良好的基础，公司据此合理安排各项经营活动、研发活动、资本性支出，促进了公司平稳健康发展。

## 5. 资金用途

本次公开发行股份数量不超过 12,000 万股，占发行后总股本的比例不超过 11.51%，本次发行全部为公司公开发行的新股，不安排公司股东公开发售股份。本次募集资金的投资项目与公司的主营业务密切相关，项目实施后将积极推动公司主营业务的发展，按轻重缓急顺序投资于三个项目。

海姆泊芬美国注册项目将有利于公司满足海外主要市场需求，获取优质客户资源，通过创新药海姆泊芬产品获取新药上市的超额利润，为公司增加新的利润增长点。此外，该项目的建设还有助于公司接轨国际先进的创新理念，整合全球资源，进一步提高公司市场竞争力。

生物医药创新研发持续发展项目有助于进一步提升公司研发实力，满足肿瘤、皮肤病和自身免疫性疾病的临床治疗需求和市场需求，提高公司整体竞争力，获取新的市场份额，形成新的利润增长点，增强公司在生物医药领域的持续发展能力。公司拟使用本次发行的募集资金收购泰州复旦张江少数股东 30.23% 股权。通过本次交易实现对少数股东股权的收购，泰州复旦张江将成为公司的全资子公司，有助于公司获得针对鲜红斑痣的光动力药物注射用海姆泊芬（商品名：复美达），将有利于提高公司对子公司的决策效率，提高母公司经济效益。

表 15、本次发行新股实际募集资金用途

序号	项目	项目实施主体	募集资金投资额 (万元)
1	海姆泊芬美国注册项目	本公司	23,000.00
2	生物医药创新研发持续发展项目	本公司	24,000.00
3	收购泰州复旦张江少数股权项目	本公司	18,000.00
	<b>合计</b>		<b>65,000.00</b>

数据来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6. 盈利预测与估值

**收入及成本预测：**根据公司各类主营产品历史销量、单位售价与单位成本及其变动情况，兼顾历史境内外产品申报及获批进展，在充分评估细分领域市场格局与未来发展空间、公司在研产品管线后，进行预测。预计未来三年内，医药及诊

断产品仍为公司收入的主要来源，2020E-2022E 年占主营业务收入的比例分别为 99.81%、99.84%、99.86%。其中，医药产品将继续占较大比重，主要产品艾拉、里葆多和富美达持续贡献收入；诊断产品收入方面，公司研究方向集中于抗生素暴露筛查产品的临床试验、注册申请以及科研合作等临床应用领域，并于 2019 年 5 月初获得生产许可，预计未来将实现营业收入。技术转让收入确认条件以 I 期临床试验和获得生产注册批件为依据，未来暂不确认相关收入。

**销售及管理费用率预测：**公司处于快速成长期，预计未来将持续投入资金用于提升公司销售、管理水平，完善销售、管理体系的建设，因此销售及管理支出将持续稳定上涨。假设 2020E-2022E 年销售费用率分别为 51.78%、51.94%、52.11%；管理费用率随着业务规模扩大稳中有升，假设 2020E-2022E 年管理费用率分别为 6.35%、6.40%、7.00%。

**研发费用预测：**公司拥有具备前瞻性的研发规划，研发支出将持续稳定增长，考虑到公司当前在研产品管线的未来投入，假设 2020E-2022E 年研发费用为 1.66 亿元、1.99 亿元、2.39 亿元。

**实际税率预测：**公司拥有高新技术企业证书，名义税率为 15%；根据财政部、国家税务总局、海关总署发布的《关于深化增值税改革有关政策的公告》(财政部、税务总局、海关总署公告 2019 年第 39 号)，自 2019 年 4 月 1 日起，公司的药物销售业务收入适用的增值税税率为 13%。根据财政部、海关总署、税务总局及国家药品监督管理局颁布的《关于抗癌药品增值税政策的通知》(财税[2018]47 号)及相关规定，自 2018 年 5 月 1 日起，生产销售和批发、零售抗癌药品，可选择按照简易办法依照 3%征收率计算缴纳增值税。公司里葆多产品自 2018 年 7 月起开始实际执行 3%增值税率。自 2016 年 5 月 1 日起，公司的医疗服务收入适用增值税，税率为 6%。按照上述文件，假设公司 2020E-2022E 年税率保持与 2019 年不变，维持 10.42%。

表 16、公司盈利预测假设

收入 (万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>医药产品</b>	<b>48,067.01</b>	<b>72,156.25</b>	<b>99,181.39</b>	<b>134,389.15</b>	<b>174,612.82</b>	<b>223,677.28</b>
同比增长率%		<b>50%</b>	<b>37%</b>	<b>35%</b>	<b>30%</b>	<b>28%</b>
其中：艾拉	30,596.42	39,492.01	46,069.60	52,980.04	59,867.45	67,051.54
同比增长率%		29.07%	16.66%	15.00%	13.00%	12.00%
其中：里葆多	14,262.65	26,896.35	45,206.23	70,973.78	101,492.51	140,059.66
同比增长率%		88.58%	68.08%	57.00%	43.00%	38.00%
其中：复美达	3,207.94	5,767.89	7,905.55	10,435.33	13,252.86	16,566.08
同比增长率%		79.80%	37.06%	32.00%	27.00%	25.00%
<b>诊断产品</b>	<b>945.48</b>	<b>753.91</b>	<b>525.13</b>	<b>472.62</b>	<b>444.26</b>	<b>426.49</b>
同比增长率%		-20%	-30%	-10%	-6%	-4%
<b>合计</b>	<b>49,012.49</b>	<b>72,910.16</b>	<b>99,706.52</b>	<b>134,861.76</b>	<b>175,057.08</b>	<b>224,103.77</b>
同比增长率%		<b>48.76%</b>	<b>36.75%</b>	<b>35.26%</b>	<b>29.80%</b>	<b>28.02%</b>

技术转让收入	合计	0.00	0.00	2,990.00	0.00	0.00	0.00
	同比增长率%		-	-	-	-	-
服务收入	合计	618.13	967.19	194.27	213.70	237.20	265.67
	同比增长率%		56%	-80%	10%	11%	12%
其他收入	合计	117.71	164.84	4.74	5.69	6.94	8.67
	同比增长率%		40%	-97%	20%	22%	25%
主营业务收入	总收入	49,748.33	74,042.19	102,895.53	135,081.15	175,301.22	224,378.11
	同比增长率%		49%	39%	31%	30%	28%
	毛利率%	90.44%	90.46%	92.87%	92.73%	93.30%	94.25%
	销售费用率%	49.55%	53.87%	51.55%	51.78%	51.94%	52.11%
	管理费用率%	9.70%	11.27%	5.34%	6.35%	6.40%	6.80%
	研发费用率%	21.99%	14.65%	12.68%	12.30%	11.37%	10.66%
	实际税率%	14.66%	3.17%	10.42%	10.42%	10.42%	10.42%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 17、公司盈利预测结果

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1029	1351	1753	2244
增长率	38.8%	31.3%	29.8%	28.0%
营业利润（百万元）	247	353	492	638
增长率	166.1%	42.6%	39.3%	29.8%
净利润（百万元）	227	349	475	621
增长率	102.8%	53.4%	36.2%	30.8%
最新摊薄每股收益（元）	1.07	1.64	2.24	2.93

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 18、主要 A 股可比公司估值指标

公司名称	代码	市值 (亿元)	稀释 EPS (元)			市盈率 (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贝达药业	300558.SZ	480.84	0.81	1.10	1.46	147.85	108.40	81.87
康弘药业	002773.SZ	386.84	0.97	1.21	1.49	45.54	36.67	29.68
康辰药业	603707.SH	59.52	1.26	1.45	1.58	29.48	25.65	23.52

\*市值数据截至 2020 年 6 月 19 日收盘

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 7、风险提示

行业政策变化、境内外疫情反复、研发进度慢于预期。

## 附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1138	2506	3034	3667
货币资金	577	1759	2075	2453
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	377	499	646	828
其他应收款	8	18	20	27
存货	32	43	52	57
非流动资产	427	349	283	215
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	28	27	27	27
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	254	216	178	139
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	60	46	32	17
资产总计	1565	2855	3317	3882
流动负债	571	532	548	544
短期借款	149	149	149	149
应付票据	0	0	0	0
应付账款	7	8	10	11
其他	416	375	389	384
非流动负债	60	49	58	56
长期借款	0	0	0	0
其他	60	49	58	56
负债合计	632	581	606	600
股本	92	212	212	212
资本公积	238	1138	1138	1138
未分配利润	569	918	1393	2014
少数股东权益	2	-31	-66	-117
股东权益合计	933	2274	2710	3282
负债及权益合计	1565	2855	3317	3882

## 现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	227	349	475	621
折旧和摊销	54	49	49	49
资产减值准备	8	0	0	0
无形资产摊销	9	11	10	10
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	-37	-68	-82
投资损失	-11	-12	-11	-11
少数股东损益	-7	-33	-35	-50
营运资金的变动	7	-209	-181	-244
经营活动产生现金流	269	104	235	279
投资活动产生现金流	-21	18	16	16
融资活动产生现金流	-260	1061	65	83
现金净变动	-11	1182	316	378
现金的期初余额	588	577	1759	2075
现金的期末余额	577	1759	2075	2453

## 利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1029	1351	1753	2244
营业成本	73	98	118	129
营业税金及附加	5	8	11	20
销售费用	531	700	911	1169
管理费用	55	86	112	153
财务费用	6	-37	-68	-82
资产减值损失	8	7	8	7
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	11	12	11	11
营业利润	247	353	492	638
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	246	352	491	637
所得税	26	37	51	66
净利润	221	316	440	571
少数股东损益	-7	-33	-35	-50
归属母公司净利润	227	349	475	621
EPS(元)	1.07	1.64	2.24	2.93

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	38.8%	31.3%	29.8%	28.0%
营业利润增长率	166.1%	42.6%	39.3%	29.8%
净利润增长率	102.8%	53.4%	36.2%	30.8%
盈利能力(%)				
毛利率	92.9%	92.7%	93.3%	94.3%
净利率	22.1%	25.8%	27.1%	27.7%
ROE	24.4%	15.1%	17.1%	18.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	40.4%	20.4%	18.3%	15.5%
流动比率	1.99	4.71	5.54	6.74
速动比率	1.94	4.63	5.44	6.63
营运能力(次)				
资产周转率	67.8%	61.1%	56.8%	62.3%
应收帐款周转率	313.9%	308.4%	306.2%	304.6
每股资料(元)				
每股收益	1.07	1.64	2.24	2.93
每股经营现金	1.27	0.49	1.11	1.32
每股净资产	4.39	10.86	13.08	16.01
估值比率(倍)				
PE	34.5	22.5	16.5	12.6
PB	8.4	3.4	2.8	2.3

### 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn