

## 吉贝尔：“研产销”一体、多元产品并存

### 投资要点：

- **渠道成熟，产销研一体。**公司已有成熟的生产、销售、研发的能力，已有利可君片、玉屏风胶囊、盐酸洛美沙星滴眼液、尼群洛尔片和醋氯芬酸肠溶片等成熟的商品在生产和销售，后续还有研发管线助力。
- **后续研发管线值得关注。**目前全球抗抑郁药物市场规模扩大，根据招股说明书（注册稿）援引米内网统计数据预计2020年全球抗抑郁药物市场销售规模将达到140亿美元。传统的抗抑郁药物帕罗西汀、文拉法辛等抗抑郁药治疗效果欠佳且副作用大，新型抗抑郁药沃替西汀也存在药物不良代谢问题。公司正在研发的一类新药沃替西汀衍生物药在药效、药代动力学等方面比目前临床相关用药均有明显改善，有望成为新型抗抑郁症药物。
- **主要品种业绩贡献稳定。**口服升白化学药品制剂利可君片由吉贝尔独家生产、销售，不良反应率极低，显著优于生物制剂；升白功能稳定、毒副作用低，在化药市场占据绝对领先地位。公司各年来自于利可君片单一产品的收入占销售收入比重约70%，销售额也从2016年的3.0亿元增至2018年的3.5亿元。
- **多元产品并存。**公司产品涵盖范围广，既有化药也有中成药，既有血液病领域也有抗感染和呼吸系统等领域。除利可君片外其主要产品玉屏风胶囊、盐酸洛美沙星滴眼液、尼群洛尔片和醋氯芬酸肠溶片2018年销售额分别为4235万元、1821万元、1848万元和3646万元。
- **风险提示。**
  - 新药研发不达预期。
  - 技术成果无法产业化。
  - 核心技术人员流失和人才引进的风险。

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

联系人:范国钦

Tel:02123154384

Email:fgq12116@htsec.com

## 目 录

1、“研产销”一体的医药高新技术企业.....	5
1.1 耿仲毅集中控股，研发团队成果丰硕.....	5
1.2 产品多元，研发管线丰富.....	6
1.2.1 利可君片和尼群洛尔片贡献公司主要收入.....	6
1.2.2 研发工作如火如荼，在研药物储量丰富.....	7
1.3 吉贝尔毛利率和研发投入均高于同行均值.....	8
1.3.1 毛利率维持较高水平，高于同行均值.....	8
1.3.2 研发投入逐年增加，现已高于同行平均.....	9
2、物美价廉的口服升白化学药品制剂——利可君片.....	10
2.1 升白药物市场规模较大，利可君片由吉贝尔独家生产、销售.....	10
2.2 利可君不良反应率极低，在化药市场占据绝对领先地位.....	11
2.3 利可君片的销量及销售额均稳步增长.....	12
3、国内首个一类复方抗高血压新药——尼群洛尔片.....	13
3.1 抗高血压市场增长，尼群洛尔片前景可观.....	13
3.2 产品特点：双机制协同降压+最佳剂量比，降压疗效显著.....	14
3.3 尼群洛尔片销售逐年递增，发展势头良好.....	15
4、抗抑郁化药一类新药——沃替西汀衍生物.....	15
4.1 抑郁症市场呈明显上升态势，SSRIs 和 SNRIs 类抗抑郁药占据市场.....	15
4.2 帕罗西汀、文法拉辛药效不佳，沃替西汀治疗导致诸多不良反应.....	15
4.3 沃替西汀衍生物药效优势明显：副作用低+促进神经元增生+半衰期增加.....	16
5、玉屏风胶囊：公司独家补血益气类中成药.....	16
5.1 补气补血类药品市场规模扩增，玉屏风胶囊有较大增长空间.....	16
5.2 玉屏风胶囊技术工艺优势：干法制粒稳定性好、仿制难度高.....	17
6、盐酸洛美沙星滴眼液：公司眼部感染核心产品之一.....	18
7、非甾体类抗炎药——醋氯芬酸肠溶片.....	18
7.1 类风湿关节炎化学药市场扩大，醋氯芬酸临床效果好.....	18
7.2 醋氯芬酸具有较大的市场增长空间.....	19
8、募集资金投入药品科技创新领域，未来可期.....	19
9、盈利预测及估值.....	19
9.1 业务分拆预测.....	19
9.2 DCF 估值.....	20
9.3 相对估值.....	21
10、风险提示.....	21

## 图目录

图 1	发行前吉贝尔股权结构图.....	5
图 2	吉贝尔研发管线图 .....	8
图 3	吉贝尔近年营业收入与归母净利润（万元） .....	8
图 4	吉贝尔与同行上市公司毛利率（2019 年 1-9 月） .....	9
图 5	吉贝尔与同行上市公司销售费用率（2019 年 1-9 月） .....	9
图 6	吉贝尔与同行上市公司管理费用率（2019 年 1-9 月） .....	10
图 7	吉贝尔与同行上市公司研发费用率（2019 年 1-9 月） .....	10
图 8	2018 年升白化学制剂、生物制剂的市场占比情况 .....	11
图 9	2018 年升白药化学制剂的市场份额 .....	12
图 10	利可君片各年销量和单价 .....	13
图 11	利可君片各年销售收入和销售比例 .....	13
图 12	药物治疗高血压治疗流程图 .....	14
图 13	尼群洛尔片各年销量和单价 .....	15
图 14	尼群洛尔片各年销售收入和销售比例（万元） .....	15
图 15	JJH201501 和阳性药血药浓度——时间曲线 .....	16
图 16	JJH201501 和阳性药主要代谢物血药浓度——时间曲线 .....	16
图 17	中国城市零售药店终端补血益气类中成药市场规模 .....	17

## 表目录

表 1	吉贝尔研发人员情况 .....	5
表 2	吉贝尔核心技术人员情况表 .....	6
表 3	吉贝尔产品基本情况 .....	6
表 4	吉贝尔产品各年销售额和比例（万元） .....	7
表 5	吉贝尔主打产品基本情况 .....	7
表 6	利可君片与聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液比较情况 .....	12
表 7	各年度主要抗高血压药的市场份额 .....	13
表 8	2017 年各补血益气中成药品种在零售药店的市场份额 .....	17
表 9	重点城市公立医院各药物市场份额 .....	18
表 10	各类治疗类风湿关节炎药物市场份额 .....	19
表 11	IPO 募集资金用途（万元） .....	19
表 12	销售预测及分拆 .....	20
表 13	DCF 估值 .....	20
表 14	相对估值 .....	21

## 1、“研产销”一体的医药高新技术企业

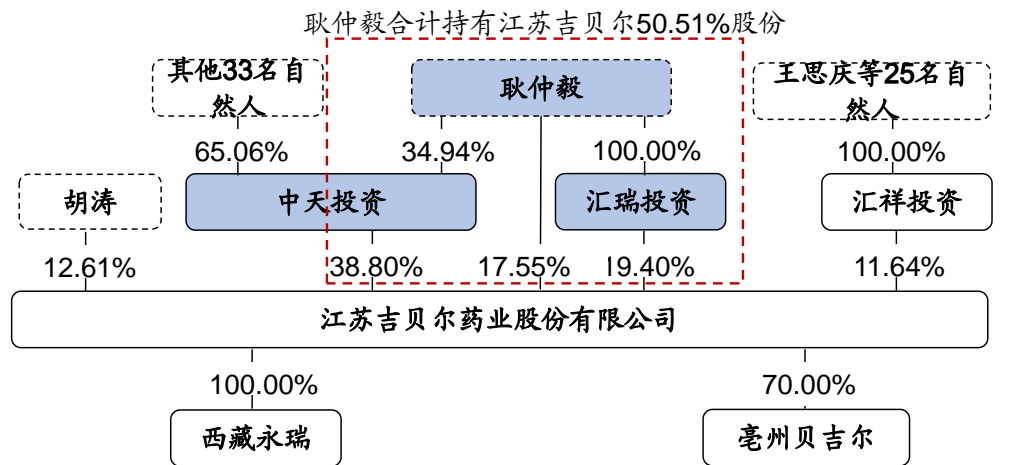
### 1.1 耿仲毅集中控股，研发团队成果丰硕

江苏吉贝尔药业股份有限公司是专业从事化学药品制剂、中成药制剂、原料药的研发、生产、销售的医药高新技术企业。

截止 2020 年 3 月，本公司控股股东为中天投资，实际控制人为耿仲毅先生；其他持股 5%以上的股东为汇瑞投资、汇祥投资、胡涛。其中，中天投资直接持有吉贝尔 38.80%股份。实际控制人耿仲毅，直接持有吉贝尔 17.55%股份，通过中天投资间接持有吉贝尔 13.56%股份，通过汇瑞投资间接持有吉贝尔 19.40%股份，合计持有吉贝尔 50.51%股份。

截止 2020 年 3 月，江苏吉贝尔拥有 2 家子公司亳州吉贝尔、西藏永瑞。亳州吉贝尔主要为中药材采购、销售，提供吉贝尔生产所需的部分原材料，吉贝尔药业持股 70%。西藏永瑞主要负责吉贝尔的市场营销工作，吉贝尔药业持有 100%股权。

图1 发行前吉贝尔股权结构图



资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

截止 2019 年 9 月 30 日，吉贝尔研发人员共有 100 人，占公司员工总数的比例为 10.88%。其中本科以上学历人数 86 人，占研发人员总数的比例为 86%。

表 1 吉贝尔研发人员情况

	人数（人）	占比
博士	2	2%
硕士	19	19%
本科	65	65%
大专及以下	14	14%
合计	100	100%

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

吉贝尔核心技术人员共有 6 人，占公司员工总数的比例为 0.65%，分别为耿仲毅、吴莹、吴修良、李海岛、秦序锋、李召广。前述人员均具有十年以上医药行业研发工作经验，董事长兼总经理耿仲毅作为各研发项目的牵头人，负责各项目的统筹领导，引导公司研发及技术发展方向，并作为专利发明人申请了多项发明专利；吴莹作为公司副总经理兼质量负责人，参与新药研发并主持质量控制工作；研究所所长吴修良为各研发项目具体实施的负责人；研究所副所长李海岛全面参与了公司在研品种抗抑郁新药、抗肿瘤新药的研发；研究所副所长秦序锋参与研发注射用 JJH201601 脂质体项目；研究所

合成主任李召广参与抗高血压原料药尼群地平申报资料的补充研究工作、研发注射用 JJH201601 原料药项目。吉贝尔其他在研项目均在前述核心技术人员领导下实施开发。

**表 2 吉贝尔核心技术人员情况表**

姓名	学历	职务	专业资质	重要科研成果及对公司研发贡献
耿仲毅	本科	董事长兼总经理	高级经济师/执业药师	负责并参与了公司多个新药项目的研发工作，申请了尼群洛尔片、抗抑郁药等相关的多项发明专利。
吴莹	本科	副总经理/质量负责人	高级工程师/执业药师	主持并参与公司所有研发项目工作及质量控制工作。
吴修良	本科	研究所所长	主任药师	主持并参与公司所有研发项目工作，其中江苏省科技攻关计划（三药）项目——尼群洛尔片已取得新药证书和生产批件并形成产业化。
李海岛	硕士研究生	研究所副所长	助理研究员	①曾主持或参与近 20 个科研项目，其中 2 个已取得生产批件；②作为发明人共申请专利 7 项，其中 3 项已获授权；③作为核心人员全面参与了公司抗抑郁新药、抗肿瘤新药等的研发，申请了多项与之相关的发明专利。
秦序锋	硕士研究生	研究所副所长	医药工程高级工程师	①在国家级、省级核心期刊发表论文数十篇；②参与研发注射用加替沙星获得浙江省“科技进步二等奖”；③参与研发注射用阿奇霉素获得浙江“省级重点新产品”；④作为发明人共申请 2 项专利；⑤参与研发依托度酸获得绍兴市“科技进步二等奖”；⑥参与研发注射用利巴韦林获得绍兴市“科技进步二等奖”；⑦参与研发注射用加替沙星获得绍兴市“科技进步二等奖”；⑧参与研发灵莲花颗粒获得湖州市“科技进步一等奖”；⑨参与公司抗肿瘤药 JJH201601 的制剂研究工作。
李召广	博士研究生	研究所合成主任	制药专业工程师	①主持并参与公司重大项目研发工作；②在国际杂志发表 7 篇 SCI 论文；③作为发明人共计申请专利 5 项

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

## 1.2 产品多元，研发管线丰富

### 1.2.1 利可君片和尼群洛尔片贡献公司主要收入

经过多年发展，吉贝尔形成了以升白药物利可君片、抗高血压复方一类新药尼群洛尔片等高新技术产品为主的多元产品系列，并正致力于治疗抑郁症、肿瘤、胃病等疾病的创新型药物的研发，以满足市场和临床用药的需求。

目前，吉贝尔的主要产品包含片剂、胶囊剂和滴眼剂三种剂型。其中：片剂产品包括利可君片、醋氯芬酸肠溶片、尼群洛尔片、细辛脑片等，胶囊剂产品主要为玉屏风胶囊和益肝灵胶囊，滴眼剂则主要包括加替沙星滴眼液和盐酸洛美沙星滴眼液等产品。

根据招股说明书（注册稿），2019 年 8 月 20 日国家医保局、人力资源社会保障部发布了最新版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2019 年版），该版医保目录自 2020 年 1 月 1 日起正式实施。本次医保目录调整，公司主要产品无调出，加替沙星滴眼液为新增品种，被纳入医保乙类目录。

**表 3 吉贝尔产品基本情况**

分类	药物名称	产品概述	医保目录（2019 版）
片剂	利可君片	本品用于预防、治疗白血球减少症及血小板减少症。	医保乙类
	尼群洛片	本品用于治疗轻中度原发性高血压。	医保乙类
	醋氯芬酸肠溶片	本品主要用于治疗由骨关节炎、类风湿性关节炎和强直性脊柱炎等疼痛或炎症，并能够有效缓解术后疼痛。	医保乙类
	细辛脑片	本品用于支气管炎和支气管哮喘。	——
胶囊剂	玉屏风胶囊	本品用于表虚不固、自汗恶风、面色皯白，或体虚易感风邪者。	医保乙类
	益肝灵胶囊	本品为保肝药，具有改善肝功能、保护肝细胞膜的作用，可用于急慢性肝炎。	医保甲类
滴眼剂	加替沙星滴眼液	本品主要用于敏感菌所引起的急性细菌性结膜炎。	医保乙类
	盐酸洛美沙星滴眼液	本品适用于治疗急、慢性细菌性结膜炎、睑缘炎、麦粒肿、睑板腺炎、泪囊炎、角膜炎和角膜溃疡等外眼部感染。	——

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所



公司在售的主要产品包括利可君片、玉屏风胶囊、盐酸洛美沙星滴眼液、尼群洛尔片和醋氯芬酸肠溶片，上述五种产品销售收入合计占主营业务收入的比例各年均超过95%。2016至2019年1-9月，该五种产品的销售收入合计分别为42830.54万元、43463.23万元、46493.72万元和38435.40万元，呈现逐年上升趋势。

**表 4 吉贝尔产品各年销售额和比例 (万元)**

类别	项目	2019年1-9月		2018年度		2017年度		2016年度	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
片剂	利可君片	29950	74.3%	34944	72.1%	31411	69.4%	30087	67.7%
	醋氯芬酸肠溶片	2714	6.7%	3646	7.5%	3597	8.0%	3318	7.5%
	尼群洛尔片	1789	4.4%	1848	3.8%	1494	3.3%	1169	2.6%
	细辛脑片	653	1.6%	737	1.5%	655	1.5%	684	1.5%
胶囊	玉屏风胶囊	2673	6.6%	4235	8.7%	4799	10.6%	6063	13.6%
	益肝灵胶囊	326	0.8%	362	0.8%	105	0.2%	34	0.1%
滴眼剂	盐酸洛美沙星滴眼液	1309	3.3%	1821	3.8%	2163	4.8%	2193	4.9%
	加替沙星滴眼液	715	1.8%	682	1.4%	588	1.3%	419	0.9%
其他	中药材及中药饮片	165	0.4%	222	0.5%	421	0.9%	474	1.1%

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

吉贝尔主打产品利可君片及尼群洛尔片的基本情况如下：

**表 5 吉贝尔主打产品基本情况**

项目	利可君片	尼群洛尔片
适应症	预防、治疗白血球减少症及血小板减少症。	治疗轻中度原发性高血压,尤其适用于高血压伴高心率患者。
产品特点	1、具有稳定升高白细胞的作用；2、体内代谢物为氨基酸类，适合长期服用；3、不良反应率属十分罕见；4、国家低价药，日均费用不超过3元，降低患者及国家医保负担；5、升白化学制剂领域市场占有率达到80%以上。	1、国内首个复方抗高血压一类新药；2、低剂量固定复方抗高血压制剂；3、两种组合作用相互协同，不良反应相互消减，疗效得到大幅提升；4、在降低血压的同时能够降低心率；5、《中国高血压防治指南》和《高血压合理用药指南》等的推荐用药。
荣誉	1、利可君原料药的独家生产企业；2、利可君国家药品标准的唯一提供企业；3、利可君片国家药品标准起草单位；4、“一种利可君制剂的质量检测方法”专利被评为江苏省优秀专利奖；5、江苏省高新技术产品。	1、国家火炬计划项目；2、共获4项发明专利授权，其中“复方抗高血压制剂”专利获得第十九届“中国专利奖”优秀奖；3、心脑血管药效学平台技术体系构建及应用”获2019上海市科学技术一等奖；4、相关高血压复方技术是“国家自然科学基金资助项目”；5、尼群洛尔片国家药品标准起草单位；6、江苏省高新技术产品。

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

### 1.2.2 研发工作如火如荼，在研药物储量丰富

根据招股说明书（注册稿），吉贝尔现有12项国家授权发明专利、1项美国授权专利，另有15项发明专利待审；取得了6个新药证书，6个高新技术产品，2个国家重点新产品；参与起草了利可君片、尼群洛尔片、醋氯芬酸肠溶片等多个产品的国家药品质量标准。

吉贝尔构建了以复方制剂研发技术、氙代药物研发技术、脂质体药物研发技术为支撑的研发技术平台，开启了一系列创新性药物的研发工作。

沃替西汀衍生物（JJH201501）是拥有自主知识产权的抗抑郁化药一类新药，获得了国内和美国的发明专利授权，于2018年7月取得了国家药品监督管理局颁发的《药物临床试验批件》，现已完成I期临床，正在开展II期临床试验。

公司拟开发为一类新药的抗肿瘤药多西他赛衍生物（JJH201601）的临床前研究结果显示，裸鼠模型药效显著提高，且毒副作用明显降低，能够消除肿瘤（抑瘤率达到99%以上），停药后观察期内未发现肿瘤复发，该结果在肺癌A549、肝癌HepG2和胰腺癌Panc-1模型得以验证。

此外，拟开发为一类新药的在研创新药物还有抗胃酸药沃诺拉赞衍生物（JJH201701）、治疗胆囊炎胆结石药物牛磺熊去氧胆酸衍生物（JJH201801）、治疗干眼症药物 Lifitegrast 衍生物、减肥药盐酸氯卡色林衍生物以及降糖药——桑酮碱胶囊等。

**图2 吉贝尔研发管线图**

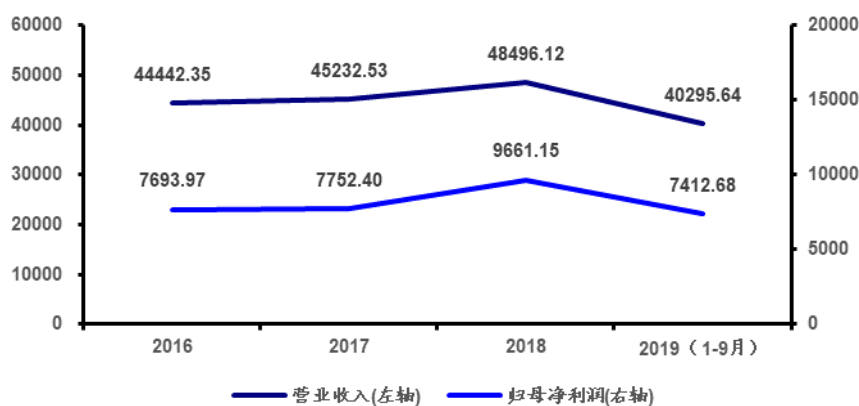
在研药物/候选化合物	适应症	累计投入 (万元)	项目可行性分析	早期化合物筛选及构效关系研究	新药项目立项	候选化合物成药性初步评估	候选化合物工艺开发与优化	临床前研究	新药临床申请	I期临床	II/III期临床
沃昔西汀衍生物 (JJH201501)	抑郁症	2,953.88	2013.10-2014.05		2014.05		2014.07-2018.03		2018.07 获批临床	2018.12 首次给药	2019.11 开展二期
多西他赛衍生物 (JJH201601)	肿瘤	1,471.66	2016.03-2017.11		2016.04		2017.11-至今				
沃诺拉赞衍生物 (JJH201701)	胃酸分泌	402.67	2015.01-2015.06		2015.07	2015.07-至今					
牛磺熊去氧胆酸衍生物 (JJH201801)	胆囊炎胆结石	188.74	2017.01-2018.01		2018.02	2018.10-至今					
桑酮碱胶囊	糖尿病	1,023.02			2011.01	2011.02-至今					
Lifitegrast衍生物	干眼症	366.28	2015.05-2016.09		2017.04	2017.04-至今					
盐酸氯卡色林衍生物	肥胖症	740.87	2012.12-2013.12		2014.02	2014.03-至今					

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

### 1.3 吉贝尔毛利率和研发投入均高于同行均值

#### 1.3.1 毛利率维持较高水平，高于同行均值

吉贝尔营业收入与归母净利润均逐年稳步上升。2016至2019年1-9月，吉贝尔营业收入分别为44442.35万元，45232.53万元，48496.12万元，40295.64万元，归母净利润为7693.97万元，7752.40万元，9661.15万元，7412.68万元。

**图3 吉贝尔近年营业收入与归母净利润（万元）**


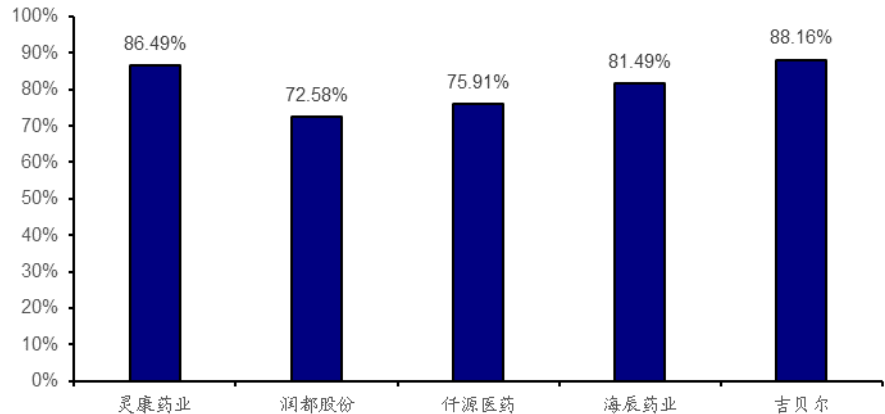
资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

吉贝尔毛利率维持较高水平，2016年、2017年、2018年和2019年1-9月综合毛利率分别为84.56%、85.14%、86.77%和88.16%，主要系公司基于自身研发实力及市场需求，选择了技术门槛较高、市场空间较大的品种开展研发与生产，作为国内利可君及尼群洛尔片的独家生产企业，公司将进一步紧盯终端用户的市场环境、准确把握产品的生命周期，对新老产品、不同客户群体实施差异化销售策略，以进一步提升市场地位，维持毛利率较高水平。



与同行业上市公司的毛利率水平相比较,公司的毛利率高于同行业上市公司平均水平,主要因为公司所售药品品种及产品组合与同行业上市公司的差异形成的。2016至2019年1-9月,公司主要产品利可君片在各省市的中标价略有提高,同时,公司各年来自于利可君片单一产品的收入占销售收入比重约70%,因此对于公司毛利率保持较同行业上市公司略高的水平起到了积极的作用。

图4 吉贝尔与同行上市公司毛利率(2019年1-9月)

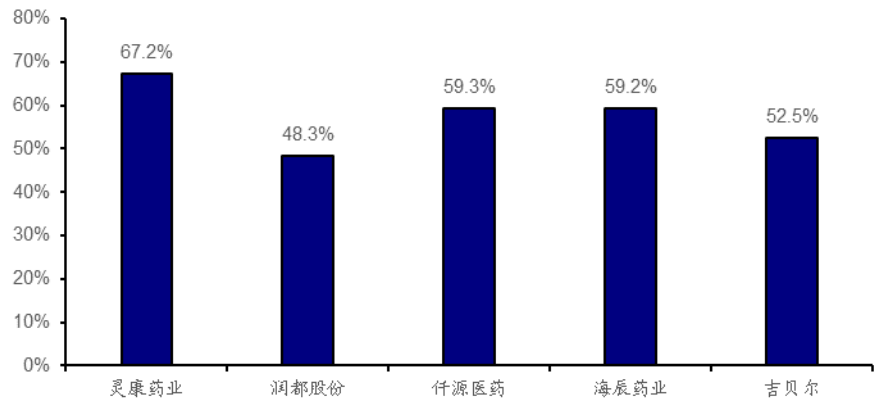


资料来源: 招股说明书(注册稿), 海通证券研究所

### 1.3.2 研发投入逐年增加, 现已高于同行平均

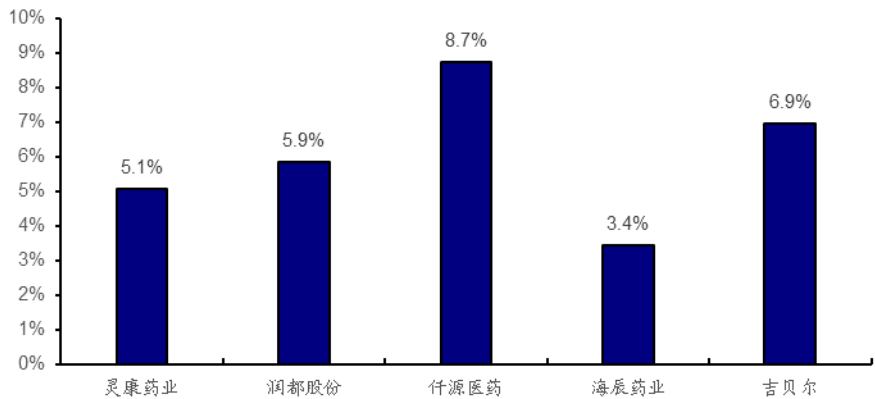
2016年公司销售费用率高于同行业上市公司水平, 2017年、2018年和2019年1-9月与同行业基本接近, 主要系自2016年起, 随国家两票制政策的推行, 减少了流通环节, 同行业公司逐步增加了市场推广及终端开发力度。

图5 吉贝尔与同行上市公司销售费用率(2019年1-9月)



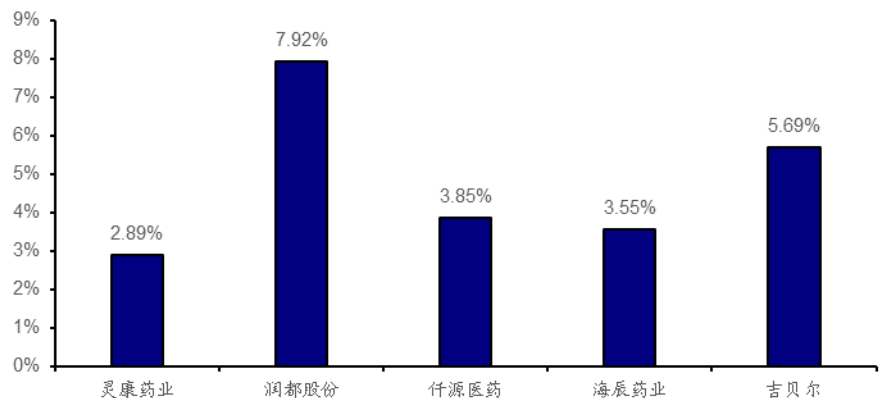
资料来源: 招股说明书(注册稿), 海通证券研究所

与同行业上市公司相比, 2016年度, 公司管理费用占营业收入比例低于同行业上市公司水平, 主要系灵康药业2016年整体收入规模较小而导致管理费用率较高; 2017年度、2018年度和2019年1-9月, 公司管理费用占营业收入比率略高于行业平均水平。

**图6 吉贝尔与同行上市公司管理费用率（2019年1-9月）**


资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

2016至2018年度，公司研发费用占营业收入比率略低于同行业上市公司水平。公司充分考虑到医药行业新产品研发特点以及民营医药企业自身基础研发资源的局限性，重视自身创新的同时，积极开展与高校和科研院所的技术合作。项目研发前期公司仅需向合作方支付基础研究经费，故2016至2019年1-9月公司研发投入总额相对较低，但随着临床研究的逐渐开展，公司研发投入将逐渐增长。公司已进入II期临床的抗抑郁新药JJH201501在2016至2019年1-9月的累计投入已超过2500万元，抗肿瘤新药JJH201601在2016至2019年1-9月累计投入也已近1500万元。2019年1-9月，公司研发费用占营业收入比率已高于同行业上市公司水平。

**图7 吉贝尔与同行上市公司研发费用率（2019年1-9月）**


资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

## 2、物美价廉的口服升白化学药品制剂——利可君片

### 2.1 升白药物市场规模较大，利可君片由吉贝尔独家生产、销售

随着人口老龄化及肿瘤病人的逐渐增加，升白药物的市场潜力巨大。根据招股说明书（注册稿）援引米内网对全国重点城市公立医院用药情况的统计，近年来升白药物销售逐年增加，由2013年的7.87亿元增长到2018年的16.31亿元，复合增长率为15.69%。

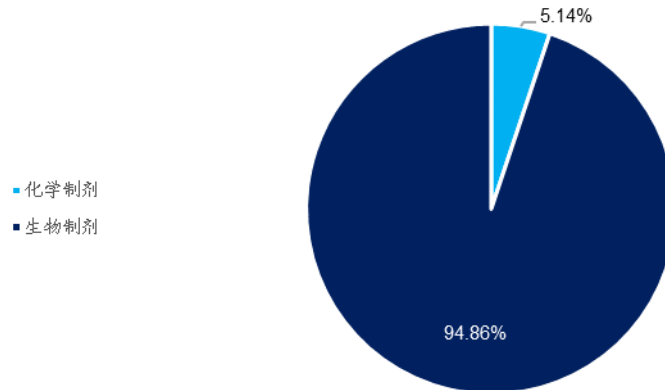
利可君片是主要用于预防、治疗白细胞减少症的化学药品制剂。利可君片面对各类升白药的激烈竞争，在口服升白化药领域占据80%以上的市场份额。根据招股说明书（注册稿）援引国家药品监督管理局网站的信息，共有17家生产企业取得19项利可君片相关的生产批件，除吉贝尔外，其他企业未公开披露利可君片的生产情况；米内网数据库显示，国内终端医院利可君片的销售均由吉贝尔实现，市场上不存在其他生产企业销售利可君片的情形。

**吉贝尔独家生产、销售利可君片。**公司是唯一拥有利可君原料药生产资质（药品批准文号：国药准字 H32025409）的企业，且未查询到国外生产利可君原料药企业的相关信息。公司生产的利可君原料药仅为自用，不存在对外销售的情形，亦不存在委托或其他生产企业合作生产利可君原料药或制剂的情况。根据《药品管理法》“禁止使用未按照规定审评、审批的原料药生产药品”的规定，公司既是利可君原料药的独家生产企业，也是唯一有能力实际生产和销售利可君片的企业。

## 2.2 利可君不良反应率极低，在化药市场占据绝对领先地位

在升白药物领域，2016 年度至 2018 年度生物制剂的市场份额占分别为 90.88%、93.25%和 94.86%，化学制剂市场占比较低。

图8 2018 年升白化学制剂、生物制剂的市场占比情况



资料来源：招股说明书（注册稿），米内网，海通证券研究所

**生物制剂价格高昂，造成化药市场份额小于生物制剂。**以利可君片为代表的升白药化学制剂价格远低于生物制剂（以主流的聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液为例，2018 年平均中标价 1724.94 元/支），由于二者在价格上的差距，尽管化学制剂的销量逐年增长，但总体市场份额小于生物制剂。

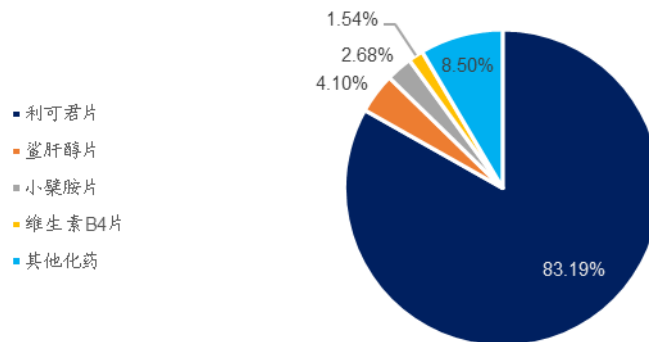
**相比于聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液，利可君片物美价廉、不良反应极低。**利可君片的适应症、应用场景、使用方法均与主流生物制剂存在差异，利可君片与升白生物制剂不属于竞争产品。同时，生物制剂存在不良反应多、价格昂贵等问题，不适合长期使用；利可君片疗效显著、不良反应十分罕见且为国家低价药，不存在被生物制剂替代或淘汰的风险。利可君片与主流的生物制剂比较情况如下：

**表 6 利可君片与聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液比较情况**

	利可君片	聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液
适应症	预防、治疗白血球减少症及血小板减少症。	适用于非骨髓性癌症患者在接受易引起临床上显著的发热性中性粒细胞减少症发生的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染的发生率。
应用场景	用于内分泌科、精神科、传染科、血液科、肿瘤科等科室中预防和治疗白细胞减少。	主要用于肿瘤科病人因放化疗引起的中性粒细胞急剧下降的治疗。
不良反应	<b>尚未发现有关不良反应报道。</b> 根据国家药品不良反应监测中心数据反馈，利可君片 2016 年不良反应发生率为 0.030/10000，2017 年不良反应发生率为 0.023/10000，2018 年不良反应发生率为 0.023/10000，该药不良反应发生率属于十分罕见。	<b>不良反应多。</b> 1、骨骼肌肉痛；2、便秘、恶心、呕吐、腹泻、纳差；3、乏力、发热、头晕、失眠、心率及心律紊乱；4、具有潜在的免疫原性。据国外同类药物研究报道，还可能引起以下极少见不良反应：脾破裂、急性呼吸窘迫综合征、严重过敏反应、镰状细胞反应、对肿瘤恶性细胞生长的潜在刺激反应。
2018 年平均中标价	<b>低价药：47.28 元/盒</b>	<b>价格昂贵：1,724.94 元/支</b>

资料来源：米内网数据库，药品说明书，招股说明书（注册稿），海通证券研究所

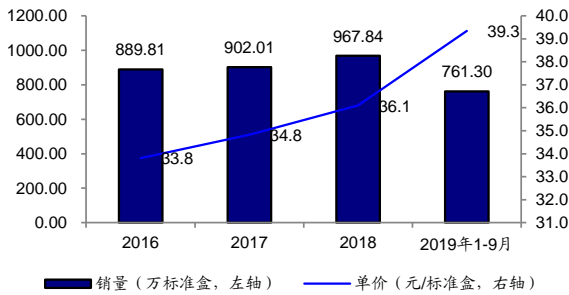
化学制剂领域，主流的升白药物包括利可君片、鲨肝醇片、维生素 B4 片、小檗胺片等。利可君片以其升白功能稳定、毒副作用低的特点，再加上产品使用方便、价格低廉的优点，已成为临床上普遍推广应用的升白药物。利可君片作为升白化药的代表性药品，与其他升白化药相比在市场上处于绝对领先地位，在 2018 年占据 83.19% 的市场份额。

**图 9 2018 年升白药化学制剂的市场份额**


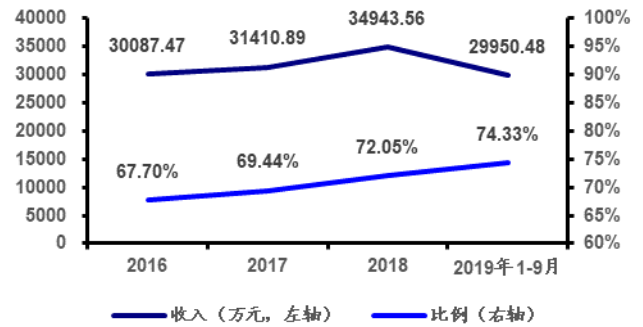
资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

### 2.3 利可君片的销量及销售额均稳步增长

2016 年度至 2019 年 1-9 月，利可君片的销售额分别为 3.0 亿元、3.1 亿元、3.5 亿元、3.0 亿元，销售占比从 67.70% 增至 74.33%。销量也从 2016 年的 889.81 万盒增至 2018 年的 967.84 万盒。

**图10 利可君片各年销量和单价**


资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

**图11 利可君片各年销售收入和销售比例**


资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

### 3、国内首个一类复方抗高血压新药——尼群洛尔片

#### 3.1 抗高血压市场增长，尼群洛尔片前景可观

尼群洛尔片为化学药品制剂，是国内首个一类复方抗高血压新药，用于治疗轻中度原发性高血压，更适用于轻中度高血压合并心率加快患者。

根据招股说明书（注册稿）披露，在我国，随着人口老龄化的到来，高血压患病率逐年上升。根据中国疾病预防控制中心慢病防控中心的调查，我国18岁及以上居民高血压患病率为33.5%，60岁及以上老人高血压患病率为66.9%，而18岁及以上居民的高血压知晓率仅为35.7%。高血压的高发病率推动了抗高血压药物市场销售规模的稳步增长。根据招股说明书（注册稿），援引南方所、米内网发布的《抗高血压药物市场研究报告》统计数据，2013年国内公立医疗机构抗高血压药物销售规模为303.62亿元，至2018年该销售额增长至551亿元，期间年复合增长率达到12.66%。

高血压是脑卒中和冠心病发病的主要危险因素，我国有超过半数的心脑血管病发病与高血压有关。高血压疾病的治疗及控制已刻不容缓，而诸多降压药物的推出也为高血压患者的病情缓解、治愈提供帮助，未来随着我国人口老龄化和社会城市化的不断进展，高血压的患病率还会进一步升高，届时将对降压药物形成更大的需求。

根据招股说明书（注册稿），援引米内网重点城市样本医院数据，抗高血压药物销售前十均为外企原研产品，苯磺酸氨氯地平片、硝苯地平控释片、缬沙坦氨氯地平片、缬沙坦胶囊等抗高血压药物的销售名列前茅，各年度主要抗高血压药的市场份额情况如下：

**表7 各年度主要抗高血压药的市场份额**

药品名称	生产厂家	2018年	2017年	2016年
苯磺酸氨氯地平片	辉瑞	8.95%	8.82%	8.66%
硝苯地平控释片	拜耳	7.62%	7.40%	7.45%
缬沙坦氨氯地平片	诺华	6.21%	6.30%	5.77%
缬沙坦胶囊	诺华	5.86%	6.41%	6.54%
琥珀酸美托洛尔缓释片	阿斯利康	5.78%	5.59%	5.37%
厄贝沙坦片	赛诺菲	3.95%	3.84%	3.80%
氯沙坦钾片	默沙东	3.56%	3.77%	3.95%
培哌普利叔丁胺片	施维雅	3.02%	2.92%	2.80%
富马酸比索洛尔片	默克雪兰诺	2.95%	3.10%	3.14%
苯磺酸左旋氨氯地平片	施慧达药业集团 (吉林)	2.71%	3.18%	3.77%
尼群洛尔片	吉贝尔	0.03%	0.03%	0.03%

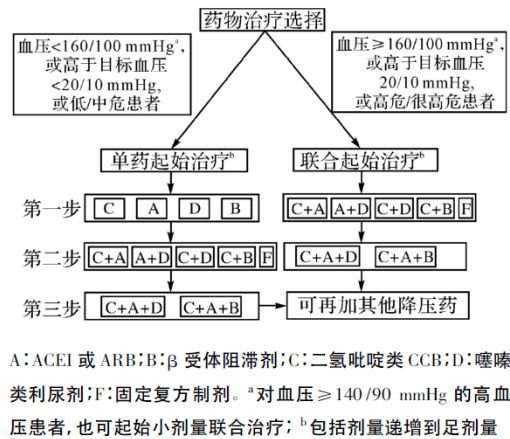
资料来源：米内网，招股说明书（注册稿），海通证券研究所

高血压作为影响范围较广的常见慢性疾病，是当前医药研究的重点领域，抗高血压药物的市场规模亦逐年增长。2016至2019年1-9月，尼群洛尔片的市场份额较为稳定，和市场上主要的品种差距较大，随着尼群洛尔片入选国家医保目录，公司预计尼群洛尔片增长前景可观。

### 3.2 产品特点：双机制协同降压+最佳剂量比，降压疗效显著

尼群洛尔片主要成份由低剂量二氢吡啶类钙通道阻滞剂（尼群地平）与β受体阻滞剂（阿替洛尔）组成，通过微粉化技术制备而成的复方制剂，属于国内外独创。根据《中国高血压防治指南》（2018年修订版），尼群洛尔片作为国内唯一由钙通道阻滞剂（CCB）和β受体阻滞剂组成的低剂量固定复方抗高血压制剂，可用于高血压的一二三线治疗。

图12 药物治疗高血压治疗流程图



资料来源：中国高血压防治指南(2018年修订版)、海通证券研究所

产品具有多重特点：首先，采用双机制协同降压，不良反应得到相互消减，疗效也得到大幅提升。钙通道阻滞剂具有的扩张血管和轻度增加心率的作用，恰好抵消β受体阻滞剂的收缩血管及减慢心率的作用。其次，产品通过优选最佳剂量比，能够深度发挥协同降压作用。I、II、III期临床试验结果显示，大约80%的患者每日服药1次，能够达到满意的降压效果，还有20%左右患者加量后疗效显著提高。再次，产品剂量低于临床单药常用剂量，因此不良反应更少。

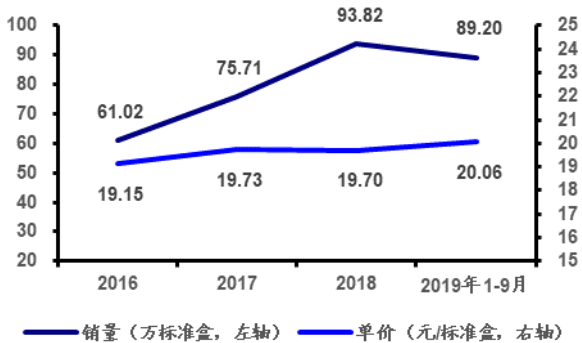


### 3.3 尼群洛尔片销售逐年递增，发展势头良好

尼群洛尔片为公司目前产品中唯一一个属于国家一类新药的药品，于2009年1月取得药品注册批件并上市，新药证书由公司和解放军第二军医大学共同持有。尼群洛尔片销量逐年增加，2016年度至2019年1-9月，尼群洛尔片的销售量从61.02万盒增至89.20万盒，销售价格维持稳定。

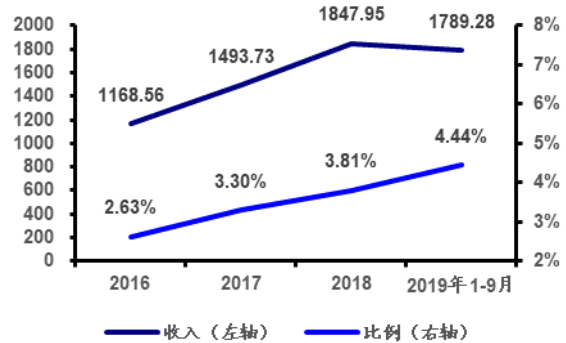
尼群洛尔片销量逐年增加，其销售收入亦呈现出了逐年上升的良好趋势。2016年度至2019年1-9月，尼群洛尔片的销售额分别为1168.56万元、1493.73万元、1847.95万元、1789.28万元，销售占比从2.63%增至4.44%。

图13 尼群洛尔片各年销量和单价



资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

图14 尼群洛尔片各年销售收入和销售比例（万元）



资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

## 4、抗抑郁化药一类新药——沃替西汀衍生物

### 4.1 抑郁症市场呈明显上升态势，SSRIs 和 SNRIs 类抗抑郁药占据市场

根据招股说明书（注册稿）援引世界卫生组织 WHO 公布的调查结果，2015 年全球范围内约有 4.4% 的人罹患抑郁症，患者已达 3.22 亿人，有 13%-20% 的人一生中曾有过 1 次抑郁考验，每年有近 80 万人因抑郁症而自杀，抗抑郁症正在成为一个严重的全球问题。随着人民生活工作节奏加快，竞争的日渐加强，人们的心理压力也逐渐加大，抑郁症患者日趋增多。与此同时，全球抗抑郁药物市场规模扩大，根据招股说明书（注册稿）援引米内网统计数据预测，预计 2020 年全球抗抑郁药物市场销售规模将达到 140 亿美元。

根据招股说明书（注册稿），在国内，抑郁症正呈明显上升态势，我国卫生部门已将抑郁症列为今后的防治工作的重点。与高发病率形成鲜明反差的是，目前全国地市级以上医院对抑郁症的识别率不到 20%，而现有的抑郁症患者中，只有不到 10% 的人接受了相关药物治疗。抑郁症在我国造成的直接经济负担约为 141 亿元，间接经济损失约 481 亿元，总经济负担达到 622 亿元。随着抑郁症逐渐引起重视，国内抗抑郁药物的市场规模逐年保持快速增长趋势。根据南方所、米内网发布的《抗抑郁症药物市场研究报告》显示，2013 年国内抗抑郁药物市场销售额为 40.49 亿元，2018 年市场规模增长至 81.28 亿元，期间年复合增长率达 14.95%。

### 4.2 帕罗西汀、文法拉辛药效不佳，沃替西汀治疗导致诸多不良反应

**帕罗西汀、文拉法辛等抗抑郁药效不佳：**药物治疗是治疗抑郁症的主要手段。以帕罗西汀为代表的选择性 5-羟色胺(5-HT)再摄取抑制剂（SSRIs）与以文拉法辛为代表的 5-羟色胺及去甲肾上腺素双重再摄取抑制剂（SNRIs）是目前临床评价较好的抑郁症治疗药物。但这些药物起效慢、复发率高，且会引起失眠、性功能障碍与体重波动等治疗相关性不良反应。

体内研究表明，沃替西汀是一种新型的抗抑郁药物，安全性和耐受性较好，不良反

应发生率低。沃替西汀不仅能有效治疗抑郁症，并且能有效改善焦虑症状，还显示对患者的认知功能有一定改善作用。

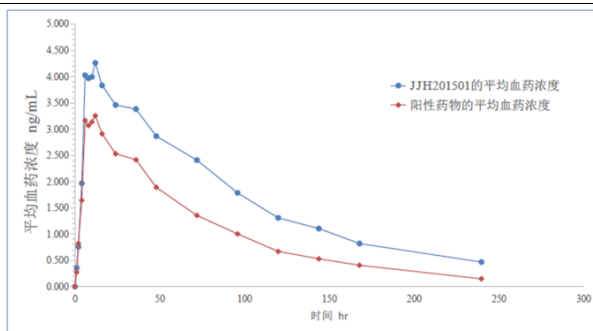
**沃替西汀抗抑郁药也存在药物不良代谢问题：**由于在使用沃替西汀进行治疗时，通常为了达到治疗效果而加大用药剂量，从而导致产生很多药物不良代谢问题，由于药物通过不良代谢反应产生的活性代谢物通常是药物产生毒性和其他副作用的重要因素，因而在治疗过程中会对人体产生较多副作用，使用沃替西汀治疗过程中会使患者产生的不良反应有：恶心、呕吐、腹泻、头痛和头晕以及性功能障碍、潜在的心血管效应等。

### 4.3 沃替西汀衍生物药效优势明显：副作用低+促进神经元增生+半衰期增加

因此公司对沃替西汀进行结构改造。一类新药 JJH201501 是一种新型的多受体作用机制的抗抑郁药，主要通过抑制脑内 5-羟色胺能神经末梢对 5-HT 的再摄取、部分抑制肾上腺素能神经元和多巴胺神经元对 NA 和 DA 的再摄取、作用于 5-HT1 受体、促进脑内神经元的增生而发挥综合作用。

**JJH201501 副作用低+促进神经元增生+半衰期增加：**动物药效试验研究显示，一类新药 JJH201501 具有明显的抗抑郁作用，副作用明显低于临床一线用药文拉法辛；一类新药 JJH201501 能够促进脑内神经元的增生，具有明显改善学习记忆的作用，该作用优于沃替西汀，且文拉法辛无此作用；药代研究试验表明，相比 JJH201501，沃替西汀在动物体内代谢较快，半衰期较短，JJH201501 在动物体内半衰期有增加趋势。

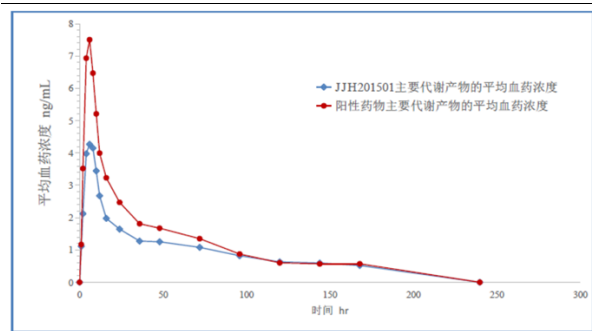
图15 JJH201501 和阳性药血药浓度——时间曲线



图：JJH201501 和阳性药血药浓度——时间曲线

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

图16 JJH201501 和阳性药主要代谢物血药浓度——时间曲线



图：JJH201501 和阳性药主要代谢物血药浓度——时间曲线

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

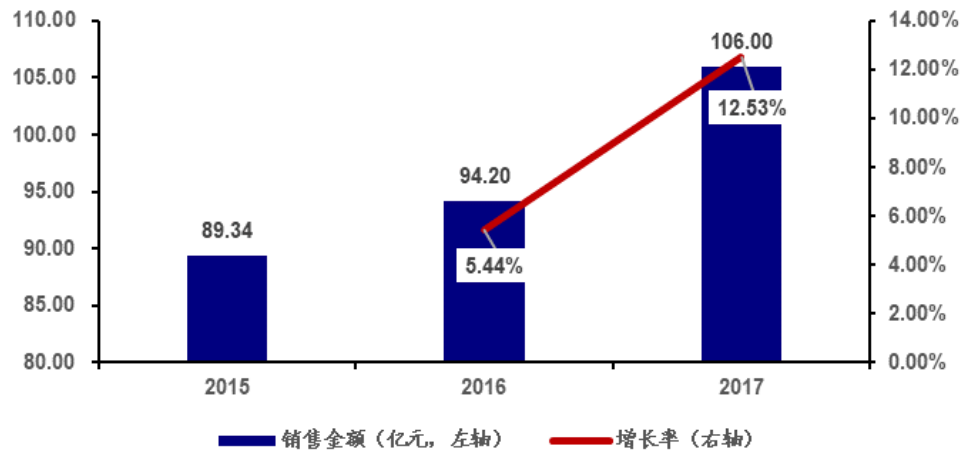
与阳性对照药物相比，单次给药 JJH201501 可明显延长药物在人体内的半衰期，延长药物体内滞留时间，提高药物在体内的血药浓度以及 AUC，减慢药物在体内的代谢速度，药物与主要代谢产物的体内 AUC 比值远高于阳性对照药物。

公司预计，一类新药 JJH201501 在药效、药代动力学等方面比目前临床相关用药均有明显改善，均有明显优势，有望成为新型抗抑郁症药物。

## 5、 玉屏风胶囊：公司独家补血益气类中成药

### 5.1 补气补血类药品市场规模扩增，玉屏风胶囊有较大增长空间

随着中国进入老龄化社会，现代社会人们的养生保健意识逐渐加强，我国补气补血类药品市场规模迅速增长。根据招股说明书（注册稿）援引米内网统计的数据，我国城市零售药店终端补气补血类中成药市场规模由 2015 年的 89.34 亿元增长至 2017 年的 106 亿元，规模约为医院终端的两倍，有 10 个补气补血品种销售额突破 1 亿元。

**图17 中国城市零售药店终端补血益气类中成药市场规模**


资料来源：招股说明书（注册稿），米内网，海通证券研究所

零售药店受消费者欢迎的补血益气中成药包括阿胶、复方阿胶浆、益安宁丸、阿胶补血口服液、玉屏风颗粒、黄芪颗粒、黄芪精、气血康口服液、归脾丸、归脾颗粒等产品，其中东阿阿胶的复方阿胶浆、同溢堂药业的益安宁丸、国药广东环球制药的玉屏风颗粒及浙江爱生药业的归脾颗粒为独家品种。

**表 8 2017 年各补血益气中成药品种在零售药店的市场份额**

药品名称	生产厂家	市场份额
复方阿胶浆	东阿阿胶	14.9%
益安宁丸	同溢堂药业	5.9%
玉屏风颗粒	国药广东环球制药	1.3%
归脾颗粒	浙江爱生药业	1.0%
玉屏风胶囊	吉贝尔	0.6%

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

公司的产品玉屏风胶囊市场占有率较低，相同配方不同剂型的玉屏风颗粒 2017 年销售额超过 1.32 亿，公司认为玉屏风胶囊仍有较大增长空间。

## 5.2 玉屏风胶囊技术工艺优势：干法制粒稳定性好、仿制难度高

目前，公司的玉屏风胶囊是市场独家中药品种。公司通过优化中药的提取工艺，而无需添加任何辅料，以干法制粒直接灌装成胶囊剂，稳定性得到提高。

该产品通过水煮醇沉、高效浓缩、喷雾干燥，不添加任何辅料，干法制粒直接灌装成胶囊剂，同时提高药品的稳定性。与其他剂型相比，便于携带，服用方便，而且稳定性好。

临床应用上，玉屏风胶囊能有效改善慢性阻塞性肺疾病（COPD）稳定期肺气虚证患者的病情严重程度，减少其急性加重次数。玉屏风胶囊对治疗过敏性鼻炎具有疗效好，不良反应发生率低，复发率低等优点；联合枸橼地氯雷他定片治疗过敏性鼻炎具有确切疗效，且复发率相对较低，能够长期稳定患者病情。玉屏风胶囊在治疗儿童慢性扁桃体炎、儿童变应性鼻炎、小儿咳嗽变异性哮喘、小儿反复呼吸道感染、小儿反复呼吸道感染等方面都有确切疗效。

玉屏风胶囊原为中药二类保护品种，且制作工艺难以仿制。根据招股说明书（注册稿），按照 2008 年国家食品药品监督管理局《中药注册管理补充规定》（第十一条）要求“仿制药的注册申请，应与被仿制药品的处方组成、药材基原、生产工艺（包括药材前处理、提取、分离、纯化等）及工艺参数、制剂处方保持一致，质量可控性不得低于被仿制药品。如不能确定具体工艺参数、制剂处方等与被仿制药品一致的，应进行对比研

究，以保证与被仿制药品质量的一致性，并进行病例数不少于 100 对的临床试验或人体生物等效性研究。”此项规定对中药仿制药物的标准设置了较高的要求，而且中药制剂工艺复杂，成分多样，都给其他药企对玉屏风胶囊的仿制增加了诸多困难。

## 6、 盐酸洛美沙星滴眼液：公司眼部感染核心产品之一

盐酸洛美沙星滴眼液主要用于治疗急、慢性细菌性结膜炎、睑缘炎、麦粒肿、睑板腺炎、泪囊炎、角膜炎和角膜溃疡等外眼部感染。该产品抗菌谱较广，适用于多种病菌感染；通过添加玻璃酸钠，药物黏度得到有效提高，延长了滴眼液在眼中的停留时间，并阻止滴眼液通过鼻泪管流向口腔，提升产品疗效，增加舒适度。

抗感染滴眼液主要用于眼部炎症，包括角膜感染性疾病和结膜感染性疾病等眼科常见、多发疾病。人类接收的外界信息中 80% 以上通过视觉系统进行获取，因此眼科疾病对个人及家庭造成的损失与伤害非常巨大。目前，眼科疾病已成为继肿瘤、心血管疾病之后严重危害及影响人们生存质量的第三大疾病，部分眼科疾病如果不能得到及时有效的治疗将导致失明。

随着国内眼科疾病患者人群的不断增长，眼科用药市场需求保持了稳定增长的趋势。根据招股说明书（注册稿）援引米内网 2018 年发布的《眼科用药市场研究报告》统计数据，2013 年国内公立医疗机构化学药眼科用药市场销售额为 46.54 亿元，至 2018 年该市场规模增长至 95.52 亿元，期间年复合增长率达到 15.47%，而 2018 年的用药增速达到了 15.95%，在药品销售增速整体放缓的市场大环境下，眼科用药仍然呈现出强劲的市场需求

与加替沙星滴眼液及盐酸洛美沙星滴眼液适应症类似的产品包括左氧氟沙星滴眼液、普拉洛芬滴眼液、妥布霉素地塞米松滴眼液。

表 9 重点城市公立医院各药物市场份额

药品名称	生产厂家	2018 年
左氧氟沙星滴眼液	参天制药	6.43%
普拉洛芬滴眼液	日本千寿制药	2.42%
加替沙星滴眼液	吉贝尔	0.07%
盐酸洛美沙星滴眼液	吉贝尔	0.19%

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

国内眼科用药市场仍被参天制药、千寿制药等外国企业占据主要市场份额，国产眼药水具有庞大的进口替代潜力。

## 7、 非甾体类抗炎药——醋氯芬酸肠溶片

### 7.1 类风湿关节炎化学药市场扩大，醋氯芬酸临床效果好

根据招股说明书（注册稿），我国公立医疗机构类风湿关节炎化学药的销售由 2013 年的 242.81 亿元增长至 2018 年的 392 亿元，复合增长率达到 10.05%。

非甾体类抗炎药和特异性抗风湿类药物是治疗关节炎主要的消炎镇痛药，其中非甾体类抗炎药占绝大部分，是治疗类风湿关节炎、骨关节炎、强直性脊柱炎等疾病的一线用药。

醋氯芬酸肠溶片为化学药品制剂，主要用于治疗由骨关节炎、类风湿性关节炎和强直性脊柱炎等引起的疼痛和炎症，并能够有效缓解术后疼痛。该药品为非甾体类抗炎药，具有抗炎、镇痛作用，其作用机理主要是通过抑制环加氧酶活性，从而使前列腺素合成减少。该药品属于肠溶片，可减少药物对胃粘膜的刺激，口服吸收迅速且完全，生物利用度几乎达到 100%，具有良好的临床效果。



## 7.2 醋氯芬酸具有较大的市场增长空间

治疗类风湿关节炎的主要用药包括氟比洛芬酯注射液、吗替麦考酚酯胶囊、注射用帕瑞昔布钠、吗替麦考酚酯片、鹿瓜多肽注射液。

表 10 各类治疗类风湿关节炎药物市场份额

药品名称	生产厂家	2018 年
氟比洛芬酯注射液	北京泰德制药	13.82%
吗替麦考酚酯胶囊	罗氏	6.64%
注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白	三生国健药业（上海）	4.78%
注射用帕瑞昔布钠	辉瑞	4.45%
吗替麦考酚酯片	杭州中美华东制药	4.28%
氟比洛芬凝胶贴膏	北京泰德制药	3.86%
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	辉瑞	3.63%
环孢素软胶囊	杭州中美华东制药	2.86%
塞来昔布胶囊	G.D.Searle	2.73%
鹿瓜多肽注射液	誉衡制药	2.50%
醋氯芬酸肠溶片	吉贝尔	0.09%

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

根据招股说明书（注册稿），随着类风湿关节炎用药市场规模的逐年增长，公司的醋氯芬酸肠溶片销量亦呈增长态势，由于销售额绝对值较其他产品差距较大，市场占有率较低，因此随着市场规模的增长，对应的市场份额增长不明显，但具有较大的增长空间。

## 8、 募集资金投入药品科技创新领域，未来可期

公司本次拟发行不超过 4673.54 万股人民币普通股（A 股）股票，募投金额 6.9 亿元，本次募集资金将全部投向现有产品及在研产品所属的科技创新领域。

**募投资金用于生产基地建设、研发中心建设、新药研发。**生产基地建设项目拟新建生产车间以扩大利可君片、尼群洛尔片等产品的生产能力，同时进一步提高产品质量、优化生产效率；研发中心的建设将提高公司在创新药物领域的研究能力，在对已有产品进行工艺的改进同时向更多领域的药品展开研究及探索；新药研发项目拟将资金投入抗抑郁药、抗肿瘤药的临床前研究及临床试验，项目实施后将有力推动研发进度，尽快推出造福患者的创新药物，保障公司形成稳定的产品梯队。

表 11 IPO 募集资金用途（万元）

项目名称	投资总额	募投金额
利可君片、尼群洛尔片、玉屏风胶囊、盐酸洛美沙星滴眼液、益肝灵胶囊等生产基地（新址）建设项目	47378	44254
研发中心（新址）建设项目	8418	7926
国家一类抗抑郁新药（JJH201501）、国家一类抗肿瘤新药（JJH201601）研发与试验项目	19675	16819
合计	75471	69000

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

## 9、 盈利预测及估值

### 9.1 业务分拆预测

- **利可君片：**是一款化药的升白药，未来升白领域的用药趋势应是聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液等生物药，所以预计利可君增长两年达到 4.7 亿规模后将走下坡路

- **醋氯芬酸肠溶片**: 样本医院销售额已经从 2019 年开始下降
- **复尼群地平+阿替洛尔**: 2009 年上市, 近年增速维持在 20% 左右, 2018 年销售额约 0.18 亿, 预计峰值在 0.66 亿
- **细辛脑片、玉屏风胶囊、益肝灵胶囊**: 中成药, 收入已经开始下滑
- **盐酸洛美沙星滴眼液**: 1998 年上市, 已经开始负增长
- **加替沙星滴眼液**: 1998 年上市, 减速增长
- **沃替西汀衍生物**: 以帕罗西汀为 benchmark, 帕罗西汀 2019 年 pdb 销售额约 2 亿元, 推测整体销售额约为 8 亿元, 沃替西汀临床数据更佳, 因为推测其峰值为 12 亿元, 研发成功率约为 70%, 因此销售预测峰值定为 8.9 亿左右。
- **总收入**: 加总以上收入, 预计吉贝尔 2028 年达到 12.53 亿销售规模。

**表 12 销售预测及分析**

单位: 百万	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
总收入	444	452	485	521	565	592	618	692	812	979	1131	1223	1253
增速(%)		2%	7%	7%	8%	5%	4%	12%	17%	21%	15%	8%	2%
总成本	69	67	64	63	66	68	69	83	104	129	144	144	132
成本/收入	15%	15%	13%	12%	12%	11%	11%	12%	13%	13%	13%	12%	11%
总毛利	376	385	421	457	498	524	549	609	708	851	987	1078	1121
毛利率	85%	85%	87%	88%	88%	89%	89%	88%	87%	87%	87%	88%	89%
利可君片收入	301	314	349	384	423	445	468	469	446	402	342	274	206
醋氯芬酸肠溶片收入	33	36	36	36	34	32	31	29	28	26	25	24	23
尼群洛尔片收入	12	15	18	22	26	31	36	41	47	52	57	63	66
细辛脑片收入	7	7	7	7	6	6	6	5	5	5	5	4	4
玉屏风胶囊收入	61	48	42	38	33	29	25	22	18	15	13	10	8
益肝灵胶囊收入	0	1	4	10	18	24	29	31	33	33	34	34	34
盐酸洛美沙星滴眼液收入	22	22	18	16	15	13	12	10	9	8	7	6	5
加替沙星滴眼液收入	4	6	7	8	10	11	13	14	16	17	18	19	20
沃替西汀衍生物* 研发成功率	0	0	0	0	0	0	0	70	210	420	630	788	886
其他主营业务收入	5	4	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

资料来源: 招股说明书(注册稿), 海通证券研究所

## 9.2 DCF 估值

### 关键假设

- **WACC**: 8.4%
- **TV 增长率**: 3%

**表 13 DCF 估值**



单位: 百万	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	113.7	126.0	133.8	141.4	153.1	173.0	214.8	252.7	284.6	307.3
所得税税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
息前税后利润 (NOPLAT)	96.6	106.9	113.9	120.2	130.2	147.1	182.6	214.8	242.0	261.3
加: 折旧与摊销	13.6	15.1	16.0	16.9	18.3	20.7	25.7	30.2	34.0	36.7
减: 营运资金的增加	7.6	8.4	8.9	9.4	10.2	11.5	14.3	16.9	19.0	20.5
减: 资本性投资	12.8	14.2	15.1	16.0	17.3	19.5	24.3	28.5	32.2	34.7
加: 递延税项变动	-4.0	-4.5	-4.8	-5.0	-5.4	-6.1	-7.6	-9.0	-10.1	-10.9
加: 资产损失准备	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.6	1.9	2.1	2.3
自由现金流量 FCFF	86.6	95.8	102.1	107.7	116.7	131.9	163.7	192.5	216.9	234.2
折现后 CF	80.0	81.6	80.3	78.2	78.1	81.5	93.3	101.3	105.4	105.0
NPV	详细预测值	884.40	终值	1541						
非核心资产价值	250.5									
少数股东权益	7.4									
企业价值	2676									
股票价值	2,668.5									
股本	186.9									
股价	14.27									

资料来源: 招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

### 9.3 相对估值

根据可比公司估值 (表格见下图), 可比公司 2020 年平均 PE 为 25 倍, 2020 年吉贝尔净利润约为 1.07 亿, 对应市值为 26.75 亿, 对应股价为 14.31 元。

表 14 相对估值

		收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
603669.SH	灵康药业	11	57	0.36	0.40	0.48	0.57	31	28	23	20
300584.SZ	海辰药业	24	29	0.69	0.81	0.88	1.03	35	30	27	23
平均				0.53	0.60	0.68	0.80	33	29	25	22

资料来源: 招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

## 10、 风险提示

**新药研发不达预期的风险。**因医药行业是技术密集型、资金密集型、人才密集型行业, 新药研发具有周期长、投资大、难度高的特点, 随着研发资金需求的增大可能面临无法筹措足够资金、在研临床前研究项目可能无法获得临床试验批件等风险。

**技术成果无法产业化的风险。**药物开发周期较长、投入金额大、开发风险高, 药物的上市需要经过严格审批, 上市后通常还需要面临能否入围各省 (市) 招投标目录和医保目录以及能否较快得到临床医生的认可等一系列难点, 存在在研药品短期内无法实现收入的风险。如果未来公司不能及时地将研发成果成功转化为上市品种, 或相关上市品种不能跨越相关的准入门槛并得到临床医生的认可, 将极大影响公司前期研发投入的回报水平。

**核心技术人员流失和人才引进的风险。**药品的技术路线、制剂配方、制备工艺是公司的主要竞争力, 核心技术人员是公司药品研发、持续创新的重要基础。随着医药行业的发展, 业内的人才竞争将日趋激烈, 如果公司未来在职业发展、薪酬福利、工作环境等方面无法保持持续的竞争力, 可能造成公司的研发人才流失和增加公司引进人才的难度, 将对公司长期发展产生不利影响。

## 信息披露

### 分析师声明

余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 凯莱英,南微医学,百奥泰,片仔癀,华兰生物,贝达药业,微芯生物,康泰生物,中国生物制药,泰格医药,鱼跃医疗,华熙生物,老百姓,心脉医疗,博瑞医药,通策医疗,大参林,益丰药房,恒瑞医药,一心堂,透景生命,天坛生物,恩华药业,长春高新,成都先导,爱尔眼科,通化东宝,我武生物,药明康德

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现 为比较标准,报告发布日后6个月 内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

## 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

## 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

## 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

## 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

## 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
李凡 lf12596@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

## 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

## 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

## 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

## 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

## 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

## 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

## 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

## 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

## 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

## 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 李俊(021)23154170 lj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 z zq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zy x11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xy z11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com