



## 成品药迎来快速增长，失眠新药大有可为

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 仿制药集采影响见底，光脚品种市占率迅速提升；深耕院内的同时重点布局院外线下和线上市场，院外 2022 年起有望迎来快速增长，形成新的收入和利润增长点；创新管线初见成效，首款 1 类新药于 2022 年 4 月申报上市，有望改变失眠市场格局，贡献未来业绩增量；12.95 倍 PE 处于历史低位，且远低于行业平均水平。
- **仿制药集采影响见底，光脚品种市占率迅速提升，院外收入迎来快速增长。** 公司 3 个精神神经产品中集采后市场份额迅速提升，米内网数据显示，2021 年公司左乙拉西坦片、普拉克索片及缓释片、盐酸舍曲林片在重点省市公立医院终端市场排名均为国产第一。公司深耕院内的同时重点布局院外市场，营销人员已近 900 人，近三年持续保持 20% 以上的增长，其中互联网电商渠道 2021 年销售收入超 5000 万元，同比增长 378%，已成新的收入和盈利增长点。2022 年拟建设千人以上的营销团队，预计院外收入实现翻倍增长。
- **引进+自研构建创新管线，首款 1 类新药申报上市。** 公司在研新品种已达 10 个，其中 6 个为精神神经类，3 个为心脑血管类，1 个为消化系统用药。核心品种 EVT201 胶囊用于失眠障碍治疗，是对传统失眠治疗药物的重要改进，提高了服用者白天的精神状态，III 期临床主要研究终点结果达到方案预设的优效标准，可以显著延长失眠患者的总睡眠时间。目前，EVT201 的 NDA 已获 NMPA 受理，预计于 2023H1 获批上市。
- **器械子公司和成品药 CMO 业务维持快速增长。** 器械子公司深圳巨烽 2019 年以来收入规模保持 20% 左右的快速增长，在国内医疗影像显示终端的市场占有率超过 50%，医院用户超过 8000 家，产品出口 100 多个国家和地区。2021 年成品药 CMO 收入增速约 40%，业务体量达 2 亿元，跻身国内成品药 CMO 第一梯队，预计 2024 年大明市基地投产后，固体剂产能可达 180 亿。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 6.9 亿元、8.3 亿元、10 亿元，CAGR 为 17.6%。公司仿制药集采影响见底，院外收入预期迎来快速增长，创新管线有望驱动未来增长，给予公司 2023 年 14 倍估值，对应目标价 13.44 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 创新研发不及预期风险，销售不及预期风险，药品降价风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3335.97	3848.76	4593.57	5512.85
增长率	2.39%	15.37%	19.35%	20.01%
归属母公司净利润(百万元)	614.00	690.91	829.35	999.75
增长率	-5.98%	12.53%	20.04%	20.55%
每股收益EPS(元)	0.71	0.80	0.96	1.16
净资产收益率ROE	12.71%	12.80%	13.62%	14.44%
PE	13	11	9	8
PB	1.60	1.43	1.27	1.12

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.61
流通A股(亿股)	6.56
52周内股价区间(元)	7.76-10.53
总市值(亿元)	82.92
总资产(亿元)	64.15
每股净资产(元)	5.32

### 相关研究

1. 京新药业 (002020): 业绩持续复苏, 院外收入贡献新增长 (2022-08-27)
2. 京新药业 (002020): 业绩符合预期, 药品器械打造双增长极 (2022-04-29)
3. 京新药业 (002020): 收入结构持续优化, 盈利水平稳定提高 (2021-11-01)

## 目录

<b>1 特色专科药制剂+原料药为现有核心业务，仿创结合步入新篇章.....</b>	<b>1</b>
1.1 致力于成为中国精神神经、心脑血管领域的领先者.....	1
1.2 集采影响见底，院外布局和创新管线逐步兑现.....	3
1.3 深圳巨峰和成品药 CMO 业务快速增长，原料药保持稳健.....	5
<b>2 仿制药集采影响见底，院外收入迎来快速增长.....</b>	<b>8</b>
2.1 精神神经领域：左乙拉西坦集采中标后样本医院市占率快速增长至 2021 年 33%.....	8
2.2 心血管领域：他汀类药物集采影响已落地，院外市场有望贡献公司未来增量.....	10
2.3 消化领域：康复新液市场规模逆势增长，公司院外收入稳健提升.....	13
<b>3 引进+自研构建创新管线，首款创新药预计 2023H1 获批.....</b>	<b>15</b>
<b>4 盈利预测与估值.....</b>	<b>20</b>
4.1 盈利预测.....	20
4.2 相对估值.....	22
<b>5 风险提示.....</b>	<b>22</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司全球布局.....	2
图 4: 公司国内布局.....	3
图 5: 公司 2017-2021 年营业收入及增速 (万元) .....	3
图 6: 公司 2017-2021 年归母净利润及增速 (万元) .....	3
图 7: 公司收入结构.....	4
图 8: 公司 2017-2021 年毛利率和净利率情况 .....	4
图 9: 公司 2017-2021 年四费率情况 .....	4
图 10: 左氧氟沙星、环丙沙星等原料药单价呈上升趋势.....	6
图 11: 2017-2022 年 H1 公司医疗器械板块收入 .....	6
图 12: 器械子公司深圳巨烽发展历程 .....	6
图 13: 深圳巨烽国内布局.....	7
图 14: 深圳巨烽国外布局.....	7
图 15: 不同阶段 CDMO 服务内容与价值体现 .....	7
图 16: 预计 2024 年大明市基地投产后, 固体制剂产能可达 180 亿 .....	7
图 17: 公司仿制药收入结构.....	8
图 18: 2019-2021 年中国抗癫痫药市场规模.....	9
图 19: 2021 年抗癫痫药 PDB 市场格局 .....	9
图 20: 2017-2021 年左乙拉西坦 PDB 市场格局 (万元) .....	10
图 21: 我国成年居民总胆固醇、甘油三酯、非高密度脂蛋白胆固醇、低密度脂蛋白胆固醇明显升高 .....	11
图 22: 我国居民血脂异常主要类型正在向高胆固醇血症发展 .....	11
图 23: 我国高胆固醇血症现患率为 2.9%.....	11
图 24: 2013-2021 年国内重点省市公立医院终端血脂调节剂年度销售 .....	12
图 25: 2021 年重点省市公立医院调血脂药物市场他汀类占比.....	12
图 26: 2021 年重点省市公立医院他汀类及复方用药 TOP10 .....	12
图 27: 2017-2021 年瑞舒伐他汀 PDB 市场格局 .....	13
图 28: 2017-2021 年匹伐他汀 PDB 市场格局 .....	13
图 29: 2016-2021 年京新药业中国城市公立医院和实体药店康复新液销售额 (万元) .....	14
图 30: 2016-2021 年中国城市公立医院和实体药店康复新液销售额 (亿元) .....	14
图 31: 2021 年中国城市公立医院康复新液市场格局 .....	15
图 32: 2021 年中国城市实体药店康复新液市场格局 .....	15
图 33: 2018-2020 年中国公立医疗机构终端催眠镇静剂销售情况.....	16
图 34: 失眠症治疗流程.....	17
图 35: EVT201 license in 历程.....	18
图 36: EVT 201 减少原发性失眠患者的持续睡眠潜伏期.....	19
图 37: EVT 201 增加原发性失眠患者的总睡眠时间.....	19
图 38: EVT 201 减少原发性失眠患者的入睡后觉醒时间.....	19
图 39: EVT 201 减少原发性失眠患者的总觉醒时间.....	19

图 40: 2021 年催眠类药物 PDB 市场份额情况.....	19
图 41: 2017-2021 年佐匹克隆 PDB 市场份额情况.....	20
图 42: 2017-2021 年右佐匹克隆 PDB 市场份额情况.....	20

## 表 目 录

表 1: 公司现有药品产品信息.....	2
表 2: 公司创新研发管线.....	5
表 3: 新型抗癫痫药物特点.....	9
表 4: 公司创新研发管线.....	15
表 5: 苯二氮卓受体激动剂(BzRAs)分类.....	17
表 6: 国内失眠创新药研发进展.....	18
表 7: 佐匹克隆和右佐匹克隆区别.....	20
表 8: 分业务收入及毛利率.....	21
表 9: 可比公司估值.....	22
附表: 财务预测与估值.....	23

# 1 特色专科药制剂+原料药为现有核心业务，仿创结合步入新篇章

## 1.1 致力于成为中国精神神经、心脑血管领域的领先者

京新药业致力于成为中国精神神经、心脑血管领域的领先者。公司连续多年荣登“中国化学制药行业制剂出口型优秀企业品牌”、“中国医药工业百强”和“中国化学制药企业百强榜”，2028年目标剑指中国医药工业50强；一直致力于成为中国精神神经、心脑血管领域的领先者，现已形成丰富的产品管线和完整的产业链优势，目前产品品种涵盖精神神经系统、心血管系统、消化系统三大疾病领域。全资子公司上虞京新是全球喹诺酮类抗感染原料药的主要生产企业之一，其主要产品左氧氟沙星和环丙沙星的产量和市场份额位居全球前列；全资子公司深圳巨烽在国内医疗影像显示终端的市场占有率超过50%，是全球主流大设备厂商的战略合作伙伴，占据市场领先地位。

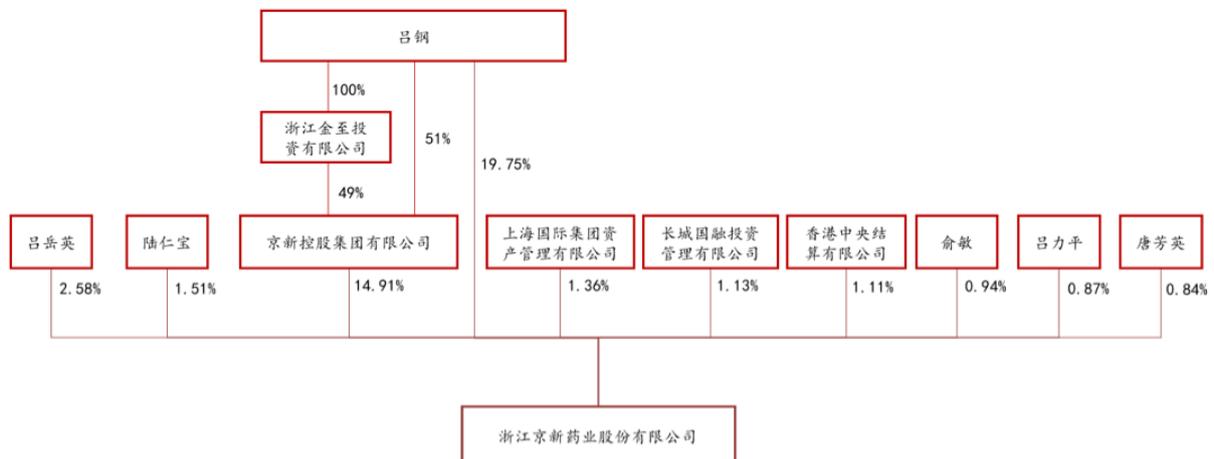
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，管理团队稳定且富有行业经验。公司董事长吕钢先生为公司的控股股东和实际控制人。稳定且富有行业经验的管理团队是公司实现跨越式发展的重要基石。长期以来，公司的核心管理团队结构合理、风格稳健、务实创新，不断提升公司的持续经营能力。同时公司持续加大高水平人才引进力度，不断完善和优化管理团队架构。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

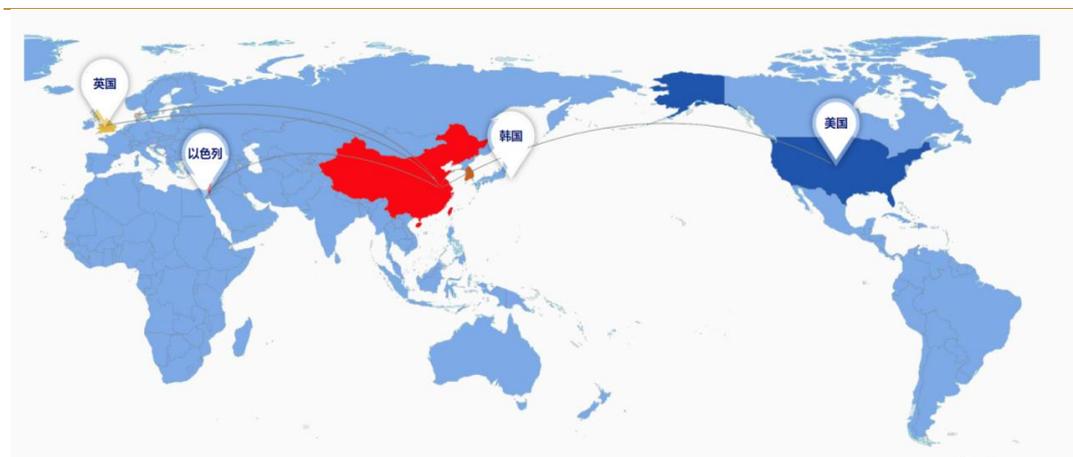
公司已构建涵盖心血管系统、消化系统、精神神经系统三大用药领域的多维度、多层次的产品梯队和发展格局。其中，神经系统药物和心脑血管药物是公司最核心的化学制剂业务，以左乙拉西坦为首的神经系统药物和以瑞舒伐他汀为首的他汀类药物是公司收入占比最大的制剂产品。公司通过收购深圳巨峰成功切入医疗器械领域，业务范围由药品制造拓展为综合性医药器械制造，进一步打开发展空间，提升公司盈利能力和抗风险能力，2021年医疗器械收入5.53亿元，同比增长22.83%。

**表 1：公司现有药品产品信息**

产品类别	用药领域	主要产品名称	产品用途
化学制剂	心脑血管药物	瑞舒伐他汀钙片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片	主要用于高脂血症及冠心病
		盐酸舍曲林片	主要用于抗抑郁治疗
	神经系统药物	左乙拉西坦片	主要用于成人及4岁以上儿童癫痫患者部分性发作
		重酒石酸卡巴拉汀胶囊、盐酸美金刚缓释胶囊	主要用于治疗轻中度阿尔茨海默型痴呆
		盐酸普拉克索片	主要用于治疗帕金森病
中成药、生物制剂	消化系统药物	康复新液	主要用于胃痛出血、胃肠道溃疡及外部创伤修复
		地衣芽孢杆菌活菌胶囊	主要用于婴幼儿腹泻、急性肠炎、便秘、痢疾及各种原因引起的肠道菌群失调
化学原料药	喹诺酮类抗感染原料药	左氧氟沙星、环丙沙星、恩诺沙星	用作喹诺酮类制剂的原料
	他汀类原料药	辛伐他汀、瑞舒伐他汀钙、匹伐他汀	用作他汀类制剂的原料
	精神类原料药	盐酸舍曲林、左乙拉西坦	用作精神类制剂的原料
医疗器械	定制化医用显示器	放射类医疗影像设备定制显示器、超声类医疗设备定制显示器、内窥镜与手术类医疗设备定制显示器、医疗设备定制人机界面产品等	针对各类医疗设备定制化开发的配套显示器
	标准化医用显示器	诊断级医用显示器、临床级医用显示器、综合会诊级医用显示器、内窥镜手术专用显示器等	可供医院独立使用的通用医用显示器

数据来源：Wind, 西南证券整理

药品产业链布局完善，制剂和原料药出口步伐逐步加快。公司构建了从原料药到成品药的完整制药产业链，使得公司具有较强的成本优势和市场竞争力。布局上国内国外并驱，公司已通过国家 GMP 认证、欧盟（德国）GMP 认证、ISO14001 认证和美国 FDA 现场认证并拥有自营进出口权，部分产品已出口欧洲、拉美、东南亚等国际市场。在美国、以色列、韩国等国投资合作建立了公司和研发实验室，持续改革创新。

**图 3：公司全球布局**


数据来源：公司官网, 西南证券整理

图 4：公司国内布局

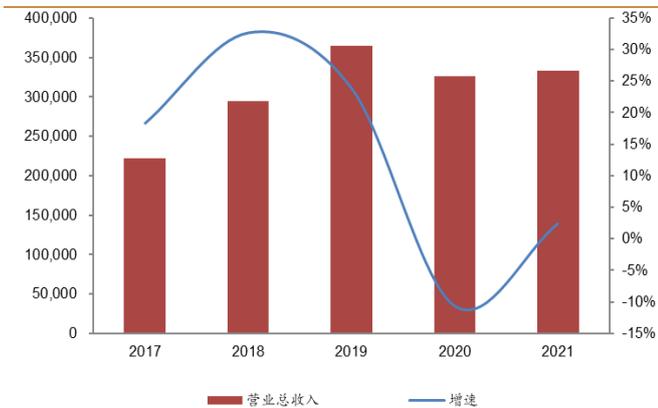


数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.2 集采影响见底，院外布局和创新管线逐步兑现

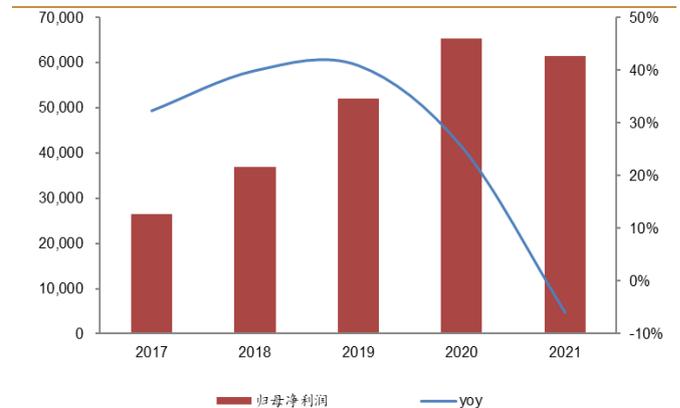
公司近三年营收保持在 34 亿元左右，归母净利润稳步提高。2021 年度公司营收为 33.36 亿元，同比增长 2.39%；2021 年公司实现归母净利润 6.15 亿元，同比减少 5.98%，主要是对外投资公允价值变动收益同比减少 1.11 亿元；实现扣非归母净利润 5.15 亿元，同比增长 15.49%，主要是通过营销端的产品结构优化和营销模式变革，持续深化生产端的精益生产和管理机制体制的改革创新，公司管理效能得到有效提升，主营业务盈利水平实现了稳定增长。

图 5：公司 2017-2021 年营业收入及增速（万元）



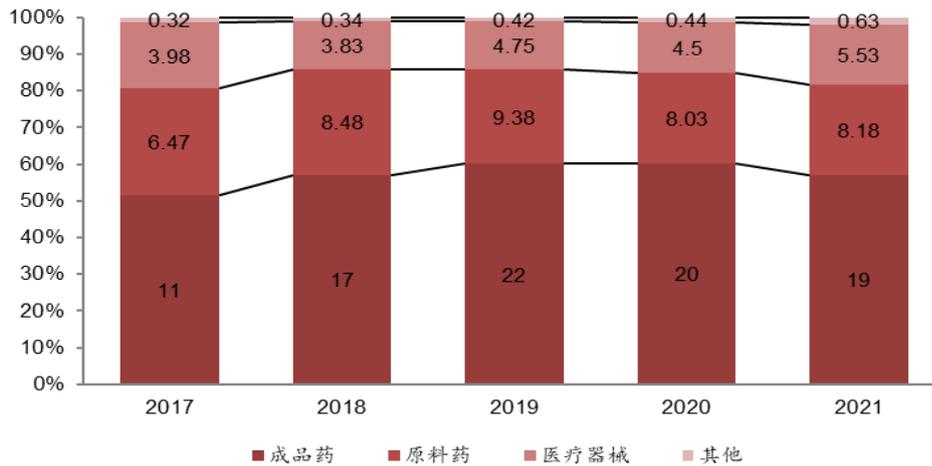
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2017-2021 年归母净利润及增速（万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

整体经营稳健，制剂业务快速发展步入阶段性平台期，院外放量和创新转型有望开启第二轮增长。在过去的近 10 年里，公司经营取得稳定快速发展，制剂业务快速成长为公司第一大业务。公司是国内最早仿制他汀类药物的药企之一，在瑞舒为代表性他汀类的推动下，制剂业务快速发展，制剂占收入比例从 2010 年 34.9% 提升至 2019 年的 60%，随后保持稳定。随着院外市场的放量和创新药获批上市，公司有望开启第二轮增长。

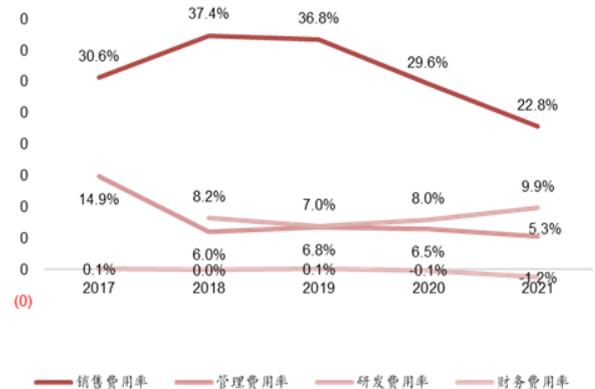
**图 7：公司收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率有所下降，净利率较为稳定，销售费用率大幅下降。2021 公司毛利率为 55.85%，同比下降 5.02pp；净利率为 18.43%，同比下降 1.62pp。四费率有较大下滑，其中销售费用率同比下降 6.8pp，主要由于药品集采推进、集采部分药品销售费率下降，及疫情导致市场活动受限所致；管理费用同比下降 1.2pp，主要系本年度未计提业绩专项激励所致；研发费用同比提高 1.9pp，主要系创新药项目持续推进，研发支出增加所致。

**图 8：公司 2017-2021 年毛利率和净利率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 9：公司 2017-2021 年四费率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

CNS 领域商业化不断增强，业务快速成长壮大。全年实现销售收入 5.43 亿元，同比增长 32%，继续保持稳定增长态势。院内市场覆盖率及占有率不断提升，现已覆盖 1500 多家重点医院。同时公司利用专业资源和互联网技术，搭建京新“向日葵关爱中心”线上患者服务平台，提供癫痫、帕金森、抑郁等 CNS 疾病的健康指导、购药服务以及患者科学用药知识普及，CNS 线上业务 2021 年已突破 3000 万元。

研发支出逐年提高，坚持自主研发与合作开发双轮驱动，做强重点优势产品。2021年，公司研发总投入 3.29 亿元，聚焦创新药研发，目前创新药研发标准与国际接轨。截止 2021 年底，共有在研创新药（械）11 个，已有 6 个创新项目进入临床阶段，其中已进入临床中后期的 5 个，近 3 年内预期上市 2 个，同时预期每年将有 3 个及以上进入临床，重点创新项目研发进展如下：

表 2：公司创新研发管线

	项目代码	机制	适应症	临床进度(国内)	临床进度(海外)	自研/引进
精神神经	EVT201	GABAA receptor 调节剂	失眠	NDA	II 期完成	引进
	JX11502MA 胶囊	dopamine receptor;5-HT receptor	精神分裂症	II 期	/	自研
	普拉克索雷沙吉兰缓释胶囊	dopamine receptor 激动剂;MAO-B 抑制剂	帕金森	I 期	II/III 期	引进
	JBPOS0101	mGluR 拮抗剂	婴儿痉挛症	IND	II 期	引进
			局灶性癫痫	IND	临床前	
	T2219	/	精神分裂症	临床前	/	自研
2245	/	帕金森	临床前	/	自研	
心脑血管	降血脂改良复方 (匹伐他汀+依折麦布)	/	高胆固醇血症	pre-NDA	NDA	引进
	2168Z	/	高胆固醇血症	临床前	/	自研
	2182	/	凝血	临床前	/	自研
消化系统	康复新液肠溶胶囊	/	溃疡性结肠炎	II 期	/	自研
器械	静脉桥外支架	/	心脏搭桥	III 期		引进

数据来源：公司公告，西南证券整理

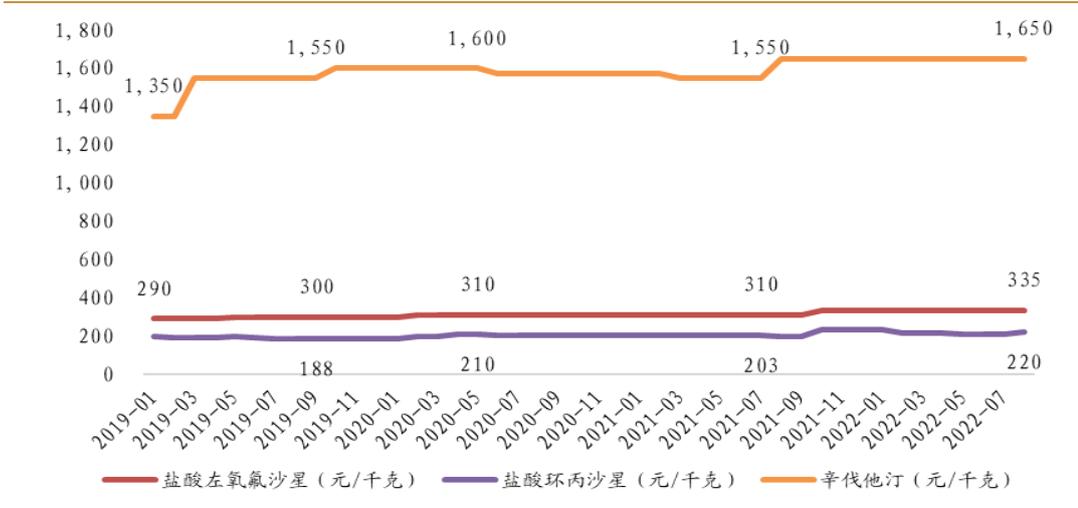
### 1.3 深圳巨烽和成品药 CMO 业务快速增长，原料药保持稳健

左氧氟沙星、环丙沙星等原料药单价呈上升趋势。公司原料药 2021 年收入 8.18 亿元，同比增长 1.94%，2022 年上半年收入 4.41 亿元，同比增长 4.55%。公司全资子公司上虞京新是全球喹诺酮类抗感染原料药的主要生产企业之一，其主要产品左氧氟沙星和环丙沙星的产量和市场份额位居全球前列，单价呈上升趋势。

新建产能 7000 吨预计 2023 年上半年可建成投产。原料药上虞、上饶两大生产基地通过持续的精益生产、工艺改进及新车间建设，制造成本持续降低、产能进一步释放，喹诺酮类产能突破 4000 吨，他汀类等特色原料药产能 400 吨。山东原料药基地 1.1 期项目土建工程的主要单体、主体已结顶，预计 23 年上半年可建成投产，将新增产能约 7000 吨。

积极拓展国际市场，增强为国际客户的原料供应服务能力。2021 年公司国际注册成果显著，新增 3 个原料药 CEP 证书，3 个产品提交 CEP 或 FDA 注册申请，助力原料药进一步拓展国际主流市场。化学研发团队围绕技术竞争力打造积极推动新产品开发，按照国内、国际注册双报的模式开展特色原料药开发研究：已有 3 个品种提交相关国内外注册，产品梯队群工艺开发与质量研究持续进行，为原料药业务持续发展提供产品支持。公司将继续以海外市场，尤其是法规市场和大客户作为拓展重点，不断努力延展。

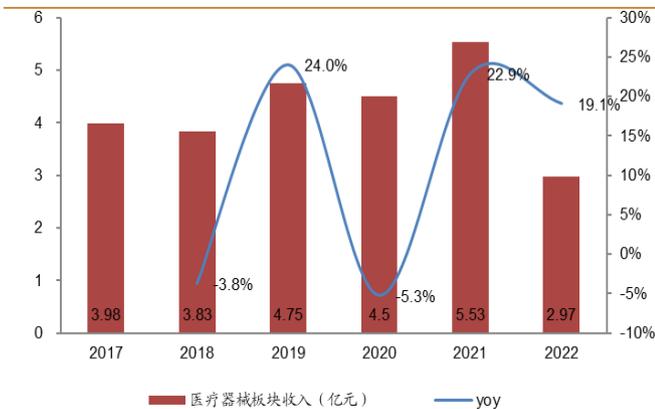
图 10: 左氧氟沙星、环丙沙星等原料药单价呈上升趋势



数据来源: wind, 西南证券整理

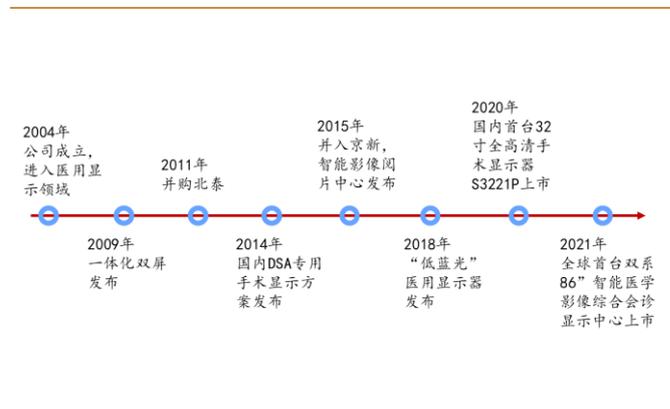
公司器械子公司深圳市巨烽显示科技有限公司成立于 2004 年，是一家致力于医疗影像显示技术创新与应用研究的国家高新技术企业，为用户提供专业的医疗影像解决方案，产品覆盖临床、诊断、超声、内窥镜手术以及会诊等医疗影像显示领域，并提供专业的定制产品服务。2015 年并入京新药业。深圳巨烽实行订单式生产管理，定制化产品以客户提供的采购预测表为基础分别制定短期、中期、长期生产计划，标准化产品根据市场预测及合同情况制定生产计划。2019 年以来，深圳巨烽收入规模保持 20% 左右的快速增长。

图 11: 2017-2022 年 H1 公司医疗器械板块收入



数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 器械子公司深圳巨烽发展历程



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

深圳巨烽在国内医疗影像显示终端的市场占有率超过 50%。通过全球著名医疗设备厂家的严格测试和评估，凭借强大的技术、产品实力以及品质表现，巨烽成为 GE、飞利浦、西门子、佳能、联影、迈瑞等全球知名医疗设备厂家的战略合作伙伴。产品在国内医疗影像显示终端有超过 50% 的市场占有率，医院用户超过 8000 家，产品出口 100 多个国家和地区。

内窥镜手术 ODM 业务从无到有，自有品牌市场不断拓展。面对全球芯片价格暴涨、液晶供应链剧变的外部环境，深圳巨烽积极保障 GE、西门子、飞利浦、迈瑞、开立等大客户订单需求。21 年与内窥镜手术行业巨头史赛克、宾得等企业成功配套，实现了国际内窥镜手

术 ODM 业务从无到有的突破；自有品牌市场不断拓展，建成西安交通大学第一附属医院全国标杆智能阅片会诊中心，品牌力持续提升；成功开发第一款床侧遥感控制产品、第一款语音控制集成系统。

图 13：深圳巨烽国内布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：深圳巨烽国外布局

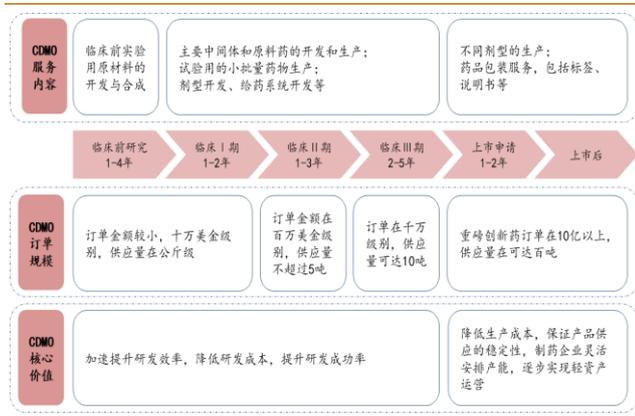


数据来源：公司官网，西南证券整理

2021 年成品药 CMO 收入增速约 40%，业务体量达 2 亿元，跻身国内成品药 CMO 第一梯队。制剂 CMO 不断拓展客户，与欧洲仿制药巨头 STADA 合作的数个项目完成技术转移并递交官方批准，2022 年 1 月实现首个商业化订单发货；同时积极布局国内 CMO 业务，多个项目技术转移注册申报，预计在 2022 年实现国内第一个代工品种商业化供货；通过多年的积累，已组建一支 40 多人的技术转移团队，涵盖了制剂工艺、质量分析、项目管理等模块，具备年转移 20+ 项目的的能力，累计实现 30 多个产品的商业化供货。CMO 业务从订单承接，到技术转移再到商业化需要 1.5-2 年的时间周期，这几年虽然受疫情和战争等因素的影响，订单仍在持续增量中。

预计 2024 年大明市基地投产后，固体制剂产能可达 180 亿。公司制剂出口主要为口服固体制剂的 CMO 业务，生产剂型涵盖口服固体制剂（片剂、硬胶囊）、口服液体剂（口服液）、头孢粉针、头孢口服等，是国内出口欧盟最大的企业之一，现有 CMO 产品及品牌数 10 个，预计 2024 年大明市基地投产后，固体制剂产能可达 180 亿。

图 15：不同阶段 CDMO 服务内容与价值体现



数据来源：凯莱英招股书，西南证券整理

图 16：预计 2024 年大明市基地投产后，固体制剂产能可达 180 亿

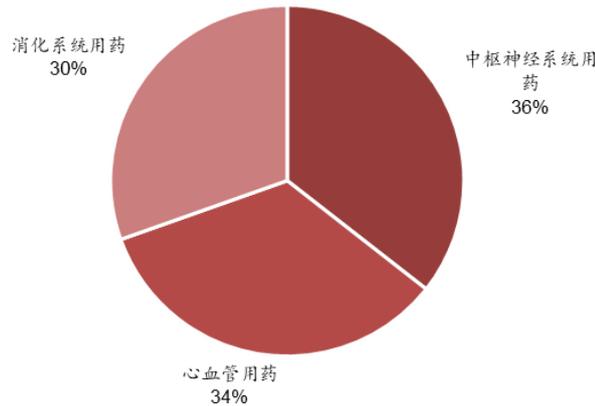


数据来源：公司官网，西南证券整理

## 2 仿制药集采影响见底，院外收入迎来快速增长

夯实成本优势，打造质优价廉仿制药产品群。公司仿制药三大板块主要为：中枢神经系统用药，主营左乙拉西坦片、普拉克索片及缓释片和盐酸舍曲林片等，收入占比约 36%；心血管用药，主营瑞舒伐他汀和匹伐他汀钙等，收入占比约 34%；消化系统用药，主营康复新液和地衣芽孢杆菌活菌胶囊等，收入占比约 30%。

图 17：公司仿制药收入结构



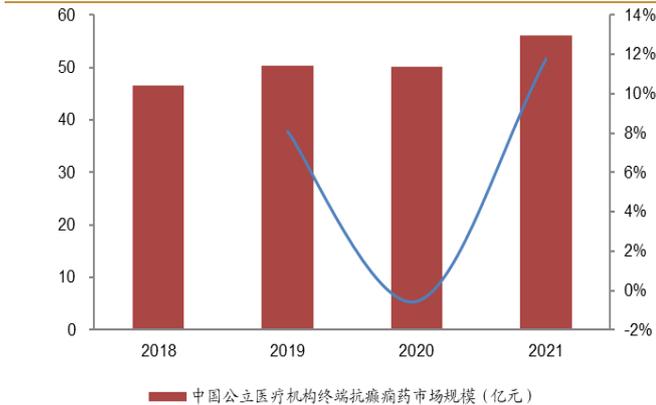
数据来源：PDB，西南证券整理

### 2.1 精神神经领域：左乙拉西坦集采中标后样本医院市占率快速增长至 2021 年 33%

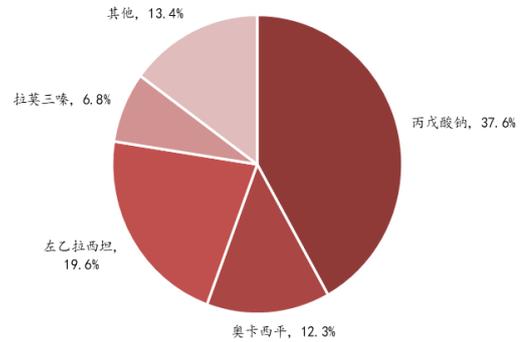
公司 3 个精神神经产品中标集采后市场份额迅速提升，抗癫痫药左乙拉西坦在全国院内市场排名第一。CNS 领域商业化能力不断加强，2021 年实现销售收入 5.43 亿元，同比增长 32%，继续保持稳定增长态势。根据医药魔方统计数据，吉易克®（左乙拉西坦片）在全国院内市场排名第一，约 43% 的市场份额；索普乐®（普拉克索片及缓释片）在全国院内市场排名国产第一，约 11% 的市场份额，唯他停®（盐酸舍曲林片及分散片）在全国院内市场排名国产第二，约 26% 的市场份额。

癫痫是一种由多种病因引起的慢性脑部疾病，以脑神经元过度放电导致反复性、发作性和短暂性的中枢神经系统功能失常为特征。婴儿痉挛症是一种癫痫罕见病，典型症状为睡前或醒后出现一连串点头样痉挛，会造成患儿发育迟缓、智力减退，并且总体预后不良且容易转变为其他类型的癫痫，临床急需安全有效的治疗药物。此外，全球有约 30% 的局灶性癫痫患者症状无法得到有效控制。据世界卫生组织统计，全球癫痫病患者总数高达 5000 万以上，仅中国就超过了 600 万，发病率约为千分之五。

根据米内网数据，2021 年中国公立医疗机构终端抗癫痫药市场规模增速明显，突破 50 亿元。2020 上半年受疫情影响患者减少销量有所下滑，2021 年增速重新回到正常水平，随着疫情进入常态化防控阶段，抗癫痫药市场规模有望进一步推高。2021 年抗癫痫药 PDB 市场格局主要由 4 种药物占据，其中丙戊酸钠为 37.6%，市占率第一；其余三种药物左乙拉西坦、奥卡西平和拉莫三嗪分别为 19.6%、12.3% 和 6.8%，其他所有药物总市占率为 13.4%。

**图 18: 2019-2021 年中国抗癫痫药市场规模**


数据来源: 米内网, 西南证券整理

**图 19: 2021 年抗癫痫药 PDB 市场格局**


数据来源: PDB, 西南证券整理

左乙拉西坦为吡拉西坦衍生物, 是一种新型抗癫痫药物, 于 1999 年经美国 FDA 批准, 最初用于成人部分性癫痫发作, 2005 年其口服片剂和溶液剂被批准用于 4 岁及以上儿童部分性发作的辅助治疗, 2007 年在中国上市。公司左乙拉西坦片用于成人及 4 岁以上儿童癫痫患者部分性发作 (伴或不伴继发性全面性发作) 的治疗, 用于成人及 16 岁以上青少年癫痫患者全面性强直阵挛发作的加用治疗。已于 2018 年 5 月国内首家通过仿制药质量和疗效一致性评价

左乙拉西坦作用机制独特, 起效迅速, 表现出良好的抗癫痫疗效和耐受性、安全性, 除用于难治性癫痫的辅助治疗之外, 其适应症也逐渐扩展到新诊断癫痫的单药治疗。传统抗癫痫药物一般通过作用于离子通道或兴奋-抑制性神经递质系统来起作用, 而左乙拉西坦与传统的抗癫痫药物不同, 靶点不为离子通道受体, 对神经递质和神经元的细胞膜钠、钙离子通道也没有任何影响, 它的作用靶点可能是中枢神经突触囊泡蛋白 SV2A, 通过与之结合来发挥抗癫痫作用。

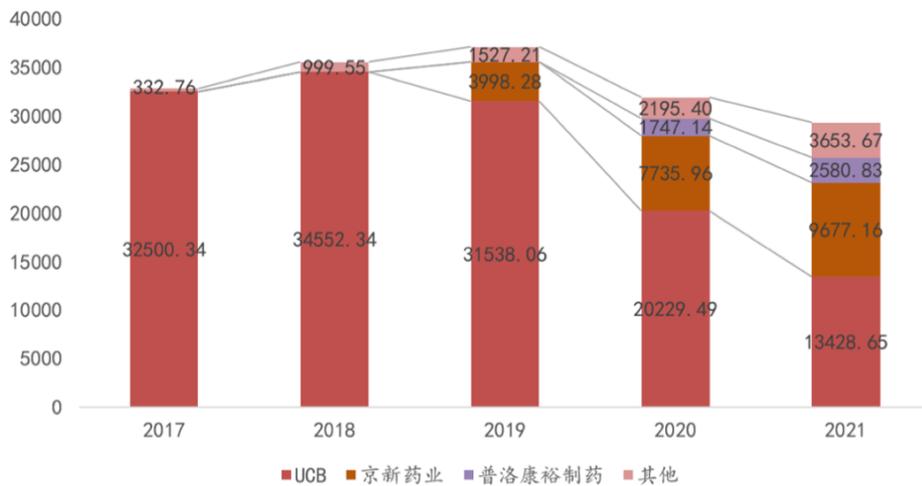
**表 3: 新型抗癫痫药物特点**

	生物利用度 (%)	一级动力学	蛋白结合率 (%)	半衰期 (h)	血浆达峰浓度时间 (h)	活性代谢产物	对肝酶的作用
非氨酯	≥80	是	30	14-25	1-4	有	抑制
加巴喷丁	<60	是	0	5-7	2-3	无	无
拉莫三嗪	98	是	55	15-30	2-3	无	无
左乙拉西坦	<100	是	0	6-8	0.6-1.3	无	无
奥卡西平	<95	是	40	8-25	4-8	有	弱诱导
托吡酯	≥80	是	13	20-30	2-4	无	抑制
氨己烯酸	≥60	是	0	5-8	1-3	无	无
替加宾	≥90	是	96	4-13	0.5-1.5	无	无
唑尼沙胺	≥50	否	50	50-70	2-6	无	无
	生物利用度 (%)	一级动力学	蛋白结合率 (%)	半衰期 (h)	血浆达峰浓度时间 (h)	活性代谢产物	对肝酶的作用

数据来源: 《中国癫痫临床诊疗指南》, 西南证券整理

公司左乙拉西坦 250mg 集采中标，PDB 市占率从 2017 年 0.4% 快速增长至 2021 年 33%。左乙拉西坦片 250mg 列入第一批（4+7 扩围）国家集采，公司和浙江普洛康裕中标，2019 年 12 月开始执行，2020 年和 2021 年都顺利续标。凭借集采中标，公司左乙拉西坦在样本医院的市占率从 2017 的 0.4% 快速提升至 2021 年的 33%。原研厂家 UCB Pharma SA 凭借在 500mg 规格上的绝对优势，在样本医院的整体市占率为 45.77%。

图 20：2017-2021 年左乙拉西坦 PDB 市场格局（万元）

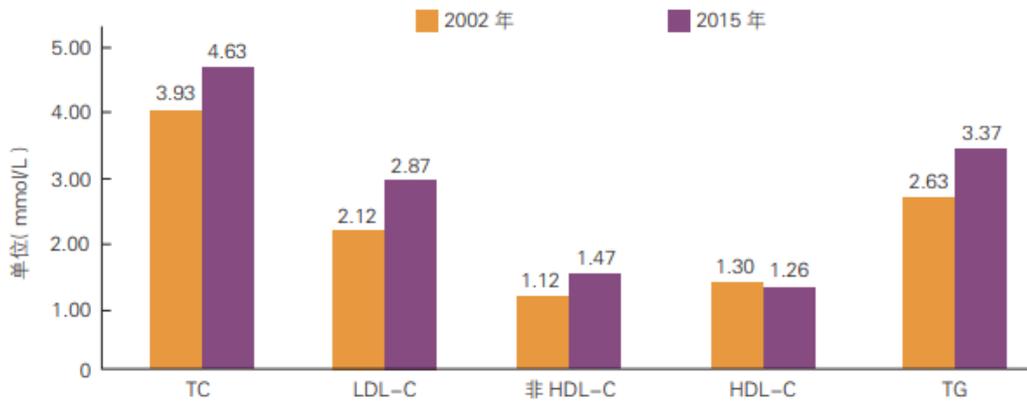


数据来源：PDB，西南证券整理

## 2.2 心血管领域：他汀类药物集采影响已落地，院外市场有望贡献公司未来增量

心血管领域持续推进精细化招商管理，全年实现销售收入 5.20 亿元，主要品种为瑞舒伐他汀、匹伐他汀钙。瑞舒伐他汀主要用于高血脂症及冠心病，匹伐他汀钙用于治疗高胆固醇症和家族性高胆固醇症。中选第三批集采的匹伐他汀钙分散片表现亮眼，通过集采市场重构，低覆盖省份快速增长，集采区域同比增幅超 300%，部分抵消集采降价对收入带来的影响。

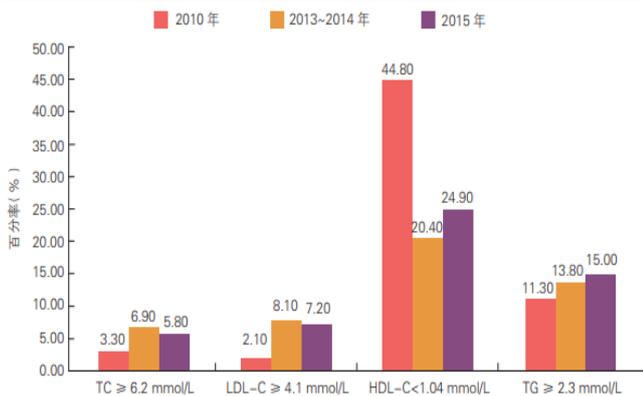
2013~2014 年第 4 次“中国慢性病与危险因素监测（CCDRFS）”对 ≥18 岁 163641 名居民，以及 2015 年“中国成人营养与慢性病监测（CANCDs）”项目对 ≥18 岁 179728 居民的调查发现，与 2001~2002 年的 CHNS（n=49233）相比，我国居民的总胆固醇（TC）、甘油三酯（TG）和低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）水平明显升高。

**图 21：我国成年居民总胆固醇、甘油三酯、非高密度脂蛋白胆固醇、低密度脂蛋白胆固醇明显升高**


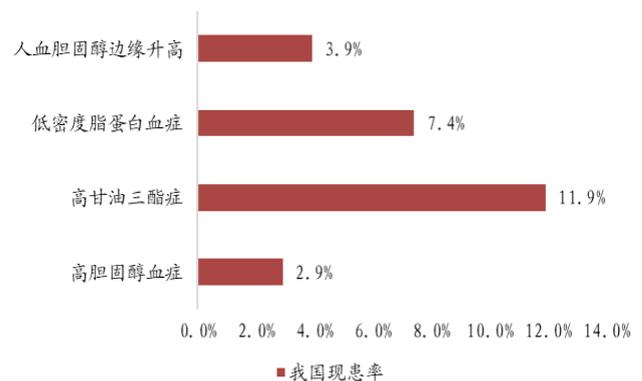
数据来源：中国心血管健康与疾病报告，西南证券整理。注：TC：总胆固醇；TG：甘油三酯；LDL-C：低密度脂蛋白胆固醇；HDL-C：高密度脂蛋白胆固醇。

2013~2014 年第 4 次 CCDRFS 项目与 2015 年 CANCDS 项目数据均显示，我国高胆固醇血症患病率较 2010 年升高 2~4 倍；如果按胆固醇边缘升高为切点（TC $\geq$ 5.2mmol/L、LDL-C $\geq$ 3.4mmol/L），则 TC 升高和 LDL-C 升高的患病率分别高达 28.5%和 26.3%，高于低 HDL-C 血症和高 TG 血症这两种类型，提示我国居民血脂异常主要类型正在向高胆固醇血症发展。

根据 2019 年中国居民营养与健康状况调查报告，我国成人血脂异常患病率为 18.6%，预计约 1.6 亿患者，其中高胆固醇血症 2.9%，高甘油三酯血症 11.9%，低高密度脂蛋白血症 7.4%，人血胆固醇边缘升高 3.9%。现阶段我国成年人血脂异常知晓率、治疗率和控制率总体仍处于较低水平。

**图 22：我国居民血脂异常主要类型正在向高胆固醇血症发展**


数据来源：中国心血管健康与疾病报告，西南证券整理。注：TC：总胆固醇；TG：甘油三酯；LDL-C：低密度脂蛋白胆固醇；HDL-C：高密度脂蛋白胆固醇。

**图 23：我国高胆固醇血症现患率为 2.9%**


数据来源：中国居民营养与健康状况调查报告，西南证券整理

米内网数据显示，2021 年国内重点省市公立医院终端调血脂药品市场规模约为 25 亿元。随着他汀类药物的集采，调血脂药市场规模明显下滑。众多药业发力院外市场，院外销售额呈现增长趋势，以辉瑞的立普妥为例，在 2021 年中国城市实体药店终端销售额超过 18 亿元。

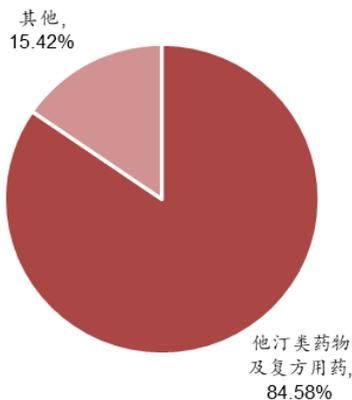
图 24：2013-2021 年国内重点省市公立医院终端血脂调节剂年度销售



数据来源：米内网，西南证券整理

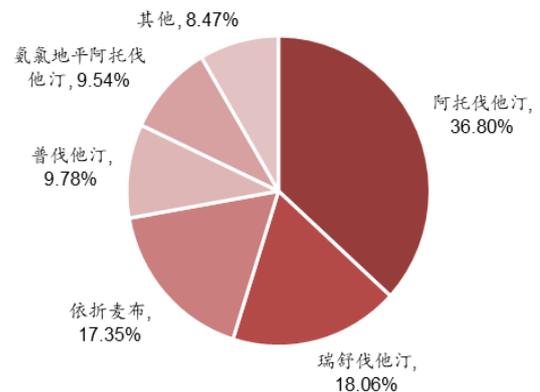
米内网数据显示，2021 年重点省市公立医院终端他汀类药物及复方用药等 10 个品种占据了调血脂市场的 84.58%。TOP5 品种分别是阿托伐他汀 36.80%，瑞舒伐他汀 18.06%，依折麦布 17.35%，普伐他汀 9.78%，氯氟地平阿托伐他汀 9.54%。

图 25：2021 年重点省市公立医院调血脂药物市场他汀类占比



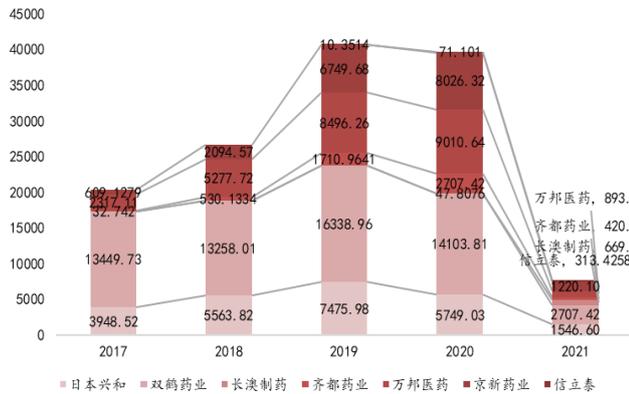
数据来源：米内网，西南证券整理

图 26：2021 年重点省市公立医院他汀类及复方用药 TOP10

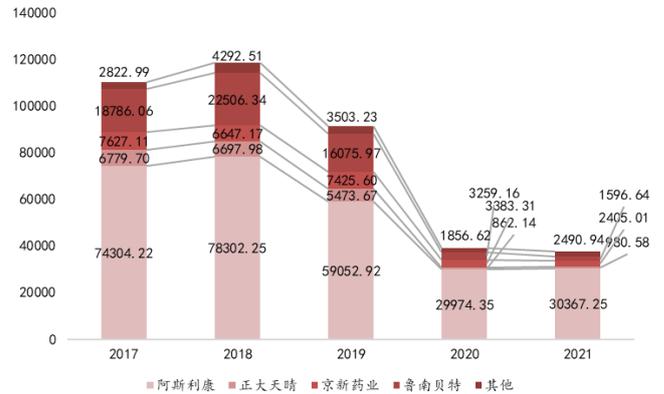


数据来源：米内网，西南证券整理

受集采影响，瑞舒伐他汀和匹伐他汀钙国内市场规模已下降趋稳，公司市占率较为稳定。2021 年，公司瑞舒伐他汀 PDB 销售额约为 2405 万元，市占率约为 6.4%，仅次于原研阿斯利康；公司匹伐他汀钙 PDB 销售额约为 1220 万元，市占率约为 15.7%，仅次于日本兴和和双鹤药业。随着院外市场的快速放量，公司心血管领域收入有望恢复增长。

**图 27：2017-2021 年瑞舒伐他汀 PDB 市场格局**


数据来源：PDB, 西南证券整理

**图 28：2017-2021 年匹伐他汀钙 PDB 市场格局**


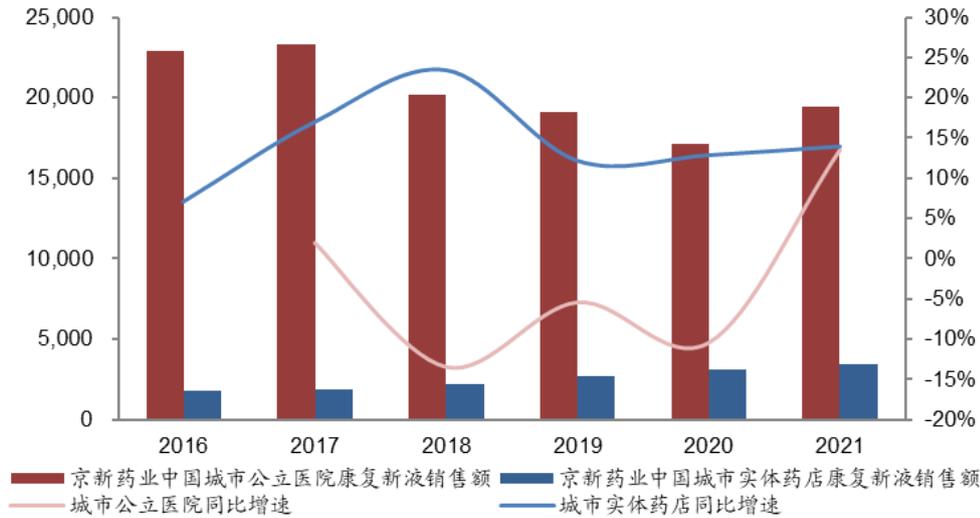
数据来源：PDB, 西南证券整理

## 2.3 消化领域：康复新液市场规模逆势增长，公司院外收入稳健提升

消化领域自营+招商的混营团队建设完成并运行稳定，全年实现销售收入 4.66 亿元，同比增长 15%，其中自营业务收入同比增长 30%，占比稳步提升。重点推进京常乐®（地衣芽孢杆菌活菌胶囊）、康复新液两个大产品规划，多品牌、多渠道拓建市场。根据医药魔方统计数据，2021 年京常乐®院内销量同比增长 49%，增速远高于其他益生菌制剂；康复新液院内销量同比增长 26%，在康复新液各家企业中增速第一，同时随着本轮湖北联盟集采中标的落地，未来院内市场份额有望加速提升。

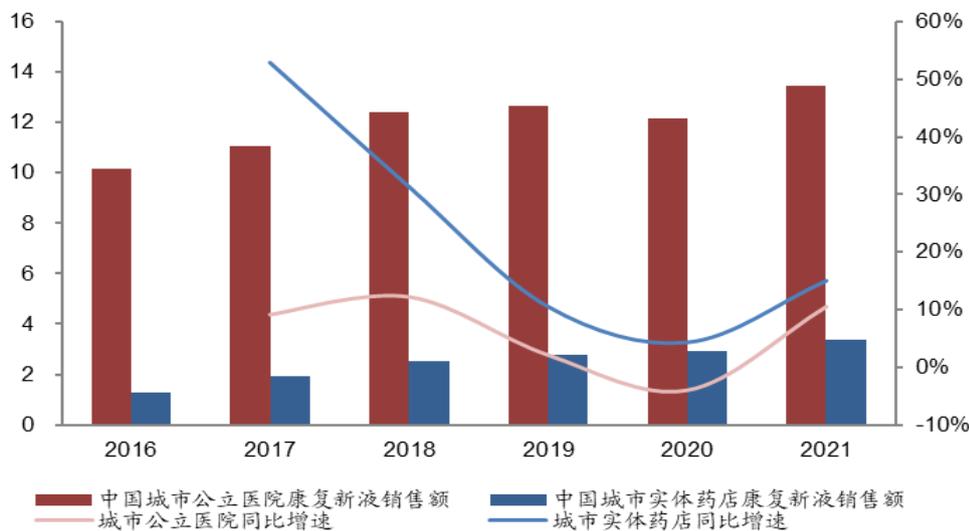
康复新液通利血脉，养阴生肌，内服用于瘀血阻滞，胃痛出血，胃、十二指肠溃疡，以及阴虚肺癆，肺结核的辅助治疗，外用用于金疮、外伤、溃疡、瘰疬、烧伤、烫伤、褥疮之创面。其含有多元醇类、多肽及黏糖氨酸等成分，可通过提高胃黏膜血流量、改善受损胃黏膜创面微循环，而实现主动修复胃黏膜作用，联合用药能提高治疗效果，防止胃部疾病的进一步发展。

公司康复新液 2021 年在城市公立医院和实体药店实现销售收入约 2.3 亿元，同比增长 13.5%，近年院外收入复合增速远高于院内。2017-2021 年，公司康复新液在城市公立医院和实体药店的销售收入 CAGR 分别为 -3.2%和 14.4%。院外收入增速远高于院内。城市公立医院收入受集采影响，从 2016 年 2.3 亿元下降至 2021 年 1.9 亿元，城市实体药店收入则从 2016 年 1765 万元增长至 2021 年 3462 万元。

**图 29：2016-2021 年京新药业中国城市公立医院和实体药店康复新液销售额（万元）**


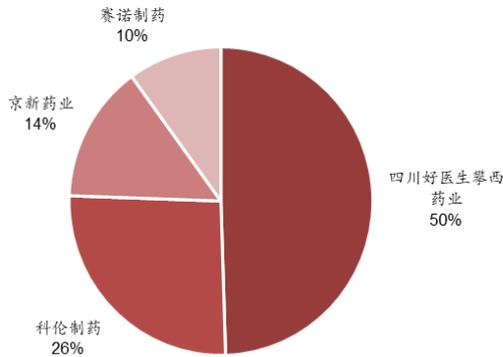
数据来源：米内网，西南证券整理

康复新液中国城市公立医院和实体药店销售额从 2016 年 11.4 亿元增长至 2021 年 16.8 亿元，主要受益于院外销售的快速增长。2017-2021 年，康复新液在中国城市公立医院和实体药店的销售收入 CAGR 分别为 5.8%和 21.6%，院外销售增速远高于院内。城市公立医院销售额从 2016 年 10.1 亿元增长至 2021 年 13.5 亿元，城市实体药店收入则从 2016 年 1.3 亿元增长至 2021 年 3.4 亿元。

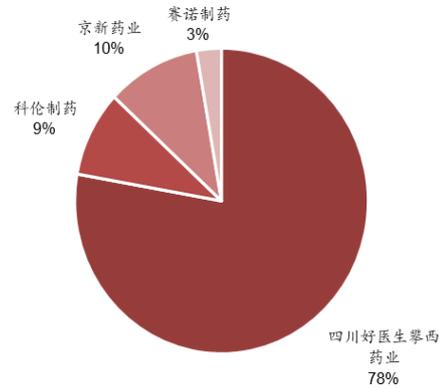
**图 30：2016-2021 年中国城市公立医院和实体药店康复新液销售额（亿元）**


数据来源：米内网，西南证券整理

2021 年公司在城市公立医院和实体药店的市占率分别为 14%和 10%。2021 年，城市公立医院终端中四川好医生攀西药业市占率最高，约为 50%，公司市占率 14%位列第三；城市实体药店终端中四川好医生攀西药业市占率优势明显，约为 78%，公司市占率 10%位列第二。

**图 31：2021 年中国城市公立医院康复新液市场格局**


数据来源：米内网，西南证券整理

**图 32：2021 年中国城市实体药店康复新液市场格局**


数据来源：米内网，西南证券整理

### 3 引进+自研构建创新管线，首款创新药预计 2023H1 获批

公司在研新品种已达 10 个，其中 6 个为精神神经类的创新药物，3 个为心脑血管类，1 个为消化系统用药。研发核心品种 EVT201 胶囊，用于失眠障碍治疗的药物，针对目前市场已有药物进行了重点升级，重点提高了服用者白天的精神状态，这是对传统失眠治疗药物的重要改进。目前，EVT201 的 NDA 已获 NMPA 受理，预计于 2023H1 获批上市。

**表 4：公司创新研发管线**

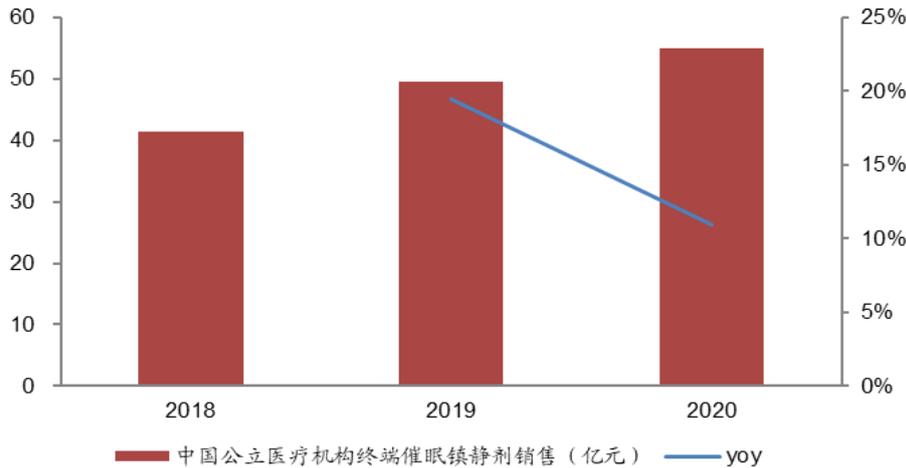
	项目代码	机制	适应症	临床进度(国内)	临床进度(海外)	自研/引进
精神神经	EVT201	GABAA receptor 调节剂	失眠	NDA	II 期完成	引进
	JX11502MA 胶囊	dopamine receptor;5-HT receptor	精神分裂症	II 期	/	自研
	普拉克索雷沙吉兰缓释胶囊	dopamine receptor 激动剂;MAO-B 抑制剂	帕金森	I 期	II/III 期	引进
	JBPOS0101	mGluR 拮抗剂	婴儿痉挛症	IND	II 期	引进
			局灶性癫痫	IND	临床前	
	T2219	/	精神分裂症	临床前	/	自研
2245	/	帕金森	临床前	/	自研	
心脑血管	降血脂改良复方 (匹伐他汀+依折麦布)	/	高胆固醇血症	pre-NDA	NDA	引进
	2168Z	/	高胆固醇血症	临床前	/	自研
	2182	/	凝血	临床前	/	自研
消化系统	康复新液肠溶胶囊	/	溃疡性结肠炎	II 期	/	自研
器械	静脉桥外支架	/	心脏搭桥	III 期		引进

数据来源：公司公告，西南证券整理

2022 年 4 月，公司 1 类新药安达西尼胶囊 (EVT 201) 治疗失眠的上市申请获得 CDE 受理。安达西尼胶囊是公司首个小分子创新药上市申请，预计 2023H1 获批上市，有望改变失眠市场格局。

根据 Datamonitor 数据库，2019 年全球失眠患者人数约为 14 亿人，其中亚洲患者为 6.9 亿人。根据中国睡眠研究会，中国成年人失眠发生率高达 38.2%。国内催眠镇静剂市场规模呈现逐年上升趋势。米内网数据显示，2020 年中国公立医疗机构终端催眠镇静剂销售额超过 55 亿元，同比增长 10.96%。

图 33：2018-2020 年中国公立医疗机构终端催眠镇静剂销售情况

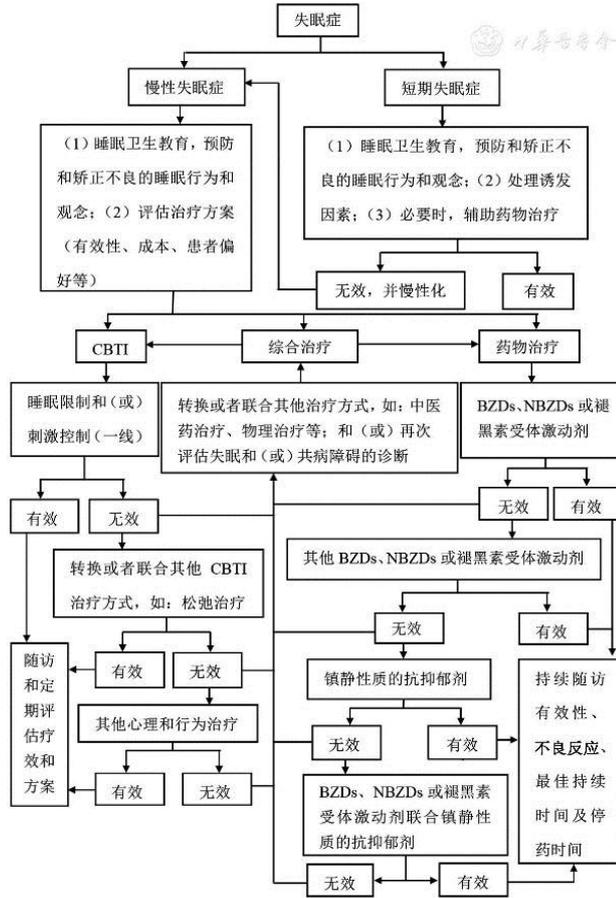


数据来源：米内网，西南证券整理

短、中效的苯二氮卓受体激动剂(BzRAs)或褪黑素受体激动剂是失眠症首选药物。根据《中国失眠症诊断和治疗指南》，心理和行为治疗是首选的失眠症治疗方法，在病因治疗、心理和行为治疗、睡眠健康教育的基础上，酌情给予催眠药物，推荐的用药顺序为：

- 1) 短、中效的苯二氮卓受体激动剂(BzRAs)或褪黑素受体激动剂(如雷美替胺)；
- 2) 其他 BzRAs 或褪黑素受体激动剂；
- 3) 具有镇静作用的抗抑郁剂(如曲唑酮、米氮平、氟伏沙明、多塞平)，尤其适用于伴有抑郁和/或焦虑症的失眠患者；
- 4) 联合使用 BzRAs 和具有镇静作用的抗抑郁剂；
- 5) 处方药如抗癫痫药、抗精神病药不作为首选药物使用，仅适用于某些特殊情况和人群；
- 6) 巴比妥类药物、水合氯醛等虽已被美国食品药品监督管理局(FDA)批准用于失眠的治疗，但临床上并不推荐应用；
- 7) 非处方药如抗组胺药常被失眠患者用于失眠的自我处理，临床上并不推荐使用；此外食欲素受体拮抗剂中的苏沃雷生(Suvorexant)已被 FDA 批准用于失眠的治疗。

图 34：失眠症治疗流程



数据来源：中国失眠症诊断和治疗指南，西南证券整理

FDA 批准的用于失眠治疗的药物包括部分 BzRAs、褪黑素受体激动剂、多塞平和食欲素受体拮抗剂等。大量的随机对照试验已经验证了 BzRAs 的短期疗效，但只有很少的对照试验验证此类药物的长期疗效。有些处方药超说明书使用范围来治疗失眠，包括抗抑郁药和抗癫痫药等。一些非处方药和中草药也用于失眠的治疗，包括抗组胺药、褪黑素和炒酸枣仁等，关于这些药物有效性和安全性方面的证据非常有限。

BzRAs 包括苯二氮草类药物(BZDs)和非苯二氮草类药物(NBZDs)。两者都结合  $\gamma$ -氨基丁酸(GABA)A 受体，通过作用于  $\alpha$  亚基协同增加 GABA 介导的氯离子通道开放频率，促进氯离子内流。这可增强 GABA 的抑制作用，通过抑制兴奋中枢而产生镇静催眠作用。BzRAs 对睡眠潜伏期、入睡后觉醒时间及总睡眠时间等睡眠质量指标均有不同程度改善，但大多不能优化睡眠结构(右佐匹克隆除外)。

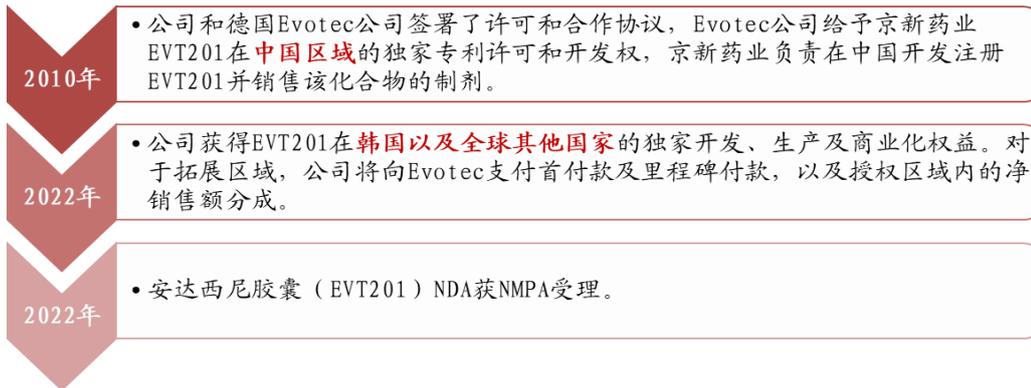
表 5：苯二氮草受体激动剂(BzRAs)分类

	药物	特点
苯二氮草类药物(BZDs)	艾司唑仑、三唑仑、地西洋、阿普唑仑、劳拉西洋、氯硝西洋等。	对焦虑性失眠患者的疗效较好。可增加总睡眠时间，缩短入睡潜伏期，减少夜间觉醒频率，但可显著减少慢波睡眠，导致睡后恢复感下降。
非苯二氮草类药物(NBZDs)	右佐匹克隆、佐匹克隆、唑吡坦、扎来普隆等。	半衰期短，催眠效应类似 BZDs，对正常睡眠结构破坏较少，比 BZDs 更安全，日间镇静和其他不良反应较少。可以缩短客观和主观睡眠潜伏期，尤其是对于年轻患者和女性患者更明显。

数据来源：中国失眠症诊断和治疗指南，西南证券整理

公司 EVT201 是治疗成人失眠症的 1 类小分子新药，是 GABAA ( $\gamma$ -氨基丁酸 A) 受体的部分激动剂/部分正向别构调节剂 (pPAM)，选择性作用于苯二氮草受体  $\alpha 1$  亚型，高的亲和性和中等强度的激动作用，诱导快速入睡和维持睡眠。与传统的苯二氮草类 GABA 受体完全激动剂相比，在运动障碍、后遗效应、耐受性、乙醇相互作用、身体依赖性、记忆力损伤等不良反应方面，具有明显的优势。

图 35: EVT201 license in 历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

安达西尼胶囊 (EVT201) NDA 于 2022 年 4 月获 NMPA 受理，国外已完成国际多中心二期临床试验，是国内研发进度最快的失眠创新药。EVT201 胶囊在国内进行的治疗失眠障碍的随机、双盲、安慰剂对照、多中心的 III 期临床主要研究终点结果达到方案预设的优效标准，可以显著延长失眠患者的总睡眠时间。

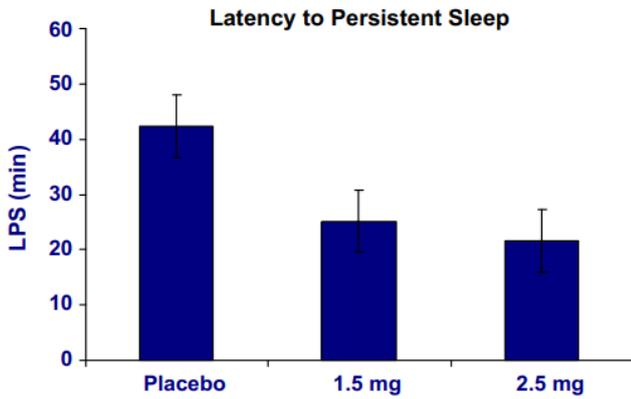
表 6: 国内失眠创新药研发进展

药名	作用机制	公司	适应症	研发阶段 (国外)	研发阶段 (中国)
安达西尼	苯二氮卓类药物;GABAA receptor 调节剂	Roche ; Evotec ; 京新药业	失眠症	II 期	NDA
YZJ-1139	OX1R 拮抗剂;OX2R 拮抗剂	扬子江药业	失眠症	-	III 期
HEC83518	orexin receptor 拮抗剂	东阳光药	失眠症	-	I 期

数据来源：医药魔方，西南证券整理

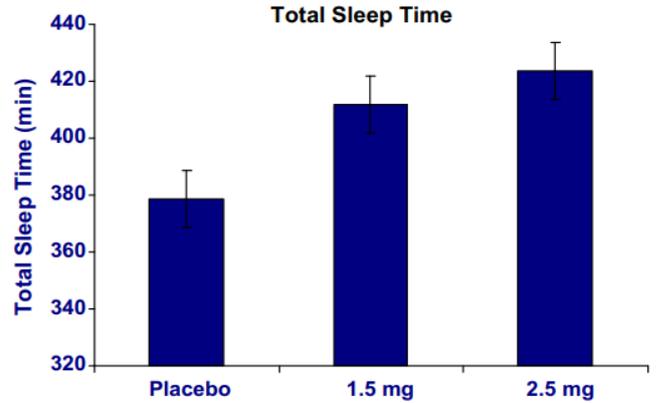
从国外试验结果看本品有以下特点:快速入睡并显著改善睡眠质量，显著减少入睡后醒来次数，适合不同年龄患者,半衰期理想，耐受性良好，未引起次日镇静，不良反应小。EVT 201 治疗成人原发性失眠症在美国完成的一项随机、多中心、双盲、安慰剂对照研究显示，与安慰剂相比，EVT 201 1.5 mg 和 2.5 mg 分别增加总睡眠时间 (TST) 33.1 分钟和 45 分钟 ( $p < 0.0001$ )，分别减少入睡后的觉醒 (WASO) 16.7 分钟和 25.7 分钟 ( $p < 0.0001$ )，分别减少持续睡眠的潜伏期 (LPS) 17 分钟和 20.7 分钟 ( $p < 0.0001$ )，并分别减少觉醒次数 1.2 次和 2.6 ( $p < 0.0001$ )。两种剂量均改善了睡眠质量，早晨自测嗜睡与安慰剂没有差异，耐受性良好，没有报告严重或意外的不良事件。

图 36: EVT 201 减少原发性失眠患者的持续睡眠潜伏期



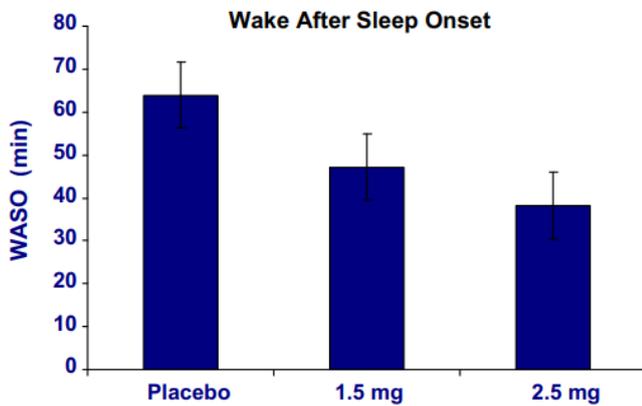
数据来源: Sleep Medicine, 西南证券整理

图 37: EVT 201 增加原发性失眠患者的总睡眠时间



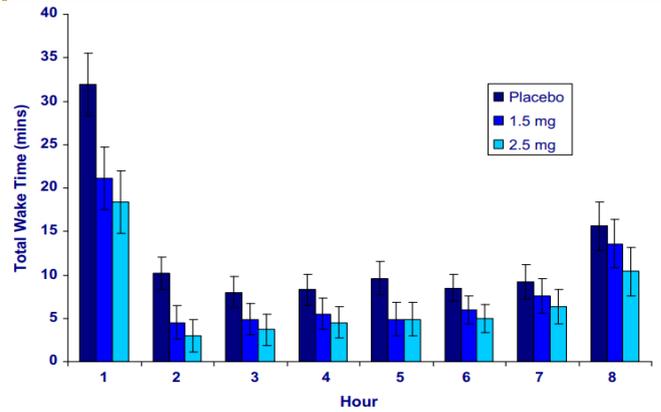
数据来源: Sleep Medicine, 西南证券整理

图 38: EVT 201 减少原发性失眠患者的入睡后觉醒时间



数据来源: Sleep Medicine, 西南证券整理

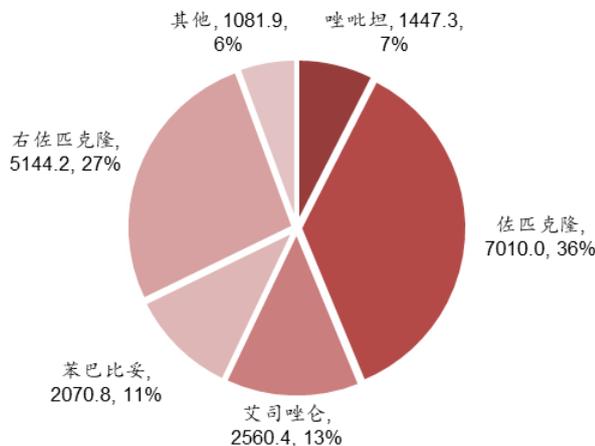
图 39: EVT 201 减少原发性失眠患者的总觉醒时间



数据来源: Sleep Medicine, 西南证券整理

佐匹克隆和右佐匹克隆在 2021 年催眠类药物 PDB 销售额中占比最大, 分别为 36%和 27%。2021 年催眠类药物 PDB 市场份额 TOP5 分别为佐匹克隆、右佐匹克隆、艾司唑仑、苯巴比妥和唑吡坦, 其中佐匹克隆和右佐匹克隆占比超 60%。

图 40: 2021 年催眠类药物 PDB 市场份额情况



数据来源: PDB, 西南证券整理。注: 剔除了以麻醉镇静为主的药物

右佐匹克隆是佐匹克隆的右旋单一异构体，对中枢苯二氮卓受体的亲和力较佐匹克隆强，在提高疗效的同时降低了毒性。右佐匹克隆的达峰时间是 1 小时，比佐匹克隆的 1.5-2.0 小时更快。佐匹克隆的清除半衰期为 5 小时，右佐匹克隆的清除半衰期为 6 小时，药物的清除时间越短，表明其维持作用时间越短。

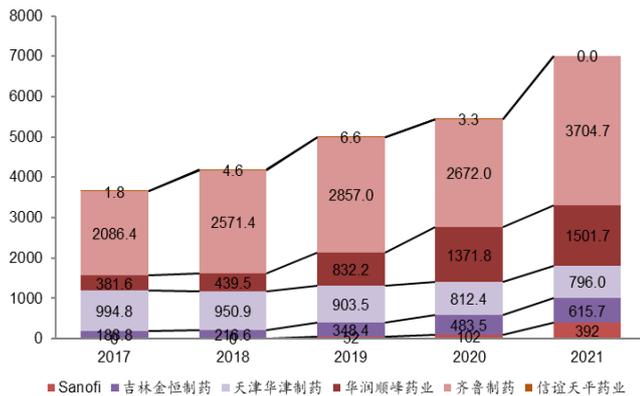
表 7：佐匹克隆和右佐匹克隆区别

	佐匹克隆	右佐匹克隆
结构	/	是佐匹克隆的右旋单一异构体，对中枢苯二氮卓受体的亲和力较佐匹克隆强
达峰时间	1.5-2h	1h
半衰期	5h	6h

数据来源：邛崃市医疗中心医院，西南证券整理

安达西尼胶囊（EVT201）上市后有望替代现存仿制药市场。佐匹克隆样本医院销售额由 2017 年 3653 万元增长至 2021 年 7010 万元。右佐匹克隆样本医院销售额由 2017 年 4143 万元增长至 2020 年 8585 万元，右佐匹克隆片 2020 年纳入第三批集采，受集采降价影响，2021 年下降至 3024 万元。

图 41：2017-2021 年佐匹克隆 PDB 市场份额情况



数据来源：PDB，西南证券整理

图 42：2017-2021 年右佐匹克隆 PDB 市场份额情况



数据来源：PDB，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司左乙拉西坦片、索普乐、盐酸舍曲林片及分散片在全国院内市场份额均为国产第一或第二名且仍有稳健增长，基于院外市场快速放量，假设 2022-2024 年公司精神神经用药销量同比增速分别为 22.01%、29.93%、28.45%，价格稳定；

假设 2：公司瑞舒伐他汀和匹伐他汀全国院内市场份额也位居前列，匹伐他汀钙分散片通过集采市场重构，低覆盖省份快速增长，集采区域同比增幅超 300%，且他汀类药物院外市场快速放量，假设 2022-2024 年公司心血管用药销量同比增速分别为 21%、22%、24%，价格稳定；

假设 3: 2021 年地衣芽孢杆菌活菌胶囊院内销量同比增长 49%，康复新液院内销量同比增长 26%，同时随着湖北和广东联盟集采中标的落地，未来院内市场份额有望加速提升，院外市场也在加速放量中，假设 2022-2024 年消化系统用药销量同比增速分别为 9.91%、20.08%、19.55%，价格稳定；

假设 4: 原料药板块保持稳健，2022-2024 年原料药销量同比增速分别为 1.98%、2%、2.1%，价格稳定；

假设 5: 深圳巨烽在国内医疗影像显示终端的市场占有率超过 50%，订单预计维持快速增长，假设 2022-2024 年医疗器械板块订单数量同比增速分别为 22%、22%、22%，订单均价稳定；

假设 6: CMO 板块随着国内外市场的持续开拓，订单数量预计保持快速增长，假设 2022-2024 年 CMO 板块订单数量同比增速分别为 30%、35%、35%，订单均价稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 8：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
精神神经用药	收入	5.45	6.61	8.54	10.89
	增速	32.00%	21.33%	29.14%	27.51%
	毛利率	88.64%	89.20%	89.45%	89.90%
心血管用药	收入	5.20	6.29	7.68	9.44
	增速	-34.40%	21.00%	22.00%	23.00%
	毛利率	74.54%	75.50%	75.50%	75.50%
消化系统用药	收入	4.66	5.12	6.15	7.35
	增速	15.00%	9.91%	20.08%	19.55%
	毛利率	60.00%	61.50%	62.00%	63.00%
商销	收入	1.41	1.69	2.03	2.44
	增速		20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
医疗器械	收入	5.53	6.75	8.23	10.04
	增速	22.83%	22.00%	22.00%	22.00%
	毛利率	36.94%	38.50%	39.00%	40.00%
原料药	收入	8.18	8.34	8.51	8.68
	增速	1.94%	1.98%	2.00%	2.10%
	毛利率	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
CMO	收入	2.30	2.99	4.04	5.45
	增速		30.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	35.00%	37.80%	40.00%	42.00%
其他	收入	0.63	0.69	0.76	0.84
	增速		10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	35.00%	37.70%	40.00%	40.00%
合计	收入	33.36	38.49	45.94	55.13
	增速		2.4%	15.4%	19.4%
	毛利率		55.9%	55.7%	56.7%

数据来源：Wind，西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取四家仿创结合的制剂及原料药企业作为可比公司，2021 年四家公司平均 PE 为 32 倍，2022 年平均 PE 为 24 倍。考虑公司仿制药集采影响见底，院外收入预期迎来快速增长，创新管线有望驱动未来增长，未来三年预计公司归母净利润 CAGR 为 17.6%。我们给予公司 2023 年 14 倍 PE，对应目标价 13.44 元，维持“买入”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002332.SZ	仙琚制药	8.94	0.62	0.76	0.93	1.14	21	12	10	8
002262.SZ	恩华药业	13.75	0.79	0.92	1.12	1.35	20	15	12	10
002294.SZ	信立泰	24.84	0.48	0.6	0.71	0.86	57	42	35	29
000963.SZ	华东医药	45.59	1.32	1.66	2.01	2.47	31	28	23	18
平均值							32	24	20	16

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

创新研发不及预期风险，销售不及预期风险，药品降价风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3335.97	3848.76	4593.57	5512.85	净利润	614.70	690.91	829.35	999.75
营业成本	1472.79	1704.53	1986.88	2329.41	折旧与摊销	164.00	115.38	115.38	115.38
营业税金及附加	28.67	33.08	39.48	47.39	财务费用	-38.87	40.00	40.00	40.00
销售费用	760.93	869.82	1028.96	1237.64	资产减值损失	-9.90	0.00	-3.00	-5.00
管理费用	177.03	203.98	248.05	314.23	经营营运资本变动	-231.22	90.17	-29.00	-25.27
财务费用	-38.87	40.00	40.00	40.00	其他	-133.69	-77.44	-55.24	-27.86
资产减值损失	-9.90	0.00	-3.00	-5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>365.02</b>	<b>859.03</b>	<b>897.49</b>	<b>1097.00</b>
投资收益	48.16	55.00	30.00	20.00	资本支出	-165.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	20.49	20.49	20.49	20.49	其他	310.05	75.49	50.49	40.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>144.69</b>	<b>75.49</b>	<b>50.49</b>	<b>40.49</b>
<b>营业利润</b>	<b>692.96</b>	<b>791.87</b>	<b>948.57</b>	<b>1141.40</b>	短期借款	-151.80	-148.33	0.00	0.00
其他非经营损益	1.52	-1.05	-1.11	-0.67	长期借款	-0.60	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>694.48</b>	<b>790.82</b>	<b>947.46</b>	<b>1140.73</b>	股权融资	495.04	0.00	0.00	0.00
所得税	79.78	99.91	118.11	140.98	支付股利	-231.43	-122.80	-138.18	-165.87
净利润	614.70	690.91	829.35	999.75	其他	9.63	-61.62	-40.00	-40.00
少数股东损益	0.70	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>120.85</b>	<b>-332.75</b>	<b>-178.18</b>	<b>-205.87</b>
归属母公司股东净利润	614.00	690.91	829.35	999.75	<b>现金流量净额</b>	<b>626.81</b>	<b>601.77</b>	<b>769.80</b>	<b>931.62</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1554.79	2156.56	2926.35	3857.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	547.56	554.30	674.60	819.77	销售收入增长率	2.39%	15.37%	19.35%	20.01%
存货	649.15	752.55	889.50	1038.16	营业利润增长率	-9.46%	14.27%	19.79%	20.33%
其他流动资产	478.03	441.42	445.10	449.64	净利润增长率	-5.91%	12.40%	20.04%	20.55%
长期股权投资	107.80	107.80	107.80	107.80	EBITDA 增长率	-10.80%	15.79%	16.54%	17.47%
投资性房地产	136.68	136.68	136.68	136.68	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1243.56	1162.49	1081.41	1000.34	毛利率	55.85%	55.71%	56.75%	57.75%
无形资产和开发支出	395.62	366.74	337.85	308.97	三费率	26.95%	28.94%	28.67%	28.88%
其他非流动资产	1302.18	1296.76	1291.33	1285.91	净利率	18.43%	17.95%	18.05%	18.13%
<b>资产总计</b>	<b>6415.37</b>	<b>6975.28</b>	<b>7890.63</b>	<b>9005.24</b>	ROE	12.71%	12.80%	13.62%	14.44%
短期借款	148.33	0.00	0.00	0.00	ROA	9.58%	9.91%	10.51%	11.10%
应付和预收款项	668.18	795.37	921.89	1084.13	ROIC	34.58%	40.60%	50.39%	60.28%
长期借款	0.04	0.04	0.04	0.04	EBITDA/销售收入	24.52%	24.61%	24.03%	23.52%
其他负债	761.16	782.15	879.81	998.30	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1577.71</b>	<b>1577.57</b>	<b>1801.75</b>	<b>2082.47</b>	总资产周转率	0.55	0.57	0.62	0.65
股本	905.32	861.03	861.03	861.03	固定资产周转率	3.30	3.69	4.78	6.26
资本公积	2192.68	2192.68	2192.68	2192.68	应收账款周转率	8.59	8.55	9.06	8.97
留存收益	2148.98	2717.09	3408.26	4242.14	存货周转率	2.51	2.39	2.40	2.41
归属母公司股东权益	4817.41	5377.48	6068.64	6902.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.87%	—	—	—
少数股东权益	20.24	20.24	20.24	20.24	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4837.65</b>	<b>5397.72</b>	<b>6088.89</b>	<b>6922.77</b>	资产负债率	24.59%	22.62%	22.83%	23.13%
负债和股东权益合计	6415.37	6975.28	7890.63	9005.24	带息债务/总负债	9.40%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.33	2.82	3.07	3.26
					速动比率	1.86	2.28	2.51	2.71
					股利支付率	37.69%	17.77%	16.66%	16.59%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.71	0.80	0.96	1.16
					每股净资产	5.59	6.25	7.05	8.02
					每股经营现金	0.42	1.00	1.04	1.27
					每股股利	0.27	0.14	0.16	0.19
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	818.09	947.26	1103.96	1296.78					
PE	12.54	11.14	9.28	7.70					
PB	1.60	1.43	1.27	1.12					
PS	2.31	2.00	1.68	1.40					
EV/EBITDA	5.65	4.07	2.80	1.66					
股息率	3.01%	1.60%	1.80%	2.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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

## 投资评级说明

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

## 重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn