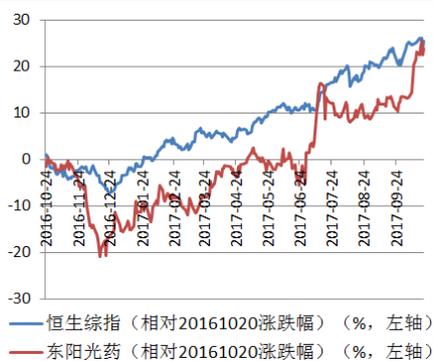


分析师： 房乐  
 执业证书编号： S1220517040008  
 TEL：  
 E-mail fangle@foundersc.com

联系人： 韩筱辰  
 TEL：  
 E-mail: hanxiaochen@foundersc.c

### 历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

### 相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 投资要点

- 流感对人健康的危害远大于普通感冒，甚至危及生命。但受限于医疗技术特别是医生认知，大部分被误诊为普通感冒。随着药品推广和医生认知的改变，流感药品市场已经开始快速增长。
- 公司核心产品可威胶囊和颗粒作为抗流感药物的优势非常突出，在处方化药领域一家独大。专利壁垒使得公司未来数年难觅直接竞争对手。而可威颗粒作为针对儿童的抗流感化药将充分受益开放二胎政策。可威连续多年销量高增长和稳定的销售价格是其产品力的直接体现。
- 公司丙肝和二代三代胰岛素将在 2019-2020 年逐步上市，成为新的增长点。大股东的研究院实力全国领先并与公司签订成果优先采购协议，公司拓展新品种优势明显。
- 公司此前因成交量未达恒生综指要求未进入恒生综指和港股通。近一年来公司成交量已明显改善，我们预计在十二月底将通过恒生综指检讨，3月纳入恒生综指和港股通。
- 我们预计公司 17-19 年收入分别为 12.4 亿、15.8 亿、19.5 亿，复合增速 27%，净利润分别为 5.2 亿、6.6 亿、8.2 亿，复合增速 29%，EPS 分别为 1.15、1.47、1.81。当前股价对应 PE 分别为 16x、12.5x、10.1x，年化分红收益率达到 5%，投资价值明确。

### 风险提示

- 全国范围流感爆发大幅低于往年
- 可威推广和销售不及预期

### 盈利预测：

单位/百万	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	942	1236	1577	1952
(+/-)	35.9%	31.3%	27.6%	23.8%
净利润	381	519	663	820
(+/-)	43.2%	36.4%	27.6%	23.8%
EPS(元)	0.84	1.15	1.47	1.81
P/E		16.0	12.5	10.1

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	抗流感化药龙头，背靠全国一流研究院	4
1.1	上市公司概况	4
1.2	大股东概况	5
1.3	背靠国内一流研究院	6
2	流感误诊率高，抗流感药品空间大	8
2.1	流感和普通感冒难区分，误诊率高	8
2.2	抗流感药品分类及效果	9
3	可威：抗流感处方化药龙头，增长迅速，难觅对手	10
3.1	可威，处方化药绝对龙头	10
3.2	充分受益二胎政策开放	11
3.3	短期难觅竞争对手，价格稳定	12
3.4	可威销售预估	12
4	其它在售品种	13
4.1	内分泌代谢类	13
4.2	心脑血管类	13
5	储备品种	13
5.1	丙肝：磷酸依米他韦，一期应答率 95%，有望 2019 年上市	13
5.2	糖尿病-胰岛素	14
5.2.1	二代胰岛素，批准进入临床阶段，有望 19-20 年上市	14
5.2.2	三代胰岛素，甘精胰岛素已启动三期，有望于 2019 年上市	15
6	分红、港股通预期、盈利预测、估值	16
6.1	分红	16
6.2	纳入港股通预期	16
6.3	盈利预测与估值	16

## 图表目录

图表 1:	公司发展历程 .....	4
图表 2:	营业收入及增长率 .....	4
图表 3:	净利润及增长率 .....	4
图表 4:	毛利率 .....	5
图表 5:	投资回报率 .....	5
图表 6:	各产品的营业收入 .....	5
图表 7:	2017 年上半年产品收入构成 .....	5
图表 8:	集团业务 .....	5
图表 9:	研究院关注领域和在研药物 .....	7
图表 10:	普通感冒和流感 .....	8
图表 11:	流行感冒病毒的分类和特性 .....	8
图表 12:	中国流行性感冒的发病上报数, 死亡数和致死率 .....	8
图表 13:	治疗流感病毒的药物作用机理 .....	9
图表 14:	WHO、美国 CDC、欧洲 CDC 推荐奥司他韦的相关内容 .....	10
图表 15:	中国卫计委和专家共识推荐奥司他韦的相关内容 .....	10
图表 16:	可威 2012-2016 销售收入及增速 .....	11
图表 17:	抗流感药化学药市场规模及份额 .....	11
图表 18:	奥司他韦国产仿制药申报情况 .....	12
图表 19:	抗流行感冒产品 .....	12
图表 20:	世界卫生组织推荐的治疗方案 .....	14
图表 21:	目前丙肝新药申报及批准情况 .....	14
图表 22:	公司及其主要竞争对手胰岛素上市产品及在研产品情况 .....	15
图表 23:	公司上市以来分红情况 .....	16
图表 24:	盈利预测与估值 .....	17

## 1 抗流感化药龙头，背靠全国一流研究院

### 1.1 上市公司概况

宜昌东阳光长江药业股份有限公司是一家以抗病毒为核心，涵盖抗病毒，内分泌代谢疾病，心血管疾病三个主要治疗领域的药品的开发，生产及销售的中国领先制药企业，是深圳市东阳光实业发展有限公司及其附属公司旗下的国内制剂平台，实际控制人为张中能先生。公司目前 50.04% 股权为内资股，剩余 49.96% 股权为 H 股，第一大股东宜昌东阳光药业股份有限公司持有全部内资股股权，第二大股东南北兄弟药业投资有限公司持有 16.59% 的 H 股股权。

抗流感药物可威是公司主要收入来源，收入占比约 85%。公司 2006 年获得磷酸奥司他韦许可方罗氏许可在中国生产磷酸奥司他韦产品可威；2008 年，可威颗粒剂作为中国唯一一家磷酸奥司他韦颗粒剂生产商进军儿科医药市场；2009 年，抗流感病毒药物磷酸奥司他韦产品列入中央医药战略储备，当年增加销售 20 亿；2013 年，可威产品占据中国磷酸奥司他韦产品市场最大份额；2015 年，公司改制成为股份有限公司，并于当年 12 月在香港联交所主板成功挂牌上市，股票代码为 1558.HK。

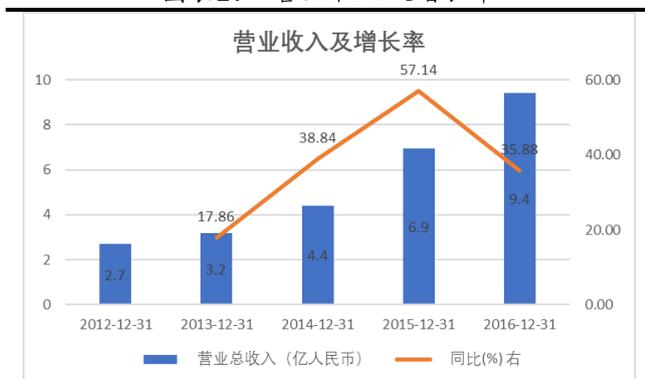
图表1：公司发展历程

2001	2004	2005	2006	2008	2009	2013	2015	2015	2016
公司成立	尔同舒获批上市	欧美宁获批上市	获得磷酸奥司他韦许可方可在中国生产许可	磷酸奥司他韦颗粒剂获批上市	抗流感病毒药物磷酸奥司他韦产品列入中央医药储备基地	可威位居中国磷酸奥司他韦市场份额第一位	公司获得东阳光药研究院研发成果的优先购买权	香港主板上市	公司与太景医药成立合资公司，开发依米他韦与伏拉瑞韦
	喜宁获批上市		欣海宁获批上市	中国唯一一家磷酸奥司他韦颗粒剂生产商进军儿科医药市场			从研究院获得磷酸依米他韦	股票代码为 1558.HK	

资料来源：公司官网，方正证券研究所

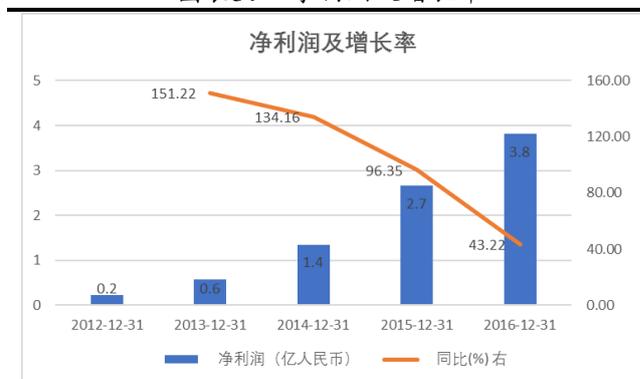
近年来，受益于核心品种——可威填补市场的高速增长，公司营业收入和净利润呈现高增长态势，毛利率稳步提升。2016 年，营业收入和净利润分别达到 9.42 和 3.81 亿人民币，2017 上半年，营业收入已达 6.71 亿，净利润 3.02 亿，毛利率达到 80%。

图表2：营业收入及增长率



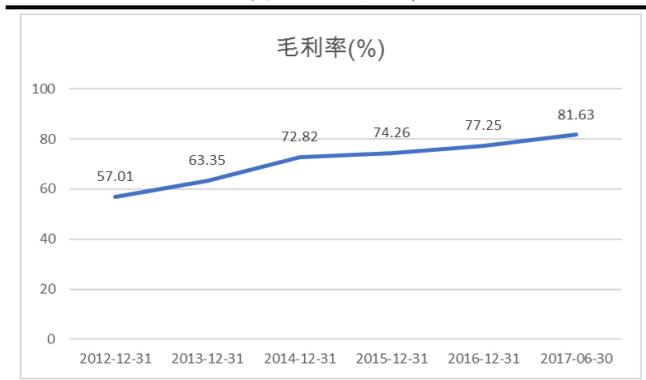
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表3：净利润及增长率



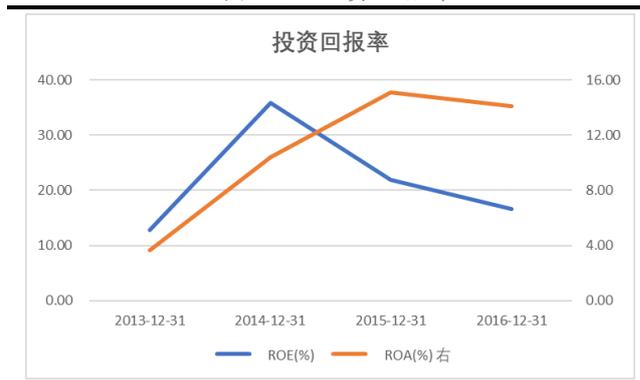
资料来源：公司年报，方正证券研究所

图表4: 毛利率



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

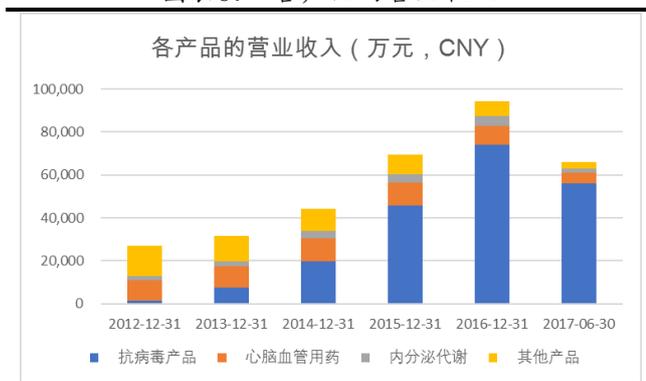
图表5: 投资回报率



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

截至 2017 年 6 月 30 日, 公司医药产品组合共计 33 种商品, 其中 25 种产品被列入国家医保目录。抗流感药物可威是公司主要收入来源, 收入占比约 85%。接着依次是欧美宁、欣海宁等心血管药物和尔同舒等内分泌代谢药物。

图表6: 各产品的营业收入



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表7: 2017 年上半年产品收入构成



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

## 1.2 大股东概况

公司控股股东深圳市东阳光实业发展有限公司是一家大型民营经济控股的股份企业, 现共有员工 16000 余人; 主要从事医药、电子材料和健康养生三大产业, 2016 年工业总产值近 250 亿元。现拥有东阳光科 (600673.SH)、东阳光药 (1558.HK) 两家上市公司, 并且拥有实力全国领先的医药研究院。

图表8: 集团业务

业务板块	公司名称	集团内定位
医药	宜昌东阳光长江药业股份有限公司	药物制剂生产销售平台
	宜昌东阳光药业股份有限公司	原料药生产及销售
	广东东阳光药业有限公司	海外制剂的生产及境外销售, 药物研发
	东莞东阳光药物研发有限公司	药物研发
电子材料	广东东阳光科技控股股份有限公司	铝深加工、电子新材料等相关业务
	宜昌东阳光火力发电有限公司	火力发电、供电、供热等业务
健康养生	香港南岭养生避暑有限公司	冬虫夏草、酒店、景区、面膜等

资料来源: 集团官网, 方正证券研究所

2017年2月,集团旗下的A股上市公司东阳光科(600673.SH)拟发行5.45亿股股份,向宜昌东阳光药业购买其持有的东阳光药2.26亿股内资股股份(占东阳光药股份总数的50.04%),此次重组方案的总交易金额约为32.2亿元。交易完成后,东阳光药将成为东阳光科的控股子公司。根据《盈利预测补偿协议》,东阳光药承诺在2017-2019三年间各年度净利润分别不低于4.80亿元、5.75亿元和6.52亿元。若此次重组完成,公司内资股将实现在A股市场的流通,公司间接实现“A+H”。

### 1.3 背靠国内一流研究院

东阳光研究院成立于2005年,下设两大研究院、六个所。是国内实力最有实力的医疗领域研究院之一。

人才:拥有40多名外籍和海归专家,100余名博士,1000余名硕士,共有1600余名研发人员,30余名国际级的化学结构创造师,五位中组部“千人计划”一位科技部“青年领军人才”。

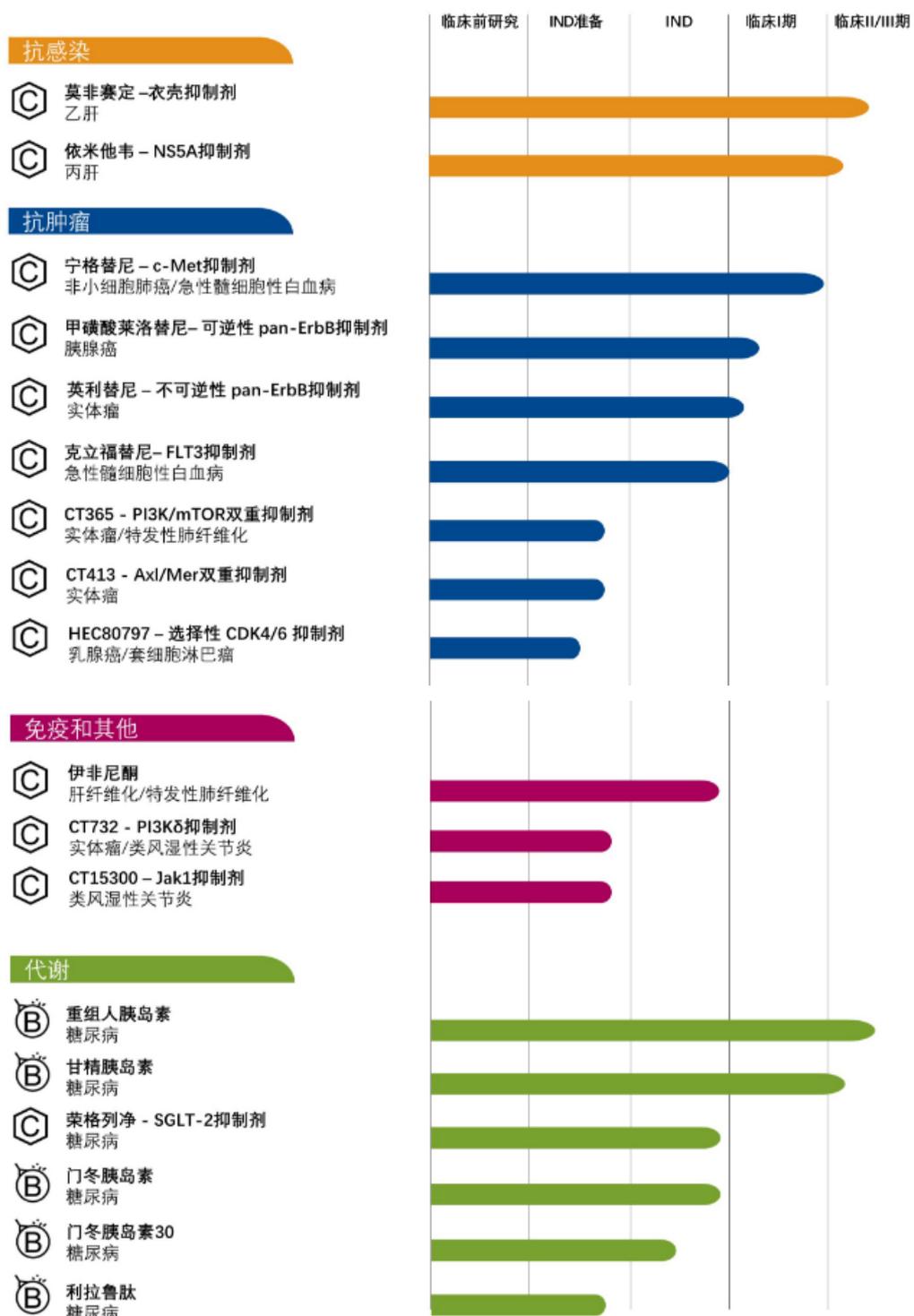
设备:拥有5万m<sup>2</sup>规范实验室,20台液质联用仪器、2台核磁共振、400台高效液相色谱和40多台气相色谱,以及XRD衍射仪、拉曼光谱仪、在线晶型粒径分析仪等多种世界最先进、最配套的检测仪器;建立了OpenLab等实验室信息化管理系统,拥有SciFinder、Reaxys、Cortellis、Derwent等国际最先进的数据库资源。

研究方向:抗感染、抗肿瘤、神经系统、内分泌系统、心血管、免疫系统类六大领域的新药;全系列胰岛素和口服胰岛素蛋白药、单抗药、生化药为核心的生物药;首仿药、创新型制剂、临床大品种药的仿制药;冬虫夏草和中药材;保健品;化妆品;医疗器械;宠物药;高效低毒农药;新材料。

在研项目:在研新药项目有50个,已经进入人体临床的有7个,正在审评的有5个,2017年计划申报的有7个,2018年将会有19个新药处于临床阶段;以后每年将有3个以上新药项目相继完成临床前研究,进行中国、美国的双向申报,进入人体临床。

2015年,公司与研究院建立战略合作关系,获得东阳光药研究院研发成果的优先购买权,抗丙肝病毒用药磷酸依米他韦成为公司首个通过优先购买权获得的品种。

图表9： 研究院关注领域和在研药物



图例： C 化学实体 B 生物学实体

©HEC Pharm 2017 All Rights Reserved

资料来源：集团官网，方正证券研究所

## 2 流感误诊率高，抗流感药品空间大

### 2.1 流感和普通感冒难区分，误诊率高

普通感冒是一种轻微的上呼吸道病毒感染，一年四季均可发病，春冬季为多，单纯感冒在没有合并其他细菌性感染（如中耳炎，细菌性肺炎等）的情况下是不需要抗菌药物治疗的。而流行性感，虽然在名字上和感冒很接近，某些症状也很相似，但跟普通感冒并无关系，流感先发烧，烧退了才有鼻涕，那时已经过了最佳服药时期，严重者会引发肺炎、脑炎等相应疾病，而且耗时长。目前对流感诊断有一定困难，需要用分泌物培养基培养 7 天才能确诊，其他即时检验的方法都不太准确，造成大量流感病例的误诊。

现市场上流感用药和普通感冒用药难以区分，上网查流感用药，推荐最多的西药是：阿司匹林、阿莫西林，中成药最多的是板蓝根，这些药理应是感冒药和消炎药，却被当做抗流感药误用。

图表10：普通感冒和流感

普通感冒	流感
头痛较少	头痛明显
体温正常	高温（持续 3-4 天）
轻度疼痛	疼痛明显
喷嚏、流涕	疲劳乏力（持续 2-3 周）
轻度到中度干咳	剧烈咳嗽
咽痛	胸部不适感

资料来源：中国知网 CNKI，方正证券研究所

图表11：流行感冒病毒的分类和特性

甲型流感病毒 (Influenza A virus)	抗原变异性、致病性最强	常引发世界性大流行，1918 年西班牙流感和 2009 年的猪流感就是 H1N1 引起的，2004 年的禽流感就是由 H5N1 引起的（H：血凝素，N：神经氨酸酶）
乙型流感病毒 (Influenza B virus)	变异性相对弱	可引起中、小型或局部爆发
丙型流感病毒 (Influenza C virus)	抗原性比较稳定	多引起婴儿或成人散发病例

资料来源：药智网，方正证券研究所

根据国家卫生计生委疾病预防控制中心统计，2013 年至 2016 年的流行性感冒的发病数及死亡数如下：

图表12：中国流行性感冒的发病上报数，死亡数和致死率

	2013	2014	2015	2016
发病人数（人）	129873	215533	195723	306682
死亡人数（人）	14	43	8	56
致死率（万分之）	1.1	2.0	0.4	1.8

资料来源：国家卫生计生委疾病预防控制中心，方正证券研究所

CDC 的疫情是确诊才上报，受限于检测手段，确诊需要七天，一般都是依靠症状判断，因此低于实际疫情发生数量。而据世界卫生组织报告，全球每年有 5%~10% 的成人和 20%~30% 的儿童发生流感，对应中国的总人口数，我国每年感染流感的人数可达到 0.65-2 亿人。中国每年有 10%~15% 儿童因流感感染需要就诊；在流感盛行季节，可有超过 40% 的学龄前儿童，即 30% 的学龄儿童罹患流感。疫情主要出现在低温高湿的季节（春秋交替季和下半年第四季度的时候），但患者一直存在，季节性没有想象中的明显。

随着流感的认知度和识别度的不断提升，未来流感药物市场空间很大。以公司可威销售额/单价估算（一个疗程胶囊市场价约为 140RMB，颗粒市场价约为 50RMB，现市场份额约 1:2.8，平均市场价格为 73.68RMB；可威整体销售 7.36 亿），市场上接受可威治疗的患者约为 1000 万，奥司他韦单品市场份额可威约为 90%，达菲约为 10%，其它化药市场份额极低，销售额在几百万数量级；而据世界卫生组织报告现在实际患者约为 1 亿。抗流感处方化药的受众仅为流感患者的十分之一。

抗流感药物市场体量增加主要依靠的是对流感疾病的认知，药品的销售增长是医生患者对流感认知深化的过程，随着抗流感药物学术推广和分级诊疗制度下二级和一级医院抗流感药物进院率提升，抗流感药物市场增长可期。

## 2.2 抗流感药品分类及效果

目前市场上治疗流感病毒的药物分为两类：一类是金刚烷胺和金刚烷乙胺，是最早的抗流感病毒药物，但只对甲型流感有效，且副作用大，容易产生耐药性；另一类是 1999 年获得 FDA 批准上市的扎那米韦和奥司他韦。

图表13： 治疗流感病毒的药物作用机理

类别	药物	效果副作用
M2 离子通道阻滞剂	金刚烷胺、金刚烷乙胺	只对甲型流感有效，且副作用大，容易产生耐药性
神经氨酸酶抑制剂	奥司他韦、扎那米韦	使用所有流感，副作用小

资料来源：药智网，方正证券研究所

临床试验显示，奥司他韦有良好的抑制甲型和乙型流感的作用，同时良好的预防作用，能够明显降低并发症的概率和症状严重程度，其安全性和有效性已获多方认可，是抗流感主流用药。它是世界卫生组织 (WHO) 推荐的基本药物，被美国和欧洲疾病预防控制中心 (CDC) 推荐为主要的抗流感病毒药物。2005 年 FDA 同意奥司他韦作为儿童预防流感用药。在中国，磷酸奥司他韦被卫计委 (NHFPC) 推荐为治疗 H1N1 和 H7N9 流感的首选药物，并被《儿童流感诊断与治疗专家共识 (2015 年版)》推荐用于儿童流感的治疗和预防。

图表14： WHO、美国 CDC、欧洲 CDC 推荐奥司他韦的相关内容

机构	内容
WHO	应尽早给疑似甲型 H5N1 和甲型 H7N9 感染病例服用奥司他韦。世界卫生组织建议将神经氨酸酶抑制剂如奥司他韦作为需要抗病毒治疗者的一线治疗用药, 因为目前流行的流感病毒对金刚烷胺类药物 90% 以上耐药
美国 CDC	奥司他韦获经美国食品和药品管理局 (FDA) 批准, 可用于年龄 2 周及以上患者抗流感治疗, 还可用于年龄 1 岁及以上患者预防流感。根据目前监测结果显示, 现流行的甲型流感病毒持续对金刚烷胺类抗病毒药物高度耐药, 所以不再推荐使用金刚烷胺类药物 (金刚乙胺和金刚烷胺) 用于治疗或预防流感 1999 年获批用于治疗流感 2000 年获批用于预防流感, 获批可用于治疗 1 岁以上成人和儿童流感 2005 年获批用于预防 1-12 岁儿童流感 2012 年批准用于治疗 2 周以上婴儿流感
欧洲 CDC	2002 年获批治疗和预防成人和 13 岁以上青少年的流感 2006 年获批用于治疗 and 预防 1-12 岁儿童的流感 2009 年获批用于治疗 and 预防 1 岁以下儿童流感

资料来源: 各协会官网, 中国知网 CNKI, 方正证券研究所整理

图表15： 中国卫计委和专家共识推荐奥司他韦的相关内容

机构	内容
中国卫计委	推荐奥司他韦为治疗 H1N1 和 H7N9 流感的首选药物
《流行性感 冒诊断与治 疗指南 (2011 年版)》	发病 48 小时应给予抗病毒治疗, 推荐使用奥司他韦, 3 个月婴儿只推荐奥司他韦
《儿童流感诊断与治疗 专家共识 (2015 年版)》	明确指出金刚烷胺类药物普遍耐药, 儿童治疗时首先选用神经氨酸酶抑制剂中的奥司他韦

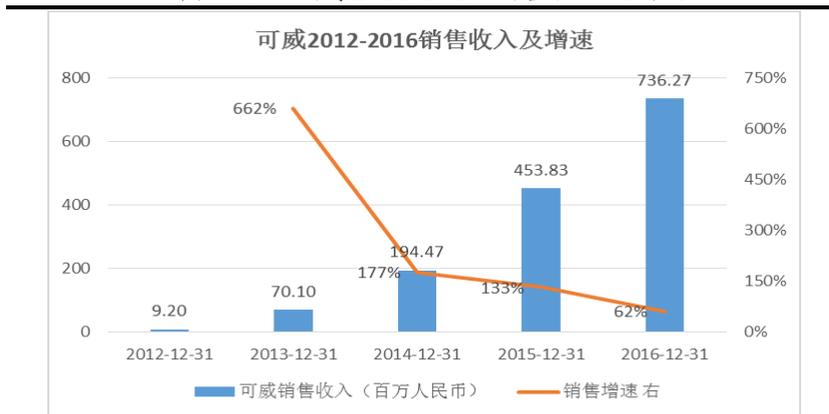
资料来源: 各协会官网, 中国知网 CNKI, 方正证券研究所整理

### 3 可威：抗流感处方化药龙头，增长迅速，难觅对手

#### 3.1 可威，处方化药绝对龙头

奥司他韦是罗氏公司的专利产品, 于 1996 年首次合成, 1998 年获得美国 FDA 专利, 1999 年 10 月首次在瑞典推出, 随后进入加拿大和欧盟市场, 2002 年获准在中国推出名为“达菲”。2006 年 6 月, 上海中西三维和东阳光药的奥司他韦胶囊剂分别以商品名“奥尔菲”和“可威”上市, 实现国产化。此后公司可威销售快速增长, 目前已远超达菲成为抗流感的处方化药的绝对龙头, 份额接近 90%。2016 年可威销售收入 7.36 亿, 2017 年预计销售收入如将超 10 亿。

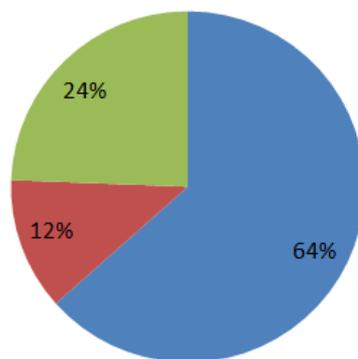
图表16: 可威 2012-2016 销售收入及增速



资料来源: 公司年报, 方正证券研究所

图表17: 抗流感药化学药市场规模及份额

■ OTC (约26亿) ■ 处方药其它 (约5亿) ■ 可威 (10亿)



资料来源: 方正证券研究所

### 3.2 充分受益二胎政策开放

可威颗粒剂针对儿童,是公司的独家剂型,于2008年获批上市,2017年进入新版全国医保乙类目录,专利保护期至2026年,目前占可威销售额的6-7成。

根据国家统计局数据,2015年我国0-14岁儿童约有2.27亿人,约占总人口的16.52%。全面放开二胎政策影响到的目标育龄妇女人群在8000万人左右,政策实施第1年带来的新增人口大致为500万。此后逐年递减,短期人口增量可能会在未来5年逐渐释放,共计1500-2500万,平均每年新增人口400万。我国儿科门诊人次显著增长,约保持10%的复合增长率,2015年超过2亿人次。儿童作为流感易感人群和并发症的高危人群,患病几率是成人的1.5-3倍,抗流感儿童用药市场存在较大发展空间。目前可威是幼龄儿童治疗及预防流感的唯一处方化药产品,将充分受益二胎政策的开放。

### 3.3 短期难觅竞争对手，价格稳定

中国市场上目前销售的奥司他韦主要是两个品牌达菲和可威。达菲是原研厂家罗氏制药生产，可威是罗氏授权东阳光药生产。可威售价相对较低，公司持续推广，上市后份额快速提升，目前已接近 90%。

根据 PDB 数据，2016 年上海中西三维药业的奥司他韦产品——奥尔菲，现已停产退出市场。另外一家公司重庆圣华曦，2016 年批准临床，但暂时还没经过原料药的批准，及时当前获批，也需要至少一年半的时间产品才能上市（备案半年做临床+一年至一年半申报审核时间）。除此之外还有两类抗流感产品，扎那米韦（干粉吸入），美国 JSK 生物医药集团现已将其转给先声药业，适用于七岁以上儿童；帕拉米韦（静脉注射），一般给住院的危重病患者使用。上述两个产品适用范围较窄，销售量很小（几百万数量级），对公司没有竞争压力。

公司销售的可威胶囊约占 3-4 成，专利 2024 年到期，占比超过 6 成的可威颗粒是公司自主研发针对儿童的抗流感产品，专利保护期至 2026 年，目前无竞争对手。

图表18：奥司他韦国产仿制药申报情况

申报企业	受理号	注册类别	申请类型	日期	审评结论
重庆圣华曦药业股份有限公司	CYHS1401852	化药 6	仿制	2016/10/11	批准临床
中国人民解放军军事医学科学院 毒物药物研究所	CXHL1500513 CXHR1600013	化药 5 化药	新药 复审	2015/12/30 2017/3/15	 批准临床

资料来源：药智网，方正证券研究所

图表19：抗流行感冒产品

神经氨酸 酶抑制剂	剂型及规格	中标均价	单疗程	治疗费用	医保地区及类别	备注
奥司他韦	胶囊剂 75mg	约 13-15 元	每天两次，每次 75mg，连服 5 天	约 140 元	国家医保 (2017 版) 乙类	限有明确甲型流感诊断且为重症患者的治疗
扎那米韦	粉雾剂 5mg	约 10 元	每天两次，每次 10mg，连服 5 天	约 200 元	国家医保 (2017 版) 乙类	限有明确甲型流感诊断且为重症患者的治疗
帕拉米韦	注射液 100ml:0.3g	约 300-350 元	单次用量 0.3-0.6g，每日一次，可连用 1-5 天	约 2000 元	广西壮族自治区 乙类	限流感重症者

资料来源：药智网，方正证券研究所

### 3.4 可威销售预估

渠道空间：可威采用直销的模式，2016 年可威总销售额约为 7.36 亿元，其中广东省占比约为 36%，是公司主要的可威销售收入来源。目前可威全国三级医院覆盖率约为 40%-50%（颗粒剂 51%；胶囊剂 33%），二级医院约为 20%-30%（颗粒剂 32%；胶囊剂 17%），基层医院则不足 1%，空间仍然很大。公司 2015 年上市时销售人员 179 人，2017 年上半年达到 580 人，预计 2017 年将增加至 800 人。我们预计随着公司在渠道的大力投入和布局，以及积极的学术推广，可威增速将保持在 20% 以上甚至更高的增速，未来 3 年达到 20 亿左右规模概率很大。

## 4 其它在售品种

### 4.1 内分泌代谢类

尔同舒,是公司治疗高尿酸血症及痛风的产品,收入占比约3%。高尿酸血症(hyperuricemia, HUA),是一组嘌呤代谢紊乱所致的疾病,是导致痛风的主要原因。近年来,随着饮食结构的改变,动物蛋白及脂肪的摄入增多导致嘌呤的过量吸收,使高尿酸血症的发生率呈现增长趋势。目前我国高尿酸血症患者已达到约1.3亿人,其中约5-12%人群患有痛风,约1200万患者,并且患病人数不断上升。根据PDB重点城市医院用药数据库,我国痛风用药市场2010-2016年复合年增长率高达36.2%,公司的产品尔同舒(苯溴马隆),通过抑制肾小管对尿酸的重吸收作用降低血液中尿酸浓度,达到治疗高尿酸血症从而治疗痛风的功效。

尔同舒此前主要通过代理销售,2014-2016年为公司贡献销售收入分别为3000、3650和4460万元,同比增长21.7%和22.2%。2017年公司改变销售体系,由此前的跨产品职能部门管理变成现在的产品项目制,建立尔同舒销售团队,加大尔同舒的推广力度,从安徽,北京开始试点。由于基数较低,今年尔同舒销售增速有望达到80%-100%,实现销售额8000-9000万。

### 4.2 心脑血管类

公司收入占比约7%的心血管类药物主要是治疗高血压的替米沙坦片(欧美宁)和苯磺酸氨氯地平片(欣海宁)。产品的市场空间在15-60亿之间,自然增长在10%左右,但生产厂家较多(30家左右),竞争较为激烈。加之公司对这些产品实行的代理制销售,缺乏学术推广,以上产品的销售并未真正做大,预期公司其销售品种将保持销售稳定,在1亿左右。

## 5 储备品种

### 5.1 丙肝:磷酸依米他韦,一期应答率95%,有望2019年上市

丙肝即丙型肝炎(Hepatitis C),据世界卫生组织数据,全球有1.3亿-1.5亿慢性丙肝患者,2011年中国疾病预防控制中心用2006年调查的血清做了一次Anti-HCV丙肝抗体筛查,根据该研究,我国2006年时约有560万丙肝病毒感染者;截至2016年7月26日,世界卫生组织发表数据表明,中国目前约有1000万丙肝感染者,其中250万人急需接受治疗。在急性丙肝病毒感染者中,55%~85%会转变成慢性肝炎,慢性丙肝20年的肝硬化发生率为5%-15%,其中的2%-4%会转变成肝癌。

目前世界卫生组织推荐的治疗方案有三种:为不同丙肝药物在不同国家的上市进度不一样,所以各国主推疗法也不一样。

图表20: 世界卫生组织推荐的治疗方案

利巴韦林+PEG 修饰干扰素 α	我国 2015 年前无新型抗丙肝药物上市—— 主推疗法仍是利巴韦林+PEG 修饰干扰素 α
利巴韦林+PEG 修饰干扰素 α+特拉匹韦/波曲普韦	英国推荐疗法——以 Sovaldi、OLYSIO 为基础
索非布韦+利巴韦林 (+PEG 修饰干扰素)	美国推荐的疗法——主要是以 Harvoni、Sovaldi、Viekira park 为基础

资料来源: 世界卫生组织 WHO, 方正证券研究所

中国 2015 年更新的临床指南, 加入了索非布韦、达卡拉韦等直接抗病毒药物 (DAA)。

图表21: 目前丙肝新药申报及批准情况

药品	受理号	公司	承办日期	优先评审日期	批准日期
阿舒瑞韦软胶囊	JXHS1600063/7	BMS	2016/11/2	2016/12/16	2017/6/21
盐酸达拉他韦片	JXHS1600062/8	BMS	2016/11/7	2016/12/16	2017/6/21
西美瑞韦胶囊	JXHS1600064	强生	2016/11/9	2016/12/16	2017/8/28
丹诺瑞韦钠片	CXHS1600012	歌礼	2017/1/3	2017/2/28	在审评
索磷布韦片	JXHS1700011	吉利德	2017/3/15	2017/3/29	2017/9/21
奥比帕利片	JXHS1700014	AbbVie	2017/3/24	2017/5/23	2017/9/21
达塞布韦片	JXHS1700015	AbbVie	2017/3/24	2017/5/23	2017/9/21
艾尔巴韦格拉瑞韦片	JXHS1700035	默沙东	2017/8/28		在审评

资料来源: 国家食品药品监督管理局 CFDA, 方正证券研究所

磷酸依米他韦为一种丙肝病毒 NS5A 蛋白抑制剂, 该类型抑制剂具有抑制 HCV 基因型较广、抑制作用强、与其他 DAA 联用不产生交叉耐药、耐受性好以及大多支持一日 1 次口服给药等优点, 前景十分乐观。2016 年 12 月公司 1.1 类创新药磷酸依米他韦已获得国家药监局颁发的 II/III 期临床试验批件, 有望 2019 年上市。

同时, 公司将该新药与太景医药研发 (北京) 有限公司所研发的丙肝 NS3/4A 蛋白酶抑制剂伏拉瑞韦 (Furaprevir, 17 年 2 月台湾完成二期) 合并, 开发出新型全口服免干扰素丙肝合并疗法, 预计在 2020 年后推出。

**市场规模:** 我们预计国内 DAA 药物价格将远低于国外, 在 6-8 万元左右。国内 1000 万患者, 按照每年百分之一的渗透率, 约为 60-80 亿市场。**竞争格局:** 2017 年 9 月国内有三款药物上市, 来自吉利德和 AbbVie, 国内公司预计有两款产品将于 2019 年上市。我预计公司产品在 2020 年上市并经过几年的培育后, 市场份额有望做到 10% 以上, 实现约 6 亿以上的销售收入。

## 5.2 糖尿病-胰岛素

### 5.2.1 二代胰岛素, 批准进入临床阶段, 有望 19-20 年上市

二代胰岛素是医保甲类药品, 市场和竞争格局稳定, 由于技术壁

垒较高，胰岛素的竞争者也相对较少，除传统国际三巨头诺和诺德、礼来、赛诺菲外，国内有通化东宝、联邦制药、万邦生化等企业参与竞争，竞争格局相对良好。现有接近一百亿的市场，而且现在拜耳、礼来（三生制药已经与礼来中国达成战略合作协议，自2017年7月1日起，获得礼来旗下的胰岛素产品优泌林在中国独家经销和推广的权利）等国际巨头在逐步放弃二代的市场，只剩诺和诺德一家。胰岛素分短效，中效和预混剂型，其中预混剂型占比80%-90%。公司现在做最快的是短效的（目前在做临床二期），预混剂型（目前在做临床一期）预计2020上市，公司会有比较显著的市场份额。我们预计公司二代胰岛素产品在2020年上市并经过几年培育后有望做到5亿左右的收入规模。

### 5.2.2 三代胰岛素，甘精胰岛素已启动三期，有望2019年上市

与二代相比，三代价格高，注射次数少，一天打一针。2012年研发出来开始替代二代。目前三代是外企的天下，国内三代胰岛素仅甘李药业一家获批。三代有国产替代国外企业的趋势，总的市场规模水平在100-150亿，现在市场国内企业的占比还是很低。2019年，公司的甘精胰岛素有望上市（目前在做临床二期，已启动临床三期），2020年，门冬胰岛素（目前在做临床一期）有望上市，覆盖短效和中效，进一步提升公司胰岛素业务的市场竞争力。

相较于其他竞争对手（甘李药业、联邦制药、通化东宝等），公司产品上市不具有时间优势。但实行差异化的推广策略，公司在国外做同步申报，当欧美也有临床数据支持这个品种时，会增加医生去开这个药的确定性，而且实现了真正意义上的国产替代进口，目标客户不仅是胰岛素的新增患者，还包括了惯用进口胰岛素的患者群体，可以跟进口药物争夺市场。我们预计2020年上市后经过3-5年的培育后有望达到10亿的收入规模。

图表22：公司及其主要竞争对手胰岛素上市产品及在研产品情况

生产商	已上市品种	在研品种
甘李药业	甘精胰岛素（2005）、赖脯胰岛素（2006）	门冬胰岛素、门冬胰岛素30注射液、重组人胰岛素、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液、精蛋白重组人胰岛素
联邦制药	精蛋白重组人胰岛素（2009）、重组人胰岛素（2011）、甘精胰岛素（2017）	门冬胰岛素、门冬胰岛素30注射液、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液、地特胰岛素
通化东宝	重组人胰岛素（2014）	甘精胰岛素、地特胰岛素、门冬胰岛素、门冬胰岛素30注射液、门冬胰岛素50注射液
万邦生化	精蛋白锌胰岛素（2005）、精蛋白重组人胰岛素混合注射液（2011）	甘精胰岛素、赖脯胰岛素
东阳光药		重组人胰岛素、精蛋白重组人胰岛素、甘精胰岛素、门冬胰岛素、门冬胰岛素30注射液
海正药业		重组人胰岛素、精蛋白重组人胰岛素、甘精胰岛素、门冬胰岛素、德谷胰岛素

资料来源：药智网，方正证券研究所

## 6 分红、港股通预期、盈利预测、估值

### 6.1 分红

公司 2015 年上市之后分红不断增加,目前股息支付率超过 50%,年化分红收益率达到 5%。

图表23: 公司上市以来分红情况

	净利润(百万)	现金分红(百万)	股利支付率	年化分红收益率
2017H	301.9	180.8	59.9%	5.0%
2016	380.1	137.5	36.2%	2.1%
2015	265.7	66.8	25.1%	1.0%

资料来源: 公司财报、方正证券研究所

### 6.2 纳入港股通预期

公司目前市值虽然接近百亿,但并未纳入港股通。我们分析是过去未满足进入恒生综指“过去 12 个月中最少有 10 个月及最近 6 个月中最少有 5 个月达到成交量流通比率 0.05%的最低要求”的条件。

我们测算公司在下一个恒生综指检讨期(今年 12 月)将达到入围要求,从而将在明年 3 月调入恒生综指,进而纳入港股通。

### 6.3 盈利预测与估值

我们认为公司业绩增长主要由以下三方面推动:

- 1) 流感对人健康危害大,但目前误诊率很高,大部分患者并未正确用药,用药人数存在很大的增长空间。
- 2) 磷酸奥司他韦和可威产品本身仍处在成长期,学术推广和医生认知快速提升还将继续推动可威销售增长。
- 3) 公司医院覆盖率不足一半,随着销售人员等方面的迅速投入,渠道覆盖将随之增加。

考虑公司当前已上市产品的贡献,我们预计公司 17-19 年收入分别为 12.4 亿、15.8 亿、19.5 亿,复合增速 27%,净利润分别为 5.2 亿、6.6 亿、8.2 亿,复合增速 29%,EPS 分别为 1.15、1.47、1.81。当前股价对应 PE 分别为 16x, 12.5x, 10.1x。

图表24： 盈利预测与估值

(百万人民币)	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
抗病毒产品(可威)	736	1004	1318	1666
yoy	62.2%	36.3%	32.7%	26.4%
其中：可威颗粒	544	735	955	1194
yoy	69.3%	35.0%	30.0%	25.0%
其中：可威胶囊	192	269	363	472
yoy	45.1%	40.0%	35.0%	30.0%
心脑血管用药	89	94	98	103
yoy	-16.7%	5.0%	5.0%	5.0%
内分泌代谢	47	89	111	133
yoy	19.7%	90.0%	25.0%	20.0%
其他产品	66	50	50	50
yoy	-26.4%	-24.0%	0.0%	0.0%
总收入	942	1236	1577	1952
	35.9%	31.3%	27.6%	23.8%
净利率	40.4%	42.0%	42.0%	42.0%
净利润	381	519	663	820
yoy	43.2%	36.4%	27.6%	23.8%
EPS	0.84	1.15	1.47	1.81
P/E		16.0	12.5	10.1

资料来源：公司财报、方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1901.47	2116.22	1896.17	2448.73	<b>营业总收入</b>	941.7	1236.03	1576.82	1852.33
现金	1212.07	1302.12	896.07	1876.62	营业成本	214.23	246.68	280.43	324.98
应收账款	328.74	401.87	528.74	218.74	营业税金及附加	72.47	95.12	121.35	150.24
其它应收款	8.41	6.87	12.31	3.41	营业费用	180.89	205.89	213.04	249.06
预付账款	238.99	289.99	309.76	238.01	管理费用	132.71	144.71	182.43	215.65
存货	110.62	109.23	143.86	103.31	财务费用	132.54	143.54	161.02	203.45
其他	2.64	6.14	5.43	8.64	资产减值损失	27.45	43.65	27.45	65.31
<b>非流动资产</b>	929.64	968.16	1015.25	1095.21	公允价值变动收益	183.79	173.73	149.57	166.03
长期投资	81.76	106.26	119.06	153.09	投资净收益	95.1	103.1	55.6	87.4
固定资产	413.92	432.96	451.01	482.93	<b>营业利润</b>	460.3	633.27	796.27	997.07
无形资产	0	18.98	32.13	45.23	营业外收入	0	0	0	0
其他	433.96	409.96	413.05	413.96	营业外支出	7.23	15.03	7.23	21.21
<b>资产总计</b>	2831.11	3084.38	2911.42	3543.94	<b>利润总额</b>	453.07	618.24	789.04	975.86
<b>流动负债</b>	284.28	322.72	321.28	396.68	所得税	72.47	98.89	126.21	156.86
短期借款	115.13	142.31	132.13	165.13	<b>净利润</b>	380.6	519.35	662.83	819.76
应付账款	21.91	27.23	31.91	52.31	少数股东损益	0	0	0	0
其他	147.24	153.18	157.24	181.24	<b>归属母公司净利润</b>	380.6	519.35	662.83	819.76
<b>非流动负债</b>	89.02	103.07	127.15	139.49	EBITDA	439.31	579.38	704.51	910.54
长期借款	20	23.2	48.12	94.31	EPS (元)	0.84	1.15	1.47	1.82
其他	69.02	79.87	79.03	45.18					
<b>负债合计</b>	373.3	425.79	448.43	538.17	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	450.82	450.82	450.82	450.82	营业收入	941.7	1236.03	1576.82	1952.33
资本公积	0	0	0	0	营业利润	460.3	633.27	796.27	997.07
留存收益	0	0	0	0	归属母公司净利润	308.6	519.4	662.8	819.8
归属母公司股东权益	2457.81	2457.81	2457.81	2457.81	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2831.11	2883.6	2906.24	2995.98	销售毛利率 (%)	77.25	80.04	82.22	83.35
					销售净利率 (%)	40.42	42.02	42.04	41.99
					ROE (%)	15.49	21.13	26.97	33.35
					ROIC (%)	22.93	31.05	40.34	49.86
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	13.19	13.80	15.40	15.19
					净负债比率 (%)	15.19	16.02	18.21	17.90
					流动比率	6.69	6.56	5.90	6.14
					速动比率	6.30	6.22	5.45	5.88
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.33	0.40	0.54	0.55
					应收账款周转率	2.86	3.08	2.98	8.93
					应付账款周转率	3.94	4.26	5.09	8.20
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.84	1.15	1.47	1.82
					每股经营现金	0.88	1.20	1.66	2.03
					每股净资产	5.45	5.45	5.45	5.45
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.24	16.02	12.49	10.1
					P/B	2.61	2.78	2.78	2.78
					EV/EBITDA	11.01	8.29	7.42	4.76

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersec.com">http://www.foundersec.com</a>	<a href="http://www.foundersec.com">http://www.foundersec.com</a>	<a href="http://www.foundersec.com">http://www.foundersec.com</a>	<a href="http://www.foundersec.com">http://www.foundersec.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com