

化学原料药

京新药业 (002020.SZ)

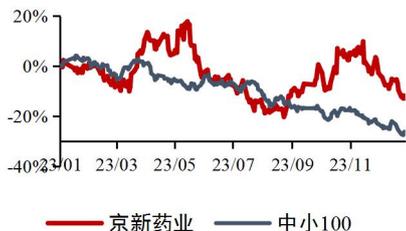
买入-B(首次)

创新药渐入佳境，成品药稳中有增

2024年1月15日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年1月12日

收盘价(元):	11.68
总股本(亿股):	8.61
流通股本(亿股):	6.56
流通市值(亿元):	76.67

基础数据：2023年9月30日

每股净资产(元):	6.26
每股资本公积(元):	2.00
每股未分配利润(元):	2.84

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

投资要点：

➢ **公司业务稳中有增。**公司是产品布局完善的药品和医用显示器生产企业，原料药、制剂产业链完善。公司收入增长稳定，2020~2022年，公司营业收入分别增长-10.66%、2.39%、13.31%；2023年前三季度公司收入29.26亿元，同比增长4.48%，其中受集采影响出现销售波动的成品药企稳回升。从利润率情况来看，2020~2022年，公司扣非净利率为13.70%、15.45%、15.95%，2023年前三季度为14.93%，从年度数据看，扣非净利率保持稳定增长趋势。目前，公司拥有10余项在研创新药项目、50余项仿制药项目，不断推进“创仿结合”进程。

➢ **三大领域主要品种纳入集采，相关风险基本出清，院外销售驱动仿制药重回增长。**

公司化药集中在中枢神经、心血管、消化三大领域，主要品种左乙拉西坦、舍曲林、匹伐他汀、瑞舒伐他汀、辛伐他汀、康复新液均已纳入集采，集采相关风险基本出清。公司拓展院外终端市场已见成效，通过医药电商、品牌、商销扩展院外市场。随着销售分线制调整完成，院外市场将带动主要品种持续增长。

➢ **1类新药地达西尼上市放量可期，创新管线渐入收获期。**2022年公司研发费用3.67亿元(+10%)，公司新药逐步进入收获期，地达西尼是近十余年首个上市的治疗失眠患者的1类新药，将改变现有用药格局，销售有望快速放量。康复新肠溶胶囊即将开展三期临床，精分领域JX11502MA胶囊II期临床进展顺利，10余项在研项目有序推进中，陆续将有品种进入临床阶段，涉及到抑郁、帕金森等适应症。

➢ **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司成品药集采风险基本出清，创新药逐步上市有望带动高速增长。我们预计公司2023~2025年营业收入40.94亿、45.87亿、52.77亿元；归母净利润6.56亿元、7.54亿元、9.03亿元，对应EPS为0.76、0.88、1.05元，PE为15.3、13.3、11.1倍。首次覆盖给予“买入-B”评级。

➢ **风险提示：**行业政策变化风险，研发风险，环保风险，人才缺乏风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,336	3,780	4,094	4,587	5,277
YoY(%)	2.4	13.3	8.3	12.1	15.0
净利润(百万元)	614	662	656	754	903
YoY(%)	-6.0	7.9	-0.9	14.9	19.7
毛利率(%)	55.9	53.3	51.4	52.8	53.9
EPS(摊薄/元)	0.71	0.77	0.76	0.88	1.05
ROE(%)	12.7	12.9	11.9	12.5	13.5
P/E(倍)	16.4	15.2	15.3	13.3	11.1
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
净利率(%)	18.4	17.5	16.0	16.4	17.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



## 目录

1. 公司概况.....	5
1.1 中国精神神经、心脑血管领域具备领先优势.....	5
1.2 产品管线丰富，产业链布局完整.....	8
1.3 公司近年收入和利润保持增长趋势.....	10
2. 主要品种纳入集采，销售调整助推院内院外双重增长.....	12
2.1 集采影响逐步出清，销量稳步增长.....	13
2.2 精神神经市场持续增长，左乙拉西坦、普拉克索、舍曲林片主导院内国产药物市场.....	15
2.3 消化领域产品集采影响，康复新液院内市场份额有望提升.....	18
3. 1类新药地达西尼上市，创新药渐入收获期.....	18
3.1 1类新药地达西尼上市，打开失眠市场.....	20
3.2 精分领域 JX11502MA 胶囊已经进入 IIB 临床阶段.....	23
3.3 康复新液肠溶胶囊即将开展 III 期临床，治疗溃疡性结肠炎效果良好.....	25
4. 盈利预测与投资建议.....	26
5. 风险因素.....	27

## 图表目录

图 1：京新药业发展历史.....	5
图 2：京新药业股权及控股子公司情况（截至 20230930）.....	7
图 3：公司海外布局情况.....	8
图 4：公司国内布局情况.....	8
图 5：公司近年营收情况及同比增速.....	11
图 6：公司近年归母净利润情况及同比增速.....	11
图 7：公司销售毛利率和净利率情况.....	11

图 8: 公司期间费用率情况.....	11
图 9: 公司各项业务收入拆分.....	12
图 10: 公司各项业务毛利率情况.....	12
图 11: 中国他汀类药物市场规模（亿元）.....	14
图 12: 降脂药中他汀类药物销售占比分析.....	14
图 13: 公司成品药收入情况（亿元）.....	14
图 14: 公司成品药三大业务收入拆分.....	14
图 15: 我国抗癫痫药物主要品种市占率.....	16
图 16: 左乙拉西坦全国医院市场销售情况（亿元）.....	16
图 17: 左乙拉西坦全国零售终端销售额.....	16
图 18: 2023 年主要厂商零售终端销售占比.....	16
图 19: 全国抗帕金森市场销售额(亿元).....	17
图 20: 2022 年全国抗帕金森市场销售额占比.....	17
图 21: 中国抗抑郁药行业市场规模情况（亿元）.....	17
图 22: 2021 年国内样本医院抗抑郁药销售额占比.....	17
图 23: 2021 年网上药店康复新液竞争格局（亿元）.....	18
图 24: 中国公立医疗机构终端康复新液竞争格局.....	18
图 25: 公司重点研发项目国内进展.....	19
图 26: 中国失眠症患者人数（亿人）.....	20
图 27: 中国失眠症治疗药物销售额（不含中药）（亿元）.....	20
图 28: 2017~2021 年样本医院催眠镇静药物销售情况.....	21
图 29: EVT201 增加失眠患者总睡眠时长.....	23
图 30: EVT201 增快失眠患者入睡速度.....	23

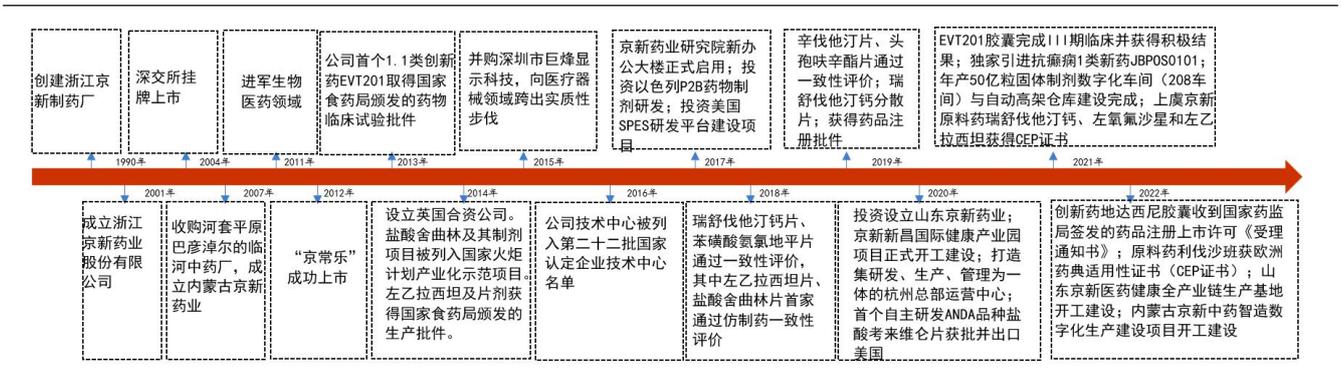
图 31: 中国精神分裂患者人数 (百万人) .....	24
图 32: 中国精神分裂药物市场规模 (亿元) .....	24
图 33: JX11052MA 临床实验安全性良好.....	25
图 34: 康复新液辅助治疗溃疡性结肠炎的里急后重效果良好.....	26
图 35: 康复新液辅助治疗溃疡性结肠炎的复发率低.....	26
表 1: 公司高管介绍.....	5
表 2: 公司三期持股计划情况.....	6
表 3: 公司药品及器械业务产品情况.....	9
表 4: 公司集采药物中标情况.....	13
表 5: 失眠障碍的常用药物类型.....	21
表 6: 2023 H1 镇静催眠药国内 TOP5 销售额.....	21
表 7: 精神分裂症治疗药物介绍.....	24
表 8: 公司盈利预测 (百万元, %) .....	27

## 1. 公司概况

### 1.1 中国精神神经、心脑血管领域具备领先优势

公司药品、器械产业链布局完整，高管行业经验丰富，管理团队稳定。公司主要从事化学制剂、传统中药、生物制剂、化学原料药、医疗器械的研发、生产及销售，构建了从原料药到成品药的完整制药产业链，并且在持续不断地向下游延伸。公司通过收购深圳巨烽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。

图 1：京新药业发展历史



资料来源：京新药业官网，山西证券研究所

表 1：公司高管介绍

高管	职务	介绍
吕钢	公司董事长，兼任上海京新生物医药、浙江京新药业进出口公司、京新集团（香港）执行董事，深圳市巨烽董事	1962 年出生，研究生学历，正高级经济师。曾任浙江新昌京新制药有限公司副董事长、总经理
王能能	公司副董事长、化学事业部总经理，兼任杭州京晟生物医药执行董事兼总经理	1973 年出生，本科学历，高级经济师。曾任公司总经理助理、副总经理、总经理、药品销售公司总经理、原料药销售公司总经理，上虞京新药业有限公司执行董事兼总经理
金志平	公司董事、总裁，兼任深圳市巨烽、沈阳火炬北泰数码科技公司董事长兼总经理	1981 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级工程师。曾任公司研究院院长、常务副总经理、董事会秘书，上虞京新药业有限公司副总经理
陈美丽	公司董事、副总裁，兼任上海京新监事	1970 年出生，研究生学历，高级会计师。曾任公司财务部经理、财务总监、副董事长，深圳市巨烽显示科技有限公司董事长
洪贇飞	公司董事、董事会秘书、化学事业部副总经理，	1980 年出生，研究生学历。曾任公司研究院项目管理部经理、

高管	职务	介绍
	兼任浙江京健元医疗科技执行董事兼总经理	选题部经理、战略发展总监、运营总监
胡万	公司中药事业部总经理,兼任内蒙古京新药业、广东沙溪制药、宁夏京新生物科技执行董事兼总经理	1976年出生,研究生学历,经济师。曾任公司固体制剂车间主任、制剂生产部经理,内蒙古京新药业有限公司总经理助理、副总经理
胡天庆	公司监事会主席	1964年出生,大专学历。曾任浙江康新化工有限公司董事长,公司副总经理、原料药销售公司总经理、原料药事业部总经理
林芬娟	公司审计部经理、职工代表监事,兼任杭州京晟生物医药杭州京健雅生物医药科技监事	1980年出生,本科学历,高级审计师,会计师,国际注册内部审计师,国际注册风险管理确认师。曾任公司主办会计
徐小军	上海研究院副院长,职工代表监事	1973年出生,本科学历,高级工程师。曾任公司运营副总监,药品制造公司生产部经理、副总经理
朱志斌	公司副总裁,兼任山东京新药业、杭州京哲生物医药科技执行董事兼总经理	1964年出生,本科学历,高级工程师。曾任公司董事、原料药事业部总经理、化学事业部总经理
刘胜	公司副总裁、采购总监	1976年出生,本科学历。曾任公司董事、采购部经理
陈绍碧	本公司副总裁、药品制造公司总经理,兼任浙江京新医药浙江京新生物科技有限公司执行董事兼总经理	1972年出生,研究生学历,工程师。曾任公司研究所所长助理、药品制造公司生产技术部经理、副总经理

资料来源:公司2022年年报,山西证券研究所

公司控制结构稳定,激励机制完善。公司董事长吕刚直接控股20.77%,通过京新控股持股15.68%,共持股36.45%,是公司控股股东和实控人。公司已经推出了3期员工持股计划,持续激励员工积极性。

表2:公司三期持股计划情况

时间	参与人数(人)	初始资金规模(万元)	持股锁定期是否届满	截至2023H1账户持股数(万股)	仍在计划参与人员(人)
2019年11月	109	2954	是	348	85
2019年11月	95	1525	是	180	74
2021年2月	93	2052	是	227	76

资料来源:公司2023半年报,山西证券研究所

公司是国家重点高新技术企业,拥有国家企业技术中心、博士后科研工作站、省级研究院、院士专家工作站、省级企业技术中心、省级高新技术企业研发中心,在上海张江建有上海研究所。产业链全国布局,杭州总部负责销售和投资,新昌总部负责化药生产。各子公司分别负责中药、原料药、器械业务的生产,内蒙古京新、沙溪制药、云南京新生产中药,山东京新、上饶京新生产原料药,深圳巨烽生产器械。

其中,山东原料药地基投产后主要承担几个功能:1)置换现有原料药基地的中间体生

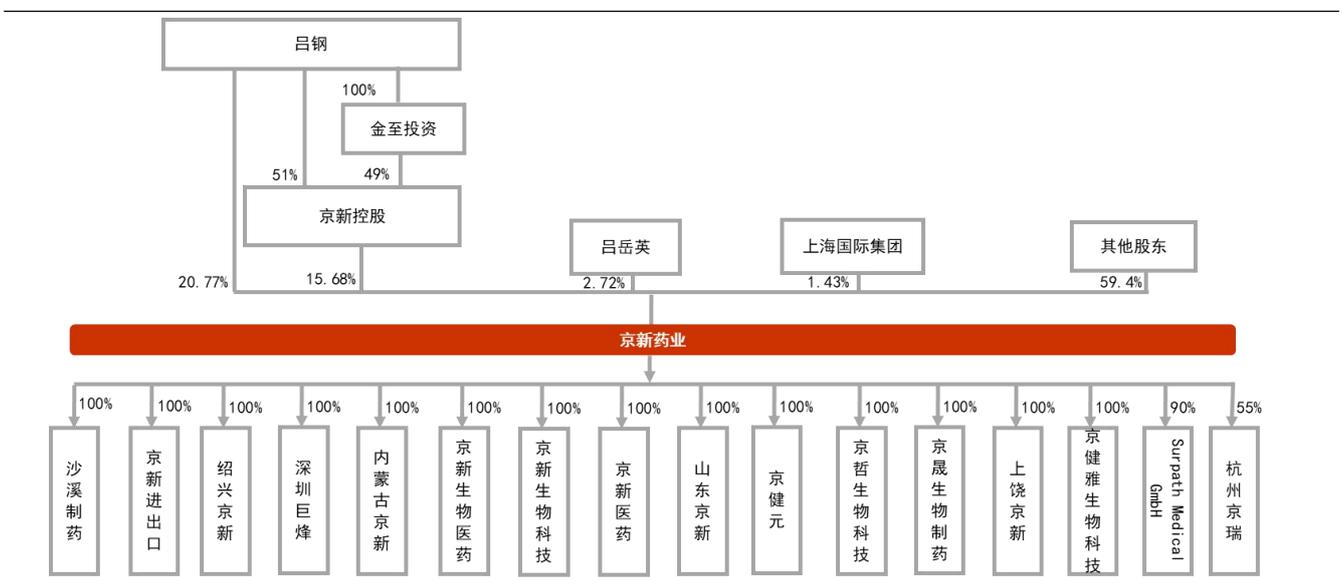
产产能，把基地的中间体和 API 进行分离，进行 API 和中间体基地的专业化分工，从而提升产能效率；2）解决现有的原料药产能瓶颈限制，承接上虞原料药基地的部分产能需求，为未来品种放量奠定产能基础；3）利用山东原料药基地的规模化生产优势，努力挖掘和探索优势品种，不断扩充现有原料药产品的范围和种类，填充基地产能的同时，为未来原料药营收持续增长带来空间。

中药生产基地方面，通过内蒙中药生产基地的投产，解决现有产能瓶颈，扩充产能布局，其次，整合内蒙和沙溪两个中药生产基地，协调现有产能布局，发挥各自优势，降低生产成本。同时挖掘公司 200 多个中药批文品种潜力，为未来中药独立化发展道路奠定基础。

医用显示器方面，深圳巨烽不断提高研发、精益制造和系统集成能力，成功推进了图像处理算法、3D 手术和人机界面器件等项目研发进程，实现 3D 内窥镜手术显示器研发上市，人机界面产品线获得 GE 欧洲高端超声项目。同时不断提升综合交付能力建设，获得 2022 年度迈瑞供应商最佳交付奖，连续四年获得开立优秀供应商奖章。

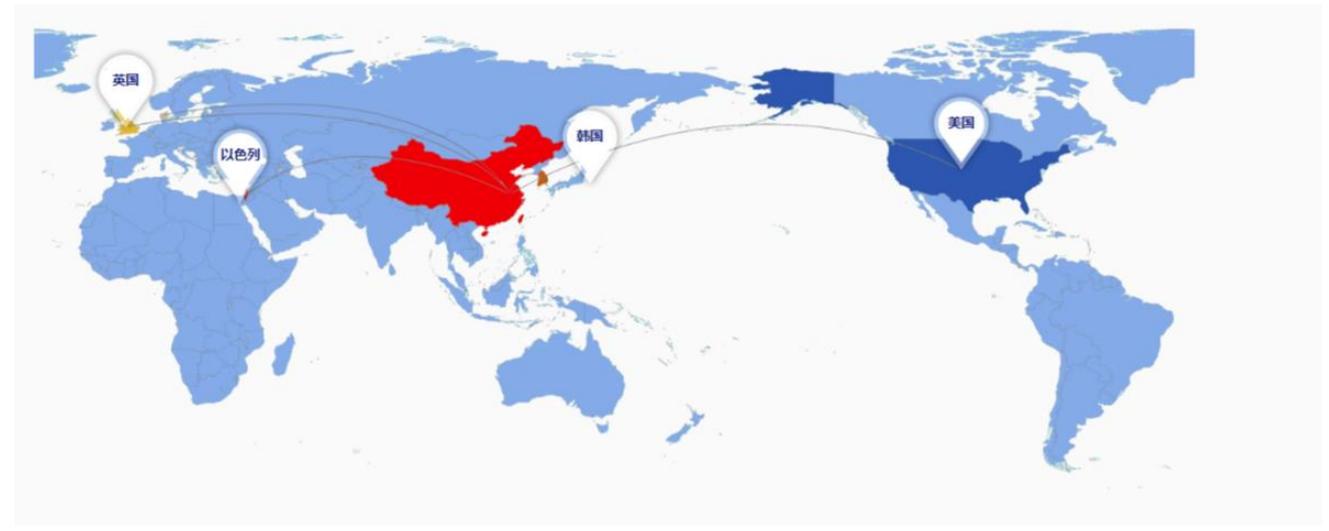
此外，公司在美国、以色列、韩国等国投资合作建立有公司和研发实验室。

图 2：京新药业股权及控股子公司情况（截至 20230930）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：公司海外布局情况



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 4：公司国内布局情况



资料来源：京新药业官网，山西证券研究所

## 1.2 产品管线丰富，产业链布局完整

公司产品品种丰富结构合理，已涵盖精神神经、心血管、消化领域的产品。精神神经领域

的左乙拉西坦片、盐酸舍曲林片/分散片、盐酸普拉克索片/缓释片、重酒石酸卡巴拉汀胶囊、盐酸美金刚缓释胶囊等产品力突出；心血管领域包括瑞舒伐他汀钙片/分散片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片；消化领域药物包括康复新液、地衣芽孢杆菌活菌胶囊等。

表 3：公司药品及器械业务产品情况

产品类别	产品领域	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/分散片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片	主要用于高血脂症及冠心病
	神经系统药物	盐酸舍曲林片/分散片	主要用于抗抑郁治疗
		左乙拉西坦片/口服液	用于成人及 4 岁以上儿童癫痫患者部分性发作
		盐酸普拉克索片/缓释片	主要用于治疗帕金森病
		重酒石酸卡巴拉汀胶囊、盐酸美金刚缓释胶囊	主要用于轻中度、中重度阿尔茨海默型痴呆
		地达西尼胶囊	失眠障碍
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
		润肠宁神膏	滋阴、润肠、安神。用于阴血亏虚证引起的便秘兼见失眠等症。
	呼吸系统	沙溪凉茶、沙溪凉茶袋泡茶、沙溪凉茶颗粒	清热，除湿，导滞。用于四时感冒，身倦骨痛，寒热交作，胸膈饱滞，痰凝气喘。
	泌尿生殖系统	排石颗粒	清热利水，通淋排石。用于下焦湿热所致的石淋，症见腰腹疼痛、排尿不畅或伴有血尿；泌尿系结石见上述证候者。
		缩泉丸	补肾缩尿。用于肾虚之小便频数，夜卧遗尿
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、匹伐他汀钙	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	定制化医用显示器和 HMI	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和 HMI
	标准化医用显示器及医疗影像解决方案	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、内窥手术专用显示器等，以及医疗影像解决方案	可供医院独立使用的医用显示器和医疗影像解决方案

资料来源：公司 2023 半年报，山西证券研究所

### 1.3 公司近年收入和利润保持增长趋势

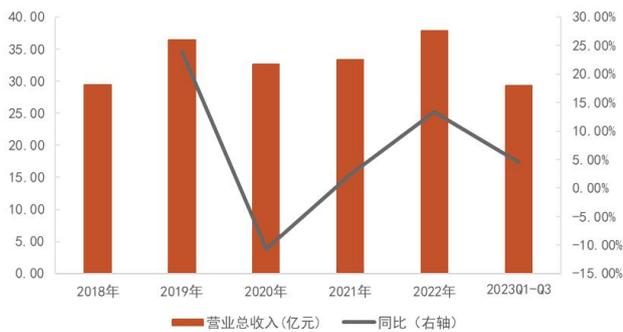
近三年公司业务稳定增长，利润整体保持增长趋势。2020~2022 年，公司实现营业收入分别为 32.58 亿元、33.36 亿元，37.80 亿元，分别同比增长-10.66%、2.39%、13.31%；2023 年前三季度公司收入 29.26 亿元，同比增长 4.48%。2020 年受疫情扰动收入增长为负，2021 年至今已经恢复增长态势。

2020~2022 年，公司归母净利润分别为 6.53 亿元、6.14 亿元、6.62 亿元，2023 年前三季度为 4.73 亿元，增速分别为 25.49%、-5.98%、7.86%、0.18%。同期扣非归母净利润分别为 4.46 亿元、5.15 亿元、6.03 亿元、4.37 亿元，增速分别为 5.97%、15.49%、17.00%、-2.19%。从盈利情况来看，整体保持增长趋势。

公司扣非净利率水平近三年稳定提升。2020~2022 年，公司毛利率分别为 60.92%、55.85%、53.27%，2023 年前三季度为 51.00%，毛利率整体有所下滑。同期，净利率分别为 20.05%、18.43%、17.67%、16.27%，净利率也有所下滑。2020~2022 年，公司扣非净利率为 13.70%、15.45%、15.95%，2023 年前三季度为 14.93%，从年度数据看，扣非净利率保持稳定增长趋势。

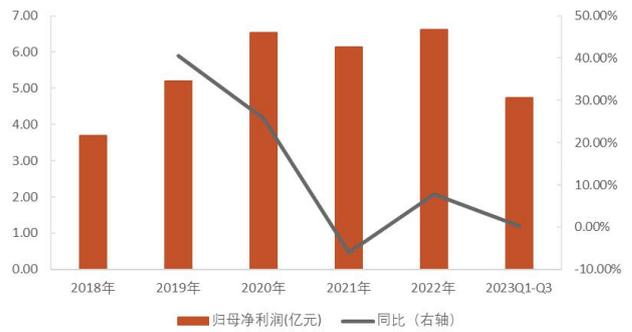
各项费用有效控制，销售费用率显著降低。2018 年~2022 年，公司销售费用率分别为 37.39%、36.77%、29.62%、22.81%、20.94%，2023 年前三季度为 20.71%，销售费用率显著降低，与公司集采品种增加，相关销售费用减少有关。管理费用率从 2018 年的 6.01%降低到 2023 年前三季度的 4.86%。财务费用从 2018 年的 0.03%降低到 2023 前三季度-1.31%，各项费用得到有效控制。研发费用率整体稳健，2018~2023 年前三季度分别 8.22%、6.97%、7.96%、9.87%、9.71%、8.87%。

图 5：公司近年营收情况及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：公司近年归母净利润情况及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：公司销售毛利率和净利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：公司期间费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

分业务板块看，成品药和原料药重回增长态势，医疗器械业务板块保持稳定增长。2022年，成品药收入 22.16 亿元，同比增长 9.14%；原料药收入 8.73 亿元，同比增长 6.66%；医疗器械收入 6.29 亿元，同比增长 13.65%，各板块营业收入均实现了平稳增长。2023H1，成品药收入 11.11 亿元，同比增长 0.29%；原料药收入 4.74 亿元，同比增长 7.46%；医疗器械收入 3.10

亿元，同比增长 4.43%。

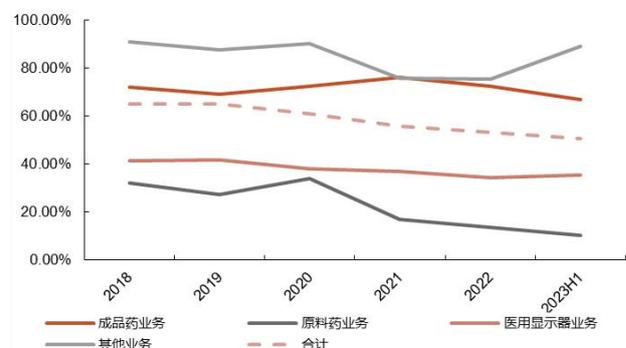
**毛利率情况**，医疗器械板块毛利率今年企稳并有所回升，2023H1 为 35.54%。医药制造业务部分的综合毛利率近年来下滑，2023 H1 为 52.52%，其中成品药部分毛利率为 66.98%，原料药部分为 10.34%。原料药业务的毛利率整体趋于下降，成品药业务毛利率虽有波动，仍维持在比较高的水平。

图 9：公司各项业务收入拆分



资料来源：wind，公司各年定期报告，山西证券研究所（不考虑分部间抵消）

图 10：公司各项业务毛利率情况



资料来源：wind，公司各年定期报告，山西证券研究所（不考虑分部间抵消）

## 2. 主要品种纳入集采，销售调整助推院内院外双重增长

国家集采和地方联采日渐成熟，公司三大治疗领域的主要品种已纳入集采。2022 年，公司盐酸美金刚缓释胶囊中选第七批国采，京诺®（瑞舒伐他汀钙片）、京可新®（匹伐他汀钙分散片）、京必舒新®（辛伐他汀片）、苯磺酸氨氯地平片、吉易克®（左乙拉西坦片）、唯他停®（盐酸舍曲林片）、索普乐®（盐酸普拉克索片/缓释片）、头孢呋辛酯片等产品集采续约。2022 年年报显示，公司集采药品销售收入不断提升，2022 年集采收入占成品药收入的近 40%，同比增长 21%。

表 4：公司集采药物中标情况

产品	首次中标批次	目前状态	中标/续标时间	品种平均降价	2020 年中国零售 销售额（亿元）
瑞舒伐他汀钙片	第一批集采	续标成功	2022 年 9 月	70%	22
硫酸氢氯吡格雷片	第一批集采	续标成功	2022 年 9 月	88%	16
苯磺酸氨氯地平片	第一批集采	续标成功	2022 年 9 月	37%	34
左乙拉西坦片	第一批集采	续标成功	2022 年 9 月	56%	3
头孢呋辛酯片	第一批集采	续标成功	2022 年 9 月	55%	2
辛伐他汀片	第二批集采	续标成功	2022 年 6 月	89%	5
匹伐他汀钙分散片	第三批集采	续标成功	2023 年 7 月	65%	1
盐酸舍曲林片	第三批集采	续标成功	2022 年 9 月	52%	1
盐酸普拉克索片	第四批集采	续标成功	2023 年 8 月	54%	2
康复新液	中成药省采	省联盟中标	2021 年 12 月	30%	4
盐酸美金刚缓释胶囊	第七批集采	中标	2022 年 7 月	60%	-

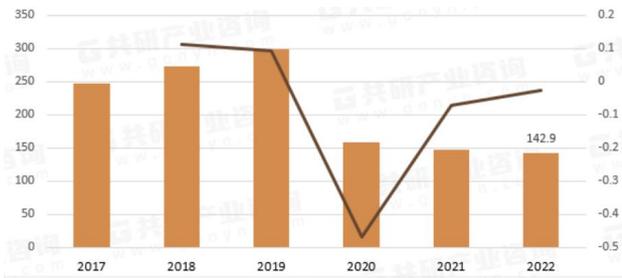
资料来源：上海阳光医药网，湖北省医保局，重庆医保局，河南省医保局，宁夏公共资源交易网，药智网，京新药业官方微信，山西证券研究所

## 2.1 集采影响逐步出清，销量稳步增长

公司他汀类药物集采中标，销量仍然保持增长，销售额在 2022 年恢复增长。公司在心脑血管领域已有降血脂药物辛伐他汀、瑞舒伐他汀钙、匹伐他汀钙等一系列产品，匹伐他汀钙是第三代他汀类药物，临床有效剂量为 1-4mg/天，明显低于其他已上市的他汀类药物，能够轻松降脂同时不影响糖代谢，具有良好的耐受性，是治疗高胆固醇血症的首选药物。

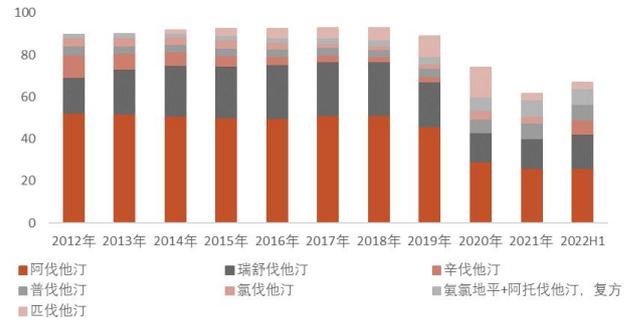
公司心血管业务板块主要品种瑞舒伐他汀钙片/分散片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片全部进入国家或省级联盟集采，收入从 2019 年的 11.12 亿元降低到 2021 年的 5.20 亿元。随着各主导产品在全国各地的续标，销售数量实现了稳步增长，2021 年公司管线全年发货数量同比增长 14%。匹伐他汀钙分散片通过集采市场重构，低覆盖省份快速增长，集采区域同比增幅超 300%。京诺®、京可新®、京必舒新®组成他汀产品组合，借助于集采产品在院内市场渗透率持续提升。2022 年心血管线实现增长，销售收入 5.86 亿元，同比增加 12.69%，集采影响基本出清。

图 11：中国他汀类药物市场规模（亿元）



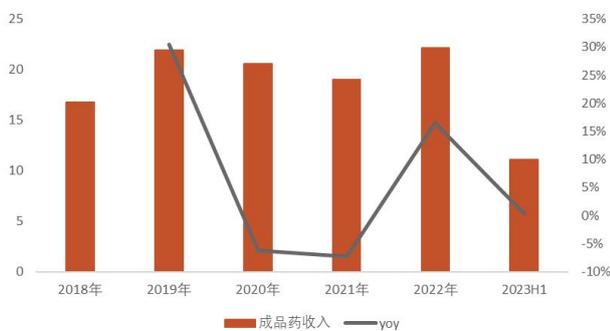
资料来源：《2023年中国他汀类药物行业现状分析》，共研产业咨询，山西证券研究所

图 12：降脂药中他汀类药物销售占比分析



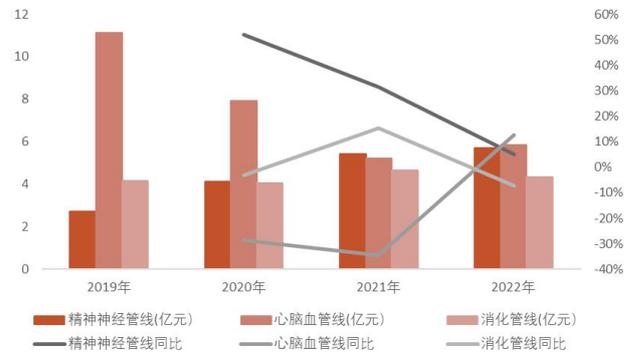
资料来源：医药地理 PRO, PDB, 山西证券研究所

图 13：公司成品药收入情况（亿元）



资料来源：公司各年度定期报告，wind，山西证券研究所

图 14：公司成品药三大业务收入拆分



资料来源：公司各年度定期报告，wind，山西证券研究所

立足院内，拓展院外，多渠道协同，营销调整积极推进。2018年集采刚刚推进阶段，公司调整销售架构，通过“分线制”，逐步摆脱大品种依症。同时，精神神经管线借助集采带来的市场准入机会，实现快速增长。随着集采的持续推进，院外市场重要性提升，营销模式向多渠道协同转变。公司强化销售架构的顶层设计，将“分线制”重新合并，建立医院和零售两大

事业部，立足院内，拓展院外。院内一方面借助集采获得的市场准入，把握门诊统筹机遇，推进基层医院的用药普及，逐步扩大医院覆盖范围。同时持续推进一致性评价工作，丰富院内市场产品群。院外，借助瑞舒伐他汀钙片、匹伐他汀钙分散片等品种树立的口碑品牌，聚焦已有一定销售规模的市场区域为重点，与头部连锁药店建立合作，建立标杆连锁合作模式，由上至下推进连锁药店覆盖范围；同时通过商务流通、电商等渠道不断拓展市场的广覆盖范围，电商作为院外销售的重要渠道，公司与阿里健康、京东健康、平安健康及药师帮、壹药城等专业平台不断深化战略合作，2022年实现销售收入1.67亿元，同比增速174%。最终形成线上、线下营销合力，增强院外增长动力。此外，公司立足“人效”提升，加强营销队伍建设，构建多终端全方位立体化的销售格局。

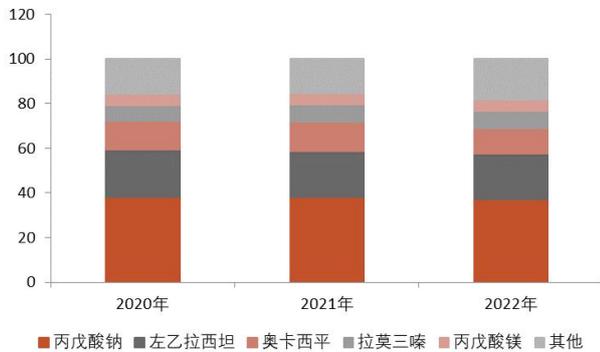
## 2.2 精神神经市场持续增长，左乙拉西坦、普拉克索、舍曲林片主导院内国产药物市场

公司的精神神经类药物借助集采带来的市场准入机会，通过扩大基层医院覆盖，实现了快速增长。管线销售收入从2019年的2.72亿元增长到2022年的5.7亿元，CAGR27.97%。

中国癫痫市场稳定增长，公司左乙拉西坦片在院内市场排名第一。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。根据IMS数据显示，2020年全球抗癫痫药市场规模约184亿美元；中国市场规模约5.34亿美元。近年来中国市场保持较高增长趋势，抗癫痫药物市场有望进一步扩容。

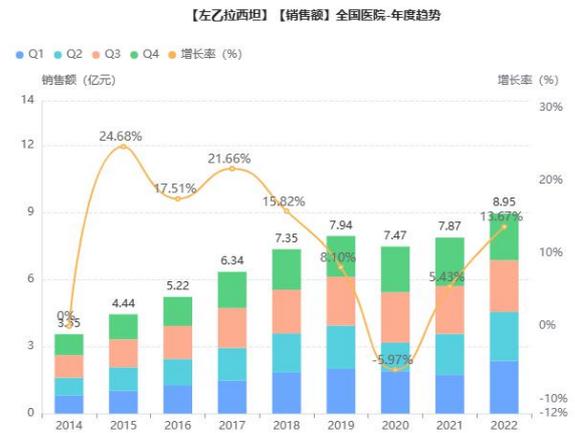
我国抗癫痫药主要包括丙戊酸钠、左乙拉西坦、奥卡西平、拉莫三嗪及丙戊酸镁五个品种，其中，2020~2022年左乙拉西坦占抗癫痫类药物市场的21.08%、20.50%、20.73%，市占率位居第二。根据药融云数据，2022年左乙拉西坦院内销售额增长13.67%，达到近9亿元。目前，公司的吉易克®（左乙拉西坦片）在全国同类癫痫药物中，院内市场排名第一，约占据43%的市场份额。

图 15：我国抗癫痫药物主要品种市占率



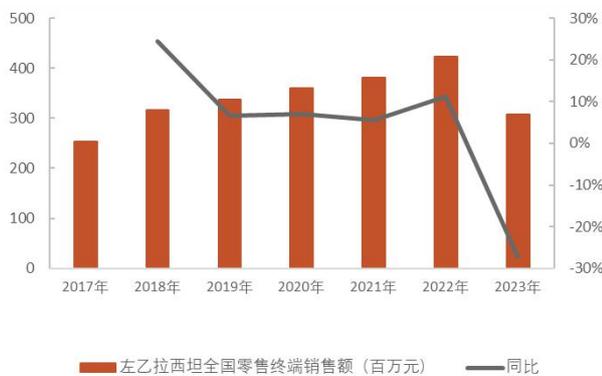
资料来源：科瑞得招股书，标点信息，山西证券研究所

图 16：左乙拉西坦全国医院市场销售情况 (亿元)



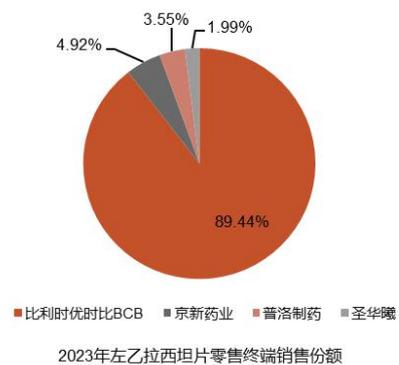
资料来源：健康界，药融云，山西证券研究所

图 17：左乙拉西坦全国零售终端销售额



资料来源：中康开思数据库，山西证券研究所

图 18：2023 年主要厂商零售终端销售占比

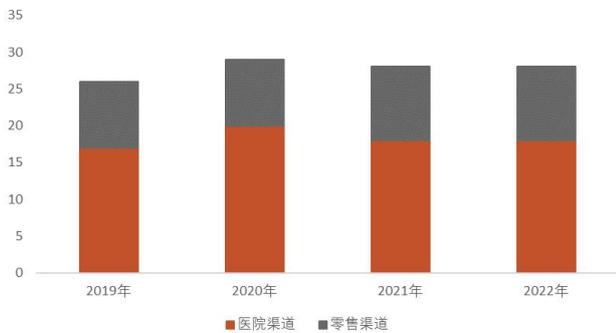


资料来源：中康开思数据库，山西证券研究所

中国帕金森患者持续增长,公司普拉克索片在全国院内市场排名国产第一。根据中康 CMH 数据显示,2022 年全国两大渠道(医院渠道和零售渠道)抗帕金森市场规模达 28 亿元,复合增长率约 5%。索普乐®盐酸普拉克索主要用于治疗成人特发性帕金森病的体征和症状,兼具控制帕金森病患者运动症状和预防减少运动并发症的作用,有片剂和缓释片两种剂型。根据医药魔方数据,索普乐®(普拉克索片及缓释片)在全国院内市场排名国产第一,2021 年约

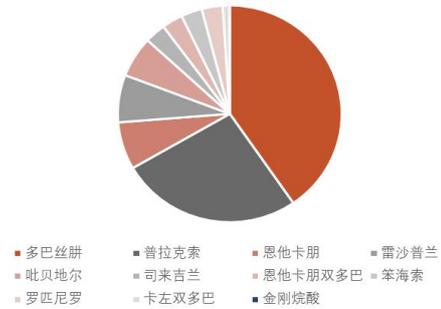
占 11% 的市场份额。

图 19：全国抗帕金森市场销售额(亿元)



资料来源：中康 CMH 数据库，健康界，山西证券研究所

图 20：2022 年全国抗帕金森市场销售额占比



资料来源：中康 CMH 数据库，健康界，山西证券研究所

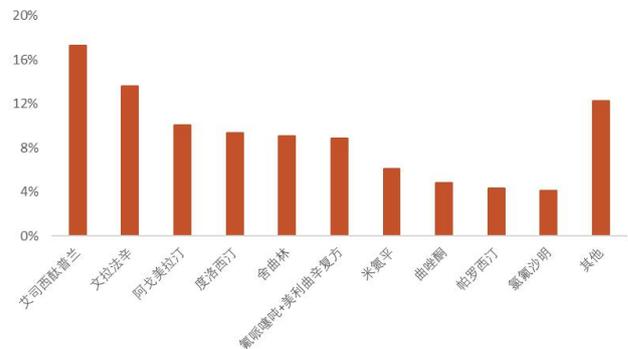
中国抗抑郁药物市场规模持续增长，舍曲林片在全国院内市场排名国产第二。根据观研报告网数据，2022 年中国抗抑郁市场超过 140 亿元。舍曲林是重要的抗抑郁药物，2021 年样本医院销售额 2.02 亿元，在 2021 年样本医院销售额排名中第五，占比 9%。根据医药魔方数据，公司唯他停®（盐酸舍曲林片及分散片）在全国院内市场排名国产第二，2021 年约 26% 的市场份额。

图 21：中国抗抑郁药行业市场规模情况（亿元）



资料来源：观研报告网，山西证券研究所

图 22：2021 年国内样本医院抗抑郁药销售额占比

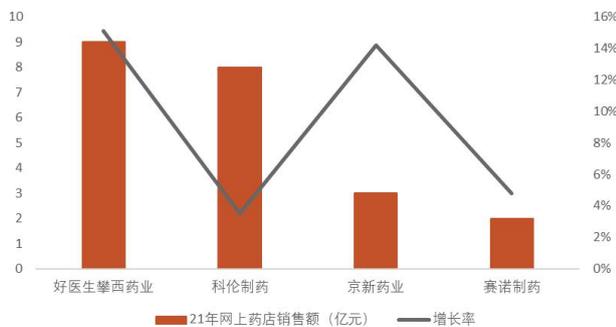


资料来源：医药经济报，PDB，山西证券研究所

## 2.3 消化领域产品集采影响，康复新液院内市场份额有望提升

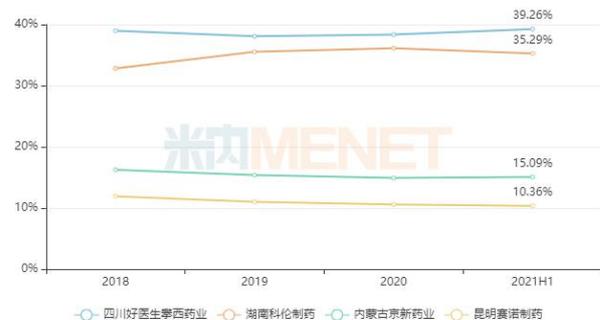
康复新液有望消化集采影响，院内市场份额提升。消化领域重点推进京常乐®（地衣芽孢杆菌活菌胶囊）、康复新液两个大产品规划，多品牌、多渠道拓建市场。根据医药魔方统计数据，2021年京常乐®院内销量同比增长49%，增速远高于其他益生菌制剂；康复新液院内销量同比增长26%，在康复新液各家企业中增速第一，同时随着本轮湖北联盟集采中标的落地，未来院内销量占比有望提升。

图 23：2021 年网上药店康复新液竞争格局（亿元）



资料来源：米内网数据库，山西证券研究所

图 24：中国公立医疗机构终端康复新液竞争格局



资料来源：米内网数据库，山西证券研究所

## 3. 1 类新药地达西尼上市，创新药渐入收获期

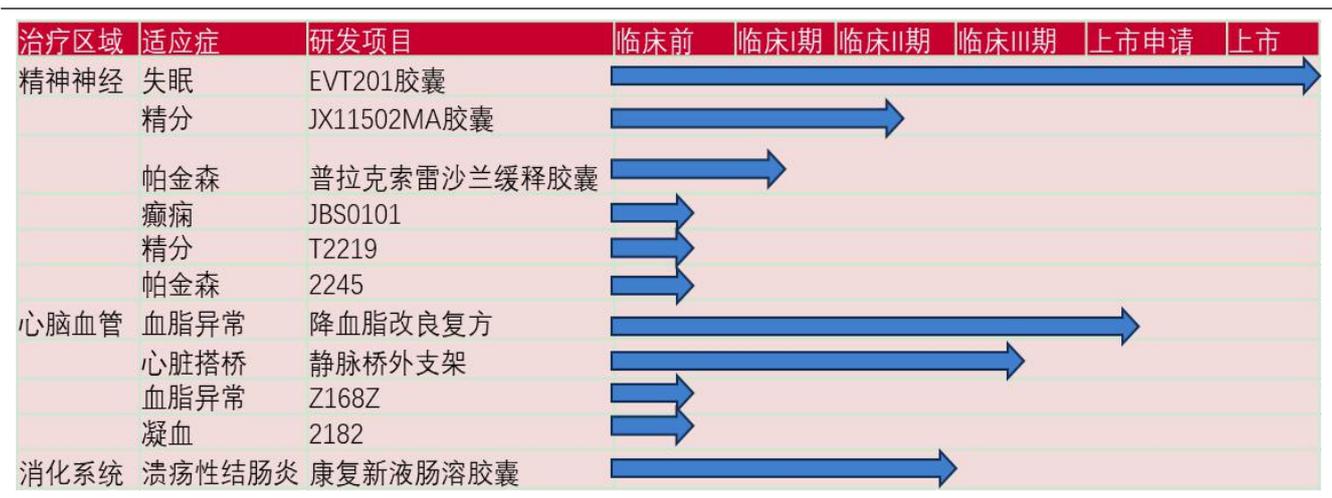
公司创新管线药管线丰富，10 余项在研创新项目有序推进中，包括抗抑郁、帕金森等适应症的新药。其中，首个 1.1 类创新药品种地达西尼胶囊（EVT201）获批上市；治疗精神分裂 1 类新药 JX11502MA 胶囊 II 期临床进展顺利；依托消化管线的优势品种康复新液开发的肠溶胶囊，II 期临床实验顺利完成。

治疗高胆固醇血症和混合型高脂血症 JX7002 注射液作用于 PCSK9 靶点治疗高胆固醇血症和混合型高脂血症，属于 1 类创新生物药。2017 年 2 月，公司与英国 Kymab 公司签署合作协议，由 Kymab 开发研究确定开发候选序列，由公司继续进行后续的上市前研究。2022 年 9 月，JX7002 注射液获批临床。

2021年8月，公司与韩国 Bio-Pharm Solutions 公司，就癫痫 1 类新药 JBPOS0101 在中国大陆地区(含香港、澳门)进行研发、生产及商业化达成独家合作。JBPOS0101 属于 First in Class，通过结合代谢型谷氨酸受体减少神经元放电控制癫痫发作。代谢型谷氨酸受体属于 G 蛋白偶联受体家族，是癫痫、阿尔兹海默症、抑郁等 CNS 疾病潜力靶点。临床前研究显示，JBPOS0101 对多种癫痫动物模型安全有效；临床数据显示，JBPOS0101 有效控制婴儿痉挛症发作和光敏性癫痫发作（局灶性癫痫概念验证性试验）。公司获得 JBPOS0101 两个适应症：婴儿痉挛症和局灶性癫痫（II 期临床试验进行中），该项目已获得 FDA 的“儿科罕见病(RPDD)”和“孤儿药（ODD）”资质。公司将支付 500 万美元的现金首付款、最高不超过 3500 万美元的里程碑付款、以及按产品销售额提成的特许权使用费。同时，JBPOS0101 正在开发其他适应症（治疗阿尔兹海默症和癫痫持续状态），已经被美国 FDA 批准进入临床 II 期，公司具有授权地区的优先合作权。

此外，复方新药普拉克索（0.6mg）/雷沙吉兰（0.75mg）缓释剂在早期帕金森患者中进行的一项III期临床试验，在 2021 年已经宣布达到其主要和关键次要终点。公司拥有该项目在中国的独家开发及商业化授权，正在推进国内临床。

图 25：公司重点研发项目国内进展



资料来源：京新药业微信公众号，山西证券研究所

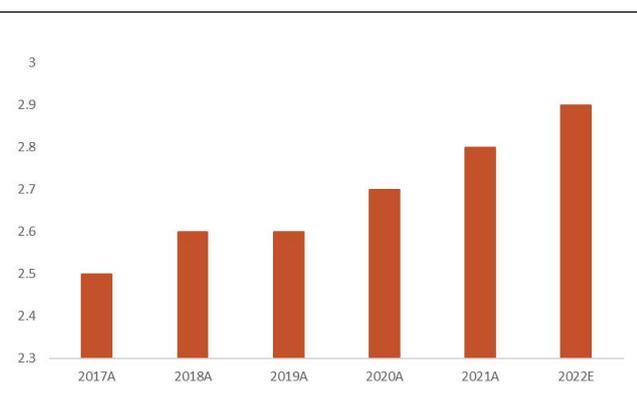
### 3.1 1 类新药地达西尼上市，打开失眠市场

中国失眠药物市场持续增长。失眠的主要症状表现为入睡困难(入睡潜伏期超过 30 分钟)、睡眠维持障碍(整夜觉醒次数 $\geq 2$ 次)、早睡、睡眠质量下降和总睡眠时间减少(通常小于 6.5 小时)，同时伴有日间功能障碍。

根据中康产业研究院数据，2021 年中国失眠症患者达到 2.8 亿人。根据头豹研究院数据显示，2017-2021 年，中国失眠药物市场由 102.8 亿元增加至 122.8 亿元，年复合增长率为 4.5%。中国失眠药物市场始终处于需求未被完全满足的状态，未来随着新药上市将激发市场潜力，有望带动整体市场规模的爬升。预计到 2025 年市场规模可达到 151.2 亿元，2030 年将达到 211.9 亿元。

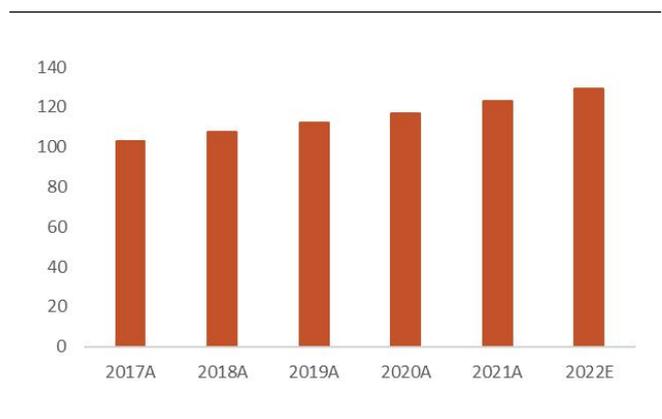
目前，国内在研的创新药品种中，以食欲素受体拮抗剂为主流，包括扬子江药业自研的 YZJ-1139，目前已经在三期临床阶段。东阳光药自研的 HEC83518 在临床一期。先声药业引进的瑞士 Idorsia 公司新型抗失眠药 Daridorexant 2022 年 1 月在美国获批，国内于 2023 年 7 月获批临床。日本卫材的 Lemborexant 已经在美国和日本获批，中国香港已经上市。

图 26：中国失眠症患者人数（亿人）



资料来源：中康产业研究院，山西证券研究所

图 27：中国失眠症治疗药物销售额（不含中药）（亿元）



资料来源：中康产业研究院，山西证券研究所

根据《中国失眠症诊断和治疗指南》，失眠推荐用药顺序为：（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；

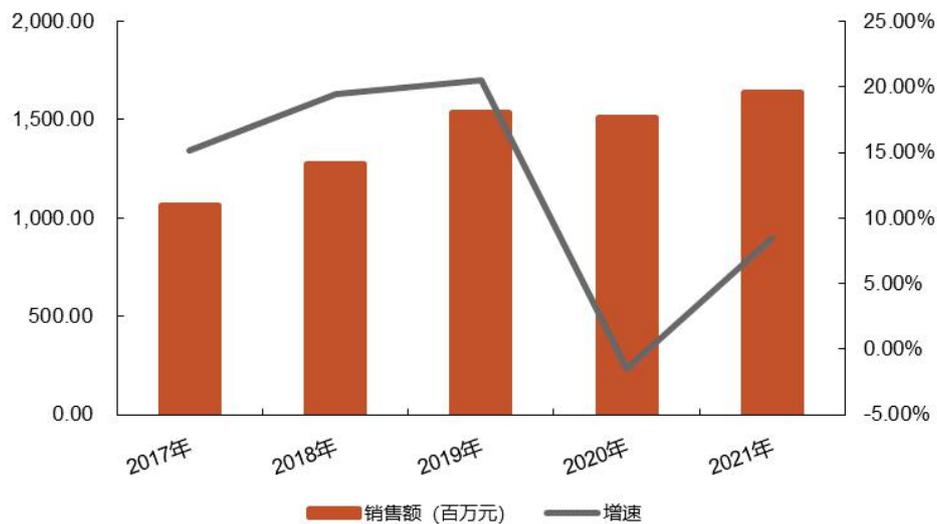
(3) 具有镇静作用的抗抑郁剂（如曲唑酮、米氮平、氟伏沙明、多塞平），尤其适用于伴有抑郁和/或焦虑症的失眠患者；(4) 联合使用 BzRAs 和具有镇静作用的抗抑郁剂。目前失眠症药物主流为唑吡坦、艾司唑仑、佐匹克隆、右佐匹克隆。

表 5：失眠障碍的常用药物类型

治疗药物类型	药物	功能
苯二氮草类药物	地西洋、艾司唑仑、劳拉西泮、氯硝西泮	通过非选择性与 $\gamma$ -氨基丁酸-苯二氮草类受体结合而发挥作用。苯二氮草类药物可缩短入睡潜伏期、提高睡眠效率
非苯二氮草类药物	唑吡坦、佐匹克隆、右旋佐匹克隆、扎莱普隆	通过选择性与 $\gamma$ -氨基丁酸-苯二氮草类受体复合物特异性结合发挥改善睡眠作用
有镇静作用的抗抑郁药	曲唑酮、米氮平、多塞平	目前多数药物未获得治疗失眠的适应证，但临床上常用于失眠合并有焦虑、抑郁情绪的患者，可根据患者的个体化病情酌情使用。
其他药物	喹硫平、奥氮平	通过抗组胺作用发挥镇静作用治疗失眠

资料来源：精神障碍诊疗规范（2020 年版），山西证券研究所

图 28：2017~2021 年样本医院催眠镇静药物销售情况



资料来源：医药经济报，PDB，山西证券研究所

表 6：2023 H1 镇静催眠药国内 TOP5 销售额

院内销售额 TOP5 药物	2023H1 销售额 (亿元)	零售销售额 TOP5 药物	2023H1 销售额 (百万元)
咪达唑仑	7.12	艾司唑仑	3.45
右美托咪定	6.07	佐匹克隆	1.03

院内销售额 TOP5 药物	2023H1 销售额（亿元）	零售销售额 TOP5 药物	2023H1 销售额（百万元）
唑吡坦	2.56	右佐匹克隆	0.95
艾司唑仑	2.11	唑吡坦	0.48
佐匹克隆	1.44	水合氯醛	0.01

资料来源：中康开思数据库，山西证券研究所

**1 类新药地达西尼上市，有效维持生理睡眠且日间损害更小。**镇静催眠药物长期使用可能导致患者产生耐受性，自 2007 年右佐匹克隆上市以来，国内市场已十多年没有镇静催眠类创新药物上市。2023 年 12 月 5 日，公司拥有中国区域独家专利许可和开发权的失眠症 1 类新药地达西尼通过 CDE 审批。

地达西尼最初由德国 Evotec 公司开发。2010 年 10 月，公司与德国 Evotec 公司达成合作，获得该药在中国区域的独家专利许可和开发权。2012 年 4 月，公司在国内提交首个临床试验申请并于 2014 年 9 月启动临床。2021 年 11 月，三期临床完成并达到主要终点和次要重点，2022 年 4 月，公司递交地达西尼上市申请。同时，公司与 Evotec 再次签署协议，双方就公司从 Evotec 获得新药 EVT201 独家授权的区域，从中国拓展到韩国以及全球其他国家，达成新的合作。

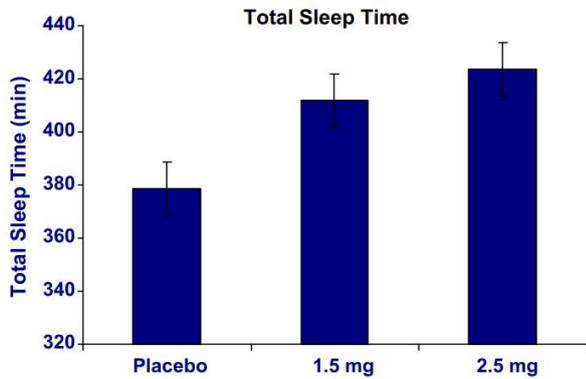
地达西尼是有效维持生理睡眠且日间损害更小的新型镇静催眠药，是为 $\gamma$ -氨基丁酸 A 型受体的部分正向别构调节剂，通过部分激活 GABAA 受体，产生促进睡眠的作用。地达西尼胶囊可快速起效、提高睡眠效率，同时改善次日嗜睡等残留效应，可以有效维持失眠患者的生理睡眠。地达西尼治疗失眠障碍的多中心 III 期临床研究（JX202001-EVT201-III 研究）主要研究终点结果达到优效标准。与传统的失眠药物相比，地达西尼具有以下三个特点：

（1）GABAA 受体部分激动，避免过度抑制，日间损害和不良反应更小。

（2）药代动力学数据显示，1h 达峰，快速诱导睡眠；半衰期 4h，有效维持生理睡眠。比推荐剂量的短效 BzRAs（如唑吡坦，扎来普隆）更长的作用持续时间以维持睡眠。

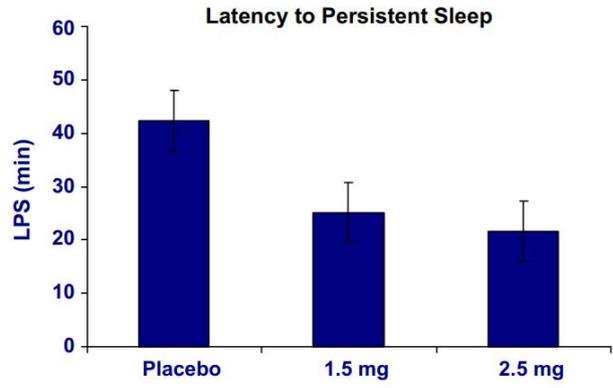
（3）主要通过 FMO 代谢，显著降低药物相互作用风险。与替马西洋等中效 BzRA 相比残留效应少。

图 29: EVT201 增加失眠患者总睡眠时长



资料来源：《The partial positive allosteric GABAA receptor modulator EVT 201 is efficacious and safe in the treatment of adult primary insomnia patients》，山西证券研究所

图 30: EVT201 增快失眠患者入睡速度



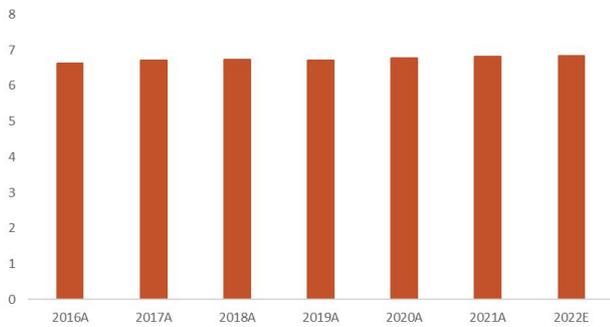
资料来源：《The partial positive allosteric GABAA receptor modulator EVT 201 is efficacious and safe in the treatment of adult primary insomnia patients》，山西证券研究所

### 3.2 精分领域 JX11502MA 胶囊已经进入 IIB 临床阶段

根据 Clinical Psychiatry 期刊发表的《The Epidemiology and Global Burden of Schizophrenia》，精神分裂症是一种持续性精神疾病，影响约占全球人口的 1%。精神分裂症包括三大类症状：阳性症状（如妄想、幻觉和形式思维障碍）、阴性症状（包括缺乏意志力、表达能力减退和动机下降）和认知障碍。精神分裂症诱发精神病，会严重损害生活的多个领域。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国精神分裂症患者已经达到 681 万人，随着诊疗水平提升，中国精神分裂药物市场稳定增长，从 2016 年的 64.1 亿元增多到 2021 年的 74.7 亿元。

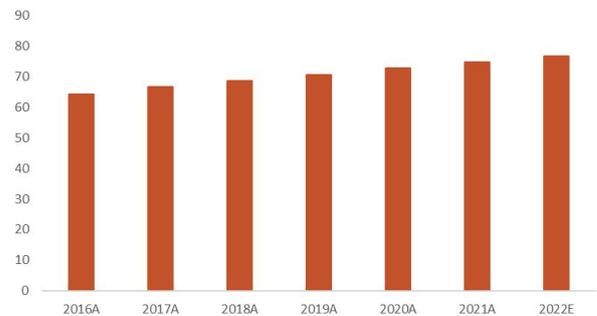
治疗药物上，传统第一代药物氯丙嗪、奋乃静、氟哌啶醇和舒必利在部分地区仍为治疗精神分裂症的首选药物。根据目前国外包括美国、欧洲、世界精神卫生协会治疗规则系统的建议，一般推荐第二代抗精神病药物作为一线药物，以阿立哌唑为代表的第二代抗精神病药物作用于多巴胺 2 和血清素 2A 受体，在治疗阳性和阴性方面更有效。氯氮平在国内应用比较广泛，医生有一定的临床用药经验。

图 31：中国精神分裂患者人数（百万人）



资料来源：弗若斯特沙利文，中商情报网，山西证券研究所

图 32：中国精神分裂药物市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中商情报网，山西证券研究所

表 7：精神分裂症治疗药物介绍

药物类型	第一代抗精神病药物（典型抗精神药物）	第二代抗精神病药物（非典型抗精神药物）
机制	作用于中枢 D2 受体的抗精神病药物	有较高的 5- 羟色胺 2 受体阻断作用，称多巴胺 - 5- 羟色胺受体拮抗剂，对中脑边缘系统的作用比对纹状体系统的作用更具有选择性。
药品	吩噻嗪类氯丙嗪、硫利达嗪、奋乃静、氟奋乃静及其长效剂、三氟拉嗪等；②硫杂蒯类的氯哌噻吨及其长效剂、三氟哌吨及其长效剂、泰尔登等；③丁酰苯类如氟哌啶醇及其长效剂、五氟利多等；④苯甲酰胺类如舒必利等	氯氮平、利培酮、奥氮平、喹硫平、齐拉西酮和阿立哌唑
功能	此类药物自 20 世纪 50 年代以来广泛应用于临床治疗各种精神病，主要治疗各种精神病性症状。大量临床研究及临床应用经验均证明第一代抗精神病药物治疗精神分裂症阳性症状有效而且安全。	这类药物由于临床作用谱广、引发锥体外系反应（EPS）比率较小或不明显，在临床上有更广阔的应用前景。

资料来源：精神分裂症防治指南第二版，医脉通，山西证券研究所

JX11502MA 临床安全性良好，能减轻精神分裂阳性症状。第二代抗精神药物会带来代谢问题、粒细胞缺乏症和体重增加，因此需要更好疗效和耐受性的新型药物。公司精神分裂创新药 JX11502MA 展现出良好的临床安全性，已经进入 IIB 临床阶段。JX11502MA 是一种 D2

和 D3 受体部分激动剂，能减轻精神分裂症的阳性症状。由于其较低的亲和力和对 D2 受体的部分激动作用，JX11502MA 产生的明显副作用较少。在临床前动物模型中，JX11502MA 显示出能抗精神病，并缓解大鼠的阳性症状。

图 33: JX11052MA 临床实验安全性良好

SOC PT	Placebo N = 8	JX11052MA					Overall N = 40
		0.25 mg N = 2	0.5 mg N = 6	1 mg N = 8	2 mg N = 8	3 mg N = 8	
<b>Summary of AEs reported during the treatment, n (%)</b>							
Any TEAEs	5 (62.5)	2 (100.0)	3 (50.0)	5 (62.5)	8 (100.0)	7 (87.5)	30 (75.0)
Any ADRs <sup>a</sup>	5(62.5)	2(100.0)	2(33.3)	5(62.5)	8(100.0)	7(87.5)	29(72.5)
Any SAEs	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
<b>TEAEs in ≥ 2 subjects, n (%)</b>							
Somnolence	4 (50.0)	0 (0)	1 (16.7)	3 (37.5)	8 (100.0)	6 (75.0)	22 (55.0)
Dizziness	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (12.5)	1 (12.5)	4 (50.0)	6 (15.0)
Nausea	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	3 (37.5)	4 (50.0)	7 (17.5)
Vomiting	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (12.5)	5 (62.5)	6 (15.0)
Hiccups	0 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (25.0)	3 (37.5)	1 (12.5)	6 (15.0)
Upper abdominal pain	1 (12.5)	0 (0)	1 (16.7)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (5.0)
Blood thyroid stimulating hormone increased	0 (0)	1 (50.0)	0 (0)	1 (12.5)	0 (0)	0 (0)	2 (5.0)
Decreased appetite	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	3 (37.5)	0 (0)	3 (7.5)
Asthenia	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (12.5)	2 (25.0)	0 (0)	3 (7.5)
Upper respiratory tract infection	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (12.5)	2 (25.0)	0 (0)	3 (7.5)
Insomnia	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	3 (37.5)	0 (0)	3 (7.5)

<sup>a</sup>Adverse drug reactions were defined as adverse events for which causal relationship with JX11502MA was determined to be 'reasonably possible.'

资料来源: Safety, tolerability, and pharmacokinetics of JX11502MA in Chinese healthy subjects: a first-in-human, randomized, double-blind, placebo-controlled study following single-dose administration, 山西证券研究所

### 3.3 康复新液肠溶胶囊即将开展 III 期临床，治疗溃疡性结肠炎效果良好

康复新液具有促进表皮细胞、肉芽组织和血管新生，改善局部血液循环，加速病损和坏死组织脱落，加快各种创面愈合等功效和作用，可用于治疗消化道出血及溃疡等。主要厂家包括四川好医生、京新药业、科伦药业和昆明赛诺药业。

2022 年，康复新液被纳入广东、湖北联盟集采，品种降幅超过 50%，拖累公司消化管线在 2022 年销售收入降低 7%，未来随着院外市场的进一步拓展，该品种仍将恢复增长态势。康复新液辅助治疗溃疡性结肠炎效果良好，与美沙拉嗪联合治疗溃疡性结肠炎患者，有着较低的复发率，并且在里急后重症状的治疗效果良好。新剂型康复新液肠溶胶囊将要开展对溃疡性结肠炎的 III 期临床。

图 34：康复新液辅助治疗溃疡性结肠炎的里急后重效果良好

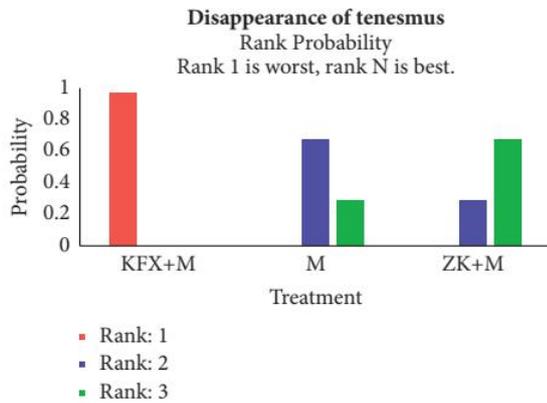
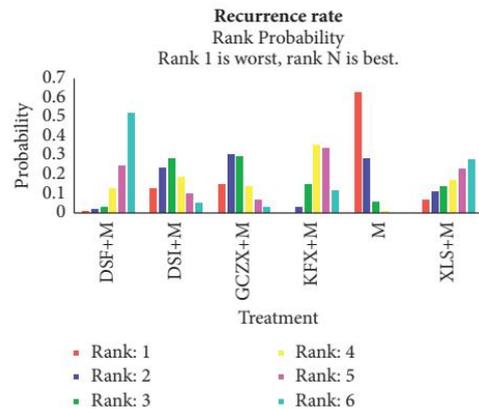


图 35：康复新液辅助治疗溃疡性结肠炎的复发率低



资料来源： Chinese Patent Medicine as Adjuvant for Mild-to-Moderate Active Ulcerative Colitis: A Network Meta-Analysis of Randomized Controlled Trials, 山西证券研究所

资料来源： Chinese Patent Medicine as Adjuvant for Mild-to-Moderate Active Ulcerative Colitis: A Network Meta-Analysis of Randomized Controlled Trials, 山西证券研究所

备注：KFX：康复新液；M：美沙拉嗪；ZK：致康胶囊；DSF：丹参冻干粉；GCZX：保养肠道止泻药；XLS：锡类散

## 4. 盈利预测与投资建议

假设前提：

1、公司集采品种在标期内价格稳定，供应稳定；2、原料药板块面临的国外厂商竞争趋缓，公司产品价格趋稳。3、创新药推广顺利，公司各项费用率保持基本稳定等。

我们预计公司 2023~2025 年营业收入 40.94 亿、45.87 亿、52.77 亿元；归母净利润 6.56 亿元、7.54 亿元、9.03 亿元，对应 EPS 为 0.76、0.88、1.05 元，PE 为 15.3、13.3、11.1 倍。

公司主要品种已经经过集采，降价影响基本出清。通过调整销售策略和架构，深耕集采市场，拓展院外市场，原有制剂品种有望保持稳定增长。同时创新药品种正陆续进入收获期，我们看好公司未来的发展，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

表 8：公司盈利预测（百万元，%）

收入	2022A	2023E	2024E	2025E
药品	2978.90	3314.85	3691.57	4269.43
器械	628.51	641.08	737.24	833.08
其他	172.44	137.95	158.64	174.51
合计	3779.85	4093.88	4587.45	5277.02
增速	2022A	2023E	2024E	2025E
药品	14.11%	11.28%	11.36%	15.65%
器械	13.65%	2.00%	15.00%	13.00%
其他	-0.02%	-20.00%	15.00%	10.00%
合计	13.31%	8.31%	12.06%	15.03%
毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
药品	55.99%	53.11%	55.06%	56.54%
器械	34.29%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	75.50%	88.00%	84.00%	80.00%
合计	53.27%	51.45%	52.83%	53.91%
营业成本	2022A	2023E	2024E	2025E
药品	1310.92	1554.38	1659.09	1855.63
器械	412.97	416.70	479.21	541.50
其他	42.26	16.55	25.38	34.90
合计	1766.15	1987.63	2163.68	2432.03

资料来源：公司 2022 年报，wind，山西证券研究所

## 5. 风险因素

包括但不限于以下风险：

1、行业政策变化风险。国家医药体制改革不断深入，国家带量采购全面推进，医保目录调整、一致性评价、临床实验数据核查及安全环保升级等政策深刻影响行业格局，对国内医药企业带来较大的经营压力和挑战。此外，国家的新药定价、医保政策、集采政策等的变化或调整，均会对公司产品销售和业绩产生影响。

2、研发风险。药品研发存在高投入、高风险、周期长等特点，国内外医药主管部门对新药审批的临床前研究、药学研究、临床试验、注册等多个环节均进行严格规定，药品研发存在临床实施效果不及预期、未能通过相关主管部门的审批、上市时间晚于计划时间或者上市后销量未及预期以及研发周期可能延长的风险。

3、环保风险。原料药的生产受到环保监管部门的严格监管，随着我国环境规制强度的持续提升以及执法力度的不断加大，公司生产经营需要更高的环保标准。

4、人才缺乏风险。随着公司规模扩张、业务的拓展以及新药的陆续上市，公司在战略执行和推进、市场营销的过程中，可能存在管理人才和专业人才储备与公司发展需求不能很好匹配的风险。

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3230	3281	3186	3441	4134
现金	1555	1548	1310	1369	1701
应收票据及应收账款	442	474	524	591	694
预付账款	18	21	20	24	24
存货	649	774	883	999	1212
其他流动资产	566	464	449	458	503
<b>非流动资产</b>	3186	4081	4723	4995	5105
长期投资	108	81	77	73	69
固定资产	1083	1291	1525	1753	1974
无形资产	138	419	426	432	437
其他非流动资产	1857	2290	2695	2736	2624
<b>资产总计</b>	6415	7363	7910	8436	9238
<b>流动负债</b>	1385	1815	1974	1993	2145
短期借款	148	239	239	257	237
应付票据及应付账款	435	719	606	746	823
其他流动负债	802	858	1129	990	1085
<b>非流动负债</b>	193	375	360	365	363
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	193	375	360	365	363
<b>负债合计</b>	1578	2191	2334	2358	2508
少数股东权益	20	26	31	38	45
股本	905	861	861	861	861
资本公积	2193	1720	1720	1720	1720
留存收益	2149	2554	2947	3398	3942
归属母公司股东权益	4817	5146	5544	6040	6685
<b>负债和股东权益</b>	6415	7363	7910	8436	9238

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	365	856	671	695	823
净利润	615	668	662	760	911
折旧摊销	164	186	158	197	237
财务费用	-39	-72	-45	-47	-59
投资损失	-48	-19	-29	-26	-27
营运资金变动	-383	34	-37	-153	-199
其他经营现金流	57	60	-37	-38	-40
<b>投资活动现金流</b>	145	-738	-668	-448	-270
<b>筹资活动现金流</b>	121	-188	-242	-189	-221
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.77	0.76	0.88	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.99	0.78	0.81	0.96
每股净资产(最新摊薄)	5.59	5.98	6.44	7.01	7.76

**利润表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3336	3780	4094	4587	5277
营业成本	1473	1766	1988	2164	2432
营业税金及附加	29	38	41	46	53
营业费用	761	792	827	954	1108
管理费用	177	194	214	239	275
研发费用	329	367	397	445	512
财务费用	-39	-72	-45	-47	-59
资产减值损失	-27	-19	-21	-23	-27
公允价值变动收益	20	24	26	28	30
投资净收益	48	19	29	26	27
<b>营业利润</b>	693	757	744	854	1023
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	0	8	0	0	0
<b>利润总额</b>	694	750	744	854	1023
所得税	80	82	82	94	113
<b>税后利润</b>	615	668	662	760	911
少数股东损益	1	6	6	6	8
<b>归属母公司净利润</b>	614	662	656	754	903
EBITDA	821	904	873	1027	1229

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.4	13.3	8.31	12.06	15.03
营业利润(%)	-9.5	9.2	-1.7	14.9	19.7
归属于母公司净利润(%)	-6.0	7.9	-0.9	14.9	19.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	55.9	53.3	51.4	52.8	53.9
净利率(%)	18.4	17.5	16.0	16.4	17.1
ROE(%)	12.7	12.9	11.9	12.5	13.5
ROIC(%)	11.4	11.2	10.5	11.2	12.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.6	29.8	29.5	28.0	27.1
流动比率	2.3	1.8	1.6	1.7	1.9
速动比率	1.8	1.3	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	8.6	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	3.7	3.1	3.0	3.2	3.1
<b>估值比率</b>					
P/E	16.4	15.2	15.3	13.3	11.1
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.2	9.7	10.3	8.7	7.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

