东兴证券 DONGXING SECURITIES

康辰药业（603590）：创新研发与代理一体化布局，驱动业绩稳定提升

2021 年 03 月 30 日

推荐/首次

康辰药业 公司报告

康辰药业：创新药苏灵与代理 OP 产品线双轮驱动，公司业绩平稳增长。康辰药业是一家以创新药研发为核心、以临床需求为导向，集研发、生产和销售于一体的创新型制药企业。主打产品“苏灵”是目前国内血凝酶制剂市场唯一的国家一类新药，是一种高纯度、单组分血凝酶，安全、有效、质量可控，市占率最低时期也达到了 46%，处于绝对龙头地位。同时，公司引入鲑降钙素和特立帕肽进军骨科领域，带来新增长空间。

把握老龄化趋势，公司引入骨质疏松（OP）产品线。2020 年 4 月，公司募资用于收购密盖息资产项目。根据米内网数据，鲑降钙素 2018 年中国全渠道销售额为 5.9 亿人民币，公立医院销售额为 5.6 亿人民币。从市场空间角度看，密盖息一直占据降钙素最大份额，占比始终保持＞50%，覆盖 4500 多家医院。同样在 2020 年 4 月，康辰生物与泰凌医药签署《特立帕肽商业运营权转移协议》。根据上述协议，康辰生物取得特立帕肽在中国境内、中国香港、新加坡、马来西亚及泰国的永久独家商业运营权。根据 wind 的统计数据，2019 年礼来公司生产的特立帕肽全球市场规模达到 14.05 亿美元，市场空间较大。特立帕肽作为国内外唯一上市的骨形成促进剂处方药，细分市场规模增长较快，且国内市场同类竞品较少。康辰药业取得 Pfenex 研发的特立帕肽商业运营权并完成进口药品注册后，将成为国内特立帕肽第二个进口药品，具有较强的竞争优势。对比美国、日本特立帕肽应用成熟市场，国内患者人群渗透率有很大提升空间。

创新药苏灵是公司稳定现金流的坚实支撑。“苏灵”是目前国内血凝酶制剂市场唯一的国家一类新药，是一种高纯度、单组分血凝酶，单一组分的“苏灵”安全、有效、质量可控。2009 年促凝血因子活性药的销售额约为 21.08 亿元，2016 年增长至 59.52 亿元，年复合增长率为 15.98%，2016 年促凝血因子活性药物占手术止血的医院市场份额为 81.13%，是该市场的主要构成品类。从血凝酶样本医院销售格局分析，苏灵市占率最低时期，也达到了 46%，处于绝对龙头地位。公司当前继续从销售宽度和深度两方面入手，巩固提升“苏灵”的市场份额。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,065.92	808.64	1,159.15	1,289.09	1,428.05
增长率（%）	4.28%	-24.14%	43.34%	11.21%	10.78%
净归母利润（百万元）	266.08	183.35	238.34	269.48	309.91
增长率（%）	0.81%	-31.09%	29.99%	13.06%	15.00%
净资产收益率（%）	9.75%	5.96%	7.13%	7.44%	7.87%
每股收益(元)	1.66	1.15	1.49	1.68	1.94
PE	21.08	30.43	23.49	20.77	18.06
PB	2.05	1.82	1.68	1.54	1.42

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

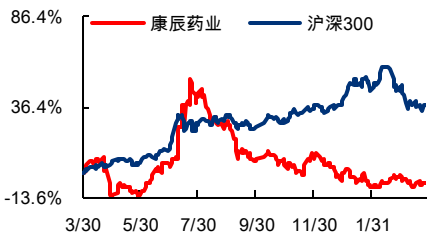
公司成立至今，坚持创新、突出新特，是一家坚持以创新药研发为核心、以临床需求为导向，集研发、生产和销售于一体的创新药企业。目前公司产品和在研产品主要专注于血液、 骨科以及肿瘤等市场空间较大的领域。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	56.11-31.97
总市值（亿元）	56.0
流通市值（亿元）	28.48
总股本/流通 A 股（万股）	16,000/8,137
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.3

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032 hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050003

制剂业务：打造优秀研发团队，目标直指国际水准创新药。公司坚守新药创制，聚焦原创技术开发，在人才储备和团队建设上用国际上精英化的标准，在临床项目价值筛选上突出“全球新”的眼光。公司研发人员约 90 人，硕博比例为 45%。同时，公司在研管线深入布局抗肿瘤药产品系列，高标准高起点进入市场空间较大的抗肿瘤药领域，目前拥有 3 个国家抗肿瘤一类新药在研品种，公司针对这些药物已经在国内、国外申请了多项专利，并且还在继续加强知识产权方面的保护。

公司盈利预测：我们预计公司 2021 年至 2023 年营业收入分别为 11.59 亿元、12.89 亿元和 14.28 亿元；归母净利润分别为 2.38 亿元、2.69 亿元和 3.09 亿元；EPS 分别为 1.49 元、1.68 元和 1.94 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：创新药苏灵公司主要收入来源，可能面临市场新品种竞争影响收入；特立帕肽可能面临集采风险。

目 录

1. 康辰药业：止血创新药为核心的创新型制药企业 3
2. 募资引进骨科领域新产品，为公司带来新增长空间 4
2.1 把握老龄化趋势，公司引入骨质疏松（OP）产品线 4
2.2 OP 产品线之密盖息 5
2.3 OP 产品线之三代主流药物——特立帕肽 6
3. 创新药苏灵——公司稳定现金流的坚实支撑 7
4. 打造优秀研发团队，目标直指国际水准创新药 9

插图目录

图 1： 公司研发与营销策略 3
图 2： 骨质疏松药品线迭代情况 4
图 3： 鲑降钙素销售格局 5
图 4： 鲑降钙素-年度销售额趋势 6
图 5： 特立帕肽-年度销售额趋势 7
图 6： 样本医院血凝酶销售额 8
图 7： 我国止血药样本医院市场各类别销售额 8
图 8： 公司研发线情况 9
图 9： 公司研发投入情况（万元） 10

表格目录

表 1： 骨质疏松对个人及社会的危害 4
表 2： 三类主要药物对比 5
表 3： 公司研发管线产品情况 10

1. 康辰药业：止血创新药为核心的创新型制药企业

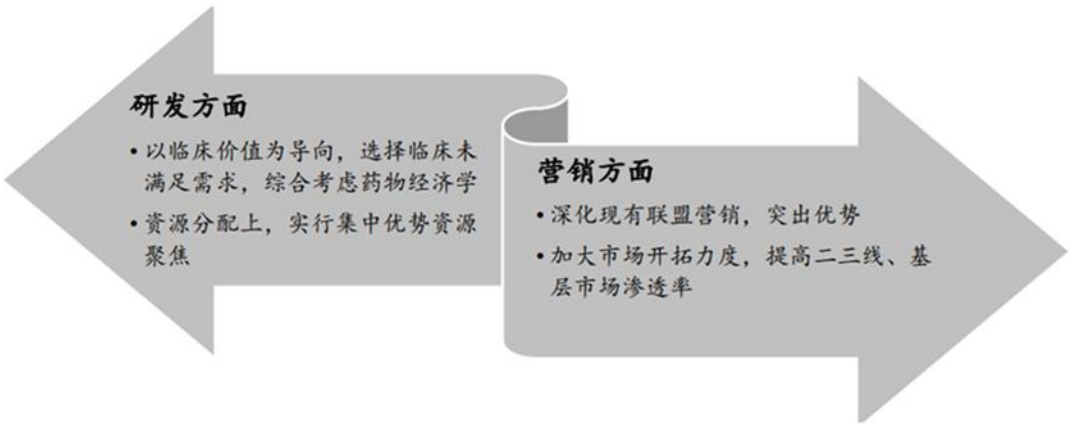
康辰药业是一家以创新药研发为核心、以临床需求为导向，集研发、生产和销售于一体的创新型制药企业。

公司主打产品“苏灵”具有独特的产品优势。“苏灵”兼具创新性、安全性和有效性。“苏灵”是目前国内血凝酶制剂市场唯一的国家一类新药，是高纯度、单一组分蛇毒血凝酶制剂，质量可控、安全性好；止血迅速（起效时间 5-10 分钟）；止血作用显著；体内清除快，没有药物蓄积。目前国内已上市的其他蛇毒血凝酶制剂均为多组分仿制药。“苏灵”是目前国内唯一完成氨基酸全序列和蛋白质三维空间结构测定的蛇毒血凝酶制剂，“苏灵”氨基酸序列已经获得中国、美国、欧洲和日本等国家地区的发明专利授权。“苏灵”作用靶点清楚，不含凝血酶原激活物、不激活 XIII 因子，只作用于纤维蛋白原，这种独特清晰的作用机理为“苏灵”的安全性和有效性奠定了基础。

在营销方面，公司建立了高效完善的精细化销售模式，并拥有创新药营销的成功经验。在公司精细化销售模式下，公司充分利用经销商的优势资源，同时对合作双方进行精细化分工，确保销售的每一个环节可控。一方面，公司能在市场拓展上保持积极主动，密切监控并分析经销商向目标医院销售的具体动向，并得到及时反馈，方便及时采取行动；另一方面，公司能保持与终端客户长期稳定的信息交流，这样既能够监督、规范经销商的行为，又能够获得一手的市场信息，提高公司对于市场的灵敏度。

在研发方面，公司坚持创新、突出新特，以新药创制为鲜明特色；公司在产产品和在研产品包括多个国家一类新药，获得了 43 项国内、国际发明专利，并获得了“国家 863 计划”、“国家火炬计划”、国家专利优秀奖等多项荣誉。在生产方面，公司秉持“质量意味着生命”的宗旨，生产基地拥有国际水准的生产线和严格的质量管理和监控体系。在销售方面，公司建立了一套医药生产企业和流通企业优势互补、合作共赢的精细化营销模式，“苏灵”上市三年后销售额即跃居国内血凝酶制剂市场第一位，目前该产品已成功实现在全国各省市的全面覆盖。

图1：公司研发与营销策略



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 募资引进骨科领域新产品，为公司带来新增长空间

2.1 把握老龄化趋势，公司引入骨质疏松（OP）产品线

OP 是一种系统性骨骼疾病，是由于多种原因导致的骨密度和骨质量下降，骨微结构破坏，导致骨强度下降和非重力创伤下引起骨折风险增加。

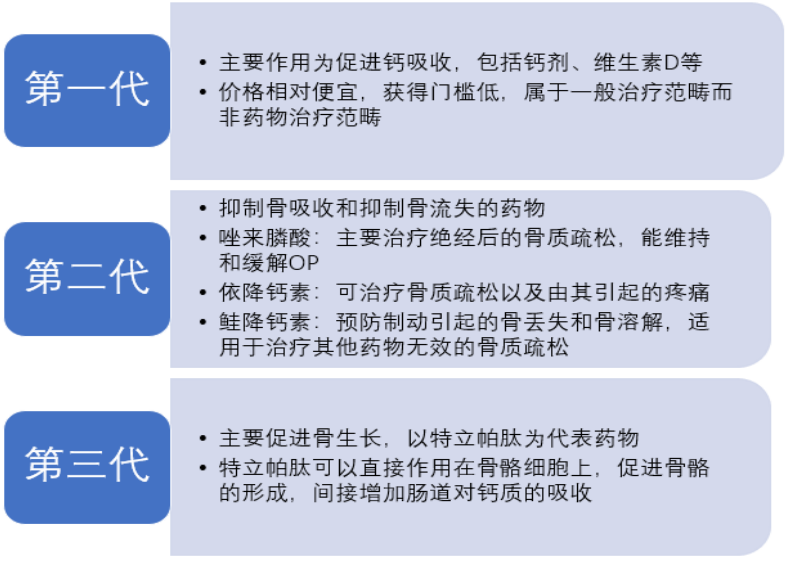
从社会角度看，OP 的危害主要表现在以下三个方面

表1：骨质疏松对个人及社会的危害

危害	具体特征
患病人群庞大，增速快	我国中老年人群患病率高，尤其中老年女性，显著高于欧美，与亚洲国家相近。 我国总人口 14 亿，65 岁以上占 12.6%， 估计 OP 和骨量减少患病人群＞1 亿。 我国大于 65 岁人口近年增速在 3%-5%，2018 年和 2019 年增速均超过 5%。
疾病危害性大	引起疼痛、脊柱变形和骨折等状况，导致死亡率增加； 髋部骨折易造成行动不便、慢性疼痛和残疾等问题； OP 导致骨折后，患者的 5 年预期生存时间仅为同龄非骨折者的 80%，其中髋部骨折是致死率最高的类型。
社会经济、生活负担重	据国际骨质疏松基金会估计，2010 年中国髋部骨折的花费为 94.5 亿美元，到 2035 年将增长到 199 亿美元。

资料来源：国家卫生健康委员会，国家统计局，东兴证券研究所

图2：骨质疏松药品线迭代情况



资料来源：百度健康医典，东兴证券研究所

2.2 OP 产品线之密盖息

2020 年 4 月，康辰药业发布 2020 年度非公开发行 A 股股票预案，预计非公开募集资金总额不超过 4.00 亿元（含本数），发行数量不超过 12,682,307 股（含本数），未超过本次发行前公司总股本的 30%。本次非公开发行募集资金扣除相关费用后的净额，主要拟用于收购密盖息资产项目。

降钙素（CALCITONIN）是一种含有 32 个氨基酸的直线型多肽类激素。由于鲑降钙素的特殊结构，其稳定性及活性强于人降钙素。 密盖息注射剂（鲑鱼降钙素注射液）：用于预防突然固定引起的急性骨丢失、Paget 氏骨病（变形性骨炎）、高钙血症和高钙血症危象的处理、神经营养障碍-Sudeck 氏病等。密盖息鼻喷剂：骨质疏松症、由于骨质溶解或骨质减少引起的骨痛、Paget 氏骨病（变形性骨炎）、高血钙症、神经营养不良症等。鲑降钙素属于骨吸收抑制剂的重要品种之一。根据米内网数据，鲑降钙素 2018 年中国全渠道销售额为 5.9 亿人民币，公立医院销售额为 5.6 亿人民币。

目前国内针对 OP 的主要治疗药物是以下几种：1.双膦酸盐，占据主要市场；2.维生素 D 及其类似物；3.降钙素；4.甲状腺旁素及其类似物。

表2：三类主要药物对比

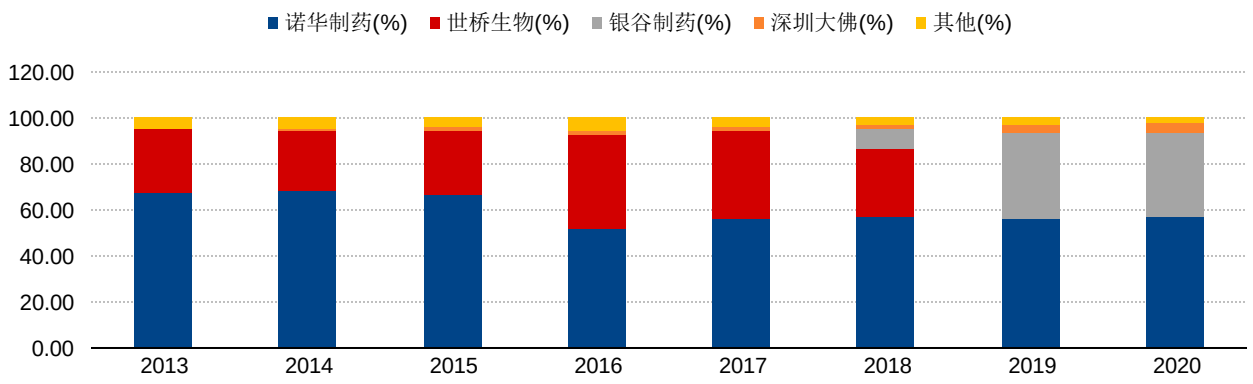
药品	特征
双膦酸盐	目前市占率最高，包括阿仑膦酸、唑来膦酸、利塞膦酸钠等 对消化道有腐蚀作用，且长期服用增加股骨骨折风险 患者依从性差，不能缓解因骨量丢失引起的骨痛
降钙素	起效快于双膦酸盐类 可抑制破骨细胞，且显著缓解疼痛 重建脊柱骨，降低脊柱骨骨折风险，是其他治疗骨质疏松药物的替代药物
特立帕肽	促进骨形成，有效治疗绝经后严重 OP 可以增加脊柱和髋骨的骨矿密度，改善骨小梁微结构

资料来源：知网，丁香园，东兴证券研究所

密盖息由诺华研发并推向市场，公司已收购剂型涵盖注射液、鼻喷剂。鲑鱼降钙素注射液、鼻喷雾剂已被 2019 年医保目录收录，其中的鼻喷雾剂为新纳入。

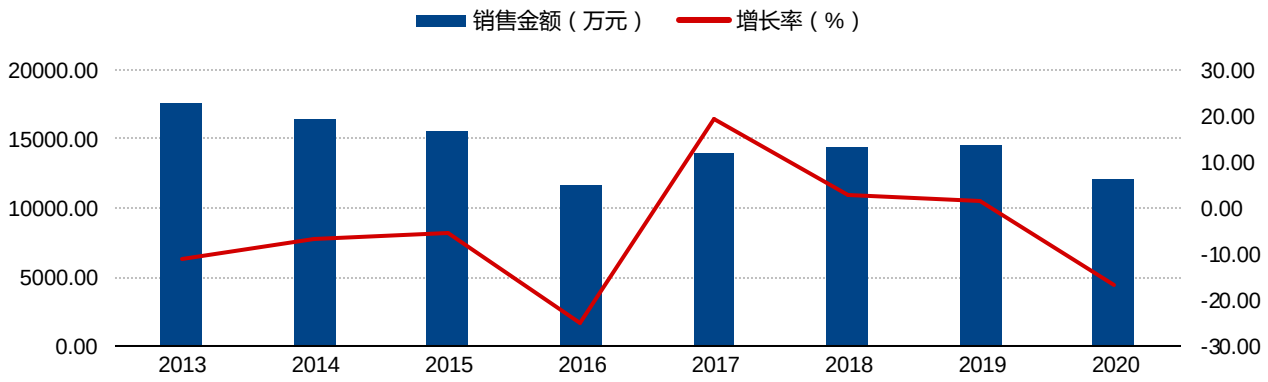
从市场空间角度看，密盖息一直占据降钙素最大份额，占比始终保持>50%，覆盖 4500 多家医院。

图3：鲑降钙素销售格局



资料来源：wind 医药库，东兴证券研究所

图4：鲑降钙素-年度销售额趋势



资料来源：wind 医药库，东兴证券研究所

2.3 OP 产品线之三代主流药物——特立帕肽

以特立帕肽为代表的三代药物是欧美主流药物，中国市场处于有待深入开发、渗透。据 Wind 医药库数据，近三年礼来公司的特立帕肽销售额保持在 14 亿美元以上，增长平稳，呈现出较为成熟和稳定的阶段。

2020 年 4 月 21 日，康辰生物与泰凌医药签署《特立帕肽商业运营权转移协议》。根据上述协议，康辰生物取得特立帕肽在中国境内、中国香港、新加坡、马来西亚及泰国的永久独家商业运营权。康辰生物将支付许可费用不超过 2550 万美元，在特立帕肽实现净销售额后，根据双方约定的比例支付向 Pfenex 净销售额分成。合同生效条件协议签署之日起生效。

Pfenex 研发并获得 FDA 批准的特立帕肽注射液（商品名为 Bonsity®）系原研厂家礼来特立帕肽注射液（商品名为 Forteo®）的等效药品。礼来的原研产品 Forteo 于 2002 年 11 月获得 FDA 批准，Pfenex 研发的等效药物 Bonsity 于 2019 年 10 月获得 FDA 批准。

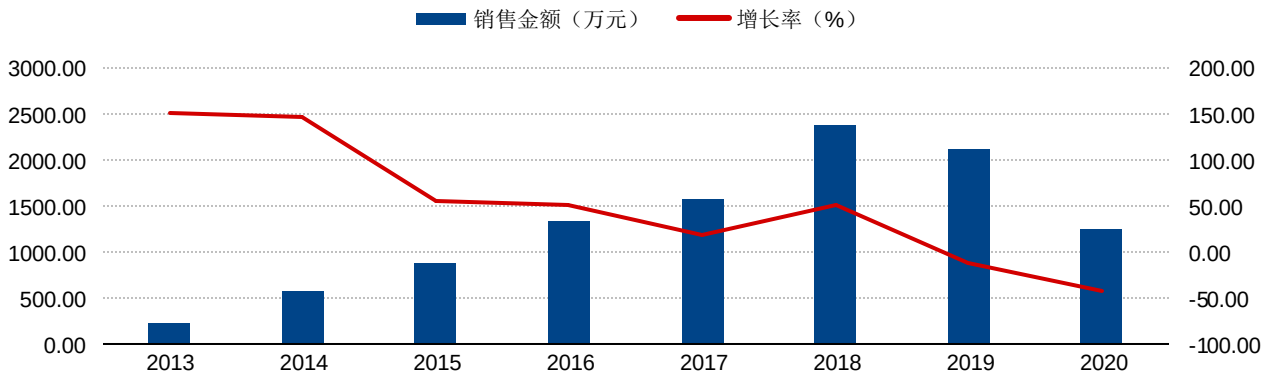
特立帕肽是一种合成的多肽激素，为人甲状旁腺素 PTH 的 1-34 氨基酸片段，可刺激骨形成和骨吸收，减少绝经后妇女骨折的发生率，根据给药方式的不同，还能提高或降低骨密度。连续输注可导致甲状旁

腺素 PTH 浓度持续增高，因此比仅引起血清甲状旁腺素 PTH 浓度短暂增高的每日注射法产生的骨吸收作用更强。此外，特立帕肽不抑制二磷酸腺苷诱导途径或者胶原诱导途径的血小板聚集反应。

根据 wind 的统计数据，2019 年礼来公司生产的特立帕肽全球市场规模达到 14.05 亿美元，市场空间较大。特立帕肽作为国内外唯一上市的骨形成促进剂处方药，细分市场规模增长较快，且国内市场同类竞品较少，除礼来 Forteo 产品外其他竞品均为国内厂家研发的生物类似药。康辰生物取得 Pfenex 研发的特立帕肽商业运营权并完成进口药品注册后，将成为国内特立帕肽第二个进口药品，具有较强的竞争优势。

对比美国、日本特立帕肽应用成熟市场，国内患者人群渗透率有很大提升空间，且中国治疗药物应用成熟度还有待提高，因此国内市场依然有很大增长空间。随着国内市场容量的扩大、医患认可度的提高，特立帕肽未来市场良好。

图5：特立帕肽-年度销售额趋势



资料来源：wind 医药库，东兴证券研究所

3. 创新药苏灵——公司稳定现金流的坚实支撑

公司主要产品“苏灵”是一种临床止血药物，被医院多个临床科室广泛用于减少手术中的出血，以及控制术后、创伤及疾病引起的出血。“苏灵”的主要成分为高纯度尖吻蝮蛇血凝酶，它是利用公司原创的分段直线混合洗脱离子交换层析专利技术，从中国特有的尖吻蝮蛇蛇毒中分离、提纯至单体的血凝酶。

“苏灵”是目前国内血凝酶制剂市场唯一的国家一类新药，是一种高纯度、单组分血凝酶，单一组分的“苏灵”安全、有效、质量可控。“苏灵”的临床前急性毒性试验、长期毒性试验、过敏性试验、溶血性和局部刺激性试验、致突变试验、生殖毒性试验、围产期毒性试验、一般药理试验均未见毒性反应。“苏灵”完成了Ⅰ期、Ⅱ期、Ⅲ期、Ⅳ期 3,000 多例的临床研究和上市后超过 2,000 万患者的应用显示，苏灵止血疗效好、起效迅速、安全性好。

从临床产品应用的角度对止血药细分市场分析，目前国内临床常用的止血药约有 20 多种，其凝血机制也有所不同：

①激活凝血过程：主要为促凝血因子活性药，其通过影响某些凝血因子，促进或恢复凝血过程而止血。

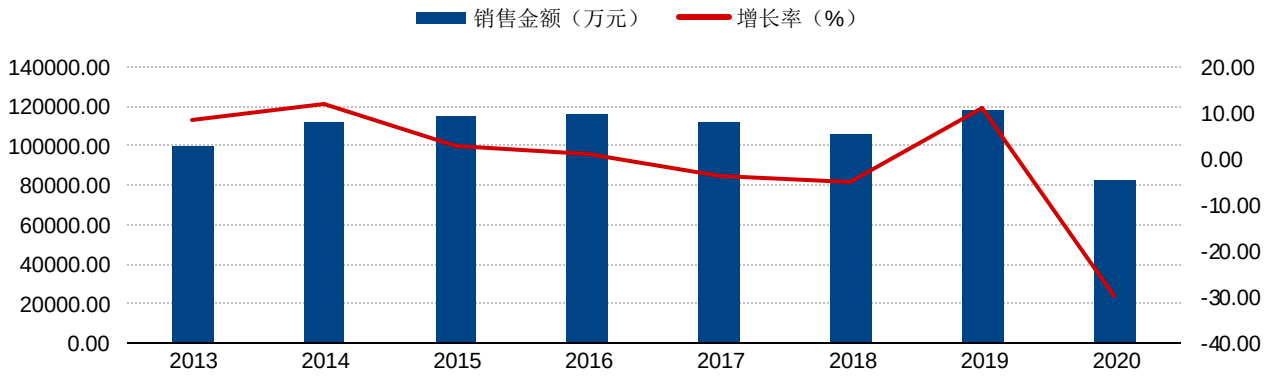
②降低毛细血管通透性：增强毛细血管对损伤的抵抗力，降低毛细血管的通透性，促进受损毛细血管端收缩而止血。

③抗纤溶：通过抑制纤维蛋白酶原的激活因子，使纤维蛋白溶酶原不能被激活，从而抑制纤维蛋白的溶解。

④其他外用止血药。

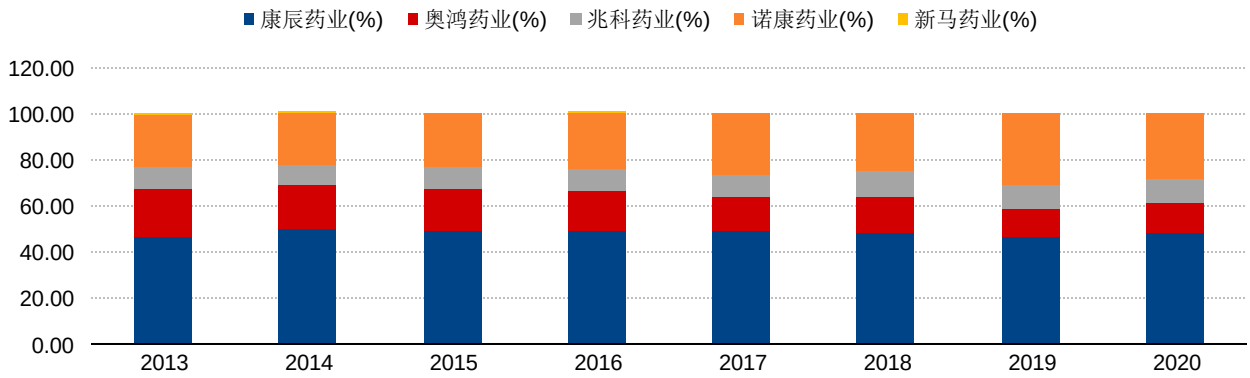
其中，止血药市场中销售规模最大的是促凝血因子活性药。近年来，促凝血因子活性药在止血药领域市场份额不断提升，体现出良好的发展势头。2009 年促凝血因子活性药的销售额约为 21.08 亿元，2016 年增长至 59.52 亿元，年复合增长率为 15.98%，2016 年促凝血因子活性药物占手术止血的医院市场份额为 81.13%，是该市场的主要构成品类

图6：样本医院血凝酶销售额



资料来源：wind 医药库，东兴证券研究所

图7：我国止血药样本医院市场各类别销售额



资料来源：wind 医药库，东兴证券研究所

从血凝酶样本医院销售格局分析，苏灵市占率最低时期，也达到了 46%，处于绝对龙头地位。公司当前继续从销售宽度和深度两方面入手，巩固提升“苏灵”的市场份额。

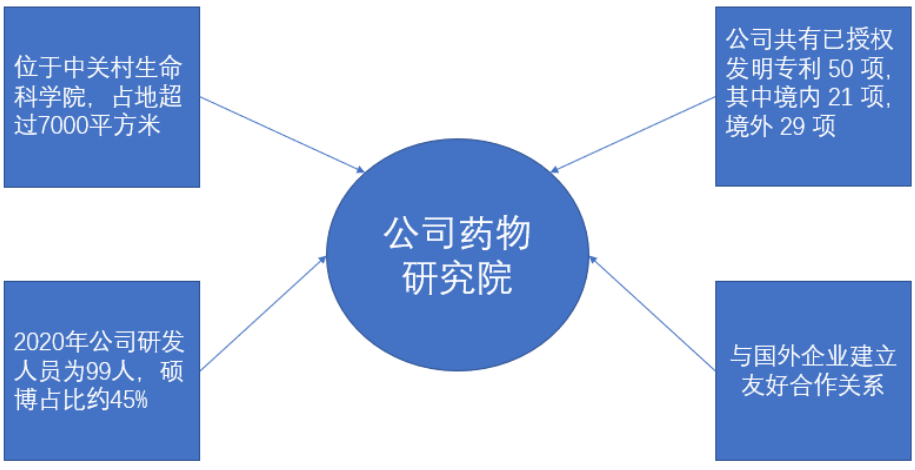
国内血凝酶止血药品市场销售还具有较大发展空间，公司将从“苏灵”产品销售的存量市场和增量市场两方面着手，存量方面将“苏灵”现有医院终端继续向全方位的手术科室覆盖，实现在已覆盖医院的销量增长；增量方面将加大医院开发力度，实现医院覆盖率的持续提升。

公司基于现有业务，深化联盟营销模式，持续推进苏灵的再研究和开发，加强学术营销能力，优化客户结构提高终端覆盖。公司还将通过“苏灵”Ⅳ期临床试验和业已积累的富有价值的循证医学数据、案例、文章等，为“苏灵”的持久营销提供更为有力的市场和学术支撑。2020 年，公司营销团队在“苏灵”遭遇宏观经济压力增大和疫情带来诸多不确定因素情况下，对市场进行精耕细作。同时，在此之上不断加强企业文化在员工中的凝聚作用，提升各部门人员的专业化水平，为做深做透市场、保持持续增长奠定了基础。“苏灵”通过谈判续约，被纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（ 2020 年）》乙类范围，这将有利于进一步拓展“苏灵”的市场份额，对公司的销售增长和长期经营发展产生积极作用。

4. 打造优秀研发团队，目标直指国际水准创新药

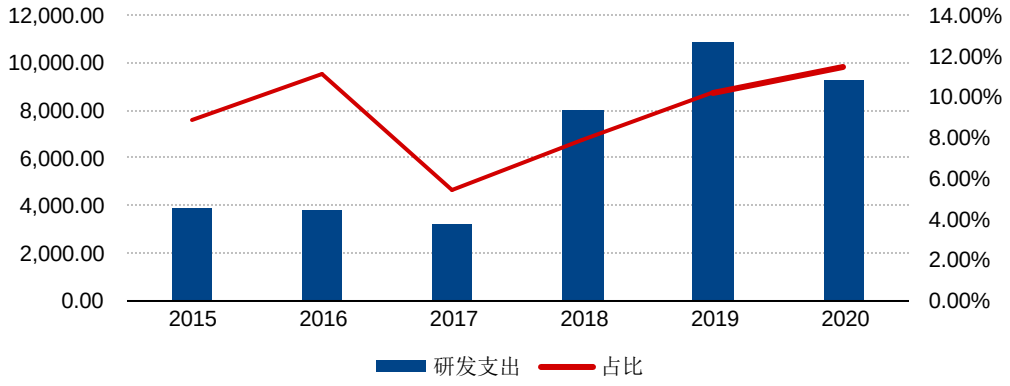
公司坚守新药创制，聚焦原创技术开发，在人才储备和团队建设上用国际上精英化的标准，在临床项目价值筛选上突出“全球新”的眼光。公司从选题调研、产品甄别、临床前研究、临床研究，注册申报、工业化转换，到产品上市后的临床再研究，建立起了完整的研发体系，并培养出一支成熟、专业、稳健的国际化研发团队，为公司的新药研发保驾护航。2020 年，公司坚持以战略为导向，围绕业务核心价值链，构建“四位一体”的人才结构与发展战略，共引进精英人才 20 余名。

图8：公司研发线情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图9：公司研发投入情况（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

同时，公司在研管线深入布局抗肿瘤药产品系列，高标准高起点进入市场空间较大的抗肿瘤药领域，目前拥有 3 个国家抗肿瘤一类新药在研品种，公司针对这些药物已经在国内、国外申请了多项专利，并且还在继续加强知识产权方面的保护。公司雄厚的研发实力和丰富的研发经验，能够加快在研新产品进程，早日通过审批并上市，不断提升公司可持续发展和价值创造能力。并且在研新药上，通过内生、外引，构建了各个梯度的丰富研发管线，更好的分散了研发风险。

表3：公司研发管线产品情况

来源	产品	产品定位	商业权利	适应症	当前阶段
自研	KC-1036	实体肿瘤	全球	非小细胞肺癌	临床Ⅰ期
				胆管癌	临床Ⅰ期
				甲状腺髓样癌	临床Ⅰ期
引进	CX-1003	罕见肿瘤	全球	前列腺癌骨转移	临床Ⅰ期
				软组织肉瘤	临床Ⅰ期
引进	CX-1026	实体肿瘤	全球	消化道肿瘤	IND

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	2098	1808	2337	2603	2886	**营业收入**	1066	809	1159	1289	1428
货币资金	1803	1347	1930	2147	2378	**营业成本**	58	59	68	76	84
应收账款	216	175	250	278	309	营业税金及附加	16	12	17	19	21
其他应收款	0	38	55	61	68	营业费用	637	473	678	754	836
预付款项	2	5	8	11	15	管理费用	42	62	89	99	110
存货	14	34	39	43	48	财务费用	-62	-48	-8	-9	-18
其他流动资产	3	4	3	3	2	研发费用	109	93	93	93	93
非流动资产合计	1075	1977	1874	1812	1751	资产减值损失	-13.90	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	48	67	67	67	67	公允价值变动收益	0.00	1.36	0.00	0.00	0.00
固定资产	304	281	258	236	214	投资净收益	8.91	11.32	9.84	10.02	10.39
无形资产	60	818	769	723	680	加：其他收益	36.67	39.69	39.69	39.69	39.69
其他非流动资产	4	38	0	0	0	**营业利润**	300	210	271	307	352
资产总计	3174	3786	4212	4415	4637	营业外收入	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10
流动负债合计	330	595	830	749	659	营业外支出	0.42	2.20	0.92	0.92	0.92
短期借款	0	24	243	152	60	**利润总额**	299	208	270	306	352
应付账款	230	108	123	137	151	所得税	33	25	32	36	42
预收款项	4	0	-6	-12	-19	**净利润**	266	183	238	269	310
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	116	107	36	36	36	归属母公司净利润	266	183	238	269	310
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	446	702	866	785	695	**成长能力**					
少数股东权益	0	6	6	6	6	营业收入增长	4.28%	-24.14%	43.34%	11.21%	10.78%
实收资本（或股本）	160	160	160	160	160	营业利润增长	-0.17%	-29.81%	29.02%	13.03%	14.96%
资本公积	982	971	971	971	971	归属于母公司净利润增长	29.99%	13.06%	29.99%	13.06%	15.00%
未分配利润	1475	1704	1870	2059	2275	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	2728	3078	3340	3624	3937	毛利率(%)	94.59%	92.67%	94.12%	94.12%	94.12%
负债和所有者权益	3174	3786	4212	4415	4637	净利率(%)	24.96%	22.67%	20.56%	20.90%	21.70%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	8.38%	4.84%	5.66%	6.10%	6.68%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	9.75%	5.96%	7.13%	7.44%	7.87%
经营活动现金流	262	58	119	282	308	**偿债能力**					
净利润	266	183	238	269	310	资产负债率(%)	14%	19%	21%	18%	`
折旧摊销	86.94	846.03	0.00	22.47	22.47	流动比率	6.36	3.04	2.82	3.47	4.38
财务费用	-62	-48	-8	-9	-18	速动比率	6.31	2.98	2.77	3.42	4.31
应收帐款减少	0	0	-76	-28	-30	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	-6	-6	-7	总资产周转率	0.35	0.23	0.29	0.30	0.32
投资活动现金流	-304	-421	302	95	97	应收账款周转率	5	4	5	5	5
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	应付账款周转率	4.63	4.78	10.02	9.93	9.91
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	9	11	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.66	1.15	1.49	1.68	1.94
筹资活动现金流	-80	-93	163	-160	-173	每股净现金流(最新摊薄)	-0.76	-2.85	3.65	1.35	1.45
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	17.05	19.24	20.88	22.65	24.60
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.08	30.43	23.49	20.77	18.06
资本公积增加	0	-10	0	0	0	P/B	2.05	1.82	1.68	1.54	1.42
现金净增加额	-122	-455	584	216	231	EV/EBITDA	11.71	4.24	11.69	9.85	8.19

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师简介

胡博新

胡博新，药学专业，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526