

莱美药业(300006)调研报告

谨慎推荐

特色专科药快速增长

首次评级

健康护理/医药

发布时间: 2012 年 2 月 21 日

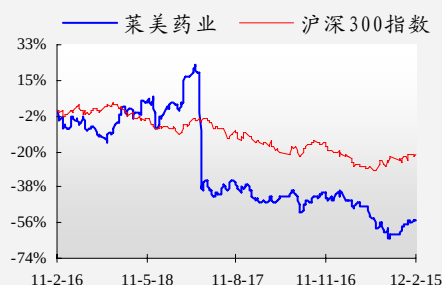
投资要点:

- **抗感染类药物受政策影响小于预期。**公司的抗感染类药物主要为喹诺酮类和氨基糖苷类,受国家抗生素限用政策的影响相对较小,得益于产业链一体化,抗生素毛利率略有回升。
- **抗肿瘤药将加速成长。**纳米碳混悬注射液是特异性的淋巴示踪剂,是公司的独家产品,今年有望增长 50%以上,五年内有望达到亿元的销售规模。
- **康源的基础输液产能释放。**公司的大输液产品线主要包括肠外营养剂和康源的基础输液产品,肠外营养剂的产能预计要到 2014 年才能释放,康源的输液生产线在去年获得了 GMP 认证,将大幅释放产能,成为今年利润的主要增长点。
- **研发储备较多。**公司在研新品众多,包括注射用银杏叶和埃索美拉唑肠溶胶囊等,其中埃索美拉唑市场潜力巨大,国内仿制药还没有上市,公司若能首先上市,将能抢得市场先机,有望为明后年的业绩增长奠定基础。
- **投资建议:**公司今明两年业绩增长主要来自于三方面,一是子公司康源药业的输液产能的扩张,二是纳米碳混悬注射液产品逐渐进入高速成长期,三是胃药新品埃索美拉唑肠溶胶囊的上市。我们预计公司 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.46 元、0.59 元和 0.76 元,对应的 PE 分别为 36.5 倍、28.5 倍和 22.1 倍,估值略微偏高,给予“谨慎推荐”的评级。
- **风险提示:**产品降价的风险;营销模式受到政策影响的风险;新品获批进程低于预期的风险。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	378	13.22	44	8.40	0.24	8.11	69.96	
2011E	573	51.59	84	90.91	0.46		36.50	
2012E	683	19.20	108	28.57	0.59		28.46	
2013E	810	18.59	139	28.70	0.76		22.09	

走势图



市场数据

2012-2-20

收盘价:	16.79 元
52 周最高价:	45.60 元
52 周最低价:	12.90 元
平均持仓成本:	19.44 元

基本数据

2011Q3

总股本(万股):	18,300
流通 A 股(万股):	18,300
每股收益(元):	0.34
每股净资产(元):	3.34
每股经营现金流(元):	(0.16)
市净率:	5.03

分析师: 周思立; 联系人: 刘林
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)2036 1137
FAX: (8621)2036 1159
Email: liulin@nescn.cn
地址: 上海市源深路 305 号
邮编: 200135

抗感染类药物受政策影响小于预期

抗感染类药物是公司最主要的产品大类，2010 年抗感染类药物销售收入 2.17 亿元，占到公司医药制造业总收入的 71.45%，占公司营业总收入的 57.39%，毛利润占到公司总毛利的 57.29%。

公司的抗感染类药物包括喹诺酮类、头孢类、氨基糖苷类等抗生素产品，其中喹诺酮类为公司的主要产品。据 SFDA 南方所统计，公司的喹诺酮类制剂产品在 2008 年占有 2.59% 的市场份额，位居全国第九位。公司的左氧氟沙星、甲磺酸培氟沙星、克林霉素、甲磺酸帕珠沙星、加替沙星、氨基糖苷类等销量较高，在国内市场的份额均能进入前十位。

图表 1： 公司抗感染类药物产品分类

类别	通用名	商品名	医保分类	制剂类型	规格数量
喹诺酮类	盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液	莱美兴	甲类	大容量注射剂	4
	甲磺酸培氟沙星注射液	莱美净	乙类	小容量注射剂	2
	甲磺酸帕珠沙星氯化钠注射液	莱美净	非医保	大容量注射剂	2
	加替沙星注射液	莱美清	乙类	小容量注射剂	3
头孢类	注射用盐酸头孢吡肟	比索菲尔	乙类	粉针剂	1
	头孢泊肟酯干混悬剂	莱立欢	非医保	干混悬剂	1
氨基糖苷类	注射用氨基糖苷	安乙昔美	乙类	粉针剂	1
其他类	伏立康唑片	莱利康	非医保	片剂	1
	利福昔明片	莱利青	乙类	片剂	1
	注射用炎琥宁		非医保	冻干粉针剂	4
	注射用盐酸克林霉素	特美宁	甲类	冻干粉	1
	盐酸克林霉素注射液	莱美特宁	甲类	小容量注射剂	3

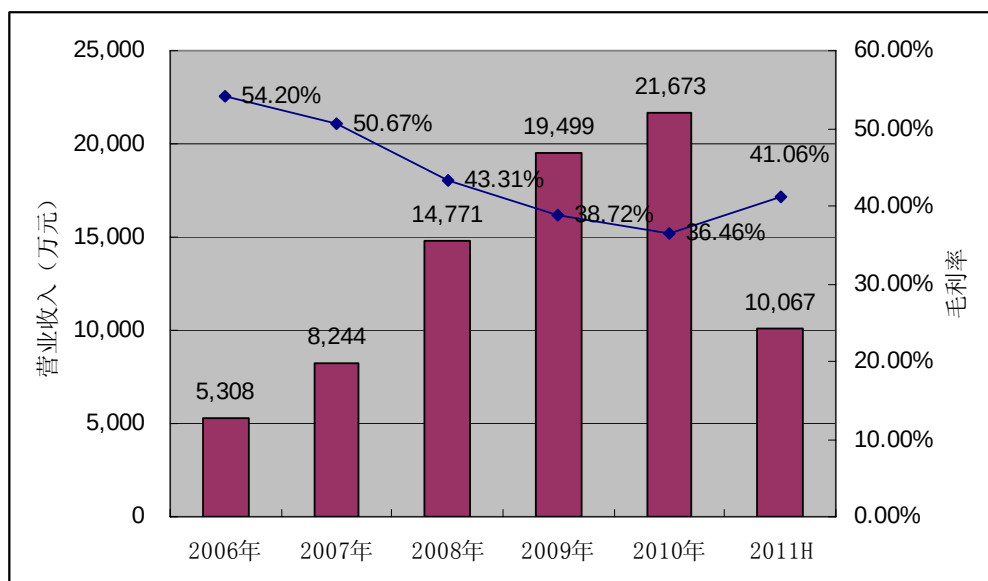
资料来源：公司网站、卫生部、东北证券

2011 年，受到国家抗生素限用政策和抗微生物类药品降价政策的影响，公司的抗感染类药物收入预计将有所下降。不过，从《江苏省三级医院 50 种抗菌药物分类遴选指导意见》看，左氧氟沙星、加替沙星、头孢吡肟、氨基糖苷、伏立康唑、克林霉素等均被列入江苏省三级医院 50 种抗菌药物目录，预计受到限用政策的影响相对较小。另外，甲磺酸帕珠沙星注射液为第四代喹诺酮类药物，具有抗菌谱广、起效快、无交叉耐药和安全性高等特点，是处于上升期的一个抗生素品种，一旦该品被纳入国家医保目录，估计市场容量仍有增长潜力。因此，预计公司主要的抗感染类药物受到抗生素限用政策的影响

均相对较小。

注射用氨曲南于 2011 年 3 月受到国家发改委的价格调控，500mg 的氨曲南注射剂的终端最高零售价格被调整到 37.30 元。注射用氨曲南 2009 年的销售收入在 3000 万元以上，是公司销售占比最高的单一产品，因此利润增长受到了一定的影响。不过，得益于氨曲南原料药成本的大幅降低，再加上其他抗感染类药物不在降价目录之列，因此，去年上半年抗感染类药物的毛利率不降反升。

图表 2： 公司抗感染类药物近 5 年的营收和毛利率情况



资料来源：公司公告、东北证券

抗肿瘤药将加速增长

抗肿瘤药物的销售收入占公司营业收入的比例还很小，却是公司核心竞争力最强和最有发展潜力的一个业务领域。公司目前在售的抗肿瘤药物主要有纳米炭混悬注射液、注射用磷酸氟达拉滨、注射用福美坦等品种，品种虽少但各具特色。抗肿瘤药产品经过数年的销售布局，主要产品将进入加速发展的时期。

纳米炭混悬注射液是一种特异性淋巴示踪剂，能使得肿瘤组织周围的淋巴结显影，医生在手术过程中就可以肉眼观察淋巴结，指导其确定肿瘤组织周围的淋巴清扫范围，从而降低肿瘤的原位复发率，具有很高的临床诊断应用价值。该品是我国首个该类药物的通用名药物，也是全球首个诊断用淋巴示踪剂产品，产品制备技术获得了国家发明专利。公司在去年引入新的产品经理后，逐渐将该品的应用领域由胃癌向甲状腺癌、直肠癌等相关肿瘤诊疗领域延伸，该品目前在全国的招商进展较为顺利，销售有望出现爆发

式增长。纳米炭混悬注射液 2010 年销售了 6900 支、2011 年估计销售了 8700 支左右, 2012 年有望至少增长 50%, 销售收入有望达到 2500 万元以上, 公司的目标是在 3~5 年内达到 5 万支, 将该品培育成近亿元的大品种。

注射用磷酸氟达拉滨, 为冻干粉针剂, 主要用于 B 细胞性慢性淋巴细胞白血病 (CLL) 患者的治疗。德国先灵药业为原研厂家, 处于绝对垄断地位, 国内目前仅有 7 家公司能够生产该品。2008 年, 公司的市场份额为 4.43%, 为国内企业第二名, 仅次于海正药业。

注射用福美坦, 用于治疗自然或人工绝经后妇女晚期乳腺癌, 原研厂家为瑞士诺华制药。公司在 2008 年 6 月首家获得药证, 也是目前国内唯一一家生产该品原料药和制剂药的企业。目前该品还处于销售布局阶段, 由于为独家产品, 成长前景值得期待,

公司在抗肿瘤药物领域研发实力雄厚, 尤其是在淋巴靶向给药领域取得了较大突破。当前全球各大医药公司对于抗肿瘤药物研发的着力点大多是在抑制和杀灭癌细胞, 而较少有开发追踪癌细胞转移扩散产品的。癌症难以治愈的原因主要是其具有转移扩散性, 癌细胞主要通过淋巴和血液转移。作为一家制剂年收入不到 3 亿元的小公司, 公司的研发投入自然难与跨国公司相比, 因此公司独辟蹊径, 历经十年, 建立了“淋巴示踪-淋巴靶向给药-肿瘤细胞靶向给药”淋巴靶向治疗纳米药物研发平台, 形成了以纳米炭、接枝纳米炭及果胶-阿霉素轭合物纳米粒为代表的具有高度创新性的淋巴给药研发体系。借助于该研发平台, 公司现有 3 个一类抗肿瘤新药处于临床前研究阶段。公司还有 5 个抗肿瘤新药处于或即将进入临床阶段, 若能获批上市, 将有效拓展公司抗肿瘤药物的产品线。

图表 3: 公司现有及在研的主要抗肿瘤药

药品名称	药品分类	适应症	备注
磷酸氟达拉滨原料及制剂	化药 3 类	慢性淋巴细胞白血病	医保乙类
福美坦原料及制剂	化药 3 类	晚期乳腺癌	医保乙类
纳米炭混悬原料及制剂	化药四类	淋巴示踪剂	非医保
注射用去甲斑蝥酸钠	化药 5 类	肝癌、食道癌、肺癌等	非医保
紫杉醇注射液		非小细胞肺癌、乳腺癌等	医保乙类
氟达拉滨注射液	化药 3 类	儿童急性白血病等	临床阶段
地西他滨原料及制剂	化药 3 类	急性白血病	申报临床
来那度胺原料及制剂	化药 3 类	慢性淋巴细胞白血病及肿瘤	申报临床
替莫唑胺原料及胶囊	化药 6 类	顽固性多形性成胶质细胞瘤	申报临床
他米巴罗汀原料及片剂	化药 3 类	复发或急性前骨髓球性白血病	申报临床
接枝纳米炭及制剂	化药 1 类	靶向抗肿瘤	临床前
果胶阿霉素	化药 1 类	靶向抗肿瘤	临床前
多聚半乳糖醛酸及制剂	化药 1 类	抗肿瘤	临床前
盐酸吉西他滨原料及制剂	化药 6 类	胰腺癌、乳腺癌等实体瘤	临床前

资料来源: 公司公告、东北证券

基础输液产能释放

公司自身的大输液产品主要为肠外营养制剂，现有 N(2)-L-丙氨酰-L-谷氨酰胺和肌酐氯化钠注射液两种产品。相比于基础输液，肠外营养制剂属于大输液的高端产品，与发达国家相比，我国的临床营养输液还处于起步阶段，未来的发展空间巨大。公司的 N(2)-L-丙氨酰-L-谷氨酰胺在 2009 年占有 6.09% 的市场份额，比 2008 年下降了 2.89%，但仍在国内企业中排名第五名。2008 年，公司的肠外营养制剂的销售收入在 1732 万元，由于产能已经饱和，因而这两年销售增长缓慢。由于新版 GMP 的因素，公司将募投项目中制剂生产更改到茶园进行，因而延误了建设进程，公司预计在 2014 年完成募投项目。届时，公司的 N(2)-L-丙氨酰-L-谷氨酰胺将新增 1000 万瓶的产能，销售收入有望实现数量级的增长。但在未来两年内，在缺少新品、产能饱和的情况下，肠外营养剂的销售收入预计将基本平稳，市场份额可能会继续下降。

公司在 2010 年 10 月份收购了湖南康源制药有限公司，从而进入了基础输液和治疗性输液领域。湖南康源拥有玻瓶、塑瓶及软袋三种包装的批准文号 54 个，产品规格涵盖有 50ml、100ml、250ml、500 ml、1000 ml、3000 ml，主要生产品种为普通输液及少量治疗性输液，包装形式为塑料瓶及非 PVC 软袋包装。湖南康源的产品主要采用倒立式双阀无菌软袋输液包装技术，拥有国家发明专利。该技术使得输液产品更符合医护人员的操作习惯，提高了护理人员的工作效率，还具有制造成本低、方便操作的特点，因而极具市场竞争力。湖南康源在 2009 年销售 6340 万瓶（袋），市场占有率为 0.8%，销售区域主要分布在广东、湖南、浙江、江西和北京五个省市，下一步准备着力发展湖北、河南等市场，计划五年内达到年销量 1.4 亿瓶（袋）以上。

湖南康源还计划利用母公司生产抗感染类药物的优势，大力开发治疗性输液，比如左氧氟沙星输液等，形成抗生素和大输液的协同发展。2011 年上半年，康源实现净利润 1736 万元，预计全年可能实现净利润 2500 万元。今年年初，湖南康源获得了新版 GMP 认证，生产能力得到释放，预计将增加 5500 万袋左右的产能。

中药业务还处于起步期

公司原无中药产品，在上市以后，公司分别收购了四川禾正制药有限责任公司 60% 股权和重庆大山行中药饮片有限公司 70% 股权，从而介入了中成药和中药饮片领域，但目前中药业务的规模还很小，净利润贡献可以忽略不计。公司拥有一些有潜力的中药品种，若能进一步充实产品线，完善营销网络，有机会做到厚积薄发、后来居上。

重庆莱美大山行中药饮片公司成立于 2006 年 11 月，莱美药业占有大山行公司 100% 股权。大山行公司主要从国外进口合格西洋参，在国内生产加工后销售。除了西洋参之外，公司还计划从国外进口其他特色的保健产品，比如燕窝等，在国内制作加工后，以

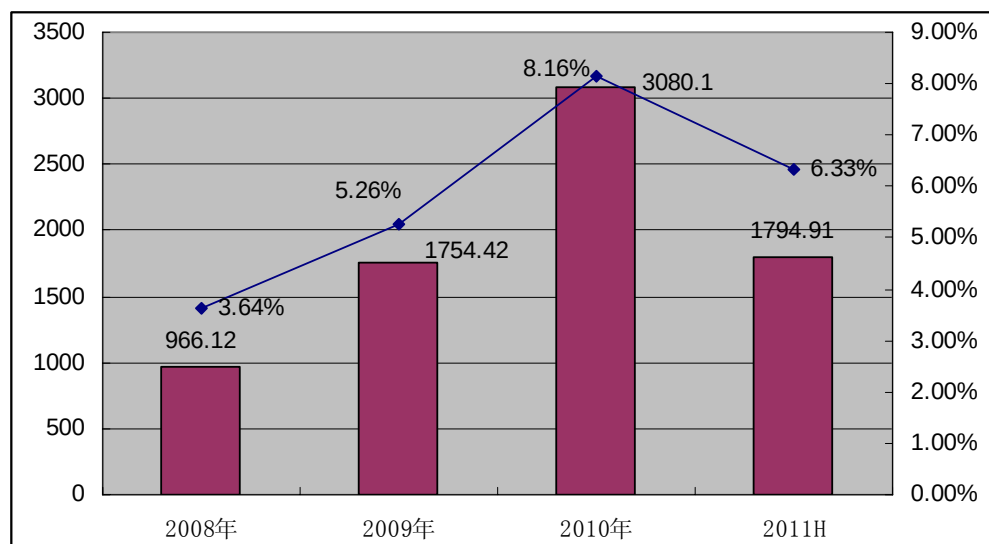
中高端保健品的形式销售，计划能把产品铺入到 3 万家零售终端。目前，公司还处于发展初期，没有实现盈利，2011 年上半年净利润为 -50.75 万元。

四川禾正制药有限责任公司成立于 1997 年，主要从事五酯胶囊、肝速康胶囊、抗病毒丸、肾苓颗粒、川芎油胶囊（在研）的研发、生产与销售。中药保护品种、全国独家产品五酯胶囊为其主打产品，是从华中五味子果实中提取的木脂素衍生物精制而成的，可显著降低谷丙、谷草转氨酶，适用于慢性肝炎、迁延性肝炎等肝细胞损伤患者。肾苓颗粒于 2011 年 9 月刚获得药品批文，可用于治疗下尿路感染（下焦湿热症）。抗病毒丸主要用于治疗风热流感，疗效显著，公司将会重点推广。禾正制药 2009 年的净利润为 476 万元，2010 年约为 200 万元，2011 年上半年为 79.4 万元，净利润有所下滑。

研发储备较多

公司自成立以来，一直非常重视新品的研发，研发投入逐渐增长。2010 年的研发投入为 3080.1 万元，占到销售收入的 8.16%，去年上半年就已经达到 1794.91 万元，比 2008 年的全年投入还要多一倍。除了持续高比例的研发投入外，公司还在谋求外延式的研发发展，并于去年下半年与美国赛金药业签署了合作框架协议，计划以 cGLPs 和 cGMP 标准合作开发高质量的注射剂制剂。

图表 4：公司研发投入逐年增加



资料来源：公司公告、东北证券

公司的在研产品中，处于临床前、临床和报批生产阶段的产品共有 32 种，大部分为抗感染类药物和抗肿瘤、心血管以及糖尿病等慢性病药物领域，其中已经处于临床阶段

或报生产阶段的产品共有 12 个，其中最值得看好的是注射用银杏叶、埃索美拉唑原料及肠溶胶囊、盐酸左氧氟沙星片等产品。

图表 5：处于临床或报生产阶段的在研新药

品名	药品类型	适应症	进展情况	医保
塞克硝唑及片剂	化药四类	抗厌氧菌	报生产	非医保
谷氨酰胺胶囊	化药 6 类	治疗胃、十二直 肠球部溃疡病	报生产	非医保
奥硝唑片	化药 6 类	抗厌氧菌	报生产	乙类
注射用银杏叶	中药一类	心血管药物	报生产	乙类
埃索美拉唑原料及肠溶胶囊	化药四类	胃药	报生产	乙类
盐酸左氧氟沙星片	化药 6 类	抗感染	报生产	甲类
复方芍甘止痛胶囊	中药 6 类	痛经	临床验证	非医保
匙羹藤胶囊	中药二类	糖尿病	临床验证	非医保
氯法拉滨注射液	化药 3 类	抗肿瘤	临床验证	非医保
匹克硫酸钠原料及片剂	化药 3 类	清肠剂	临床验证	非医保
环索奈德原料及喷雾剂	化药 3 类	过敏性鼻炎	临床验证	非医保
双丙戊酸钠原料及肠溶片剂	化药 3 类	癫痫	临床验证	非医保

资料来源：公司公告、卫生部、东北证券

注射用银杏叶是国家中药一类品种，公司研发的是冻干粉针制剂，最快在今年有可能获得生产批文。心脑血管药物领域市场广阔，但竞争也较激烈，相比于神威、珍宝岛等竞争对手，公司在心脑血管药物领域的产品线较为单薄，在心脑血管临床科室进行学术推广的基础也较薄弱，该品短期内很难成为公司的支柱产品。

埃索美拉唑肠溶胶囊，为质子泵抑制剂，主要用于胃食管反流性疾病（GRED）、糜烂性反流性食管炎的治疗等，原研厂家是阿斯利康，目前国内还没有厂家获批生产。阿斯利康在 2002 年将该品引入中国市场，2004 年获得生产批文，2009 年又获得了注射用埃索美拉唑钠的生产批文。公司若能最先获得埃索美拉唑肠溶胶囊的生产批文，有可能确立先发优势，率先抢占阿斯利康的部分市场。埃索美拉唑市场容量巨大，属于重磅炸弹级别的产品，因此该品有发展成为亿元级别产品的潜力，最早将在 2012 年下半年开始为公司贡献利润。但是从奥美拉唑的市场竞争情况来看，国内其他企业会快速跟进仿制药的研发与生产，终端竞争会逐渐趋于激烈。公司缺少消化科室的临床推广经验，且没有建立质子泵抑制剂类药物的学术推广团队，产品上市后估计仍会以分销为主，但底价招商制度面临政策的不确定性，这或将影响产品的招商进展。

营销模式或存隐忧

公司主要采用底价招商代理的营销模式，目前正在将“办事处”的管理模式向较为先进的“产品经理”管理模式转变，以精细的产品线管理代替粗放的区域管理，这有助于做强做大重点产品。公司的营销队伍人数去年有所增长，包括康源药业和禾正制药在内，公司的销售人员总共有 160 人左右。

底价招商销售模式比较适合销售实力较弱的小型制药企业，但由于销售环节利润较高，因而受到了多方的质疑。据有关媒体报道，国家发改委在 2 月 15 日发布了《药品流通环节价格管理暂行办法》（征求意见稿），其核心环节是在药品批发环节和医疗机构销售环节实行最高差价率的控制，并计划于 2012 年 7 月 1 日其执行。该政策若能严格执行，销售中间环节的利润将被大大压缩，对于底价招商代理制的企业将是沉重的打击。

盈利预测

图表 6： 盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	378	573	698	826
减：营业成本	330	347	406	471
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	37	54	66	78
管理费用	51	76	86	98
财务费用	0	12	12	12
资产减值损失	1	3	3	3
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	48	78	121	159
加：营业外收入	3	20	5	5
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	51	98	126	164
减：所得税	7	13	16	22
净利润	44	85	110	142
减：少数股东损益	0	1	2	3
归属于母公司净利润	44	84	108	139
EPS（元）	0.48	0.46	0.59	0.76

资料来源：公司公告、东北证券

- 假设抗感染类产品在 2011 ~ 2013 年的营收增长分别为 -6%、0% 和 5%，毛利率分别为 41%、40%、40%；

- 假设以抗肿瘤药、胃药等为主的特色专科类产品在 2011~2013 年的营收增速分别为 33%、50%和 55%，毛利率分别为 50%、65%和 70%；
- 假设肠外营养制剂 3 年内的销售收入基本平稳，其他类在 2011~2013 年的营收增速分别为 180%、30%和 15%，毛利率分别为 35%、34%和 34%。

投资建议

公司的现有主导产品为抗感染类药物和大输液，在一定程度上受到国家政策的影响，这两大类产品难有较快增长。今明两年，公司的业绩增长主要来自于三方面，一是子公司康源药业的输液产能的扩张，二是纳米碳混悬注射液产品逐渐进入高速成长期，三是胃药新品埃索美拉唑肠溶胶囊的上市。

我们预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为 0.46 元、0.59 元和 0.76 元，对应的 PE 分别为 36.5 倍、28.5 倍和 22.1 倍，估值略微偏高，给予“谨慎推荐”的评级。

风险提示

- 产品降价的风险；
- 营销模式受到政策影响的风险；
- 新品获批进程低于预期的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。