证券研究报告

公司深度研究

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2019 年 11 月 19 日

中国生物制药（01177.HK）\港股行业

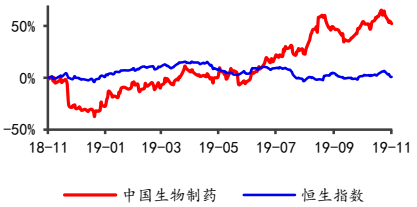
——巩固仿制药龙头地位，创新药管线全线发力

投资建议：	推荐 首次覆盖
当前价格：	11.14 港币
目标价格：	13.08 港币

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	12588/12588
流通 A 股市值（百万元）	140989
每股净资产（元）	2.38
资产负债率（%）	27.42
一年内最高/最低（元）	12.24/4.53

一年内股价相对走势



汪太森　　分析师
执业证书编号：S0590517110002
电话：0510-82832787
邮箱：wangts@glsc.com.cn

夏禹　　分析师
执业证书编号：S0590518070004
电话：0510-82832787
邮箱：yuxia@glsc.com.cn

肖永胜　　分析师
执业证书编号：S0590519110002
电话：0510-82832787
邮箱：xiaoys@glsc.com.cn

相关报告

投资要点：

➢ **重磅创新药，安罗替尼进入收获期**

公司创新药已经进入收获期，安罗替尼胶囊重磅1类创新药2018年获批上市。2018年10月，通过谈判进入新版《国家医保药品目录》，进医保后产品快速增长，2019年上半年的销售额已经突破13亿元。保守测算，安罗替尼的肺癌适应症市场空间接近39亿元。随着软组织肉瘤、甲状腺癌等新适应症获批，安罗替尼市场空间增长20%以上。

➢ **布地奈德上市，强化公司呼吸科竞争优势**

公司重磅呼吸科药物布地奈德获批，此品种样本医院上半年销售金额为7.83亿元，同比增速16.3%。中国市场上，布地奈德主要由原研厂家阿斯利康销售。正大天晴是国内呼吸科规模较大的企业之一，已上市的品种包括噻托溴铵粉雾剂、克洛己新干混悬剂，呼吸科制剂的销售规模达到8.34亿元。我们预计公司布地奈德混悬液将占有3成以上市场份额，样本医院销售额将突破4亿人民币，放大4倍后，峰值销售额有望达到20亿元。

➢ **公司新产品加速上市，贡献新的业绩增量**

2018年以来公司新产品加速上市。不断强化公司的优势领域，肿瘤领域新品较多，创新药与仿制药都将收获大量品种。创新药方面，安罗替尼更多适应症获批；仿制药方面，市场空间大的品种，正加快上市。

➢ **盈利预测与评级**

预计公司2019-2021年EPS为0.25/0.30/0.35元，对应当前股价PE分别为40/33/28倍。参照可比公司，基于2020年EPS，给予公司合理估值39倍，计算下来合理价格为11.70元，折合13.08港币，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➢ **风险提示**

创新药研发不及预期，创新药进医保降价超预期，大量仿制药集采丢标，仿制药集采降价幅度超预期。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14819.30	20888.58	25619.47	27876.30	32245.05
增长率（%）	37.23%	40.96%	22.65%	8.81%	15.67%
EBITDA（百万元）	4617.17	12758.47	7792.75	9176.13	10775.43
净利润（百万元）	2170.95	9046.35	3156.74	3787.28	4462.36
增长率（%）	14.83%	316.70%	-65.10%	19.97%	17.82%
EPS（元/股）	0.29	0.73	0.25	0.30	0.35
市盈率（P/E）	57.96	13.91	39.86	33.22	28.47

数据来源：公司公告，国联证券研究所

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

1 中国医药行业集中度提升过程，公司充分受益 4
2 公司治理结构完善，保持良好的发展势头 4
2.1 公司股权结构 5
2.2 公司主要子公司 6
2.3 公司主要业务领域 6
2.4 公司主要财务数据 7
2.5 公司保持较高的研发投入，研发费用高速增长 9
3 重磅创新药，安罗替尼进入收获期 9
3.1 安罗替尼是近年来获批的重磅创新药 9
3.2 安罗替尼针对非小细胞肺癌有较好疗效 10
3.3 安罗替尼上市后快速放量 11
3.4 安罗替尼潜在空间巨大 12
4 布地奈德上市，强化呼吸科竞争优势 13
4.1 呼吸科制剂，布地奈德增长潜力大 13
4.2 布地奈德在中国保持良好增长势头 13
4.3 在呼吸科深度布局，公司的布地奈德将加速替代原研产品 14
5 仿制药龙头地位突出 14
5.1 大量品种通过一致性评价，竞争优势正在强化 14
5.2 公司市场占有率较低的品种呈现良好的潜力 15
5.3 公司销售超过 5 亿元的品种，市场占有率较高 16
5.4 市场占有率 3 成以内的品种集采影响有限 18
6 公司的产品管线不断丰富 19
6.1 去年以来新产品加速上市 19
6.2 明年重磅药 PD-1 申请上市 20
6.3 公司近三年陆续有大量品种上市 20
7 盈利预测与评级 22
7.1 收入拆分与假设条件 22
7.2 利润表预测 24
7.3 同行对比与估值 25
8 风险提示 26

图表目录

图表 1：公司上市以来里程碑事件 5
图表 2：公司主要股东实际持股比例 5
图表 3：公司核心子公司 6
图表 4：公司 2018 年收入构成 6
图表 5：公司 2019 年上半年收入构成 7
图表 6：公司 2002 年以来营业收入变化情况 7
图表 7：公司 2002 年以来扣除非净利润变化情况 7
图表 8：公司 2002 年以来毛利率一直在 80%左右 8
图表 9：公司 2006 年以来净利率一直在 20%左右 8
图表 10：公司 2009 年以来研发费用情况 9
图表 11： 2018 年药监局批准的创新药 9
图表 12：安罗替尼临床试验 ALTER0303 数据 10
图表 13：安罗替尼临床试验 ALTER0302 数据 11

图表 14：安罗替尼上市后销售快速增长 11
图表 15：肺癌发病人数多 12
图表 16：非小细胞肺癌占肺癌比例高 12
图表 17：安罗替尼肺癌适应症空间估计 12
图表 18：样本医院呼吸科主要品种及市场占有率 13
图表 19：布地奈德样本医药历年销售情况 13
图表 20：布地奈德 2018 年中国市场竞争格局 14
图表 21：2018 年以来通过一致性评价产品 15
图表 22：艾司奥美拉唑钠各企业历年销售占比 16
图表 23：注射用替加环素各企业历年销售占比 16
图表 24：恩替卡韦各企业历年销售占比 17
图表 25：异甘草酸镁历年销售额 17
图表 26：骨化三醇各企业历年销售占比 18
图表 27：厄贝沙坦氢氯噻嗪片各企业历年销售占比 18
图表 28：比阿培南各企业历年销售占比 19
图表 29：2018 年以来上市的重磅产品 19
图表 30：即将上市的重磅产品 21
图表 31：将上市新品种 2018 年样本医院销售金额（百万元） 22
图表 32：销售收入分拆预测（百万元） 24
图表 33：简易利润表预测（百万元） 25
图表 34：可比公司估值 25

1 中国医药行业集中度提升过程，公司充分受益

中国医药行业正处于非常重要的变革期，中国的人口老龄化、收入提升、健康意识重视提升等驱动了药品与器械的刚性需求，在经济增速下行背景下，财政在医疗方面的支出存在约束边界。在药品领域，新的医改正全方位发力，以有限的医保资金购买更高质量的仿制药及临床价值凸显的创新药。

仿制药的供给侧改革在去年“4+7”集采时已经拉开序幕，随着集采区域的扩围，以及未来更多品种纳入集采范围，大量无效产能与低质药品批文将退出市场，仿制行业格局重塑加速来临。首仿药与难仿药，将是仿制药领域相对较好的赛道，是行业内重要发力的领域；行业将向拥有大量高质量（通过一致性评价）的批文数和拥有足够的产能储备的企业集中，最终形成更加稳定的行业格局，谁能在这一轮仿制药行业洗牌过程中脱颖而出？

仿制药的红利正在压缩，创新药的红利正在加速释放。在创新药研发方面持续高投入，形成高效的研发效率、丰富的研发管线，并拥有非常强的市场转化能力的企业，将有更强的护城河。有较强的现金流通过合作或并购的方式加速产品管线布局的企业将加速市场占有率。谁拥有这些能力？

如果哪个企业有望在仿制药行业洗牌过程中充分受益，在创新药方面获得丰厚的回报，行业优势地位将更加巩固。中国生物制药目前的布局，正符合行业发展趋势，仿制药龙头地位凸显，创新药正全方位发力。

2 公司治理结构完善，保持良好的发展势头

中国生物制药于 2000 年在港交所上市，控股成员企业 20 余家，旗下共拥有逾万人的专业推广队伍，近千种产品覆盖全国各级各类医疗机构。在肝病、肿瘤、糖尿病、呼吸、心脑血管、抗感染、消化、神经等领域，拥有国内最大的靶向药物研发与生产平台、国家海洋药物中试基地。公司年销售收入过亿元产品三十余个，尤其在肝病领域，多个重磅产品年销售收入超过 10 亿元，在中国肝病市场占有率达到 24%。公司通过立足自主创新，并在世界范围内引进创新技术，不断巩固在中国市场的领先地位。在北京、南京、连云港、青岛等地拥有多个具有国际水平的创新研发基地和药品生产基地。

图表 1：公司上市以来里程碑事件

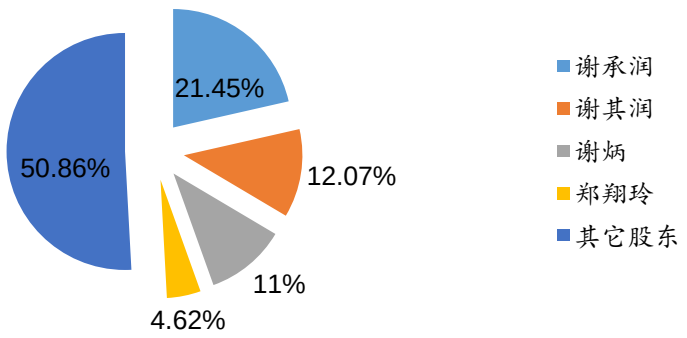
年度	里程碑事件
2000	公司在香港联交所创业板上市
2001	南京正大天晴成立
2002	北京正大绿州成立
2003	北京泰德成立，公司在香港联交所主板上市
2005	江苏正大丰海与盐城苏海成立
2007	江苏正大清江成立
2008	通过日本出口认证，青岛正大海尔成立
2016	福布斯亚洲上市企业 50 强
2017	中国医药研发产品线最佳工业企业第一位，中国药品研发实力榜单第一位
2018	福布斯全球最大上市公司 2000 强，入选恒生指数成份股

来源：公司官网，国联证券研究所

2.1 公司股权结构

公司控股股东为谢炳家族，包括谢炳先生、其妻郑翔玲、其子谢承润、其女谢其润。今年 10 月 22 日公司公告，公司股东谢炳先生把其 Validated Profits Limited 持股平台的股份 4.5 亿股赠予其子谢承润，持股比例从 14.57%降至 11%；公司股东郑翔玲女士将其持股平台正大百年集团有限公司的 11.25 亿股份及其持股平台 Remarkable Industries Limited 的 11.25 亿股赠予其子谢承润。股份变更结束后，谢炳先生直接与间接持股 13.83 亿股，持股比例为 11%；郑翔玲女士直接与间接持股 5.82 亿股，持股比例为 4.62%；谢承润间接通过持股平台 Thousand Eagles Limited 及 Remarkable Industries Limited 持有公司 27 亿股，持股比例为 21.45%；公司董事长谢其润为谢炳及郑翔玲的女儿，通过其持股平台法国投资集团有限公司（91.33%权益）持有公司 15.2 亿股公司股份，持股比例为 12.07%。

图表 2：公司主要股东实际持股比例



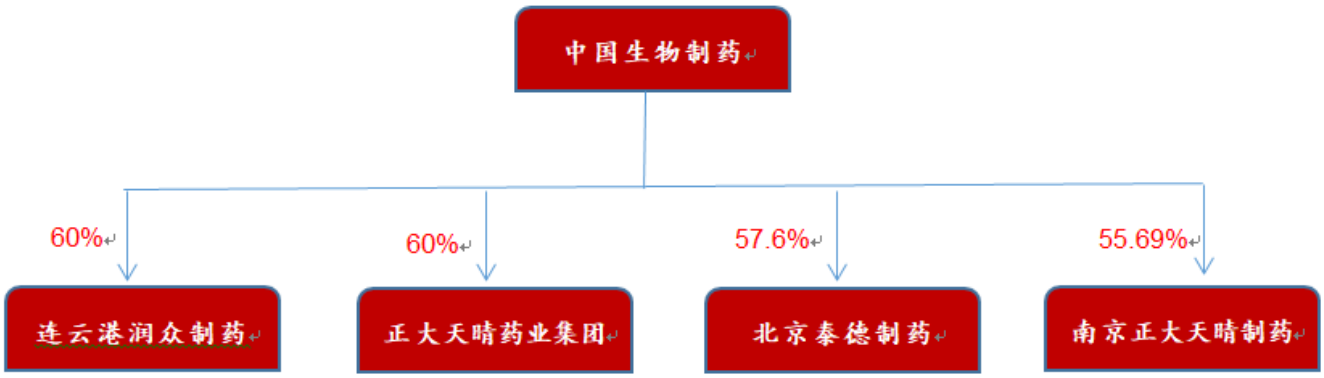
来源：公司公告，国联证券研究所

2.2 公司主要子公司

截止 2018 年底，公司旗下子公司 30 家，业务涵盖制药、投资、连锁药房、医院、食品、销售子公司等。核心控股子公司包括：正大天晴药业集团、连云港润众制药、北京泰德制药、南京正大天晴制药等，分别持股 60%、60%、57.6%、55.69%。

根据公司 2018 年财务报表披露，上述四家子公司合计实现营业收入 192.52 亿元。其中，正大天晴药业集团最高，为 102.67 亿元；其它三家公司体量均在 30 亿元左右。

图表 3：公司核心子公司

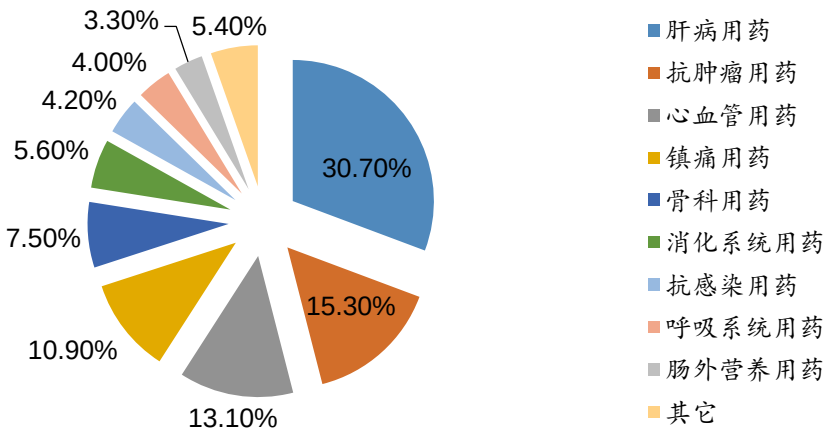


来源：公司公告整理，国联证券研究所

2.3 公司主要业务领域

根据 2018 年年报数据，公司的主要收入来于制药领域，肝病用药占比高达 30.7%，抗肿瘤、心血管及阵痛领域分别占比 15.3%、13.1%和 10.9%，其它领域相对分散。

图表 4：公司 2018 年收入构成

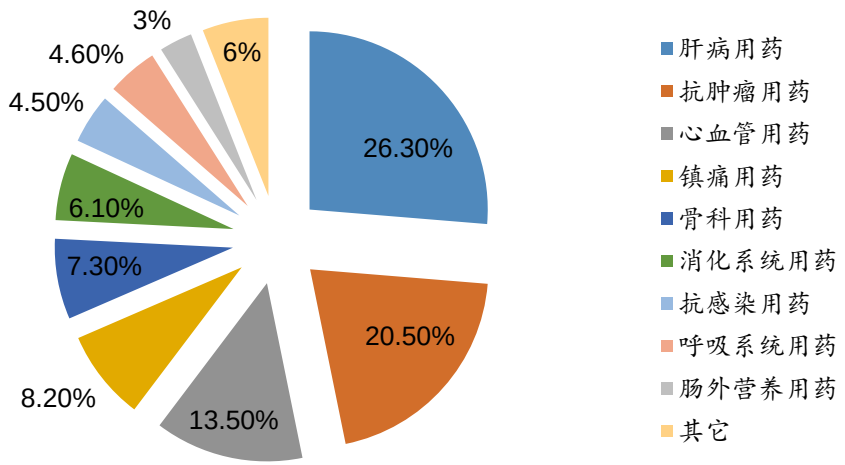


来源：公司 2018 年年报，国联证券研究所

随着公司抗肿瘤创新药上市，抗肿瘤药物占比会显著提升，肝病药物受集采负面

影响，占比将下降。在 2019 年半年报中已经有所体现，肝病用药、抗肿瘤、心血管及阵痛领域分别占比 26.3%、20.5%、13.5%和 8.2%。

图表 5：公司 2019 年上半年收入构成

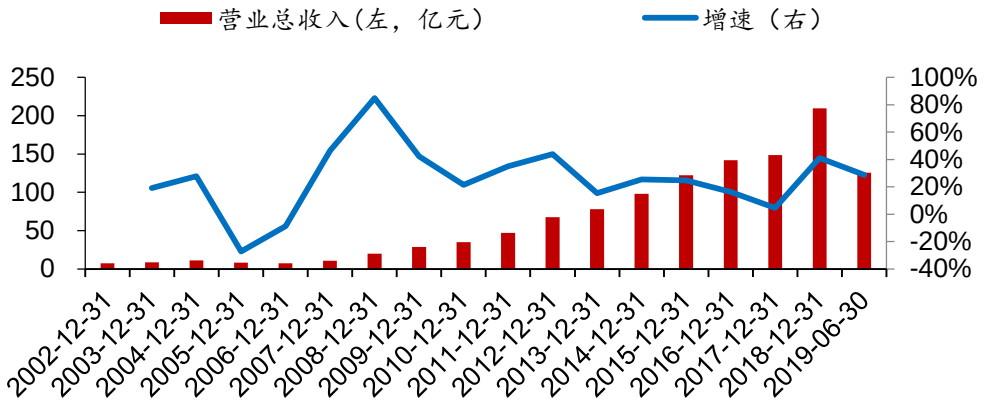


来源：公司 2019 年半年报，国联证券研究所

2.4 公司主要财务数据

公司上市以来营业收入保持较好的增长势头。从 2007 年开始每年都是增长的，每年的平均增速达到 33.07%。今年上半年实现营业收入 125.61 亿元，同比增长 28.67%。

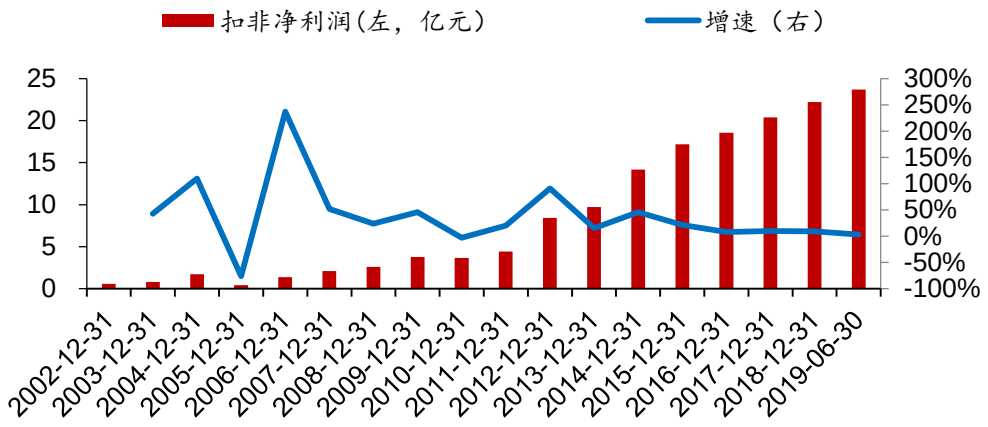
图表 6：公司 2002 年以来营业收入变化情况



来源：Wind，国联证券研究所

公司上市以来扣除非经常性损益后的净利润保持较好的增长势头，从 2002 年的 0.82 亿元，上升至 2018 年的 22.24 亿元，2019 年上半年扣非净利润达到 23.72 亿元，扣非净利润平均增速高达 38.58%。

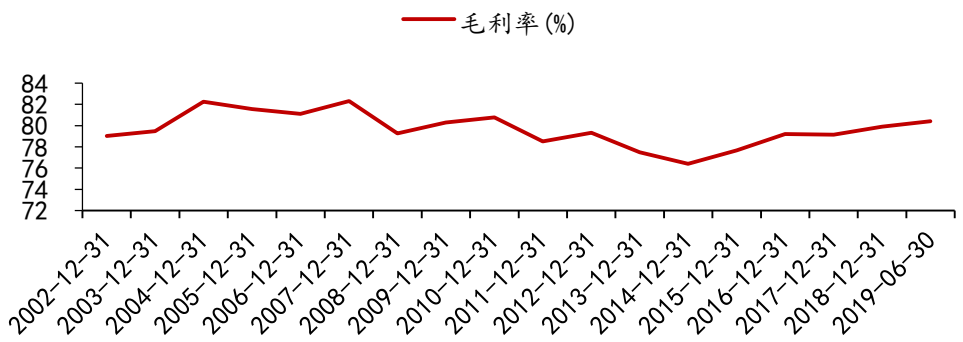
图表 7：公司 2002 年以来扣除非净利润变化情况



来源：Wind，国联证券研究所

公司毛利率水平从上市以来一直在 80%左右，截止 2019 年上半年，公司毛利率为 80.43%。

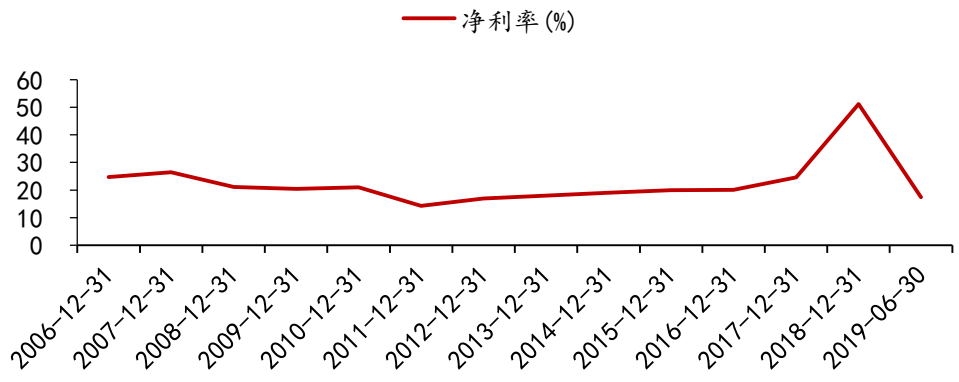
图表 8：公司 2002 年以来毛利率一直在 80%左右



来源：Wind，国联证券研究所

公司净利率水平通常在 20%左右，2018 年净利率下滑主要是由收购北京泰德股份引起的非经常性损益较高所致，剔除这一影响因素，净利率水平仍较高。截止 2019 年上半年，公司净利率为 17.38%。

图表 9：公司 2006 年以来净利率一直在 20%左右

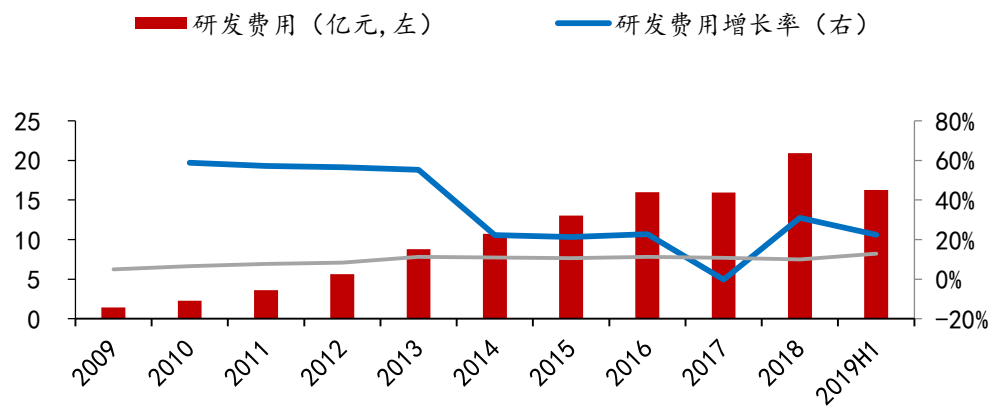


来源：Wind，国联证券研究所

2.5 公司保持较高的研发投入，研发费用高速增长

公司从 2009 年以来一直非常重视研发投入，研发费用从 2009 年的 1.45 亿元，上升至 2018 年的 20.91 亿元，平均每年的研发费用增长率为 34.74%，2019 年上半年的研发投入已经达到 16.26 亿元。公司 2013 年以来，研发费用占营收比例通常在 10%以上，2019 年上半年研发费用占营收比例已经高达 12.94%。

图表 10：公司 2009 年以来研发费用情况



来源：Wind，国联证券研究所

3 重磅创新药，安罗替尼进入收获期

3.1 安罗替尼是近年来获批的重磅创新药

公司创新药已经进入了收获期，安罗替尼胶囊重磅 1 类创新药 2018 年获批上市。2018 年药监局审评通过上市 1 类创新药仅 9 个品种。

图表 11： 2018 年药监局批准的创新药

药品名称	获批时的适应症	上市许可持有人
呋喹替尼胶囊	转移性结直肠癌	和记黄埔医药有限公司
信迪利单抗注射液	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤	信达生物制药有限公司
马来酸吡咯替尼片	晚期乳腺癌	江苏恒瑞医药股份有限公司
达诺瑞韦钠片	初治非肝硬化的基因 1b 型慢性丙型肝炎	歌礼药业有限公司
注射用艾博韦泰	经其它多种抗逆转录病毒药物治疗仍有 HIV-1 病毒复制的 HIV-1 感染	前沿生物药业股份有限公司
盐酸安罗替尼胶囊	晚期非小细胞肺癌	正大天晴药业集团股份有限公司
特瑞普利单抗注射液	晚期黑色素瘤	君实生物医药科技股份有限公司
罗沙司化胶囊	慢性肾脏病引起的贫血	珐博进医药技术开发有限公司
重组细胞因子基因衍生蛋白注射液	HBeAg 阳性的慢性乙型肝炎	杰华生物技术有限公司

来源：国家药品监督管理局，国联证券研究所

3.2 安罗替尼针对非小细胞肺癌有较好疗效

盐酸安罗替尼（Anlotinib Hydrochloride），是一种新型小分子多靶点酪氨酸激酶抑制剂，能有效抑制 VEGFR、PDGFR、FGFR、c-Kit 等激酶，进而抗肿瘤血管生成及抑制肿瘤生长。2011 年获得 CFDA 临床试验批件，在多个癌症适应症的临床研究中表现出有效的趋势，已经获批非小细胞肺癌适应症。

盐酸安罗替尼单药适用于既往至少接受过 2 种系统化疗后出现进展或复发的局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者的治疗；对于存在表皮生长因子受体（EGFR）基因突变或间变性淋巴瘤激酶（ALK）阳性的患者，在开始本品治疗前应接受相应的靶向药物治疗后进展、且至少接受过 2 种系统化疗后出现进展或复发。

根据临床试验 ALTER0303 数据，经过至少两种系统化疗后失败（EGFR 突变和 ALK 阳性的患者还需接受过相应的靶向药物治疗后进展）的晚期/转移性非小细胞肺癌患者。安罗替尼组中位总生存期为 9.46 月（95%CI 为 8.05~10.45），安慰剂组为 6.37 月（95%CI 为 4.93~7.98），安罗替尼组中位总生存期较安慰剂组延长，风险比（HR）为 0.70，95% CI 为 0.55~0.89，p＝0.002，对比安慰剂，安罗替尼降低了 30%的死亡风险。接受安罗替尼治疗的患者 1 年生存率为 39.53%，安慰剂组为 27.79%。

图表 12：安罗替尼临床试验 ALTER0303 数据

指标	安罗替尼组（n=294）	安慰剂组（n=143）
总生存期		
中位数（mOS，月）	9.46（8.05~10.45）	6.37（4.93~7.98）
HR（95%CI）	0.70（0.55~0.89，*p*=0.002）	
无进展生存期（PFS）		
中位数（mPFS，月）	5.37（4.40~5.63）	1.40（1.07~1.50）
HR（95%CI）	0.25（0.19~0.31，*p*< 0.0001）	
客观缓解率（CR+PR）	9.18%	-
疾病控制率（CR+PR+SD）	80.95%	37.06%

来源：安罗替尼产品说明书，国联证券研究所

根据临床实验 ALTER0302 数据，接受过治疗的三线及以上或无法耐受治疗的晚期(IIIB/IV 期)非小细胞肺癌患者。主要疗效指标为无进展生存期（PFS），安罗替尼组和安慰剂组中位无进展生存期分别为 4.83 月（95%CI 为 3.47~6.40）和 1.23 月（95%CI 为 0.70~1.60），HR=0.32（95% CI 为 0.20~0.51）， p<0.0001。下表列出了该研究的主要有效性数据。

图表 13：安罗替尼临床试验 ALTER0302 数据

指标	安罗替尼组（n=60）	安慰剂组（n=57）
无进展生存期（PFS）		
中位数（mPFS，月）	4.83（3.47~6.40）	1.23（0.70~1.60）
HR（95%CI）	0.32（0.20~0.51，*p*<0.0001）	
总生存期（OS）		
中位数（mOS，月）	9.33（6.80~15.07）	6.30（4.27~10.53）
HR（95%CI）	0.78（0.51~1.18，*p*=0.2316）	
客观缓解率（CR+PR）	10.00%	0.00%
疾病控制率（CR+PR+SD）	83.33%	31.58%

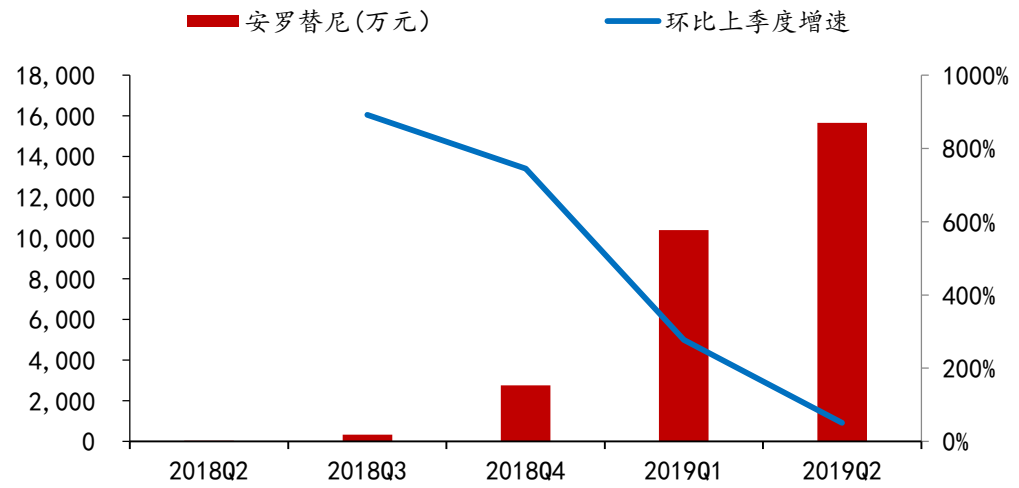
来源：安罗替尼产品说明书，国联证券研究所

安罗替尼的癌症更多适应症正展开临床研究，包括胃癌、结直肠癌、甲状腺髓样癌、分化型甲状腺癌以及食管鳞癌等，以及与其它抗肿瘤药物联合用药的临床正在展开。随着更多适应症获批，产品销售将上新台阶。

3.3 安罗替尼上市后快速放量

2018 年 10 月，安罗替尼通过谈判进入新版《国家医保药品目录》，作为医保乙类药品进行管理和使用，售价分别为 357 元（8mg/粒）、423.6 元（10mg/粒）以及 487 元（12mg/粒），医保支付范围限既往至少接受过 2 种系统化疗后出现进展或复发的局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者。进入医保后产品快速增长，根据公司今年半年报数据测算，2019 年上半年的销售额已经突破 13 亿元。PDB 数据显示，近几个季度销量快速增长，今年 2 季度环比增速仍然超过 59%。

图表 14：安罗替尼上市后销售快速增长

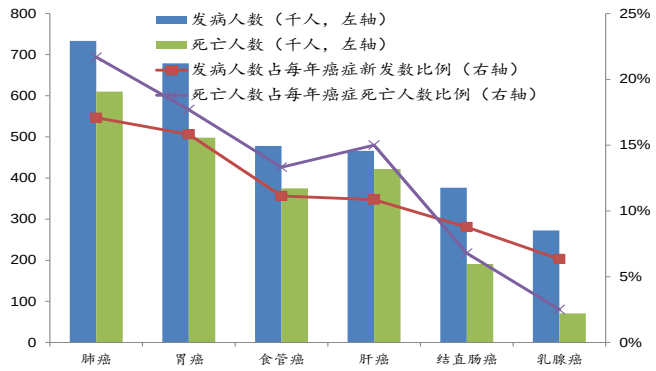


来源：Wind，国联证券研究所

3.4 安罗替尼潜在空间巨大

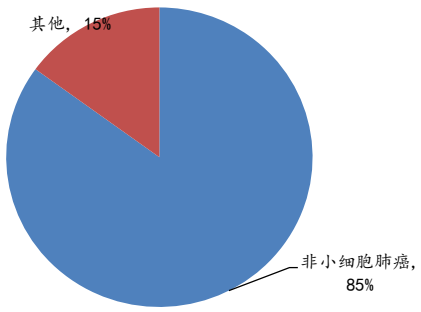
去年安罗替尼以非小细胞肺癌三线用药获批，今年 6 月 24 日软组织肉瘤适应症获批。根据 2015 年的统计，预计国内每年癌症新发数为 429 万人，其中肺癌是发病率最高的癌症，新发癌症患者中 17%为肺癌，新发人数为 73 万；死亡人数占每年因癌症死亡的比例也最高，2015 年因肺癌死亡人数为 61 万人，占当年癌症死亡人数的 22%。非小细胞肺癌占肺癌的比例达到 85%，是肺癌中发病率最高的子类。

图表 15：肺癌发病人数多



来源：中国癌症统计 2015，国联证券研究所

图表 16：非小细胞肺癌占肺癌比例高



来源：维基百科，国联证券研究所

预计安罗替尼今年还将获批小细胞肺癌新适应症，这样安罗替尼将对肺癌适应症全覆盖。根据保守测算，肺癌病发病人数不再增长，市场渗透率只有 8%，产品价格为最小规格（8mg/粒）产品中标价格，病人的生存期取两个临床实验的低值，则市场空间为 38.9 亿元；中性假设，如果渗透率提升至 10%，产品价格为中规格（10mg/粒），则市场空间为 57.6 亿元；如果渗透率提升至 12%，则市场空间高达 69.14 亿元。安罗替尼今年来还获批了软组织肉瘤适应症，2021 年甲状腺癌等新适应症将获批，更多的临床进入收获期，甲状腺癌和软组织肉瘤占癌症人群比例均为 2%左右，安罗替尼市场空间新增 20%以上。

图表 17：安罗替尼肺癌适应症空间估计

测算过程	保守测算	中性测算	乐观测算
肺癌病人数（万人）	73	73	73
市场渗透率	8.00%	10.00%	12.00%
产品价格（元）	357	423	423
中位数生存率（取低值）	9.33	9.33	9.33
服药天数（两周停一周）	186.6	186.6	186.6
人均费用（元）	66616.2	78931.8	78931.8
市场空间（万元）	389038.6	576202.1	691442.6

来源：PDB，国联证券研究所

4 布地奈德上市，强化呼吸科竞争优势

4.1 呼吸科制剂，布地奈德增长潜力大

全球前 500 畅销药中，呼吸科制剂占 16 个，主要集中在 COPD、哮喘适应症，布地奈德的销售额位居前列。在国内市场上，布地奈德及其复方制剂、孟鲁司特的销售额占比较大，分别占到小类的 34%、11%、17%。

图表 18：样本医院呼吸科主要品种及市场占有率

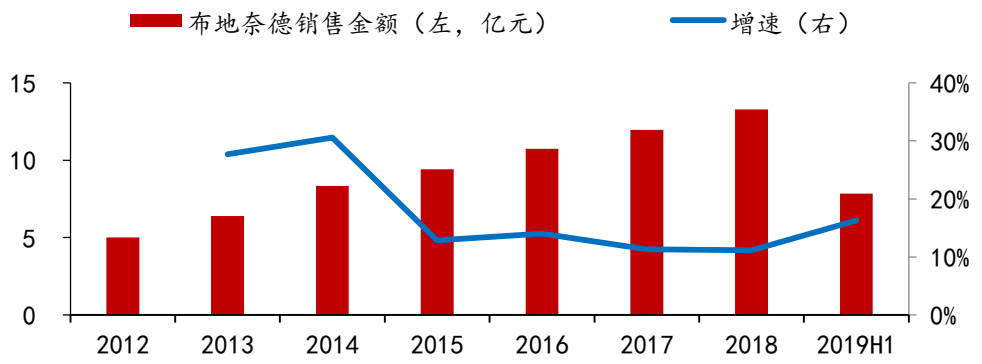
治疗小类以及在呼吸系统销售额占比	小类主要产品	小类产品占小类销售额比例
平喘药，45.61%	布地奈德	34%
	孟鲁司特	17%
	布地奈德+福莫特罗	11%
	多索茶碱	10%
	沙美特罗+氟替卡松	7%
	特布他林	6%
	沙丁胺醇	6%
祛痰药，27.23%	氨溴索	40%
	乙酰半胱氨酸	29%
	溴己新	12%
COPD，6.68%	噻托溴铵	55%
	异丙托溴铵	28%
	复方异丙托溴铵	17%

来源：PDB，国联证券研究所

4.2 布地奈德在中国保持良好增长势头

据 PDB 数据，布地奈德样本医院销售额从 2012 年的 5 亿元，上升至 2018 年的 13.29 亿元，今年上半年销售金额为 7.83 亿元，同比增速 16.3%。布地奈德作为一个重磅品种，仍然保持上升势头。

图表 19：布地奈德样本医药历年销售情况

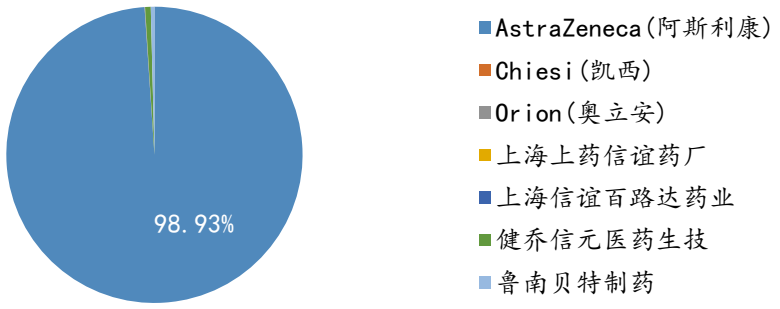


来源：PDB，国联证券研究所

4.3 在呼吸科深度布局，公司的布地奈德将加速替代原研产品

布地奈德在中国市场几乎全部被原研厂家阿斯利康占领。正大天晴是国内呼吸科产品线最强，销售规模最大的企业之一，2018 年以前上市的品种包括噻托溴铵粉雾剂、克洛己新干混悬剂，呼吸科制剂的销售规模达到 8.34 亿元。随着今年吸入用布地奈德混悬液获批，将占领 3 成以上市场份额，样本医院销售额将突破 4 亿人民币，放大 4 倍后，峰值销售额有望达到 20 亿元。

图表 20：布地奈德 2018 年中国市场竞争格局



来源：PDB，国联证券研究所

5 仿制药龙头地位突出

5.1 大量品种通过一致性评价，竞争优势正在强化

国家从政策层面提高仿制药质量，加快产业整合。从药品注册、销售等方面向通过一致性评价的产品倾斜，提升国内仿制药质量水平，行业集中度提升大势所驱。化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。第一家仿制药通过一致性评价，相同品种原则上应 3 年内完成一致性评价，否则将不给予药品再注册，直接退出市场。同品种通过一致性评价的企业达到 3 家以上的，不再选用未通过一致性评价的品种。

2018 年 11 月份的 4+7 带量采购试点，确定了 25 个集中采购品种以及采购量。今年第一批集采品种覆盖范围扩大至全国，已经完成了相关的招标工作， 2020 年开始执行；第二批集采预计 2020 年上半年展开，全国执行 3 家仿制药通过一致性评价后不得采购未过评药品，同时不予报销。

公司目前在手的药品批文及临床批件超过 450 件，2018 年以来，公司共 17 个品种通过一致性评价，数量位居国内前列。通过一致性评价是参加带量采购的最基本门票，公司储备好足够多的批文，在集采中占据优势，不会因为部分品种没有中标而出现重大风险，通过丰富的产品线，让更多的品种参与集中带量采购，以占有更高的市场份额。

图表 21：2018 年以来通过一致性评价产品

通用名	商品名	治疗领域	通过进度
吉非替尼片	吉至	肿瘤	第二家
醋酸阿比特龙片	晴可舒	肿瘤	第二家
甲磺酸伊马替尼	格尼可	肿瘤	第二家
瑞舒伐他汀钙片	托妥	心脑血管	首家
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	依伦平	心脑血管	第二家
奥美沙坦酯片	希佳	心脑血管	首家
安立生坦片	凡瑞克	心脑血管	第二家
阿哌沙班片	安倍宁	心脑血管	第二家
替格瑞洛片	倍利舒	心脑血管	第三家
利伐沙班片	化药	心脑血管	首家
盐酸二甲双胍缓释片	泰白	糖尿病	第六家
他达拉非片	艾加乐	生殖健康	第二家
福多司坦片	中畅	呼吸系统	首家
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	晴众	肝病	首家
恩替卡韦分散片	润众	肝病	首家
恩替卡韦胶囊	甘泽	肝病	第三家

来源：公司公告整理，国联证券研究所

公司在 2019 年的带量采购招标时，恩替卡韦分散片没有中标，对于公司 2020 年及 2021 年肝病管线有负面影响。预计肝病管线 2020 年销售收入相对 2019 年下滑近 30%，2021 年与 2020 年基本持平。

公司储备足够多的批文，随着集采市场不断推进，公司部分品种失利，但会有更多品种放量，市场占有率较低的品种可以快速弯道超车。新的首仿品种又会贡献出新的增量，进一步巩固公司各重点科室产品的竞争力，随着集采带来的行业洗牌，公司的仿制药龙头地位更加巩固。

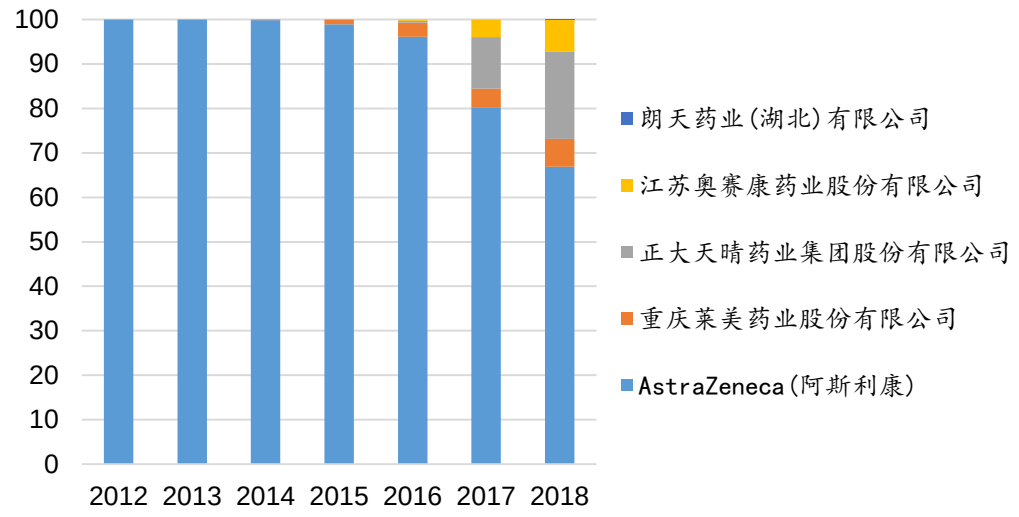
5.2 公司市场占有率较低的品种呈现良好的潜力

公司在肝病管线的其它一些品种包括天晴甘平(肠溶甘草酸二铵)、及 2018 年以来批的首仿品种钆塞酸二钠注射液等新药呈现良好增长势头，2019 年上半年分别增长 24.7%、82.8%。

消化系统领域的重磅品种艾速平（艾司奥美拉唑钠）2018 年的销售额突破 7.5 亿元，今年有望实现 9 亿元以上销售收入，后年预计在 10 亿元左右。2018 年的样本医院市场占有率只有 20%，原研药企阿斯利康市场占有率超过 66%，如果公司峰

值市场占有率提升至 40%，则此品种销售额有望达到 15 亿元。

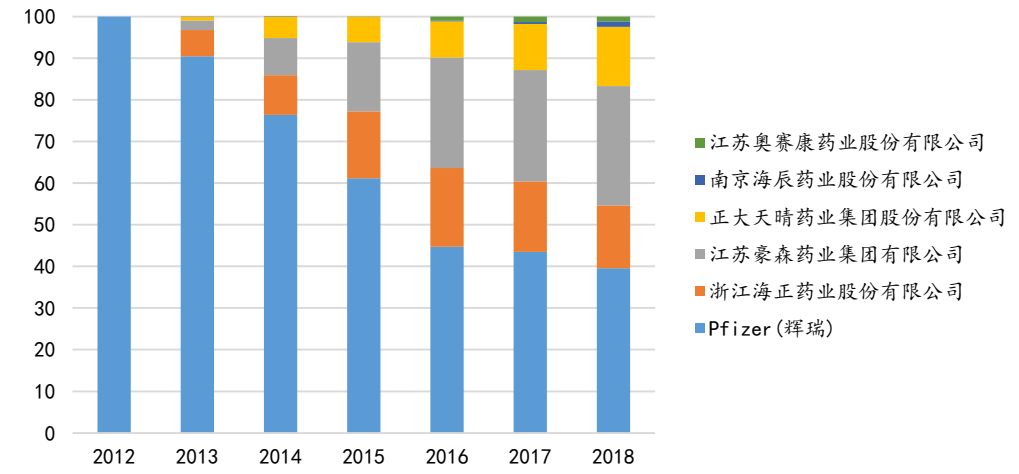
图表 22：艾司奥美拉唑钠各企业历年销售占比



来源：PDB，国联证券研究所

公司抗感染品种天解 (注射用替加环素)片，因为市场占有率较低，呈现非常好的上升势头，预计未来 3 年都将保持 40%左右的增速。

图表 23：注射用替加环素各企业历年销售占比

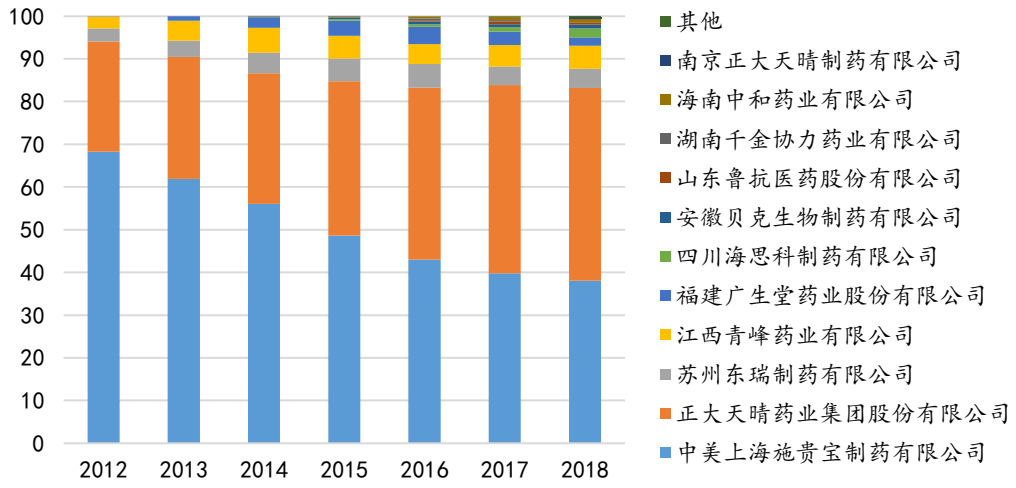


来源：PDB，国联证券研究所

5.3 公司销售超过 5 亿元的品种，市场占有率较高

公司肝病领域的重磅品种恩替卡韦受集采负面影响。在集采之前，原研药企施贵宝与正大天晴的市场占有率此消彼长。随着集采实施，这一格局将发生显著变化，集采中标企业在中标期内市场份额大幅度上升，未中标企业退守至非集采区域，公司恩替卡韦未来两年销售相对今年降大幅下降，预计降幅在 7 成左右。

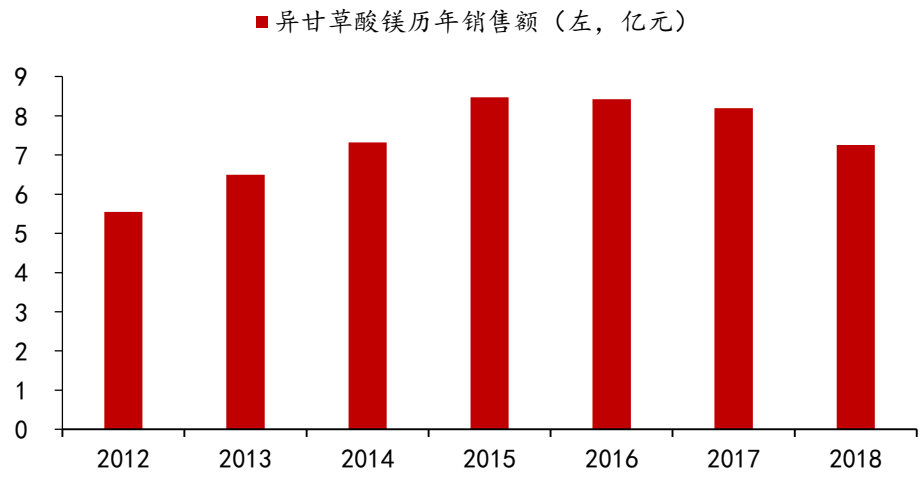
图表 24：恩替卡韦各企业历年销售占比



来源：PDB，国联证券研究所

公司肝病领域的另一重磅独家品种，天晴甘美(异甘草酸镁)，市场销售 2015 年见顶，目前已基本止住了下滑势头。同一适应症的竞品包括：复方甘草酸苷片、复方甘草酸单铵 S、谷胱甘肽和多烯磷脂酰胆碱；由于公司肝病管线丰富，以产品组合销售形成了较高的市场壁垒，2018 年公司在此品种上实现 17.09 亿元销售收入，预计未来三年稳定在 17 亿元左右的销售额。

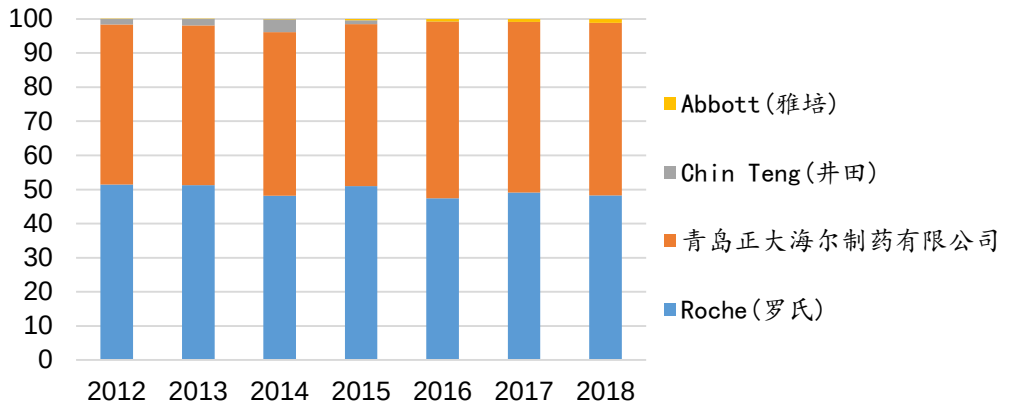
图表 25：异甘草酸镁历年销售额



来源：PDB，国联证券研究所

公司在骨科领域的骨化三醇上市后，很快市场占有率与原研药企罗氏旗鼓相当。2018 年公司市场占有率为 48.25%。预计未来 2019 年至 2021 年销售额基本保持稳定，维持在 10 亿元左右。

图表 26：骨化三醇各企业历年销售占比



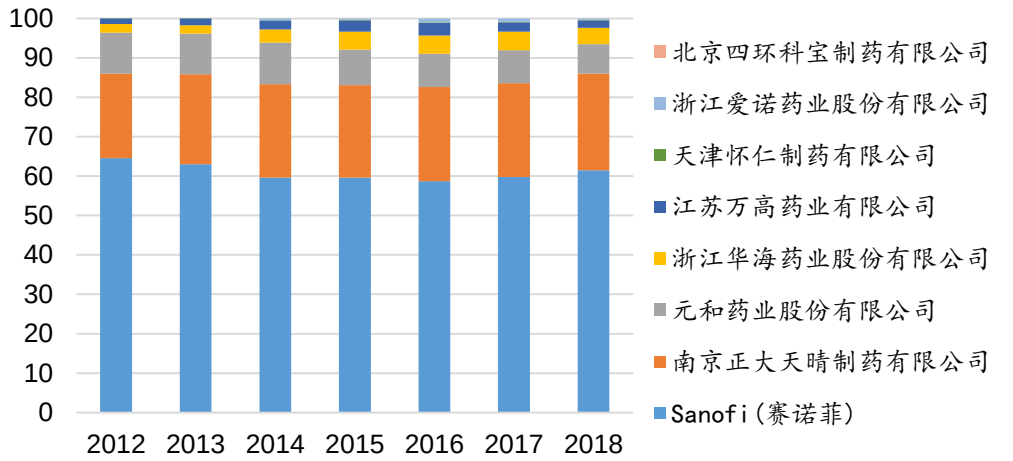
来源：PDB，国联证券研究所

公司市场占有率较高的品种，只要没有进入集采，格局都相对稳定，进入采集会存在一些不确定性。

5.4 市场占有率 3 成以内的品种集采影响有限

公司在心血管领域的依伦平（厄贝沙坦氢氯噻嗪片），作为此品种第二家通过一致性评价的品种，如果明年没有纳入集采，将保持增长势头，此品种集采的话，对公司来说是一把双刃剑。2018 年公司在此品种上的市场占有率为 24.52%，如果中标，则中标份额达到 20%以上，非集采部分市场份额会提升，综合起来市场占有率达到 30%以上，销售费用也会急剧下降；如果集中丢标，则市场占有率会降至 10%左右。

图表 27：厄贝沙坦氢氯噻嗪片各企业历年销售占比

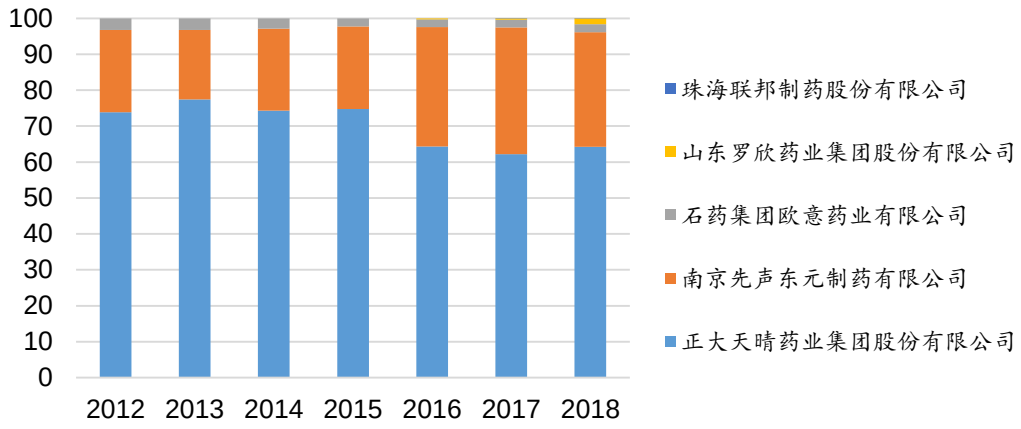


来源：PDB，国联证券研究所

心血管领域的托妥(瑞舒伐他汀)钙片，于今年集采中标价格降幅较大中标，明年的销售额预计下滑 30%左右。心血管领域的凯时（前列地尔注射液）销售额有所下降，但是另一品种贝前列素钠销售会有所提升，这两品种的合计销售额未来两年基本保持不变。

公司的抗感染领域的天册（比阿培南）注射液，目前的市场占有率达到 30%左右，格局相对稳定。

图表 28：比阿培南各企业历年销售占比



来源：PDB，国联证券研究所

6 公司的产品管线不断丰富

6.1 去年以来新产品加速上市

2018 年以来公司新产品加速上市。公司的优势领域得到不断强化，肿瘤领域是收获较多的领域，无论是创新药还是仿制药都收获颇丰。创新药方面，安罗替尼越来越多的适应症获批，仿制药方面，公司瞄准市场空间大的品种，加快上市进展。值得注意的是，公司的视野不局限于国内，正在积极拓展海外市场，富马酸替诺福韦二吡呋酯片获批欧盟上市。

图表 29：2018 年以来上市的重磅产品

产品名称	药品类别	治疗领域	子公司
利多卡因凝胶贴膏	首仿	镇痛	北京泰德
注射用帕瑞昔布钠	仿制	镇痛	正大天晴
注射用帕瑞昔布钠	仿制	镇痛	南京正大天晴
碘克沙醇注射液	仿制	诊断	南京正大天晴
安立生坦片	仿制	心脑血管	正大天晴
阿哌沙班片	仿制	心脑血管	正大天晴
替格瑞洛片	仿制	心脑血管	南京正大天晴
利伐沙班片	仿制	心脑血管	正大天晴
他达拉非片	仿制	生殖健康	南京正大天晴
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	仿制	抗感染	江苏正大丰海
利奈唑胺葡萄糖注射液	仿制	抗感染	江苏正大丰海
注射用醋酸卡泊芬净	仿制	抗感染	正大天晴
盐酸莫西沙星 注射液	仿制	抗感染	南京正大天晴
富马酸替诺福韦二吡呋酯片（欧盟）	仿制	肝病	正大天晴

钆塞酸二钠注射液	首仿	肝病	正大天晴
醋酸加尼瑞克注射液	首仿	辅助生殖	正大天晴
复方醋酸钠林格注射液	仿制	电解质补充剂	南京正大天晴
盐酸安罗替尼胶囊	创新药	癌症	正大天晴
注射用左亚叶酸钙	仿制	癌症	正大天晴
多西他赛注射液	仿制	癌症	正大天晴
注射用硼替佐米	仿制	癌症	正大天晴
注射用硼替佐米	仿制	癌症	南京正大天晴
来那度胺胶囊	仿制	癌症	正大天晴
吉非替尼片	仿制	癌症	正大天晴
盐酸帕洛诺司琼注射液	仿制	癌症	正大天晴
盐酸安罗替尼胶囊（新增软组织肉瘤）	创新药	癌症	正大天晴
醋酸阿比特龙片	仿制	癌症	正大天晴
吸入用布地奈德混悬液	首仿	呼吸系统	正大天晴
安罗替尼胶囊（新增小细胞肺癌）	创新药	肿瘤	正大天晴

来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

6.2 明年重磅药 PD-1 申请上市

在肿瘤热门靶点领域，市场空间较大的是免疫检查点抑制剂市场，尤其是 PD-1 市场。根据 EvaluatePharma 预测，2020 年全球免疫检查点抑制剂市场将占到全部肿瘤治疗市场的 23%，规模达到 350 亿美元。国内目前已经有 5 个品种上市，分别为百时美施贵宝、默沙东、信达生物、君实生物、恒瑞医药，国内 PD-1 市场将是千亿级别的。中国生物制药为了加快把握 PD-1 市场机遇，通过与康方生物合作的方式快速切入市场，公司在此品种的峰值销售额有望达到 30 亿元上。

2019 年 6 月正大天晴与康方生物签订合营合同，成立一家合营公司，共同开发康方生物 PD-1 抗体 AK105 项目并推动该药物的注册上市及商业化。根据合营合同，合营公司的注册资本为人民币 6.89 亿元，正大天晴将以人民币 3.45 亿元现金出资，康方生物将以 AK105 项目的知识产权和相关技术的全部权益作为无形资产出资，双方分别拥有合营公司 50%股权。正大天晴获得对合营公司 AK105 项目产品在中国的独家销售权。AK105 针对非小细胞肺癌这一市场空间大的适应症，预计在 2020 年上半年提交新药上市申请，国内已经上市的 PD-1 产品大部分适应症市场小（黑色素瘤，霍奇金淋巴瘤等），而 AK105 的 PD-1 面向（肺癌、肝癌与多重实体瘤）在国内大癌种市场属于第一梯队，有机会通过适应症优势及正大天晴在肿瘤管线的销售优势，实现弯道超车。

6.3 公司近三年陆续有大量品种上市

2019 年还将有一些品种陆续上市，预计 2020 年及 2021 年上市的重磅品种分别达到 18 个、24 个。新上市的品种涵盖公司的强势科室领域，以肿瘤为重点，在心脑

血管、肝病、消化系统、抗感染、疼痛、呼吸系统等领域都有大量品种上市。这些品种将助推公司业务再上新台阶，进一步强化公司的仿制药领域地位，创新药在公司收入占比持续上升，收入结构得到优化。

图表 30：即将上市的重磅产品

适应症	2019 年待上市	适应症	2020 年上市	适应症	2021 年上市
肿瘤	醋酸阿比特龙片	肿瘤	PD-1 单抗	肿瘤	PD-L1 单抗
肿瘤	注射用阿扎胞苷	肿瘤	仑伐替尼片	肿瘤	安罗替尼胶囊（新增甲状腺癌）
肿瘤	注射用福沙匹坦	肿瘤	曲氟尿苷替匹嘧啶片	肿瘤	贝伐珠单抗
肿瘤	注射用福沙匹坦双葡甲胺	肿瘤	依维莫司片	肿瘤	泊马度胺胶囊
肿瘤	注射用盐酸苯达莫司汀	肿瘤	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	肿瘤	氟维司群注射液
心脑血管	阿加曲班注射液	血友病	注射用重组人凝血因子 VIII	肿瘤	利妥昔单抗
心脑血管	替格瑞洛片（美国 ANDA）	心脑血管	氯吡格雷片	肿瘤	曲妥珠单抗
心脑血管	依达拉奉氯化钠注射液	胃肠道	奥美钠镁咀嚼片	肿瘤	舒尼替胶囊
消化	注射用左旋泮托拉唑钠	偏头疼	琥珀酸呋罗曲坦片	心脑血管	达比加群酯胶囊
内分泌	维格列汀片	内分泌	磷酸西格列汀片	心脑血管	替格瑞洛片
类风湿关节炎	枸橼酸托法替布片	内分泌	沙格列汀片	消化	艾司奥美拉唑镁肠溶片
抗感染	盐酸莫西沙星注射液	麻醉	苯磺顺阿曲库铵注射液	消化	聚普瑞锌颗粒
呼吸	孟鲁司特钠颗粒	抗感染	恩曲他滨替诺福韦片	痛风	托吡司特片剂
骨科消炎止痛	塞来昔布胶囊	抗感染	注射用多黏菌素 E 甲磺酸钠	内分泌	恩格列净片
肝病	注射用丁二磺酸腺苷蛋氨	呼吸	沙美特罗氟替卡松粉吸入剂	内分泌	卡格列净片
肠外营养	转化糖注射液	骨科	依托考昔片	抗感染	利奈唑胺片
		肝病	索磷布韦片	呼吸	糠酸氟替卡松维兰特罗吸入粉雾剂
		自身免疫	阿达木单抗	呼吸	乌美溴铵维兰特罗吸入粉雾剂
				骨科	艾地骨化醇胶囊
				骨科	洛索芬凝胶贴
				骨骼肌肉疼	盐酸环苯扎林缓释胶囊
				肝病	艾酚福韦片
				肝病	磷丙替诺福韦片
				椎管狭窄	利马前列素片

来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

据 PDB 数据，上述重磅品种，样本医院 2018 年销售金额 162.5 亿元，以 3 倍放大测算，这些品种合计市场空间约 486 亿元。销售金额居前的品种包括：注射用紫杉醇（白蛋白结合型）、氯吡格雷片、盐酸莫西沙星注射液、曲妥珠单抗、注射用左旋泮托拉唑钠、利妥昔单抗等，样本医院 2018 年销售超过 10 亿元。这些品种普

遍分布中国生物制药的优势科室，上市后将快速放量，为 2020 年及 2021 年贡献较多的业绩增量。

图表 31：将上市新品种2018 年样本医院销售金额（百万元）

适应症	待上市品种	2018 年样本医院销售额（百万元）
肿瘤	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	2167
心脑血管	氯吡格雷片	2392
抗感染	盐酸莫西沙星注射液	1386
肿瘤	曲妥珠单抗	1310
消化	注射用左旋泮托拉唑钠	1274
肿瘤	利妥昔单抗	1217
肿瘤	贝伐珠单抗	999
心脑血管	依达拉奉氯化钠注射液	958
麻醉	苯磺顺阿曲库铵注射液	743
消化	艾司奥美拉唑镁肠溶片	419
肝病	注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	411
血友病	注射用重组人凝血因子 VIII	360
肿瘤	醋酸阿比特龙片	325

来源：PDB，国联证券研究所

7 盈利预测与评级

7.1 收入拆分与假设条件

仿制药市场占有率较高的，一旦集采，没有中标，销售额大幅下调，市场占有率较低的品种保持基本稳定。新上市品种 3 年放量至市场占有率 20%左右，新药上市根据现有的销售数据保持一定的增速放量 5 年至销售峰值。具体假设条件如下：

肝病领域，甘利欣 2019 年下滑 10%，2020 年及 2021 年下滑 5%；天晴甘平增速 2019 年增长 15%，2020 年及 2021 分别增长 10%、5%；天晴甘美未来 3 年持平；润众 2019 年下滑 15%，2020 年下滑 70%，2021 年再下滑 10%；名正胶囊未来 3 年分别下滑 20%、15%、10%；天丁 2019 年下滑 5%，2020 及 2021 年持平；甘泽在未来 3 年均增长 5%；其它肝病管线因基数低，受新品驱动，未来 3 年均增长 80%。

心脑血管领域天晴宁在未来 3 年分别下滑 10%、5%、5%；凯时在未来 3 年每年均下滑 10%；贝前列素钠在未来 3 年均增长 15%；依伦平和托妥因集采中标，今年增长 20%，明年下滑 30%，2021 年保持稳定；新上市的品种驱动其它品种未来 3 年分别增长 100%、50%、50%。

肿瘤领域预测安罗替尼今年增长 130%至 25.3 亿元，明年及后年分别增长 20%、10%；天晴依泰在未来 3 年下滑 5%；止若在未来 3 年分别下滑 20%、10%、10%；

晴唯可未来 3 年均增长 10%；首辅未来 3 年分别增长 30%、20%、10%；赛维健未来 3 年别增长 50%、40%、30%；格尼可未来 3 年均增长 5%；依尼舒未来 3 年均增长 50%；千平因为基数低，未来 3 年均增长 50%；安显未来 3 年从 2 亿放量至 4.5 亿元；其它肿瘤管线非常多新品上市，驱动其它业务未来 3 年加速增长，增速分别为 40%、60%、80%。

镇痛领域，部分品种下滑，整体维持 10%左右的增长。

骨科领域,假设骨化三醇胶丸未来 3 年基本持平;九力片,未来 3 年均增长 30%；依固未来 3 年增速分别为 50%、30%、10%；由于新品种上市，驱动其它产品维持 25%左右的增长。

抗感染领域，假设天册未来 3 年均下滑 5%；天解未来 3 年均增长 40%；由于新品种上市，驱动其他业务未来 3 年均增长 30%。

肠外营养，假设新海能未来 3 年每年分别增长 10%、5%、5%；丰海能果糖注射液未来 3 年均下滑 5%；因新产品驱动其他品种未来 3 年分别增长 200%、50%、50%。

呼吸系统领域，假设布地奈德 2019 年上市销售 2 亿元，2020 年及 2021 年增速分别为 300%、125%。因其它呼吸科新品种上市较多，驱动其它产品未来 3 年分别增长 70%、30%、30%.

消化系统领域，假设艾速平和葛泰未来 3 年增速分别为 20%、10%、5%；因新品种上市较多，驱动其它品种未来 3 年，每年均增长 50%。

抗糖尿病领域，假设泰白缓释未来 3 年均增长 20%，因新缺乏品种上市未来 3 年每年下滑 15%。

还有一些新的领域，基数低，重磅品种多，比如自身免疫等领域有新产品上市，假设其他疾病领域未来 3 年分别增长 100%、80%和 20%。

根据上述假设条件，预计公司 2019 年、2020 年、2021 年分别实现 256.19 亿元、278.76 亿元、322.45 亿元。

图表 32：销售收入分拆预测（百万元）

分类	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
肝病药	6543	6417	6045	4349	4671
	5%	-2%	-6%	-28%	7%
心脑血管	1525	2743	3443	3135	3470
	10%	80%	25%	-9%	11%
肿瘤药	1597	3188	5416	6902	8626
	6%	100%	70%	27%	25%
镇痛药	2055	2269	2496	2746	3021
	24%	25%	10%	10%	10%
骨科	1251	1563	1766	1992	2212
	24%	25%	13%	13%	11%
抗感染	847	879	966	1099	1293
	-3%	4%	10%	14%	18%
肠外营养	703	686	750	787	834
	-8%	-2%	9%	5%	6%
呼吸系统	657	834	1115	1359	1581
	23%	27%	34%	22%	16%
消化系统	763	1178	1470	1731	2009
	170%	54%	25%	18%	16%
抗糖尿病	108	131	151	177	208
	23%	22%	16%	17%	18%
其它	824	1000	2000	3600	4320
	-5%	18%	100%	80%	20%
合计	14819	20889	25619	27876	32245
	9%	41%	23%	9%	16%

来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

7.2 利润表预测

经测算公司 2019 年、2020 年、2021 年分别实现 31.57、37.87、44.62 亿元净利润，折合每股收益分别为 0.25 元、0.30 元、0.35 元。

图表 33：简易利润表预测（百万元）

营业收入	**14819.3**	**20888.58**	**25619.47**	**27876.30**	**32245.05**
营业成本	3090.63	4196.93	4739.60	5017.73	5642.88
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	5917.88	8078.54	9735.40	10035.47	11608.22
管理费用	2582.26	4280.07	4867.70	5296.50	6126.56
财务费用	77.95	153.26	108.55	118.11	136.62
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	409.08	59.91	73.48	79.95	92.48
其他	-636.18	-590.7	0.00	0.00	0.00
营业利润	4195.84	**4830.39**	**6241.70**	**7488.45**	**8823.26**
营业外净收益	0.00	6598.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	**4195.84**	**11429.08**	**6241.70**	**7488.45**	**8823.26**
所得税	542.29	696.24	936.26	1123.27	1323.49
净利润	**3653.55**	**10732.85**	**5305.45**	**6365.18**	**7499.77**
少数股东损益	1482.6	1686.5	2148.71	2577.90	3037.41
归属于母公司净利润	**2170.95**	**9046.35**	**3156.74**	**3787.28**	**4462.36**

来源：Wind，国联证券研究所

7.3 同行对比与估值

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.25/0.30/0.35 元，对应当前股价 PE 分别为 40/33/28 倍。公司目前的估值低于可比公司，可比公司包括：A 股的恒瑞医药、翰森制药及石药集团，这些企业都是国内制剂销售居前的企业，研发投入较高，有丰富的研发管线。参照可比公司，基于 2020 年 EPS，给予公司合理估值 39 倍，计算下来合理价格为 11.70 元，折合 13.08 港币，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 34：可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE				19H1 研发投入（亿元）	研发占收入比例
			TTM	2019E	2020E	2021E		
600276.SH	恒瑞医药	4,592.83	84.05	77.86	60.41	47.88	14.84	14.80%
	均值	2,186.73	47.10	49.16	38.91	31.75	11.52	12.08%
3692.HK	翰森制药	1,470.26	59.97	50.94	39.34	31.67	5.58	12.13%
1177.HK	中国生物制药	1,402.29	13.52	39.86	33.22	28.47	16.26	12.98%
1093.HK	石药集团	1,281.52	30.86	27.98	22.66	18.97	9.42	8.42%

来源：Wind，国联证券研究所

8 风险提示

创新药研发不及预期，创新药进医保降价超预期，大量仿制药集采丢标，仿制药集采降价幅度超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856