

科伦药业 (002422) \ 医药生物

——浪淘沙净金方现，三驾马车助成长

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	27.75 元
目标价格:	元

投资要点:

► 医保控费助推行业格局重塑，“金子”企业脱颖而出

带量采购率先吹响了仿制药降价的号角，后续医保局引导下的控费组合拳加快了行业格局重塑，大批落后的中小企业将逐渐淘汰，优秀的“金子”企业将利用新的游戏规则脱颖而出。科伦靠大输液起家，陆续建立了原料药-制剂一体化平台并布局研发转型，公司“三驾马车”逐步进入正轨。

► 大输液和原料药业务贡献稳定现金流

国内大输液供需基本稳定，行业有望向龙头进一步集中，预计科伦大输液销量未来每年稳定在45亿瓶/袋上下。随着高附加值的软袋/可立袋输液包装占比的提升，以及治疗型、营养型高端输液新品种的逐步上市放量，公司大输液业务有望维持10%左右的增长，每年贡献10亿元以上稳定现金流。环保高压带来行业准入壁垒的提升，公司现有的几大原料药/中间体品种的格局基本维持稳定，预计该业务有望为公司每年带来6-8亿元的净利润。

► “第三驾马车”开始发力，创新管线值得期待

未来仿制药竞争除产品质量、供应能力、成本外，产品集群也是一个重要的竞争指标，2017年以来，公司有近20个仿制药品种上市，有40多个品种处于报生产状态。未来三年，随着报产和临床储备品种的陆续上市，公司将在多个领域形成强有力的产品集群，综合竞争优势渐显。公司创新项目稳步推进，西妥昔类似物、PD-L1单抗等稳步推进。

► 盈利预测与评级

公司“三驾马车”逐步进入正轨，持续发展动力强劲，预计公司2019-2021年实现净利润为15.86/19.63/23.29亿元，EPS为1.10/1.36/1.62元，对应当前股价PE分别为25/20/17倍，维持**推荐**评级。

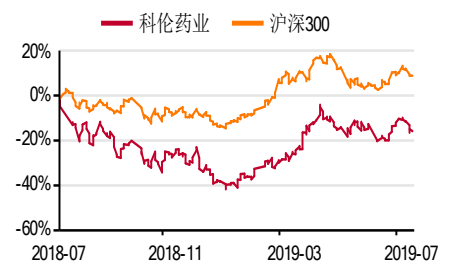
► 风险提示

1.行业政策性风险；2.研发进度及销售放量不及预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,440/1,032
流通A股市值 (百万元)	28,650
每股净资产 (元)	9.02
资产负债率 (%)	55.72
一年内最高/最低 (元)	34.06/19.13

一年内股价相对走势



汪太森 分析师

执业证书编号: S0590517110002

电话: 0510-85182970

邮箱: wangts@glsc.com.cn

肖永胜 研究助理

电话: 0510-82832787

邮箱: xiaoy@glsc.com.cn

相关报告

1、《科伦药业 (002422) \ 医药生物行业》

《业绩符合预期，费用率有所提升》

2、《科伦药业 (002422) \ 医药生物行业》

《迎来业绩拐点，创新管线快速推进》

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,434.95	16,351.79	19,257.97	21,978.80	24,700.39
增长率 (%)	33.49%	43.00%	17.77%	14.13%	12.38%
EBITDA (百万元)	2,391.28	2,778.83	3,315.96	3,923.57	4,490.22
净利润 (百万元)	748.54	1,212.94	1,585.83	1,962.65	2,329.44
增长率 (%)	28.04%	62.04%	30.74%	23.76%	18.69%
EPS (元/股)	0.52	0.84	1.10	1.36	1.62
市盈率 (P/E)	53.38	32.94	25.19	20.36	17.15
市净率 (P/B)	3.39	3.13	2.88	2.61	2.36
EV/EBITDA	19.31	17.10	14.57	12.34	10.68

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	行业格局重塑，“金子”企业终将发光	4
1.1.	医保控费加速行业格局重塑	4
1.2.	浪淘沙净，“金子”终将发光	5
2.	“两驾成熟马车”拉动公司持续前行	7
2.1.	行业格局回暖+产品结构升级推动大输液稳定增长	7
2.2.	环保趋严，川宁原料药满产贡献稳定利润	10
3.	研发动力储备逐步释放，“第三驾马车”开始发力	13
3.1.	一致性评价进度领先，带量采购推动下的后发先至	13
3.2.	丰富的产品集群成为“新游戏规则”下的受益者	15
3.3.	多组重磅品种逐步放量，进入“百花齐放”时代	17
3.4.	创新平台稳步推进	23
4.	盈利预测与评级	26
4.1.	基本假设与收入拆分	26
4.2.	盈利预测与评级	27
5.	风险提示	27

图表目录

图表 1:	11 个带量采购试点城市采购细则全部落地	4
图表 2:	公司简要发展历程	5
图表 3:	公司近年的收入及增长情况	6
图表 4:	公司近年的净利润及增长情况	6
图表 5:	2018 年公司业务收入构成	6
图表 6:	公司近年来毛利率净利率情况	6
图表 7:	公司研发投入持续加大	6
图表 8:	公司研发队伍不断扩充	6
图表 9:	近年我国大输液产量（亿瓶/袋）	7
图表 10:	近年我国大输液消费量（亿瓶/袋）	7
图表 11:	中、美、欧各地区大输液市场的竞争格局	8
图表 12:	我国输液前十强企业生产集中度不断提升	8
图表 13:	国内主要企业近年大输液收入情况（亿元）	8
图表 14:	国内软袋/直立袋仍有较大替代空间	9
图表 15:	软袋/直立袋销量占比有望持续提升	9
图表 16:	同一产品软袋中标价格显著高于其他包材	9
图表 17:	辰欣药业软袋毛利率显著高于塑瓶和玻瓶	9
图表 18:	科伦高端输液比重逐步提升	10
图表 19:	科伦输液产品毛利率显著提升	10
图表 20:	2017 年以来科伦新型营养液及治疗性输液品种持续推出	10
图表 21:	川宁二期产能逐步释放	11
图表 22:	硫氰酸红霉素价格维持高位	11
图表 23:	6-APA 价格低位震荡	11
图表 24:	青霉素工业盐价格	11
图表 25:	7-ACA 价格维持稳定	11
图表 26:	抗生素满产后为公司贡献稳定利润	12
图表 27:	科伦一致性评价进程快速推进	13
图表 28:	科伦通过或视同通过一致性评价品种数量排名前列	14

图表 29: 2017 年以来科伦获批上市的主要品种.....	15
图表 30: 公司处于报生产状态的主要品种情况.....	15
图表 31: 公司获得临床批文的主要仿制药品种.....	17
图表 32: 样本医院抗抑郁药市场规模及增速.....	18
图表 33: 样本医院抗抑郁药市场竞争格局.....	18
图表 34: 样本医院艾司西酞普兰销售情况.....	18
图表 35: 2018 年样本医院艾司西酞普兰竞争格局.....	18
图表 36: 样本医院右美托咪定销售情况.....	19
图表 37: 2018 年样本医院右美托咪定竞争格局.....	19
图表 38: 样本医院帕瑞昔布钠销售情况.....	19
图表 39: 样本医院地佐辛销售情况.....	19
图表 40: 帕瑞昔布钠与地佐辛联用镇痛效果好.....	20
图表 41: 2018 年样本医院帕瑞昔布竞争格局.....	20
图表 42: 科伦在小分子抗肿瘤药领域布局丰富.....	20
图表 43: 样本医院 EGFR 小分子药物销售额 (亿元).....	21
图表 44: 入医保和降价推动 EGFR 小分子药物放量.....	21
图表 45: 2012-2018 年样本医院 DPP-4 抑制剂销售快速增长.....	22
图表 46: 本医院唑来磷酸销售情况.....	22
图表 47: 2018 年样本医院唑来磷酸竞争格局.....	22
图表 48: 科伦创新研发管线稳步推进.....	23
图表 49: 样本医院西妥昔单抗销售规模及增速.....	24
图表 50: 样本医院西妥昔单抗近几个季度销量.....	24
图表 51: FDA 批准的抗体偶联药物.....	25
图表 52: Kadcyla 的全球销售情况.....	25
图表 53: 国内市场三种紫杉醇的格局.....	25
图表 54: 紫杉醇白蛋白快速增长.....	25
图表 55: 公司各业务板块的收入拆分和预测.....	26
图表 56: 可比公司估值.....	27
图表 57: 财务预测摘要.....	28

1. 行业格局重塑，“金子”企业终将发光

1.1. 医保控费加速行业格局重塑

➤ 仿制药降价趋势已定

仿制药降价是必然结果。“4+7”城市带量采购试点吹响了国内仿制药降价的号角，纵观全球市场，各国降药价的方式包括有与原研药议价、推动仿制药替代原研药、大量批准仿制药批文促进其充分竞争等，仿制药降价是大势所趋。

带量采购加快推动仿制药价格回归合理。首批带量采购产品平均降幅高达 52%，二季度开始各试点城市已开始逐步执行，此外，青海、福建、河北发文跟进国家中选价格。试点城市执行进度超预期，尽管第二轮带量采购具体时间尚未明确，但带量采购向纵深推广的趋势是确定的，长期来看，仿制药价格将逐步回归到合理。

图表 1：11 个带量采购试点城市采购细则全部落地

试点城市	方案细则	执行范围	执行时间
天津	1)明确要求中选品种的用量、药款拨付以及违约责任；2) 医保办按合同分两次向医疗机构预付医保基金，购销合同 6 个月内完成。	全市各级公立医疗机构	2019/3/1
厦门	1) 确保用量及临床需求，优先使用中选品种；2) 确保货款的及时结算；3) 中选和非中选品种实行差异化医保支付标准。	各试点公立医疗机构	2019/3/15
重庆	1) 联采办组织集采未中选药品议价；2) 议价范围外的同一通用名下的其他药品价格，按照全国最低价联动调整。	全市公立医疗机构	2019/3/20
上海	1)唯一中标，独家配送；2) 未中选品种自付比例提高 10%或 20%；3) 保证回款，按不低于采购额的 30%预付给医疗机构。	全市公立医疗机构	2019/3/20
沈阳/大连	1) 无故不确保采购量需支付不超过采购额 5%滞纳金；2) 以中选价格作为医保支付标准；3) 账款结算时间不超过 30 天。	区域内所有公立医疗机构	2019/3/20
北京	1) 未中选品种降价参照上海；2) 医保基金按采购额的 30%预付；3) 鼓励医疗机构优先使用中选品种，医保结余资金留用。	鼓励公立医院以外医院使用	3 月中下旬
深圳	1) 中选品种嵌入 GPO 联动，未中选品种 GPO 谈判，2019 年降幅为中选品种价差 25%及以上；3) 高于中选价的部分，患者承担 20%，并逐年提高患者自付比例。	市公立医疗机构	2019/3/20
西安	1) 医保基金按采购额的 50%预付款，采购量达到协议的 50%后再预付 40%的货款；2) 同一通用名，按统一支付标准结算，使用高于支付标准的药品，超出部分由患者自付。	鼓励社会资本举办的机构参与试点	2019/3/25
广州	1) 未中标品种梯度降价；2) 未过评品种，其医保支付标准不高于中选品种价格；3) 超出医保支付标准的药品费用由患者自己承担。	市公立医疗机构	2019/4/1
成都	1) 联动上海梯度降价结果；2) 以不高于上海最高价药品降价结果为“红线价格”；3) 未过评的非中选药品不高于中选品种价格。	市所有公立医疗机构	2019/3/25

来源：各地方医保局，公开资料整理，国联证券研究所

➤ 医保控费下行业格局的重塑

控费组合拳重塑行业规则。从“4+7”集采，到打击骗保，请财政部查账，再到 DRGs 试点，医保局的这组控费组合拳正在重塑行业市场规则。未来疗效好、价高的

创新药将是产业的重点发展方向，而“物美价廉”的仿制药将会成为医保重点广泛覆盖的领域，疗效不确定的辅助用药、部分中药品种等将逐步被市场淘汰。

在控费压力下，仿制药降价是大势所趋，而集采的入选标准和采购规则将在竞争逐步扩大的情况下使得一大批在产药品批文消失，我国药品生产企业多、小、散的局面对有望得到改变，产业并购整合速度加快，或将进一步加快产业巨头的形成。

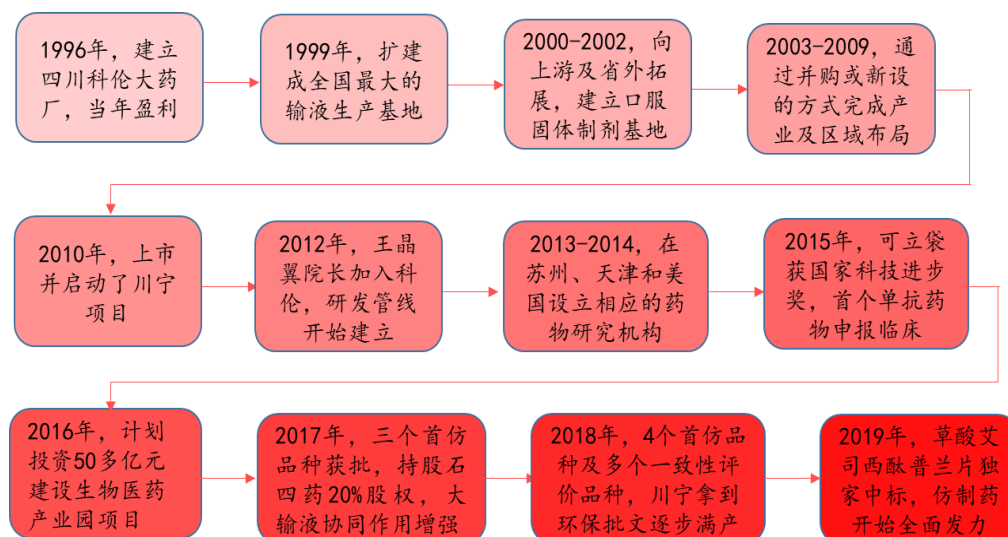
1.2. 浪淘沙净，“金子”终将发光

大浪淘沙，优秀“金子”企业有望脱颖而出。我们认为，在“降药价，严控费”的大趋势下，仿制药降价渐渐蔓延，行业变革加速，大批落后的中小企业将逐渐淘汰，优秀的“金子”企业有望脱颖而出。特别是带量采购逐步推广后，产品质量、供应能力、成本、产品集群、抢占首仿等将逐渐成为仿制药企业竞争的主要方向，企业有望利用新的游戏规则后来居上，抢占市场份额。

➤ 科伦药业稳步发展

输液龙头，转型之路成效渐显。科伦药业靠大输液起家，后又陆续布局了口服制剂，上市后启动了川宁原料药项目，逐步形成了原料-制剂一体化的综合型企业。得益于输液、原料药两块利基业务的稳定现金流支撑，公司2013年起逐步推动创新研发转型，累计研发投入超过35亿元。截止2018年底，公司共有25个剂型568种药品，此外仍有80余个制剂品种处于申报环节，30多个为报产申报，预计未来3年每年有20-30个制剂品种获批，形成公司增量业务。

图表 2：公司简要发展历程



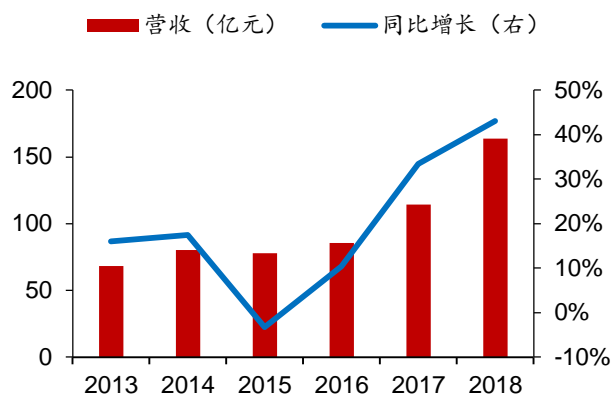
来源：公司网站，国联证券研究所

➤ 科伦药业经营拐点已现，业绩迈上新台阶

业绩迈上新台阶。科伦药业经营规模不断扩大，2017年收入规模已超百亿元，

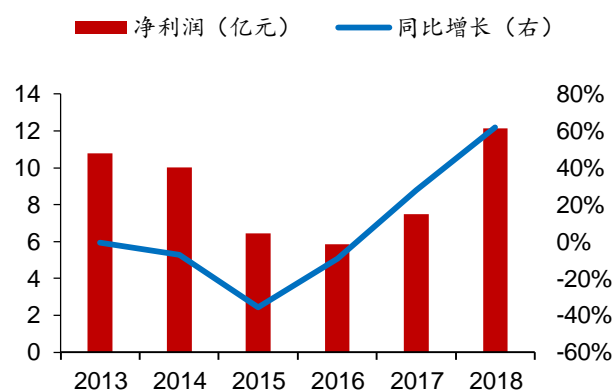
受研发支出不断扩大及大额固定资产折旧影响，2015-2017年净利润水平较低，但随着川宁项目环保验收的完成及产能的逐步释放，2018年公司收入及净利润分别为163.2亿元（43%）和12.1亿元（62%），业绩迈上了新台阶。

图表 3：公司近年的收入及增长情况



来源：Wind，国联证券研究所

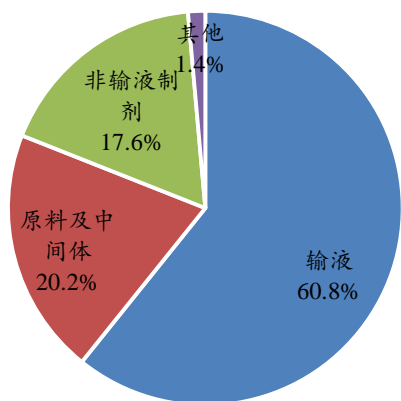
图表 4：公司近年的净利润及增长情况



来源：Wind，国联证券研究所

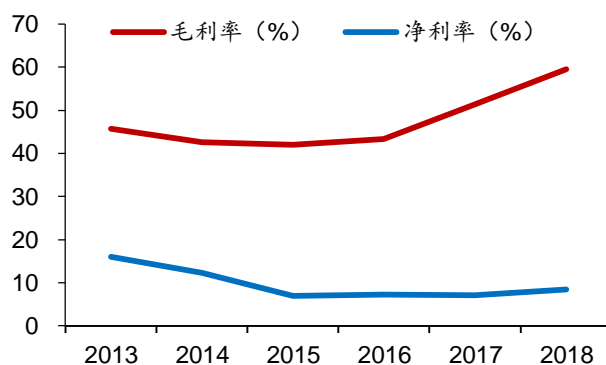
输液和原料药业务贡献稳定现金流。2018年输液贡献收入98.8亿元，占收入总额的60%以上，原料药及中间体占比20.2%，非输液制剂占比17.6%。整体而言输液和原料药板块将保持稳健发展，为公司长期可持续发展提供稳定现金流，而非输液制剂（仿制药）业务在新产品的带动下，成为公司业绩增长的重要动力。

图表 5：2018 年公司业务收入构成



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：公司近年来毛利率净利率情况

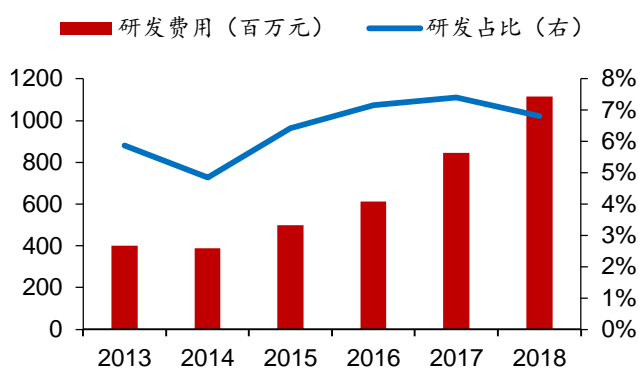


来源：Wind，国联证券研究所

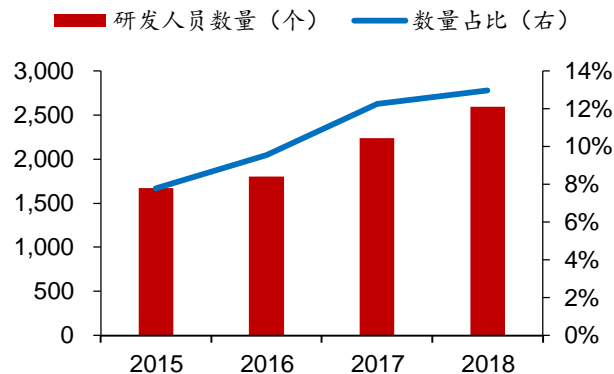
毛利率净利率稳中有升。公司毛利率2016年开始有了快速提升，一方面是在两票制及基础输液提价下输液板块毛利率跳跃式提升，而原料药和非输液制剂板块则随着规模的扩大毛利率也逐步提升。净利率方面随着输液提价、高毛利输液占比提升以及川宁产能的释放开始缓慢提升。

图表 7：公司研发投入持续加大

图表 8：公司研发队伍不断扩充



来源：Wind，国联证券研究所



来源：Wind，国联证券研究所

研发持续加码，队伍不断壮大。公司 2012 年底开始布局研发，2013 年以来累计费用化研发投入超过 30 亿元。其中，2018 年研发投入达到 11.1 亿元（8.9 亿费用化）；研发团队也扩充到了 2593 人，占员工总数的 13%。随着研发项目的稳步推进，公司研发持续加码，预计未来几年的研发投入皆不低于 10 亿元。

2. “两驾成熟马车”拉动公司持续前行

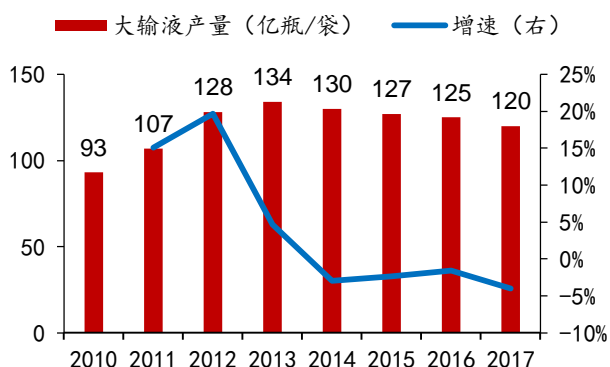
2.1. 行业格局回暖+产品结构升级推动大输液稳定增长

大输液是五大重要药品制剂形式之一，因其直接通过静脉将大量药物注入体内，具有见效快、作用可靠等特点，在急诊、抢救过程中具有不可替代作用，是住院患者最基本的有效治疗手段。按临床用途可简单分为基础输液、营养输液和治疗输液。

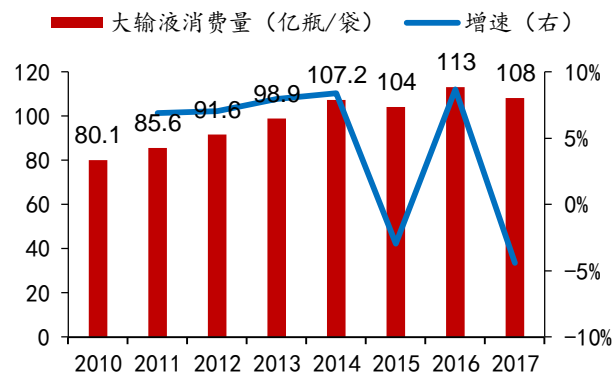
➤ 行业供需基本稳定

国内输液供需基本平衡。当前全国每年大输液需求量超过 100 亿瓶/袋，人均输液水平处于世界前列。近年受行业政策和竞争等影响，大输液供给下滑，而随着取消门诊输液、抗生素限制使用范围、分级诊疗等政策的推进，认为大输液的市场需求将处于基本稳定或微量萎缩状态，行业供需趋于平衡，即稳定在每年 110 亿瓶/袋左右。

图表 9：近年我国大输液产量（亿瓶/袋）



图表 10：近年我国大输液消费量（亿瓶/袋）



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

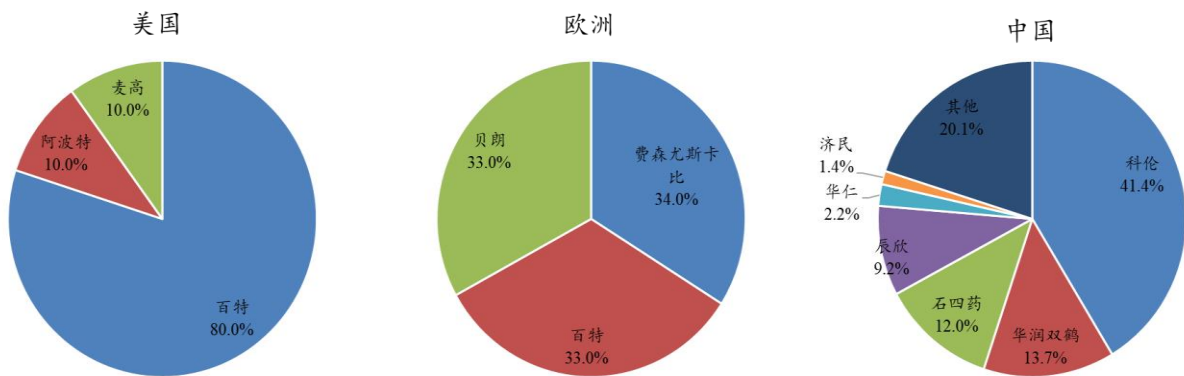
来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

➤ 行业集中度有望进一步提升

行业集中度有所提升。大输液行业自 2012 年起经过新版 GMP 认证、行业激励竞争以及招标采购降价等洗牌后，淘汰了一部分中小产能，集中度不断提升，厂商数量由之前的 400 家降到了不足 50 家在产，而年生产达到 1 亿瓶（袋）的企业不到 30 家。

国内输液市场集中度与欧美有较大差距。从竞争格局上看，美国大输液市场百特一家独大，独占 80% 份额，麦高和阿波特各占 10%；欧洲输液市场则由费森尤斯卡比、百特和贝朗三足鼎立；国内输液市场则由科伦领头，拥有 41.4% 的份额，双鹤、石四药和辰欣处于第二梯队，前四家合计占据约 75% 的市场。

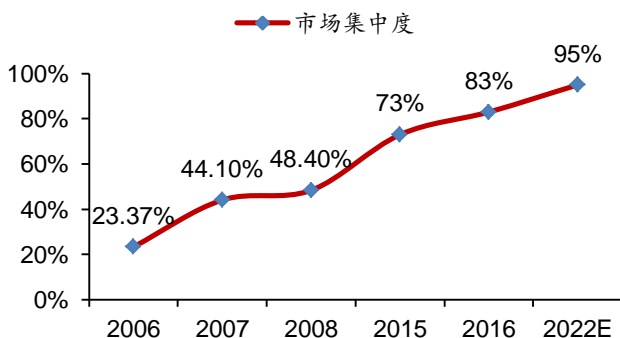
图表 11：中、美、欧各地区大输液市场的竞争格局



来源：各公司公告，前瞻网，国联证券研究所

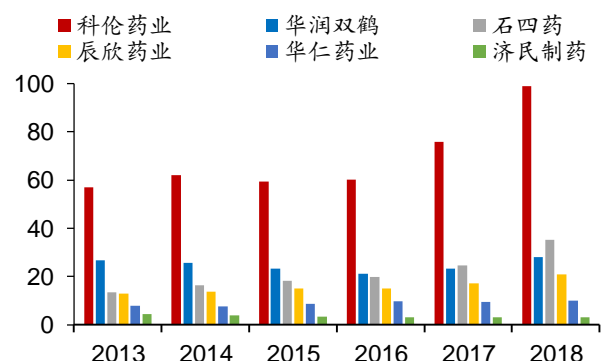
强者恒强，集中度有望进一步提升。头部公司不断通过收购兼并地方优质小企业，整体的格局基本稳定，不断扩大规模和布局，产品品类更加丰富且质量有保障，在两票制下统一挂网后更受医院青睐。而小企业一方面无力投资更新设备，又无法通过扩大规模摊销成本，将逐渐被市场淘汰。我们认为未来将主要由 4-6 家企业分享输液市场，行业集中度进一步提升，预计到 2022 年前四家合计占比有望超过 90%。

图表 12：我国输液前十强企业生产集中度不断提升



来源：各公司公告，前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表 13：国内主要企业近年大输液收入情况（亿元）

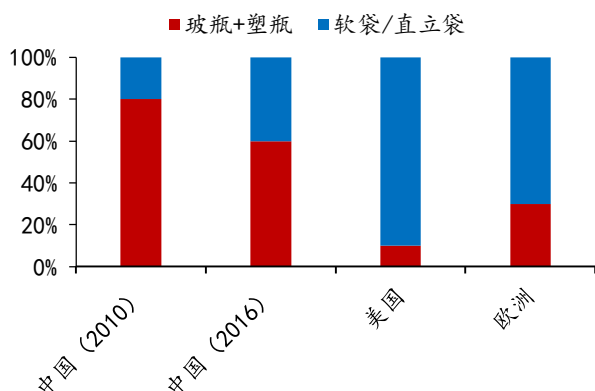


来源：各公司公告，国联证券研究所

➤ 产品结构及包材结构升级推动毛利率进一步提升

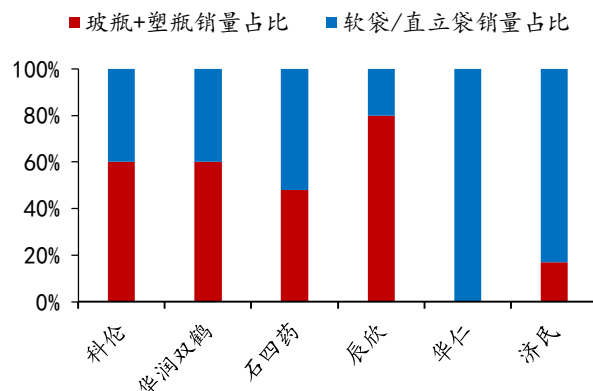
经历过价格竞争后，企业开始从产品结构和包材结构上进行创新升级，向高端化发展。1) 玻瓶和塑瓶包材向更高端的软袋升级。尽管国内输液软袋包装从 2010 年的 20%提升到了 2016 年的 40%，但与欧美 70-90%的软袋占比仍有较大差距，国内除华仁药业和济民制药外，科伦药业及华润双鹤等主要大输液企业的软袋占比只有 40%左右，未来仍有较大升级空间。2) 产品结构升级，国内 60%以上的输液收入来源于基础输液，而国外则以新型营养液和治疗型输液等高端品为主。龙头公司都在积极开发高毛利、高附加值的新品种，产品结构不断优化。

图表 14: 国内软袋/直立袋仍有较大替代空间



来源: 辰欣药业招股书, CNKI, 国联证券研究所

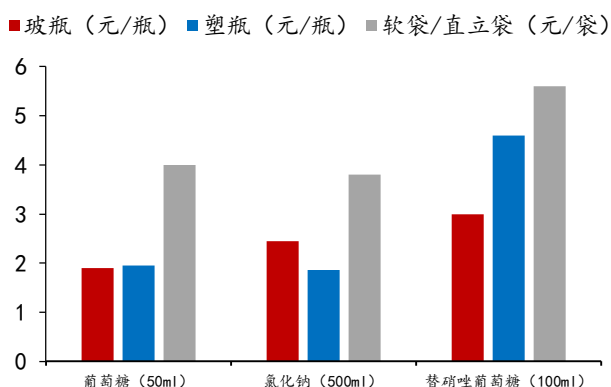
图表 15: 软袋/直立袋销量占比有望持续提升



来源: 各公司年报, 国联证券研究所

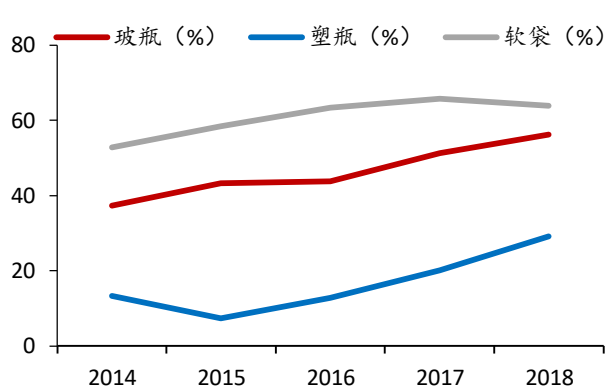
高价格、高毛利率软袋占比逐渐提升。从销量上看，科伦药业 50%为塑瓶，40%为软袋和可立袋，玻瓶占 10%。从中标价格上看，同一品种玻瓶和塑瓶包材的价格相差不大，而软袋的价格约为二者的 2 倍，尽管软袋成本更高，但其毛利率也要显著高于玻瓶和塑瓶。预计随着软袋逐步替代，公司输液收入及毛利率有望进一步提升。

图表 16: 同一产品软袋中标价较高



来源: 海南省集中采购平台, 贵阳市药品集中采购, 国联证券研究所

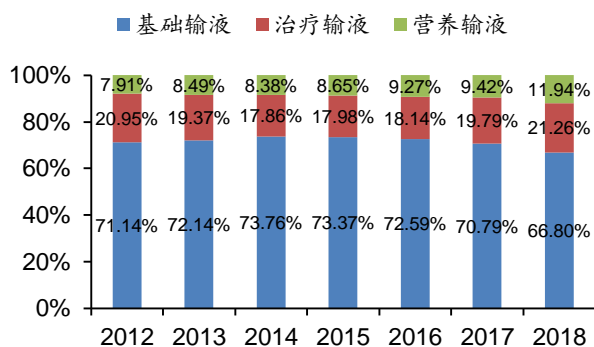
图表 17: 辰欣药业软袋毛利率显著高于塑瓶和玻瓶



来源: Wind, 国联证券研究所

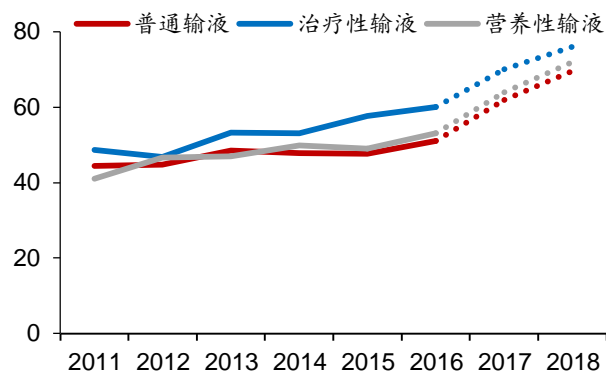
高端输液占比逐步提升。与国内大输液行业现状类似，科伦输液收入的 60-70%仍主要集中在普通的输液领域，但随着公司加大研发投入，优化产品结构，高毛利、高附加值的营养型和治疗型输液占比逐步提升。

图表 18: 科伦高端输液比重逐步提升



来源: Wind, PDB, 国联证券研究所

图表 19: 科伦输液产品毛利率显著提升



来源: Wind, 国联证券研究所

新型营养输液和治疗输液带来新动力。公司着力开发高端营养液及治疗型输液等高附加值产品, 2017 年以来, 科伦共获批了 14 个输液品种, 其中有 6 个肠外营养液为首仿, 另有多个治疗型以及体液平衡类品种。我们认为, 辅助用药逐渐腾挪出来的市场将部分被高端营养输液替代, 未来新输液品种的持续推出和放量将为科伦大输液业务注入新动力。

图表 20: 2017 年以来科伦新型营养液及治疗性输液品种持续推出

名称	注册分类	适应症	所处状态	获批时间
丙氨酰谷氨酰胺氨基酸 (18) 注射液	补充申请	肠外营养	获批生产 (首家)	2017/3/14
脂肪乳氨基酸(17)/葡萄糖(11%)注射液	原化 6	肠外营养	获批生产 (首仿)	2017/11/29
中/长链脂肪乳注射液(C8~24)	原化 6	肠外营养	获批生产	2017/11/29
维生素 B6 注射液 (塑料安瓿)	补充申请	肠外营养	获批生产	2017/8/3
醋酸钠林格注射液	原化 6	体液平衡	获批生产 (第 2 家)	2017/11/21
氯化钾葡萄糖注射液	原化 6	体液平衡	获批生产	2017/11/29
盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液	补充申请	抗感染	获批生产	2018/6/15
乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液	补充申请	抗感染	获批生产	2018/3/26
小儿电解质补液	原化 6	体液平衡	获批生产	2018/5/23
氨基酸葡萄糖注射液	原化 6	肠外营养	获批生产 (首仿)	2018/7/12
脂肪乳(10%)/氨基酸(15)/葡萄糖(20%)注射液	原化 6	肠外营养	获批生产 (首仿)	2018/7/12
中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(16%)电解质注射液	原化 6	肠外营养	获批生产 (首仿)	2018/7/31
脂肪乳氨基酸 (17) 葡萄糖 (19%) 注射液	原化 6	肠外营养	获批生产 (首仿)	2018/8/27
盐酸氨溴索氯化钠注射液	原化 6	呼吸类药物	获批生产	2018/12/29
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	原化 6	抗感染	获批生产	2019/5/5

来源: 公司公告, CDE, 国联证券研究所

2.2. 环保趋严, 川宁原料药满产贡献稳定利润

➤ 川宁满产, 抗生素龙头地位稳固

川宁步入正轨。科伦全资子公司伊利川宁生物于2011年4月开工建设，总投资超过百亿，其中固定资产投资达70亿，耗时近8年时间建成了集原料药、中间体、制剂一体化的抗生素全产业链。公司是国内唯一布局三种主要抗生素中间体的企业，其中一期3000吨硫氰酸红霉素2018年全年实现满产；二期的6-APA、青霉素工业盐和7-ACA也在通过环保验收后于2018年二季度开始产能逐渐释放。公司的主要中间体品种具有较高市占率，随着二期产能的释放，抗生素龙头愈加地位稳固。

图表 21：川宁二期产能逐步释放

	一期		二期	
	硫红霉素	6-APA	青霉素工业盐	7-ACA
公司产能	3000 吨	5000 吨	3000 吨	4000 吨
国内总产能	9000 吨	超过 4 万吨	10 万吨	超过 1 万吨
市场需求	8500 吨	不到 3 万吨	6-7 万吨	不到 5000 吨
公司成本	210 元/kg	130 元/kg	40-45 元/kg	310

来源：公开资料整理，国联证券研究所

➤ 环保高压推动行业供给侧改革，产品价格稳中有升贡献稳定利润

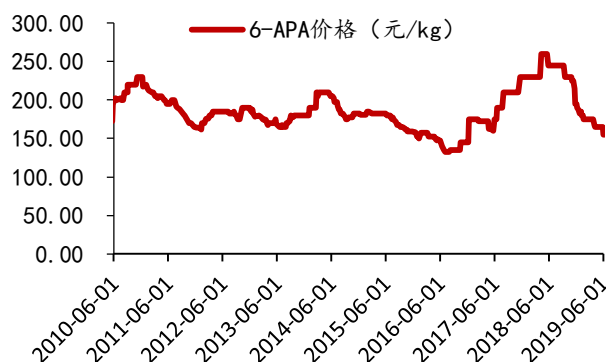
国内原料药存量及市场集中度提升。受益于行业近几年的环保整顿及供给侧改革，行业整体提质增效效果显著，抗生素、维生素等大宗原料药产品的价格有所回升。在未来一段时间内，环保高压持续迫使小产能继续退出，行业集中度进一步提升；从存量市场来看，因原研的原料药有部分是从海外采购或自产，在带量采购推动下国产替代加速，国内企业原料药市占率有望快速提升。

图表 22：硫氰酸红霉素价格维持高位



来源：Wind，国联证券研究所

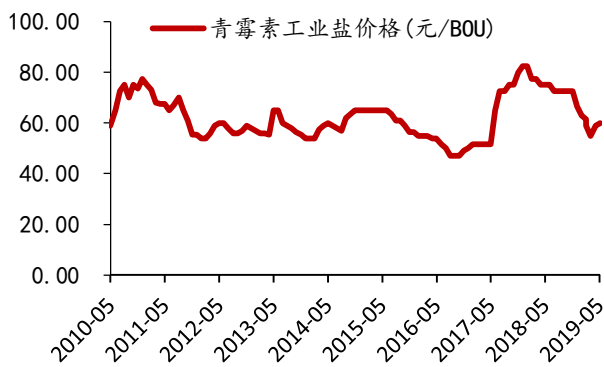
图表 23：6-APA 价格低位震荡



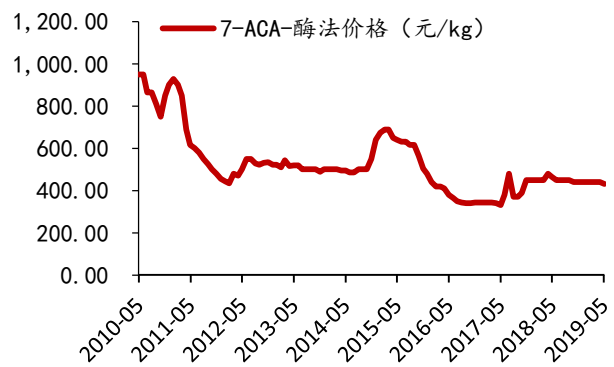
来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：青霉素工业盐价格

图表 25：7-ACA 价格维持稳定



来源：Wind，国联证券研究所



来源：Wind，国联证券研究所

硫红霉素价格持续提升。硫氰酸红霉素属大环内酯内抗生素，下游阿奇霉素、克拉霉素和罗红霉素产业推动了需求的增长。另一方面，因硫红霉素具有较高的发酵技术壁垒，废液污染大、处理成本高，宁夏启元因环保问题停产，宜昌东阳光产能利用率也只有 60-70%。川宁生物硫红产能 3000 吨，从 2016 年起保持满产，实际现在可做到 320-330 吨。价格方面，由于产能的出清，自 2017 年起价格持续提升，2019 年 5 月份报价已经达到 410 元/kg，考虑到宁夏启元搬迁短期内难以复产，预计价格维持高位。

6-APA 产能三足鼎立，短期价格或将低位波动。6-APA 的主要产能由联邦制药（18000 吨）、国药威奇达（7000 吨）以及川宁生物（5000 吨）提供，2017 年以来环保督查导致的供给缺口推动了 6-APA 价格的不断提升，而随着川宁产能的释放及威奇达的部分产能恢复，价格有所回落。展望未来，我们认为 6-APA 格局基本维持三足鼎立态势，预计价格在 2019 年维持低位震旦。公司青霉素工业盐基本自用，按 2:1 的比例换算，公司实际 6-APA 产能最高可达 7500 吨。

7-ACA 价格维持低位，成本逐步优化。7-ACA 国内总产能超过 10000 吨，但全球实际市场需求不足 5000 吨，整体而言 7-ACA 市场供过于求。2017 年受环保影响，部分产能停产致价格有所提升，目前主要产能均处于满产状态，价格基本维持稳定。公司头孢目前生产成本较高，大豆进口及废渣利用有望逐步降低发酵成本。

图表 26：抗生素满产后为公司贡献稳定利润

	2018	2019	2020	2021	
硫氰酸红霉素	产量 (吨)	3200	3300	3300	3300
	平均价格(元/kg)	370	380	385	390
	收入 (亿元)	11.84	12.54	12.705	12.87
	平均成本(元/kg)	210	205	202	200
	毛利 (亿元)	5.12	5.78	6.04	6.27
6-APA	产量 (吨)	5500	7000	7500	7500
	平均价格(元/kg)	210	165	170	175
	收入 (亿元)	11.55	11.55	12.75	13.125
	平均成本(元/kg)	125	120	115	115
	毛利 (亿元)	4.68	3.15	4.13	4.50

	产量 (吨)	2490	3000	3000	3000
	平均价格(元/kg)	380	380	380	380
7-ACA	收入 (亿元)	9.462	11.4	11.4	11.4
	平均成本(元/kg)	310	305	300	295
	毛利 (亿元)	1.74	2.25	2.40	2.55
合计	收入 (亿元)	32.86	35.49	36.855	37.395
	毛利 (亿元)	11.54	11.18	12.56	13.32

来源: Wind, 国联证券研究所

川宁每年贡献 6-8 亿稳定现金流。在环保高压政策的推动下,原料药供给侧改革持续,我们预计硫红霉素受宁夏启元停产影响价格稳中有升;因威奇达的部分复产 6-APA 价格或将小幅下行;头孢类抗生素竞争格局清晰,价格有望维持稳定。而从成本端来看,随着生产工艺的磨合和改进,以及管理精细化程度的提升,几大主力品种的生产成本有望进一步压缩,预计每年有望为母公司带来 11-13 亿元毛利,对应 6-8 亿的稳定净利润,是公司第二大稳定现金流来源。

3. 研发动力储备逐步释放,“第三驾马车”开始发力

3.1. 一致性评价进度领先,带量采购推动下的后发先至

一致性评价是参与游戏的入场券。在当前的招采制度下,通过一致性评价仍是各玩家参与竞争的入场券,截止 5 月底,科伦共有 11 个仿制药品种通过一致性评价,其中 6 个为首家过评,4 个品种前三家过评。此外有公司多个品种(多为注射剂)正申报一致性评价,且多为首家或独家申报品种。

图表 27: 科伦一致性评价进程快速推进

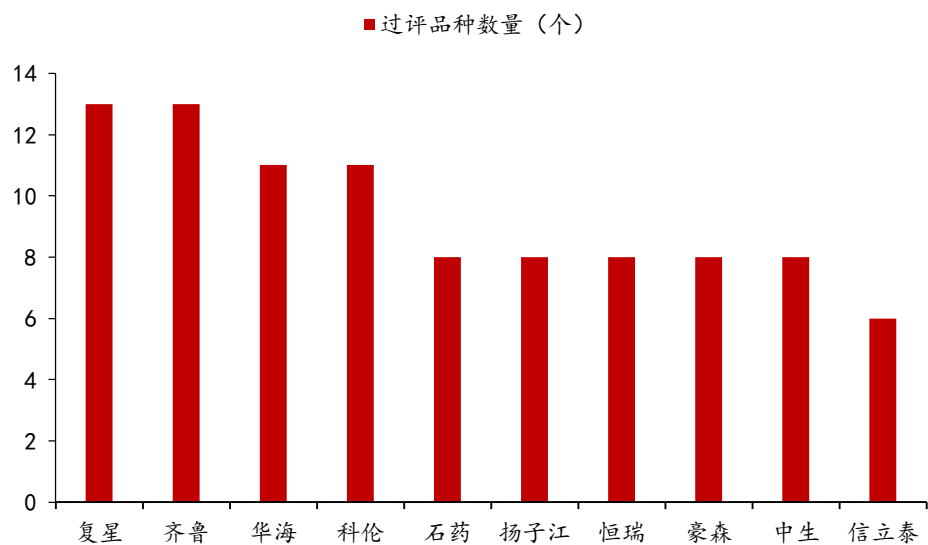
品种名称	适应症	过评情况	2018 年 PDB 销售	获批/承办时间
草酸艾司西酞普兰片	抗抑郁症	首家过评(共 3 家通过)	4.74	2018/2/12
氢溴酸西酞普兰片	抗抑郁症	首家过评(仅科伦通过)	0.7	2018/12/4
盐酸克林霉素胶囊	抗感染	第二家过评(共 2 家通过)	0.04	2018/12/4
阿莫西林胶囊	抗感染	过评(共 4 家通过)	0.34	2018/12/13
甲硝唑片	抗感染	首家过评(仅科伦通过)	0.06	2018/12/27
替硝唑片	抗感染	首家过评(仅科伦通过)	0.02	2018/12/28
氢溴酸西酞普兰胶囊	抗抑郁	首家过评(仅科伦通过)	0.02	2019/1/25
阿昔洛韦片	抗病毒	第二家过评(共 2 家通过)	0.05	2019/3/8
氟康唑片	抗感染	首家过评(共 3 家通过)	0.06	2019/3/8
头孢氨苄胶囊	抗感染	过评(前 3 家)	0.01	2019/4/10
福多司坦片	祛痰药	第二家过评(共 2 家通过)	0.58	2019/5/31
奥硝唑片	抗感染	在审评(首家申报)	0.23	2018/12/19
注射用帕瑞昔布钠	术后镇痛	在审评(首家申报)	3.55 亿	2018/12/13
唑来膦酸(5mg)注射液	骨质疏松	在审评(首家申报)	5.54	2018/10/9
醋酸钠林格注射液	体液平衡	在审评(首家申报)	1.95	2018/12/13
甘露醇注射液	体液平衡	在审评(独家申报)	0.98	2018/12/18
氯化钾注射液	体液平衡	在审评(独家申报)	1.04	2018/10/24

阿莫西林颗粒	抗感染	在审评 (前 3 家)	0.34	2018/11/8
复方氯化钠注射液	体液平衡	在审评 (独家申报)	0.31	2018/12/13
盐酸莫西沙星氯化钠	抗感染	在审评 (前 2 家)	13.86	2019/5/24
氨基酸葡萄糖注射液	营养输液	在审评	/	2019/5/20
盐酸雷尼替丁	消化道疾病	在审评	0.03	2019/4/11
氟康唑氯化钠注射液	抗感染	在审评 (前 3 家)	2.78	2019/4/11
盐酸右美托咪定注射液	术后镇痛	在审评 (前 5 家)	8.64	2019/4/1
甲硝唑氯化钠注射液	抗感染	在审评 (独家)	0.15	2019/3/13
注射用头孢曲松钠	抗感染	在审评	4.93	2019/1/21
盐酸氨溴索注射液	抗感染	在审评 (前 3 家)	8.34	2019/1/17
盐酸左氧氟沙星氯化钠	抗感染	在审评	7.86	2019/1/7

来源：CDE，公司公告，insight 数据库，国联证券研究所

科伦一致性评价进度领先。从一致性评价进展进度来看，复星医药和齐鲁制药以 13 个过评品种排名第一，科伦和华海以 11 个通过品种紧随其后，科伦一致性评价进度位于行业前列。考虑到公司一致性评价在审评品种及 BE 品种数量众多，随着注射剂再评价的推进，预计未来 3 年公司将有 50-60 个品种陆续通过一致性评价，竞争优势有望在后续逐步显现。

图表 28：科伦通过或视同通过一致性评价品种数量排名前列



来源：CDE，各公司公告，国联证券研究所

注：数据截止 2019 年 5 月 27 日

一致性评价品种在带量采购背景下的后发先至。以公司的草酸艾司西酞普兰片为例，第一轮“4+7”以 17.6% 的降幅获得试点城市 50% 的采购份额，而科伦原有市场份额不到 10%，带量采购中标后若按预计采购量计算，则在试点城市的销售规模有望扩增 4-5 倍。预计随着带量采购覆盖范围拓展及全国采购价格的逐步联动，科伦中标后带来的竞争优势将进一步显现。

3.2. 丰富的产品集群成为“新游戏规则”下的受益者

公司 2012 年底开始创新转型，六年以来陆续启动了 490 余项药物的研究，其中包括 392 项仿制药（含一致性评价），20 项 NDSS 药物以及 80 项创新药的研究。

研发开花结果。经过多年的持续研发投入，科伦的研发于 2017 年开始逐渐开花结果。截止 2019 年 6 月，近两年陆续有近 20 个仿制药品种上市，其中高端营养液大多为首仿品种，也有帕瑞昔布钠、盐酸右美托咪定等重磅品种。新获批的仿制药 2018 年为公司贡献收入约 7 亿元，预计 2019 年新品种的销售有望达到 16 亿元。

图表 29：2017 年以来科伦获批上市的主要品种

品种名称	适应症	获批时间	2018 年 PDB 规模及格局
注射用帕瑞昔布钠	术后镇痛	2017/11/27	3.55 亿；3 家，科伦 3%
脂肪乳氨基酸(17)/葡萄糖(11%)	肠外营养	2017/11/29	
脂肪乳(10%)/氨基酸(15)/葡萄糖(20%)注射液	肠外营养	2018/7/12	
中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(16%)电解质注射液	肠外营养	2018/7/31	5.81 亿；6 家，科伦 2%
脂肪乳氨基酸(17)/葡萄糖(19%)注射液肠外营养	肠外营养	2018/8/27	
中/长链脂肪乳注射液(C8~24)	肠外营养	2017/11/29	6.31 亿；17 家，科伦 1%
醋酸钠林格注射液	体液平衡	2017/11/21	1.95 亿；3 家，科伦<1%
氯化钾葡萄糖注射液	体液平衡	2017/11/29	-
盐酸右美托咪定注射剂	镇静	2018/5/31	8.64 亿；6 家，恒瑞>80%
唑来膦酸注射液	骨质疏松	2018/5/31	5.55 亿；12 家，诺华 57%
口服补液盐散（Ⅲ）	体液平衡	2018/4/28	0.59 亿；12 家，西安安健 98%
氨基酸葡萄糖注射液	肠外营养	2018/7/12	-
盐酸奥洛他定滴眼液	过敏结膜炎	2018/9/27	0.45 亿；3 家，爱尔康 80%
乳酸钠林格注射液	体液平衡	2018/2/2	0.79 亿；32 家，科伦 11%
氨溴索注射液	祛痰	2018/3/12	8.34 亿；勃林格殷格翰 45%
小儿电解质补液	体液平衡	2018/5/23	0.66 亿；6 家，科伦 30%
盐酸氨溴索氯化钠注射液	祛痰	2018/12/25	-
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	抗感染	2019/5/6	13.86 亿；5 家
碳酸氢钠林格注射液	体液平衡	2019/6/3	0.5 亿

来源：CDE，公司公告，PDB，国联证券研究所

报产品种丰富。此外，科伦及其子公司共有四十多个品种处于报生产状态，其中有 12 个品种有望抢占首仿资格，大多数品种的竞争格局较为缓和。报产品种中不乏氟比洛芬酯、丙泊酚、奥氮平片、吉非替尼等大品种，这些品种有望在 2019、2020 年陆续上市，为公司非输液制剂业务提供强劲动力。

图表 30：公司处于报生产状态的主要品种情况

品种名称	适应症	注册分类	2018 年 PDB 规模及格局
注射用头孢硫脒	抗感染	原化 6	4 亿元；12 家
加替沙星滴眼液	抗感染	原化 6	0.1 亿元；5 家
利奈唑胺注射液	抗感染	原化 6	5.41 亿元；3 家
左氧氟沙星滴眼液	抗感染	原化 6	1.74 亿元；14 家
注射用盐酸头孢甲氧	抗感染	原化 6	2.28 亿元；8 家

射用美洛西林钠舒巴坦钠	抗感染	原化 6	5.09 亿元; 4 家
氧氟沙星滴眼液	抗感染	原化 6	0.07 亿元; 20 家
注射用头孢曲松钠/氯化钠注射液	抗感染	化 3	4.92 亿元
盐酸莫西沙星片	抗感染	化 4	2.38 亿元; 2 家
富马酸丙酚替诺福韦片	抗感染	化 4	
阿坎酸钙肠溶片	酒精依赖	原化 3.1 首仿	国内未上市
盐酸普拉克索片	帕金森病	原化 6	2.39 亿元; 勃林格殷格翰独家
普瑞巴林胶囊	镇痛	原化 6	0.91 亿元; 2 家
氟比洛芬酯注射液	止痛	化 3	13.55 亿元;
左乙拉西坦片	抗癫痫	原化 6	3.18 亿元; 4 家
盐酸罗哌卡因注射液	局部麻醉	原化 6	1.62 亿元; 18 家
巴氯芬片	神经肌肉病	原化 6	0.15 亿元; 3 家
棕榈酸帕利哌酮注射液	精神分裂症	化 4 (首仿)	0.23 亿元; 强生独家
舒更葡糖钠注射液	肌松拮抗剂	化 4 (首仿)	0.03 亿元; 默沙东独家
奥氮平片	抗精神分裂	化 4	6.9 亿元; 4 家
丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	麻醉	化 4	13.58 亿元; 7 家
达沙替尼片	抗肿瘤	原化 6	0.76 亿元; 2 家
盐酸厄洛替尼片	抗肿瘤	原化 6	0.89 亿元; 罗氏独家
吉非替尼片	抗肿瘤	化 4	7.39 亿元; 2 家
阿法替尼片	抗肿瘤	化 4 (前 3 家)	0.04 亿元; 勃林格殷格翰独家
注射液紫杉醇 (白蛋白结合型)	抗肿瘤	化 4	3.31 亿元; 3 家
利格列汀片	糖尿病	原化 6	0.46 亿元; 勃林格殷格翰独家
磷酸西格列汀片	糖尿病	化 4 (首仿)	2.33 亿元; 默沙东独家
恩格列净片	II 型糖尿病	化 4 (前 3 家)	勃林格殷格翰独家
肝素钠封管注射液	抗凝	原化 6	1.53 亿元; 13 家
奥美沙坦酯	降血压	原化 6	1.90 亿元; 4 家
阿哌沙班片	抗凝血	化 4 (前 5 家)	0.12 亿元; BMS 独家
替格瑞洛片	抗凝血	化 4	2.74 亿元; 2 家
前列地尔注射液	抗慢性动脉闭塞	原化 6	12.9 亿元; 10 家
复方氨基酸 (15AA-I) 葡萄糖电解质	肠外营养	化 3 (首仿)	/
氨基酸 (16)/葡萄糖 (48%) 电解质	肠外营养	化 3 (首仿)	/
中长链脂肪乳/氨基酸 (16)/葡萄糖 (36%) 电解质注射液	肠外营养	化 3 (首仿)	/
氨基酸 (15) 腹膜透析液	腹膜透析	化 3 (首仿)	7.91 亿元; 6 家
伐地那非片	ED	化 4 (首仿)	/
盐酸达泊西汀片	ED	化 4 (首仿)	0.05 亿元; 强生独家
富马酸替诺福韦二吡啶酯片	抗病毒 (HBV)	化 4	4.61 亿元; 6 家
替比夫定片	抗病毒 (HBV)	化 4 (首仿)	1.41 亿元; 诺华独家
碘帕醇注射液	造影剂	原化 6	3.4 亿元; 3 家
注射用还原型谷胱甘肽	促代谢	原化 6	5.72 亿元; 5 家
枸橼酸托法替布片	类风湿关节炎	化 4 (第 2 家)	/; 辉瑞独家
钆塞酸二钠注射液	造影剂	化 4 (首仿)	0.45 亿元; 拜耳独家

来源: CDE, 公司公告, PDB, 国联证券研究所

临床储备丰富, 仿制药产品集群初步形成。此外, 公司在研品种储备丰富, 涵盖了肿瘤用药、病毒感染、糖尿病、精麻镇痛、心脑血管等多个领域。未来三年, 随着

报产和临床储备品种的陆续上市（预计 60-80 个），公司将在多个领域形成强有力的产品集群，从而在新的招采等竞争规则中逐步显现出其竞争优势。

图表 31：公司获得临床批文的主要仿制药品种

药品类型	药品名称	适应症	状态	2018PDB 销售
肿瘤用药	瑞戈非尼片	结直肠癌、肝癌	批准临床	0.12 亿元
	甲苯磺酸索拉非尼片	肝癌	批准 BE	3.61 亿元
	盐酸厄洛替尼片	非小细胞肺癌	批准 BE	0.89 亿元
	尼达尼布软胶囊	非小细胞肺癌、特发性肺纤维化	批准临床	/
	恩杂鲁胺软胶囊	前列腺癌	批准临床	国内未上市
	卡巴他赛注射液	多种实体瘤	批准临床	国内未上市
	苹果酸舒尼替尼胶囊	肾癌	批准 BE	0.6 亿元
	奈妥匹坦帕洛诺司琼胶囊	化疗止吐	批准临床	5.76 亿元
	注射用多西他赛（白蛋白结合型）	乳腺癌	批准临床	13.79 亿元
病毒感染	索非布韦片	丙肝	批准临床	0.08 亿元
	琥珀酸曲格列汀片	II 型糖尿病	批准临床	国内未上市
II 型糖尿病	氢溴酸替格列汀片	II 型糖尿病	批准临床	国内未上市
	沙格列汀胶囊	II 型糖尿病	批准 BE	1.33 亿元
	卡格列净片	II 型糖尿病	批准临床	11.7 万元
麻醉镇痛	丙泊酚注射液	麻醉	批准临床	13.58 亿元
	氟比洛芬酯注射液	止痛	批准临床	10.55 亿元
心血管疾病	利伐沙班片	血栓性疾病	批准 BE	5.67 亿元
	丁酸氯维地平注射用脂肪乳	高血压	批准临床	国内未上市
骨科疾病	醋酸巴多昔芬片	骨质疏松	批准临床	国内未上市
精神类疾病	马来酸阿塞那平舌下膜	精神分裂症	批准临床	国内未上市
	盐酸普拉克索片	帕金森病	批准 BE	2.39 亿元
	阿立哌唑长效肌肉注射剂	精神分裂症	批准临床	1.53 亿元
其他	环孢素脂肪乳注射液	预防或治疗排斥反应	批准临床	0.21 亿元

来源：CDE，公司公告，PDB，国联证券研究所

3.3. 多组重磅品种逐步放量，进入“百花齐放”时代

重磅仿制药品种逐步放量，产品组优势显现。经过多年持续的研发投入，公司仿制药管线逐步丰富，形成了以精麻镇痛为主，肿瘤、心脑血管、糖尿病、抗感染等多个病种争相发展的态势。随着上市及通过一致性评价品种数量的进一步增加，科伦仿制药进入“百花齐放”时代。

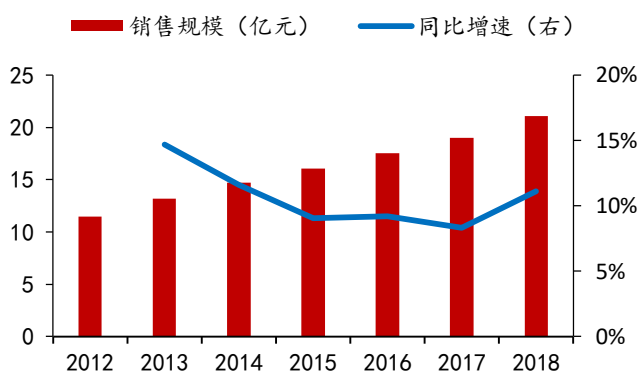
➤ 精麻镇痛类

精麻镇痛管线丰富。公司精麻类管线可粗分为抗抑郁、精神分裂症药物及麻醉镇痛三大类，其中已上市的品种有抗抑郁领域的草酸艾司西酞普兰片和氢溴酸西酞普兰，镇痛药帕瑞昔布以及麻醉药右美托咪定。此外，多个重磅品种包括麻醉药丙泊酚，镇痛药氟比洛芬酯以及多个精神分裂症药物陆续报产或是开展临床，随着后续品种的获批，丰富的品种组合使得科伦有望在严监管、高壁垒的精麻领域获得一席之地。

草酸艾司西酞普兰片

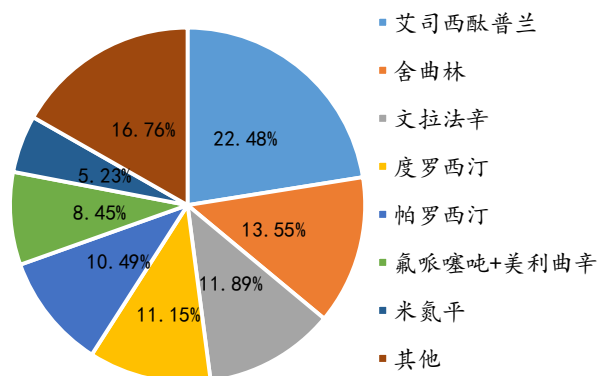
抗抑郁市场快速增长。在快节奏生活压力下抑郁症已成为了全球性的疾病，全球患者超过 3 亿，中国抑郁症患者人数排在首位，且呈不断上升趋势。然而，目前我国抑郁症的识别率仅有 30% 左右，就诊率更是不到 10%。随着患者数量增长及就诊率的提升，我国抗抑郁药市场实现了较快增长，PDB 数据显示 2012-2018 年国内抗抑郁药市场复合增速为 10.6%。从主要品种的的销售规模来看，艾司西酞普兰以 22.48% 的份额排名第一，2018 年样本医院的销售规模达到 4.74 亿元，舍曲林、文拉法辛、度罗西汀等紧随其后。

图表 32：样本医院抗抑郁药市场规模及增速



来源：PDB，国联证券研究所

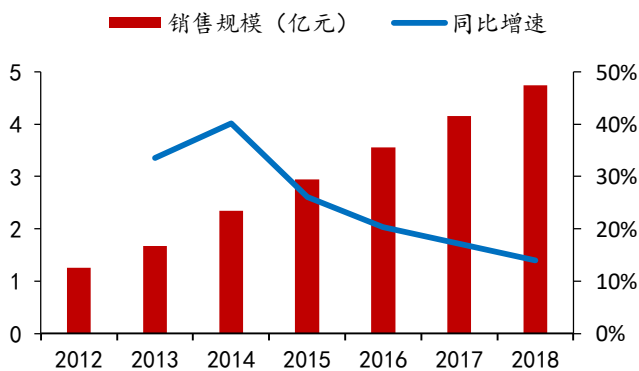
图表 33：样本医院抗抑郁药市场竞争格局



来源：PDB，国联证券研究所

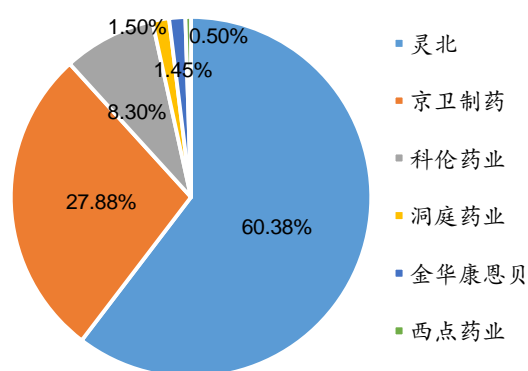
艾司西酞普兰持续增长。SSRI 类抗抑郁药因其安全性和耐受性方面的优势已成为国内外抗抑郁一线用药，而其中西酞普兰相对选择性较高，药物相互作用和不良反应少，成为最受欢迎的抗抑郁药。根据 PDB 样本医院数据，艾司西酞普兰 2012 年以来维持快速增长态势，近两年增速虽有所下滑但仍维持两位数增长。

图表 34：样本医院艾司西酞普兰销售情况



来源：PDB，国联证券研究所

图表 35：2018 年样本医院艾司西酞普兰竞争格局



来源：PDB，国联证券研究所

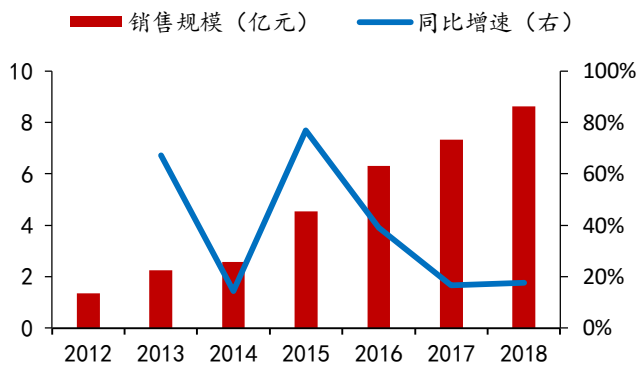
科伦独家中标，竞争优势渐显。国内市场主要有 6 家企业供应艾司西酞普兰，原研为丹麦的灵北，本土企业则最早由京卫制药和科伦于 2008 年拿到制剂批文，之后康恩贝、洞庭药业和西点药业陆续获批生产。目前原研仍以 60.38% 的份额占据首

位，京卫制药排名第二，科伦份额不到 10%，排名第三。目前，科伦首家通过一致性评价并在第一批“4+7”中标，我们认为随着联动范围的扩大，公司艾司西酞普兰有望成为年销售额 5 亿元以上的大品种。

盐酸右美托咪定

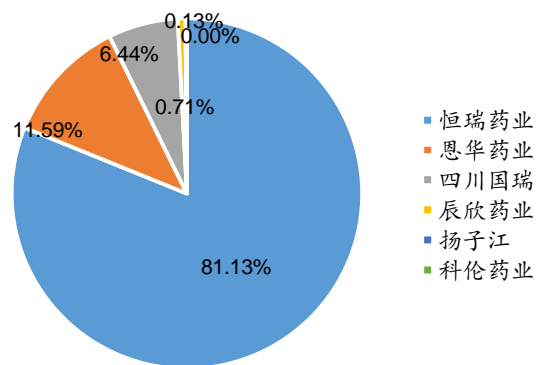
盐酸右美托咪定市场空间大。右美托咪定是高选择性的 α_2 肾上腺素受体激动药，具有起效快，作用时间短的特性，兼具镇静和镇痛作用，且无呼吸抑制，主要用于全麻手术。右美托咪定销售额维持快速增长，2018 年 PDB 样本医院的销售规模为 8.64 亿元，其中恒瑞医药和恩华药业占据绝大部分市场，科伦的右美托咪定于 2018 年 5 月获批，当前销售额较低。

图表 36：样本医院右美托咪定销售情况



来源：PDB，国联证券研究所

图表 37：2018 年样本医院右美托咪定竞争格局



来源：PDB，国联证券研究所

扬子江药业的盐酸右美托咪定新化 3 类注册获批后成为首家通过一致性评价的企业，“4+7”集中采购独家中标使得其后来居上。目前恒瑞、恩华、科伦、人福、四川国瑞均提交了一致性评价补充申请，有望于年内获批，尽管竞争相对激励，但考虑到整体市场空间超过 20 亿元，预计科伦该品种销售峰值有望达到 1-3 亿元。

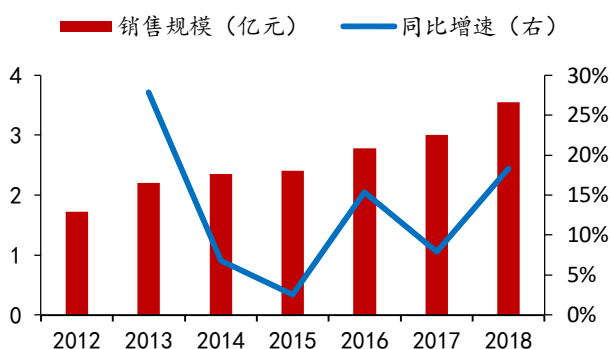
帕瑞昔布钠

帕瑞昔布钠是全球唯一可同时静脉、肌肉注射的 COX-2 特异性抑制剂，是昔布类镇痛药中的一员，主要用于术后镇痛的短期治疗，是临床多模式镇痛的基础用药之一。帕瑞昔布钠原研为辉瑞，于 2002 年在欧洲首次上市，2008 年在上市，2017 年被纳入国家医保目录，该品种于 2017 年 4 月专利过期。

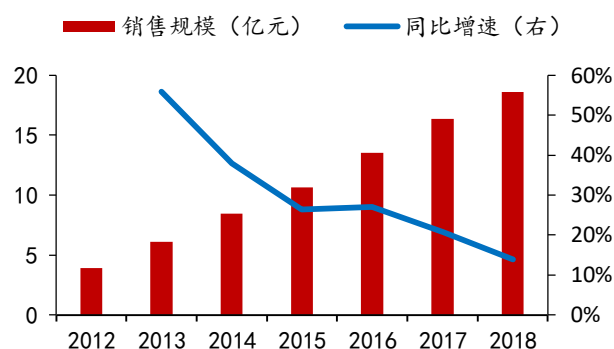
帕瑞昔布钠维持快速增长。PDB 样本医院帕瑞昔布钠 2012-2018 年销售复合增速为 12.8%，2018 年达 3.55 亿元，同比增长 18.3%，预计实际终端销售额接近 15 亿元。研究显示，帕瑞昔布钠与阿片类药物联用可显著降低药物用量及相关不良反应，长远来看帕瑞昔布钠将替代一部分阿片类药物的市场空间，而作为阿片镇痛药代表的地佐辛全国销售额超过 50 亿元，我们认为帕瑞昔布钠有望以 15-20% 速度持续增长，逐步成长为 20-30 亿级别的大品种。

图表 38：样本医院帕瑞昔布钠销售情况

图表 39：样本医院地佐辛销售情况



来源：PDB，国联证券研究所



来源：PDB，国联证券研究所

首仿上市，进口替代加速。原研辉瑞占据了国内帕瑞昔布钠市场 96%份额，科伦的帕瑞昔布钠于 2017 年 11 月首仿上市，2018 年样本医院数据显示科伦拥有 3.3% 的市场，对应实际销售额为 1.35 亿元。尽管继齐鲁制药后，江苏奥赛康、恒瑞医药、正大天晴、海正药业的帕瑞昔布钠相继获批，但科伦作为首仿先发优势明显，且有望于年内成为首家通过一致性评价的企业。考虑到帕瑞昔布钠市场空间的持续扩大以及政策推动下的进口替代加速，预计有望成为科伦销售峰值达到 3-5 亿元的重磅品种。

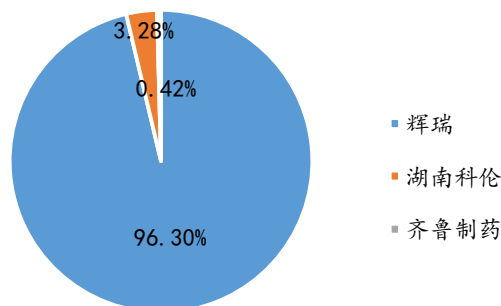
图表 40：帕瑞昔布钠与地佐辛联用镇痛效果好

组别	n	Ramsay 镇静评分			
		拔管即刻	拔管后 10 min	拔管后 30 min	拔管后 60 min
A 组	53	4.16 ± 0.36	3.94 ± 0.35	3.01 ± 0.29 ^a	1.70 ± 0.25 ^{bd}
B 组	53	4.23 ± 0.33	3.82 ± 0.31	3.12 ± 0.21 ^a	1.69 ± 0.27 ^{bd}
C 组	53	4.06 ± 0.41	3.86 ± 0.37	3.07 ± 0.25 ^a	2.83 ± 0.31 ^{* #ac}

A组：麻醉前注射40mg帕瑞昔布钠，B组：手术结束前40min注射地佐辛0.1mg/kg，C组：帕瑞昔布与地佐辛联合用药

来源：CNKI，国联证券研究所

图表 41：2018 年样本医院帕瑞昔布竞争格局



来源：PDB，国联证券研究所

➤ 小分子抗肿瘤药

小分子抗肿瘤药布局丰富。科伦在化药小分子抗肿瘤药领域多方面布局，涵盖非小细胞肺癌、肝癌、结直肠癌、肾癌、前列腺癌、血夜瘤等多种肿瘤疾病。其中，用于 NSCLC 的阿法替尼和吉非替尼均处于报产阶段，年内有望获批。

图表 42：科伦在小分子抗肿瘤药领域布局丰富

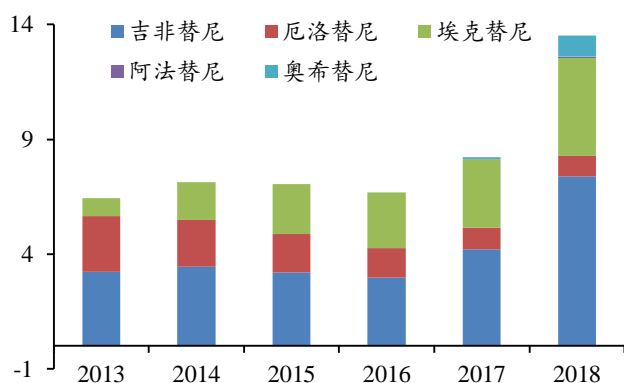
品种名称	适应症	研发状态	2018年PDB规模及格局
马来酸阿法替尼	NSCLC	报产	425万元；勃林格殷格翰 100%
吉非替尼	NSCLC	报产	7.39亿元，阿斯利康 78%；齐鲁 22%
达沙替尼	白血病	临床	正大天晴 77%；BMS 23%
盐酸厄洛替尼	NSCLC	BE	0.89亿元；罗氏 100%
瑞戈非尼片	结直肠癌、肝癌	临床	1153万元；拜耳 100%
甲苯磺酸索拉非尼片	肝癌	BE	3.61亿元；拜耳 100%
尼达尼布软胶囊	NSCLC、特发性肺纤维化	临床	原研勃林格殷格翰；国内无仿制药上市
恩杂鲁胺软胶囊	前列腺癌	临床	原研阿斯泰来；尚未在国内上市
卡巴他赛注射液	多种实体瘤	临床	原研赛诺菲；尚未在国内上市
苹果酸舒尼替尼胶囊	肾癌	BE	5997万元；辉瑞 100%

来源：公司年报，PDB，国联证券研究所

➤ 用于非小细胞肺癌的 EGFR 小分子

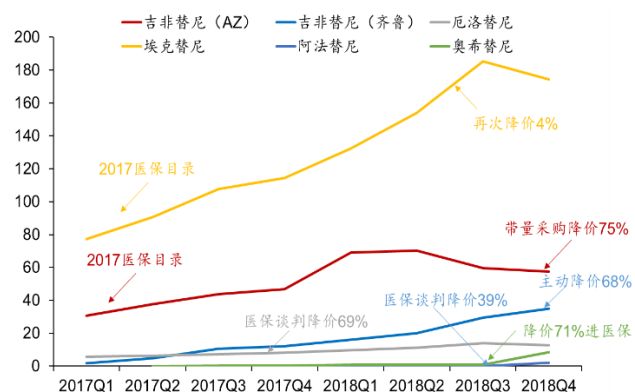
我国非小细胞肺癌用药市场空间大。肺癌是我国发病率和死亡率皆居于首位的恶性肿瘤，其中非小细胞肺癌（NSCLC）占肺癌病例的 85-90%，且因大部分患者发现后都已发展到了中晚期，因此患者只能放、化疗或是服用靶向药，发病率及渗透率的提升带动相关药物市场的不断增长。

图表 43：样本医院 EGFR 小分子药物销售额（亿元）



来源：PDB，国联证券研究所

图表 44：入医保和降价推动 EGFR 小分子药物放量



来源：PDB，公开资料整理，国联证券研究所

降价和入医保推动 EGFR 小分子药物放量。EGFR 小分子抑制剂为治疗 NSCLC 的主要靶向药物之一，在国内，因肺癌药物渗透率较低且专利保护到期，一代 EGFR 抑制剂吉非替尼、厄洛替尼和埃克替尼仍占据大部分市场，且随着医保谈判和带量采购推动市场快速增长，而二代阿法替尼和三代奥希替尼也在医保推动下加速放量。

一代竞争激烈，二代相对较缓。当前国内一代 EGFR 小分子抑制剂竞争较为激烈，其中吉非替尼除首仿齐鲁制药外，仍有超过 10 家处于报产审评，科伦进度居中。二代的阿法替尼共有 5 家报产，科伦进度排名第二。

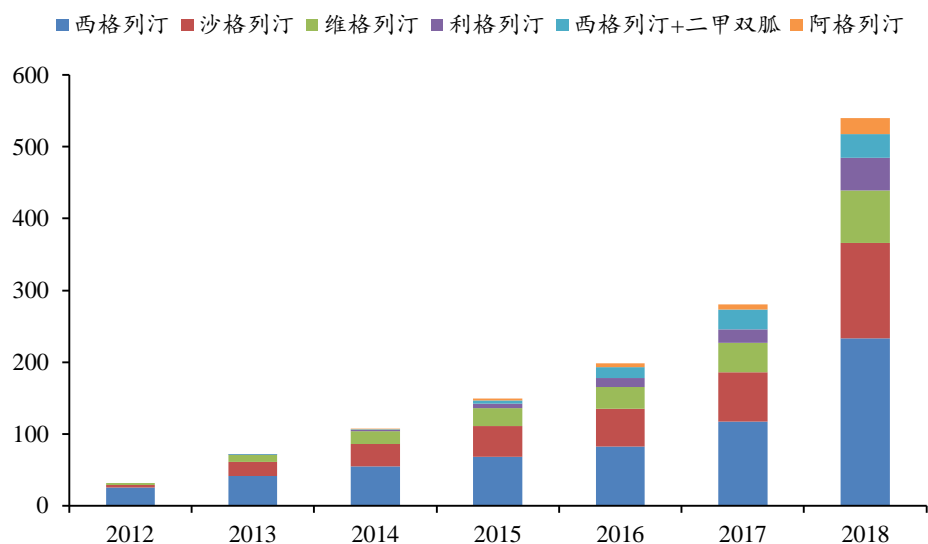
➤ 糖尿病药物：DPP-4 抑制剂

糖尿病药物市场空间大。糖尿病药物市场是仅次于肿瘤药的第二大市场，药物种

类丰富，包括有胰岛素，的 α -糖苷酶抑制剂、磺酰脲类、双胍类和格列奈类等小分子口服降糖药，以及 DPP-4、GLP-1 和 SGLT-2 等新靶点糖尿病药物。DPP-4 抑制剂全球规模超过 110 亿美元，是仅次于胰岛素的第二大类降糖药，其作用机制是促进胰岛素分泌并抑制胰高血糖素分泌。科伦在 DPP-4 及 SGLT-2 领域多有布局。

DPP-4 抑制剂发展快速。当前国内上市的 DPP-4 抑制剂单方主要有 5 个，且均纳入了 2017 版医保目录，其中西格列汀为全球首个上市的口服 DPP-4 抑制剂，于 2009 年进入国内市场。近年来 DPP-4 抑制剂在国内销售增长迅速，2012-2018 年复合增速高达 60%，特别是纳入医保后，2018 年样本医院收入 5.4 亿元，同比增长 92.6%。预计随着医保的进一步催化及国产品种的逐渐获批，DPP-4 抑制剂有望持续高增长。

图表 45：2012-2018 年样本医院 DPP-4 抑制剂销售快速增长



来源：PDB，国联证券研究所

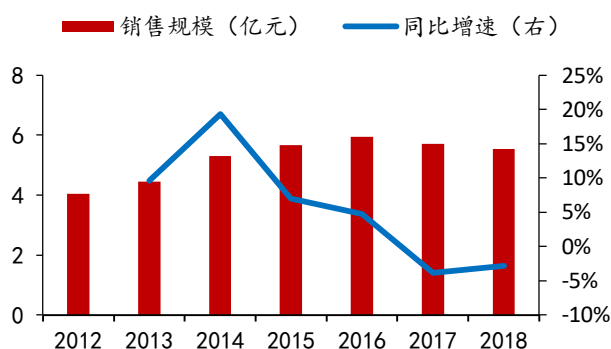
西格列汀、利格列汀领先，多款 DPP-4 抑制剂均有布局。公司西格列汀、利格列汀均处于报产状态，此外有曲格列汀、替格列汀、沙格列汀等处于临床。其中，最大品种西格列汀科伦申报进度排在首位，预计年内有望获批首仿。

唑来膦酸

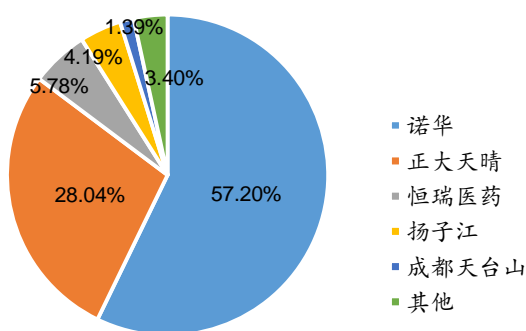
唑来膦酸为第三代二磷酸盐药物，广泛用于恶性肿瘤引起的骨转移、骨质疏松症及高钙血症等的治疗，原研为诺华，于 2004 年在国内上市。上市以来唑来膦酸维持较快增长，近两年增速有所下滑，2018 年样本医院销售额为 5.55 亿元。国内生产注射用唑来膦酸的企业超过 10 家，其中原研诺华和正大天晴占大部分市场，科伦于 2018 年 5 月获得注册批件，可开始生产上市销售，目前已在 9 个省份中标。

图表 46：本医院唑来膦酸销售情况

图表 47：2018 年样本医院唑来膦酸竞争格局



来源：PDB，国联证券研究所



来源：PDB，国联证券研究所

3.4. 创新平台稳步推进

创新管线稳步推进。由于科伦创新转型起步稍晚，与国内第一梯队相比略有差距，但其整体的管线布局清晰，紧扣前沿，各研发项目稳步推进。当前，科伦有 4 个临床 1 期的小分子创新药；处于 1-3 期临床的生物药有 4 个，其中西妥昔单抗类似物 A140 处于临床 3 期；另有三个 NDDS，其中白蛋白紫杉醇处于报产待批阶段。

图表 48：科伦创新研发管线稳步推进

类别	品种名称	研发状态	适应症
小分子创新药	KL100137 脂肪乳注射液	I 期临床	麻醉（全麻诱导）
	KL070008 胶囊	I 期临床（尚未招募）	类风湿性关节炎
	KL070002 胶囊	I 期临床（招募中）	晚期恶性实体瘤
	KL280006 注射液	I 期临床（尚未招募）	术后镇痛
生物药	A140-重组抗表皮生长因子受体(EGFR)人鼠嵌合单克隆抗体注射液	III 期临床	抗肿瘤（结直肠癌）
	PD-L1 单抗	II 期	复发或难治性鼻咽癌
		II 期	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤
		I b 期临床	血液瘤
		I 期临床（招募中）	复发难治性淋巴瘤
	HER2-ADC 单抗	I a 期临床（招募中）	晚期实体瘤
		中美双报 I 期临床	晚期实体瘤（乳腺癌、胃癌）
		重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	I 期临床（招募中）
注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白		获准开展临床	肿瘤辅助（升血小板）
NDDS	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	NDA	抗肿瘤（乳腺癌）
	盐酸伊立替康脂质体	I 期临床（招募中）	晚期实体瘤
	阿立哌唑长效肌肉注射液	获批临床	治疗精神分裂症
	注射用多西他赛（白蛋白结合型）	获批临床	实体瘤

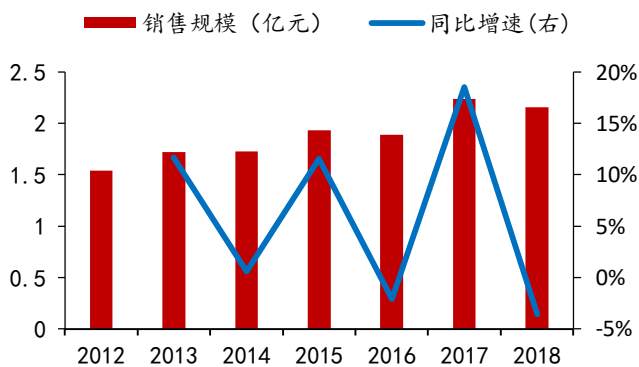
来源：公司公告，CDE，国联证券研究所

A140（西妥昔单抗）：医保推动下实现快速放量

高昂治疗费用影响销量。西妥昔单抗是针对 EGFR 受体的 IgG1 单克隆抗体，适应症为转移性结直肠癌，原研为 ImClone 公司，德国默克取得其在北美以外的销售权，国内于 2006 年上市。西妥昔单抗 2018 年全球销售额高达 15.55 亿元，由于高昂的治疗费用，其在国内市场上市十余年以来表现平平，增长缓慢，2018 年样本医院的销售额为 2.24 亿元。

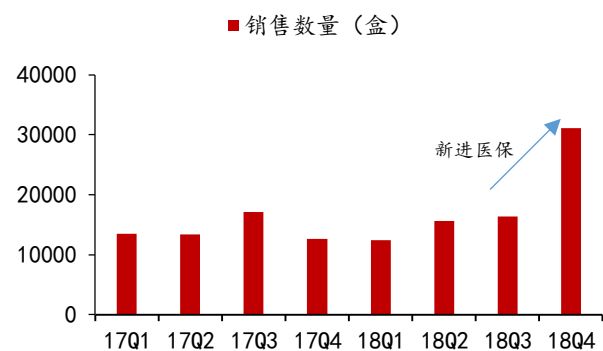
降价进医保推动快速放量。西妥昔单抗于 2018 年 10 月通过价格谈判的方式被纳入国家医保，降价幅度高达 69.4%，月用药金额从原来的 6-7 万降至 2 万左右，因医保的关系患者实际自付金额不到 5000 元。降价进医保后明显推动了产品的快速放量，2018 年 Q4 样本医院西妥昔单抗销量突破 3 万盒，环比增长了 90%。

图表 49：样本医院西妥昔单抗销售规模及增速



来源：PDB，国联证券研究所

图表 50：样本医院西妥昔单抗近几个季度销量



来源：PDB，国联证券研究所

科伦西妥昔类似物有望率先上市。西妥昔单抗原研已过专利保护期，国内目前仅有 4 家开展临床研究（其中 3 家在临床三期），科伦的 A140 于 2016 年获批三期临床，2018 年 1 月正式启动，有望成为率先上市的西妥昔类似物。

PD-L1 单抗

PD-1/PD-L1 因其广泛的适应症及联合用药治疗肿瘤的拓展，潜在市场空间广阔，已成为国内外药企趋之若鹜的靶点。目前国内上市的 PD-1 药物有 5 个，而 PD-L1 单抗尚无上市品种，科伦的 PD-L1 单抗有霍奇金淋巴瘤及鼻咽癌两个适应症处于临床二期，另有多个适应症正在开展一期临床研究，整体的研发进度相对靠前。尽管 PD-1/PD-L1 市场空间大，考虑到率先上市品种的先发优势及后续竞争白热化带来产品价格的下行，目前对于科伦 PD-L1 上市后的市场空间难以预测。

HER2-ADC 单抗

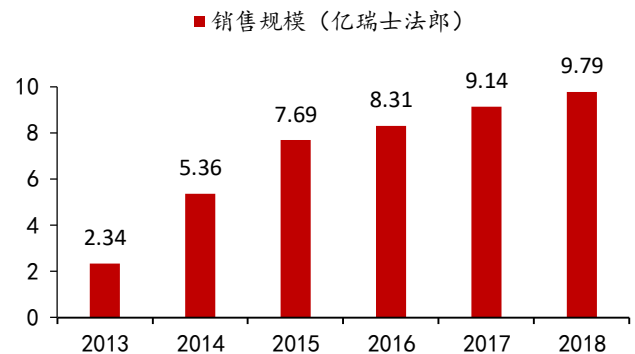
ADC 具有较好的市场前景。ADC（抗体偶联药物）是通过一个化学链接将具有生物活性的小分子（细胞毒药物）药物连接到单抗上，以单抗为载体将药物靶向运输至目标细胞中从而发生作用。因其靶点清晰、选择性好，给药的靶向性远高于传统给药模式，ADC 成为抗癌领域的研究热点。目前 FDA 共批准了 4 个 ADC 药物，其中罗氏的 Kadcyla 市场表现较好，2018 年全球销售额达到 9.79 亿瑞士法郎，且还在持续增长中；武田的 Adcetris 也有 4.77 亿的市场。

图表 51: FDA 批准的抗体偶联药物

药物	公司	适应症	靶点	上市时间
Adcetris	武田	淋巴瘤	CD30	2011
Kadcyla	罗氏	乳腺癌	HER2	2013
Besponsa	辉瑞	急性淋巴细胞白血病	CD22	2017
Mylotarg	辉瑞	急性髓性白血病	CD33	2017

来源: FDA、EMA、国联证券研究所

图表 52: Kadcyla 的全球销售情况



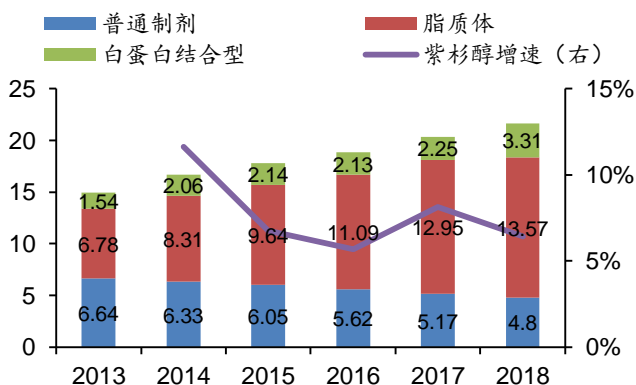
来源: 医药魔方, 国联证券研究所

国内目前尚未有 ADC 上市, 已有多家企业布局, 但除烟台荣昌和百奥泰品种进入临床二期外, 其余均在早期阶段。科伦的 HER2 ADC 为中美双报品种, 目前正在开展一期临床研究, 短期内上市可能不大, 未来或有望培育成重磅品种。

紫杉醇 (白蛋白结合型)

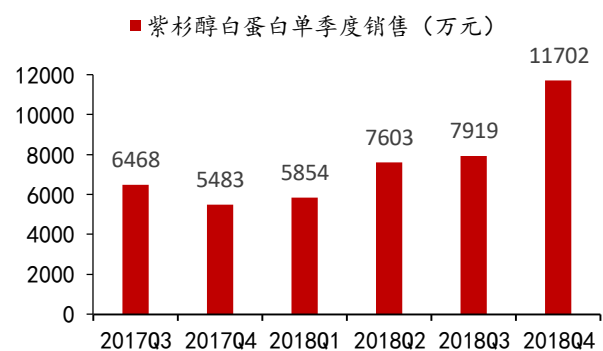
目前市场上有紫杉醇、紫杉醇脂质体、紫杉醇白蛋白结合型三种紫杉醇类药物, 其中白蛋白结合型是由美国 Abraxis 研发的新一代紫杉醇药物, 2005 年获批上市, 2009 年进入国内市场。2018 年 PDB 样本医院紫杉醇的销售为 21.68 亿元, 预计整体市场规模近 40 亿元, 且整体依然维持个位数增长。

图表 53: 国内市场三种紫杉醇的格局



来源: PDB, 国联证券研究所

图表 54: 紫杉醇白蛋白快速增长



来源: PDB, 国联证券研究所

紫杉醇白蛋白替代加速。2018 年石药集团、恒瑞医药紫杉醇白蛋白的相继上市, 且招标价格仅有进口的一半, 随着招标的推进及地方医保的拓展迎来快速放量期, 其中石药紫杉醇白蛋白 2019Q1 收入超 2.5 亿元, 全年销售或有望破 10 亿元。此外, 齐鲁、海正和科伦的紫杉醇白蛋白上市申请正在审评中, 有望年内获批。

公司其他创新药品种因处于研究或临床早期, 短期无法贡献业绩, 此处暂且不表。

4. 盈利预测与评级

4.1. 基本假设与收入拆分

基本假设

1) 大输液行业整体销量已经见顶，但在包装软塑化升级、基础输液提价以及新型营养输液放量的推动下，预计公司输液板块未来几年仍能维持 10% 左右的增长。

2) 原料药/中间体板块产量和价格是主要因素，2019 年是川宁满产完整年度的元年，后续产量基本稳定，收入受产品价格影响小幅波动，其中因 6APA 价格下降使得整体毛利率下滑。

3) 仿制药板块是公司未来几年业绩增长的主要动力，仿制药布局进入快速收获期，依托公司强劲的销售能力及新的招采规则，预计 2019-2021 年收入增速为 47%/35%/30%。

4) 随着研发项目的逐步推进以及仿制药品种集中放量，预计销售费用、管理费用和财务费用有所增长，且占营收比率略有提升。

图表 55: 公司各业务板块的收入拆分和预测

业务	类别	2016	2017	2018E	2019E	2020E
大输液业务	基础输液 (百万元)	5365	6600	6953	7102	7232
	增长率 (%)		23.02%	5.35%	2.14%	1.83%
	毛利率 (%)	61.90%	69.50%	70.20%	70.50%	70.80%
	营养输液 (百万元)	714.0	1180.0	1593.0	2070.0	2530.0
	增长率 (%)	65.27%	35.00%	29.94%	22.22%	65.27%
	毛利率 (%)	72.00%	74.00%	75.00%	75.80%	72.00%
	治疗输液 (百万元)	1500	2100	2520	2890	3265
	增长率 (%)	40.00%	20.00%	14.68%	12.98%	40.00%
	毛利率 (%)	70.00%	76.00%	77.90%	78.56%	78.90%
原料药/中间体	胶体金法营收 (百万元)	1851.5	3294	3583	3736	3792
	增长率 (%)		77.91%	8.77%	4.27%	1.50%
	毛利率 (%)	18.65%	36.12%	32.80%	35.17%	36.24%
非输液制剂	营业收入 (百万元)	1876.22	2948.35	4334.07	5851.00	7606.30
	增长率 (%)		57.14%	47.00%	35.00%	30.00%
	毛利率 (%)	35.68%	50.00%	52.00%	55.00%	57.00%
其他业务	营业收入 (百万元)	104.39	228.99	274.79	329.75	395.69
	增长率 (%)		119.36%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	0.62%	18.65%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	营业收入 (百万元)	11410.63	16351.79	19257.96	21978.80	24645.48
	增长率 (%)		43.30%	17.77%	14.13%	12.13%
	毛利率 (%)	51.21%	59.56%	59.89%	61.24%	62.25%

来源：Wind，国联证券研究所

4.2. 盈利预测与评级

公司逐步进入“三驾马车”齐发力时代，大输液和原料药/中间体业务提供稳定现金流，非输液制剂开始逐步发力，公司持续的产品力和一体化平台优势显现。预计公司2019-2021年实现净利润为15.86/19.63/23.72亿元，EPS为1.10/1.36/1.62元，对应当前股价PE分别为25/20/17倍，维持“推荐”评级。

图表 56：可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			
			TTM	19E	20E	21E
002262.SZ	恩华药业	121.13	22.07	18.64	15.24	12.55
600196.SH	复星医药	695.31	25.62	21.28	17.74	14.86
300003.SZ	乐普医疗	446.66	29.81	26.27	19.82	15.11
300630.SZ	普利制药	150.30	68.21	42.73	26.86	18.21
	均值	353.35	36.43	27.23	19.91	15.19
002422.SZ	科伦药业	399.54	34.28	25.23	20.23	17.21

来源：Wind，国联证券研究所

5. 风险提示

1、行业政策性风险；2、研发及销售不及预期

图表 57: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	526.05	1,228.00	577.74	659.36	741.01	营业收入	11,434.9	16,351.7	19,257.9	21,978.8	24,700.3
应收账款+票据	6,395.06	6,822.83	6,597.34	7,012.24	7,408.66	营业成本	5,567.76	6,612.15	7,723.66	8,518.45	9,346.95
预付账款	428.64	499.51	544.23	591.56	614.49	营业税金及附加	184.61	229.21	269.94	308.08	346.23
存货	2,500.48	2,973.43	3,205.50	3,347.16	3,329.24	营业费用	3,073.85	5,987.23	7,241.00	8,351.94	9,460.25
其他	1,051.84	489.02	1,200.00	1,000.00	1,000.00	管理费用	1,450.09	1,715.64	1,694.70	2,022.05	2,346.54
流动资产合计	10,902.0	12,012.7	12,124.8	12,610.3	13,093.4	财务费用	553.44	631.50	448.86	439.27	404.02
长期股权投资	2,137.71	2,306.30	2,486.30	2,686.30	2,906.30	资产减值损失	306.37	113.49	120.00	130.00	150.00
固定资产	11,065.1	11,259.9	11,161.2	10,989.6	10,710.5	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,091.72	822.93	800.00	750.00	700.00	投资净收益	787.81	146.68	180.00	200.00	220.00
无形资产	1,047.04	920.71	1,443.61	1,794.56	2,088.52	其他	70.21	146.95	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	802.51	1,066.23	1,923.30	2,680.54	3,347.78	营业利润	1,156.83	1,356.20	1,939.80	2,409.00	2,866.40
非流动资产合计	16,144.1	16,376.0	17,814.4	18,901.0	19,753.1	营业外净收益	-15.55	-22.80	0.00	0.00	0.00
资产总计	27,046.2	28,388.8	29,939.2	31,511.3	32,846.5	利润总额	1,141.28	1,333.40	1,939.80	2,409.00	2,866.40
短期借款	2,720.00	2,650.00	3,481.50	4,452.72	5,493.35	所得税	330.19	65.92	263.97	331.35	396.96
应付账款+票据	1,387.07	1,549.80	1,668.39	1,738.99	1,821.76	净利润	811.09	1,267.48	1,675.83	2,077.65	2,469.44
其他	7,341.37	5,775.49	6,022.80	6,026.60	6,071.85	少数股东损益	62.54	54.54	90.00	115.00	140.00
流动负债合计	11,448.4	9,975.29	11,172.6	12,218.3	13,386.9	归属于母公司净利	748.54	1,212.94	1,585.83	1,962.65	2,329.44
长期带息负债	3,496.46	5,449.46	4,579.13	3,588.04	1,949.84						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	118.86	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	3,615.32	5,449.46	4,579.13	3,588.04	1,949.84						
负债合计	15,063.7	15,424.7	15,751.8	15,806.3	15,336.7						
少数股东权益	179.42	200.64	290.64	405.64	545.64						
股本	1,440.00	1,439.85	1,439.85	1,439.85	1,439.85						
资本公积	3,448.20	3,409.31	3,409.31	3,409.31	3,409.31						
留存收益	6,914.83	7,914.32	9,047.62	10,450.2	12,114.9						
股东权益合计	11,982.4	12,964.1	14,187.4	15,705.0	17,509.7						
负债和股东权益总	27,046.2	28,388.8	29,939.2	31,511.3	32,846.5						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	44.61	1,267.60	1,495.83	1,877.65	2,249.44
折旧摊销	805.66	988.98	955.40	1,103.40	1,247.90
财务费用	577.68	651.77	420.76	411.16	375.92
存货减少	-420.31	-538.95	-232.06	-141.66	17.92
营运资金变动	-444.78	594.19	-164.31	-187.84	-291.34
其它	578.56	18.02	120.00	130.00	150.00
经营活动现金流	1,141.41	2,981.61	2,595.62	3,192.72	3,749.85
资本支出	1,477.17	1,329.18	1,200.00	1,100.00	1,000.00
长期投资	2,023.29	1,363.29	1,100.00	1,000.00	1,000.00
其他	1,221.75	1,733.47	-33.77	-20.00	-30.00
投资活动现金流	-2,278.7	-959.00	-2,333.8	-2,120.0	-2,030.0
债权融资	1,891.05	-289.42	-38.83	-19.88	-597.57
股权融资	2.49	7.23	0.00	0.00	0.00
其他	-682.05	-1,099.7	-873.3	-971.2	-1,040.6
筹资活动现金流	1,211.48	-1,381.9	-912.1	-991.1	-1,638.2
现金净增加额	68.54	640.42	-650.26	81.62	81.65

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	33.49%	43.00%	17.77%	14.13%	12.38%
EBIT	35.57%	12.88%	31.89%	19.47%	14.97%
EBITDA	31.04%	16.21%	19.33%	18.32%	14.44%
归属于母公司净利	-9.40%	62.04%	30.74%	23.76%	18.69%
获利能力					
毛利率	51.31%	59.56%	59.89%	61.24%	62.16%
净利率	6.83%	6.94%	8.70%	9.45%	10.00%
ROE	6.34%	9.50%	11.41%	12.83%	13.73%
ROIC	8.75%	9.25%	10.00%	10.91%	11.75%
偿债能力					
资产负债	55.70%	54.33%	52.61%	50.16%	46.69%
流动比率	0.95	1.20	1.09	1.03	0.98
速动比率	0.64	0.86	0.69	0.68	0.65
营运能力					
应收账款周转率	1.81	2.45	2.98	3.20	3.41
存货周转率	2.23	2.22	2.41	2.54	2.81
总资产周转率	0.42	0.58	0.64	0.70	0.75
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.84	1.10	1.36	1.62
每股经营现金流	0.79	2.07	1.80	2.22	2.60
每股净资产	8.20	8.86	9.65	10.63	11.78
估值比率					
市盈率	53.38	32.94	25.19	20.36	17.15
市净率	3.39	3.13	2.88	2.61	2.36
EV/EBITDA	19.31	17.10	14.57	12.34	10.68
EV/EBIT	29.12	26.55	20.46	17.16	14.79

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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、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：0510-85603281

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	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210