

买入 (上调)

目标价: 50.21 港元

现价: 36.20 港元

预期升幅: 38.7%

市场数据

日期 2018.09.04

收盘价(港元)	36.20
总股本(百万股)	452.02
流通股本(百万股)	225.82
总市值(百万港元)	16363.23
流通市值(百万港元)	8174.68
净资产(百万元)	3559.73
总资产(百万元)	4572.32
每股净资产(元)	7.88

数据来源: Wind

相关报告

《抗流感用药龙头,业绩增长超预期》2018-02-06

《业绩符合预期,可威下半年有望恢复较快增长》2017-08-20

《盈利预喜,中期业绩实现高速增长》2017-07-19

《业绩增长较为明确,持续看好》2017-07-03

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

01558.HK 东阳光药

可威持续超预期,产品线不断丰富带来增长新动力

2018年09月05日

主要财务指标

会计年度	2017A	2018H1	2018E	2019E	2020E
营业额(百万元)	1,602	1,482	2,673	3,273	3,953
同比增长	70.1%	123.8%	66.9%	22.5%	20.8%
归母净利润(百万元)	647	635	1,086	1,293	1,571
同比增长	70.0%	110.2%	67.9%	19.0%	21.5%
毛利率	82.5%	83.9%	83.9%	83.9%	83.9%
归母净利润率	40.4%	42.8%	40.6%	39.5%	39.7%
净资产收益率	0.20	0.17	0.28	0.27	0.27
摊薄每股收益(元)	1.43	1.40	2.03	2.42	2.94
市盈率(倍)	21.99	NA	15.49	13.01	10.71

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院估计

投资要点

- **2018H1 业绩高速增长:** 2018年上半年,公司业绩大幅增长,实现营收14.82亿元,同比增长123.8%。归母净利润为6.35亿元,同比增长110.2%。同时公司发行4亿美金可转债引入黑石作为战略合作者。
- **核心产品可威仍有增长空间,销售推进见成效尔同舒快速放量:** 可威是公司的核心产品,是治疗流感的一线药物。2017H2及2018H1受益于流感疫情爆发销售收入爆发式增长,我们认为可威后续的放量并不会疲软,因为1)流感疫情具有季节波动性,但是发病率整体呈上升趋势;2)公司独家拥有颗粒剂型专利,独享儿童流感用药的庞大市场空间;3)各级医院覆盖率都有可观的提升空间,OTC端销售或成为新的业绩增长点。2018H1尔同舒销售收入约4000万元,同比大幅增长约119%,主要是由于公司收回代理改为自营后加强销售推广,这也为未来胰岛素产品打下良好基础。
- **丙肝新药疗效优异有望享受DAA疗法蓝海,二、三代胰岛素即将迎来收获期:** 公司的丙肝新药依米他韦已进入三期临床,预计2020年推出上市,该产品与索非布韦联用的病毒应答率可达100%。公司与太景医药合作开发的伏拉瑞韦目前处于临床II期。公司的抗丙肝药物推出后将有望享受刚方兴未艾的国内DAA疗法蓝海市场。公司在糖尿病领域完整布局了二三代胰岛素,其中重组人胰岛素已经申报生产,2018年底或2019年初有望上市,胰岛素产品陆续步入收获期。
- **背靠集团研究院,仿制药国外转国内享受政策红利:** 公司背靠集团研发实力强大的研究院,研究院拥有大量的在研新药和仿制药,公司享有其研发产品的优先购买权。公司新近从研究院收购了6个仿制药,通过国外转国内的申报方式视同通过一致性评价,享受政策红利。
- 我们预测公司2018-2020年营业收入为26.7/32.7/39.5亿元,归母净利润为10.9/12.9/15.7亿元,稀释EPS分别为2.03、2.42、2.94元,2018年9月4日收盘价对应PE为15.5倍、13.0倍、10.7倍。我们维持目标价为50.21港元,上调至“买入”评级。

风险提示: 可威销售增长不及预期,一致性评价相关政策变化,在研产品开发进度不及预期,新收购仿制药销售不及预期



目录

1. 公司业绩：2018 H1 业绩喜人，归母净利润同比增长 110.2%	- 5 -
2. 可威：流感发病率创新高，核心产品不断发力	- 5 -
2.1 流感发病率呈上升趋势，催化抗流感药物市场需求	- 6 -
2.2 奥司他韦为抗流感药物市场龙头产品，位列卫计委流感诊疗推荐药物首位	- 7 -
2.3 公司为奥司他韦行业龙头，独家颗粒剂型占据儿童用药市场	- 8 -
2.4 渠道：医院渗透率仍有上升空间，布局 OTC 端或成为新的业绩推动力	- 9 -
3. 尔同舒：销售发力大幅放量，先行探路为胰岛素产品打下基础	- 12 -
4. 在研管线：抗丙肝药物疗效优异，二三代胰岛素布局完善	- 13 -
4.1 抗丙肝药物：1.1 类新药疗效优异，有望享受国内 DAA 疗法蓝海市场	- 13 -
4.2 胰岛素：完整布局二、三代胰岛素产品，价格优势助力进口替代	- 15 -
5. 仿制药：收购六个仿制药品种，国外转国内享受政策红利	- 18 -
5.1 国外转国内，视同通过一致性评价抢占市场先机	- 19 -
5.2 盐酸莫西沙星片：有望成为公司下一个重磅品种	- 19 -
5.3 克拉霉素：“289 目录”品种，视同通过一致性评价享受政策红利	- 20 -
5.4 左氧氟沙星片：“289 目录”品种，进口替代空间巨大	- 22 -
5.5 奥美沙坦酯片：高血压发病率上升叠加诊疗率提升	- 23 -
5.6 艾司奥美拉唑肠溶片：第二代质子泵抑制剂，竞争格局良好	- 26 -
6. 背靠集团研究院，获得强大研发实力后援	- 29 -
7. 黑石战略投资彰显对公司信心	- 30 -
8. 上调至“买入”评级	- 32 -
9. 风险提示	- 32 -

表目录

表 1: 公司的产品线覆盖抗病毒、内分泌、心脑血管等领域.....	- 6 -
表 2: 抗流感病毒药物分类	- 7 -
表 3: 卫计委流感诊疗方案推荐奥司他韦作为流感治疗药物.....	- 8 -
表 4: DAA 疗法相比于传统丙肝治疗方案优势明显.....	- 14 -
表 5: 批准的 DAA 及国内其他正进行或已完成 III 期临床试验的已知国产 DAA. - 14 -	- 14 -
表 6: 国内上市的胰岛素产品	- 15 -
表 7: 公司胰岛素在研产品	- 17 -
表 8: 公司收购的六个仿制药产品简介	- 18 -
表 9: 除克拉霉素片和左氧氟沙星片之外四个产品竞争格局较好.....	- 18 -
表 10: 六个仿制药品种均无通过一致性评价的厂商.....	- 19 -
表 11: 沙坦类是新一代降压药	- 24 -
表 12: 艾司奥美拉唑为第二代质子泵抑制剂.....	- 27 -
表 13: 艾司奥美拉唑口服剂型竞争格局良好.....	- 29 -
表 14: 集团研究院部分重点在研药物	- 30 -
表 15: 同行业公司估值水平 (Bloomberg 一致预期)	- 32 -

图目录

图 1: 公司营收快速增长	- 5 -
图 2: 公司归母净利润同比增长 110.2%	- 5 -
图 3: 可威是公司营收的主要贡献者(万元)	- 6 -
图 4: 流感发病率及死亡率呈上升趋势	- 7 -
图 5: 2017 年样本医院抗病毒药物销售构成	- 8 -
图 6: 国内样本医院奥司他韦销售构成(百万元)	- 9 -
图 7: 奥司他韦 75mg 胶囊样本医院平均销售价格(元)	- 9 -
图 8: 可威颗粒二三级医院覆盖率	- 10 -
图 9: 可威胶囊二三级医院覆盖率	- 10 -
图 10: 感冒用药与奥司他韦颗粒剂型销售额与销量对比	- 11 -
图 11: 国内实体药店药品销售规模(亿元)	- 11 -
图 12: 重点城市零售药店各品类市场份额	- 11 -
图 13: 2017 年样本医院降尿酸药构成占比	- 12 -
图 14: 2017 年样本医院苯溴马隆竞争格局	- 12 -
图 15: 2018 年上半年尔同舒销售收入爆发式增长	- 13 -
图 16: 样本医院胰岛素销售额(百万元)	- 16 -
图 17: 样本医院二代胰岛素市场份额(按公司)	- 16 -
图 18: 样本医院二代胰岛素市场份额(按产品)	- 16 -
图 19: 样本医院甘精胰岛素市场份额	- 17 -
图 20: 样本医院门冬胰岛素市场份额	- 17 -
图 21: 莫西沙星样本医院销售额(百万元)	- 20 -
图 22: 克拉霉素样本医院销售额(百万元)	- 21 -
图 23: 克拉霉素样本医院市场竞争格局	- 21 -
图 24: 左氧氟沙星口服剂型样本医院销售额(百万元)	- 22 -
图 25: 左氧氟沙星口服剂型样本医院市场竞争格局	- 22 -
图 26: 中国高血压发病率快速上升	- 23 -
图 27: 高血压诊疗状况加速提升	- 24 -
图 28: 国内降压药销售额(亿元)	- 25 -
图 29: 样本医院降压药市场构成(按产品)	- 25 -
图 30: 奥美沙坦酯样本医院销售额(百万元)	- 25 -
图 31: 奥美沙坦酯样本医院市场竞争格局	- 26 -
图 32: 质子泵抑制剂是应用最广的消化性溃疡药物	- 27 -
图 33: 2016 年国内样本医院 PPI 市场格局	- 28 -
图 34: 艾司奥美拉唑样本医院销售额(百万元)	- 28 -
图 35: 艾司奥美拉唑样本医院市场竞争格局	- 29 -
图 36: 可转换债券倘获发行并按初始价格转换后公司股权结构变动	- 31 -

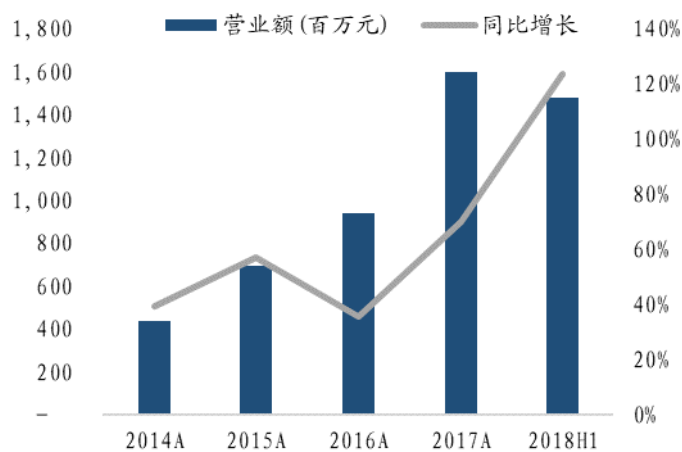
报告正文

1. 公司业绩：2018 H1 业绩喜人，归母净利润同比增长 110.2%

2018 年上半年，公司业绩大幅增长，实现营收 14.82 亿元，同比增长 123.8%。来自可威产品的销售收入为 13.54 亿元，同比增长 143.1%。实现毛利 12.43 亿元，同比增长 130.0%。税息、折旧及摊销前利润为 7.45 亿元，同比增长 105.3%。归属于公司权益持有人的溢利及全面收益总额为 6.35 亿元，同比增长 110.2%。每股基本及摊薄盈利为人民币 1.40 元。

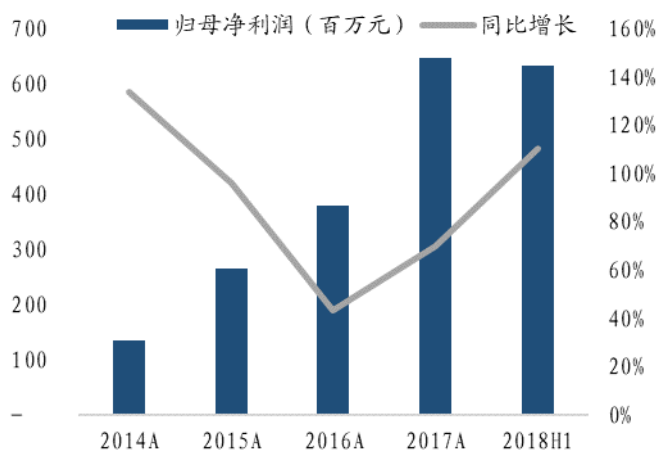
董事会建议派发截至 2018 年 6 月 30 日止六个月中期股息每股人民币 0.40 元(含税)，共计人民币 1.81 亿元。

图 1：公司营收快速增长



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2：公司归母净利润同比增长 110.2%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 可威：流感发病率创新高，核心产品不断发力

可威是公司核心产品，销售额持续上升推动公司业绩增长。公司的产品主要针对于抗病毒、内分泌、心血管、抗肿瘤等疾病治疗领域，其中抗病毒药物可威（奥司他韦）系列为公司核心产品，目前，公司是中国市场唯一一家磷酸奥司他韦颗粒剂生产商。除可威之外，公司的产品还有内分泌领域的尔同舒，心脑血管领域的欧美宁、欣海宁等。

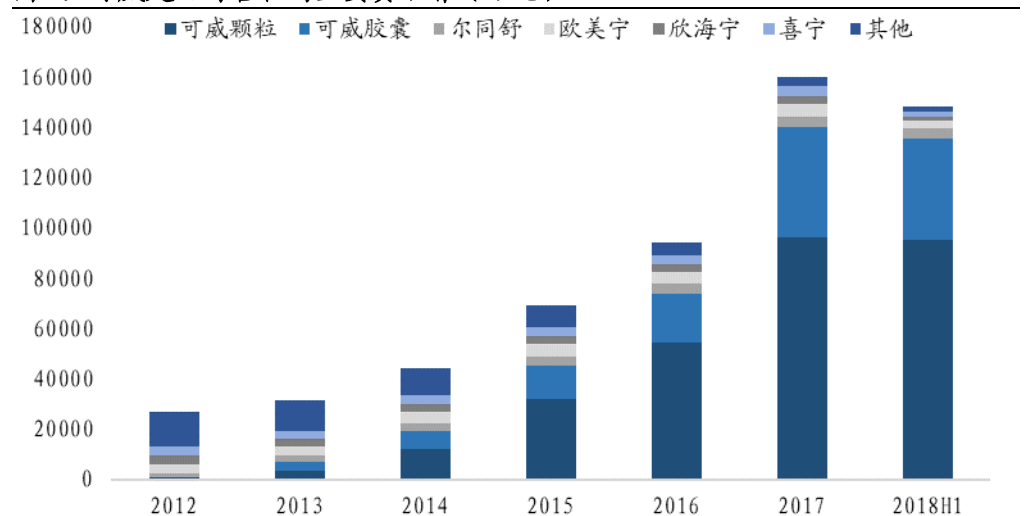
表 1: 公司的产品线覆盖抗病毒、内分泌、心脑血管等领域

治疗领域	商品名	通用名	适应症	医保
抗病毒	可威颗粒	磷酸奥司他韦	抗流感病毒	国家乙类
	可威胶囊			
内分泌代谢	尔同舒	苯溴马隆片	高尿酸血症	国家乙类
心脑血管	欧美宁	替米沙坦片	高血压	国家乙类
	欣海宁	氨氯地平片	高血压等	国家甲类
其他治疗领域	喜宁	西替利嗪分散片	过敏性鼻炎、荨麻疹等	国家乙类

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年上半年, 可威颗粒实现收入 9.53 亿元, 可威胶囊实现收入 4.00 亿元, 同比增长分别达到 156.3% 和 116.7%。二者占到总营收的 91.3%, 是公司的核心产品。

图 3: 可威是公司营收的主要贡献者(万元)

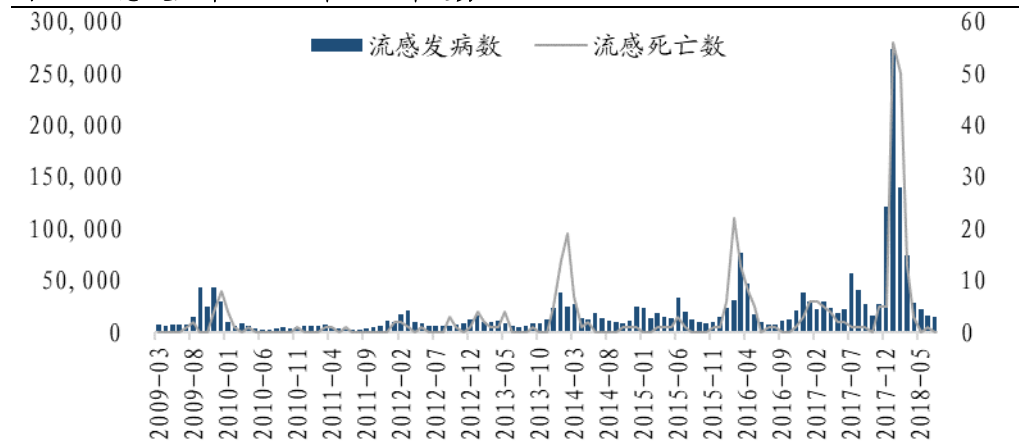


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.1 流感发病率呈上升趋势, 催化抗流感药物市场需求

流感发病率呈上升趋势。流行性感冒(俗称“流感”)是病毒性疾病的一种, 由流行性感冒病毒所引致。据世界卫生组织公布的资料显示, 全球每年流感病例为 6 亿~12 亿人, 其中重症流感有 300 万~500 万人。我国的流感发病率和报告死亡数呈现出逐年上升的趋势, 根据卫计委的统计, 2016 年全国哨点医院报告的流感发病数为 30.6 万例, 2017 年达到 44.1 万例, 2018 年前七个月达 57.1 万例, 已超过去年全年总和。2018 年前七个月报告死亡数更是达到 123 例, 远超去年全年的 38 例。

图 4: 流感发病率及死亡率呈上升趋势



数据来源: 卫计委, 兴业证券经济与金融研究院整理

逐年上升的流感发病率, 以及健康意识提升带来的渗透率上升, 将会扩大抗流感病毒药物的整体市场。已成药的抗流感药物主要集中在三个靶点, 分别对应病毒感染到离开宿主细胞过程中的三个重要步骤。

表 2: 抗流感病毒药物分类

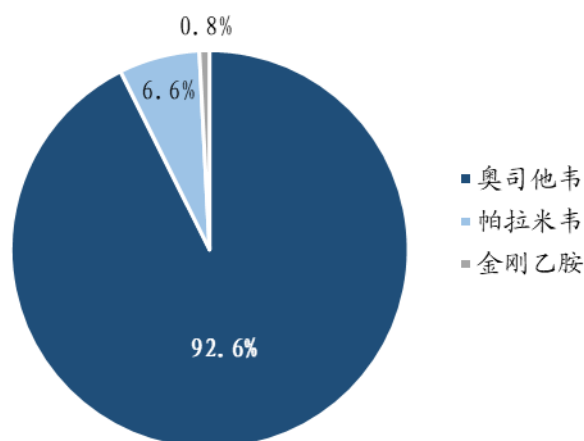
靶点	机理	药物	上市时间	生产企业
M2 离子通道抑制剂	阻止病毒从 endosome 进入细胞质	金刚烷胺	1967	多家生产商
		金刚乙胺	1993	多家生产商
神经氨酸酶 NA 抑制剂	阻止病毒离开细胞	奥司他韦	1999	颗粒: 东阳光 胶囊: 罗氏、东阳光、中西三维
		扎那米韦	2000	GSK、南京先声东元制药
		帕拉米韦	2004	广州南新制药
		阿比多尔	1993	多家生产商
聚合酶抑制剂	阻止病毒复制	法匹拉韦	2014	国内未上市

资料来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 奥司他韦为抗流感药物市场龙头产品, 位列卫计委流感诊疗推荐药物首位

奥司他韦是抗流感药物市场龙头产品。其中 M2 离子通道抑制剂金刚烷胺和金刚乙胺上市较早, 流感病毒对其耐药性较强, 市场份额快速下滑。而 RNA 聚合酶抑制剂法匹拉韦尚未在国内上市。因此目前国内抗病毒化学药物市场主要由神经氨酸酶 NA 抑制剂, 尤其是奥司他韦所占据。2017 年, 全国样本医院抗病毒化学药物市场为 3.23 亿元, 其中奥司他韦占比达到 92.61%。

图 5：2017 年样本医院抗病毒药物销售构成



数据来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

疗效显著，位列卫计委流感诊疗方案推荐药物首位。奥司他韦是目前抗流感病毒最有效的药物之一，疗效显著。流感病程方面，奥司他韦可使其缩短约 30%（约 24-35.8 小时）。病情严重程度方面，奥司他韦可使其减轻约 38%，与未使用者相比，死亡风险降低约 19%，若在发病 48 小时内使用则病死率可降低约 50%。同时，奥司他韦可以有效降低流感并发症的发生几率，降幅约为 50%。在 2018 年国家卫计委发布的《流行性感冒诊疗方案（2018 版）》中，明确将奥司他韦、扎那米韦、帕拉米韦作为抗流感病毒的有效药物，其中奥司他韦位列首位。因此，奥司他韦受到医生和患者的高度青睐，在流感爆发季节，甚至多地出现奥司他韦缺货的现象，可见其旺盛的市场需求。

表 3：卫计委流感诊疗方案推荐奥司他韦作为流感治疗药物

推荐药物	内容
神经氨酸酶抑制剂（NAI）	对甲型、乙型流感均有效
奥司他韦	适用于成人和 1 岁及 1 岁以上儿童。对于吞咽胶囊有困难儿童，可选用奥司他韦颗粒剂。对用药过程中无效或病情加重的患者，要注意是否出现耐药。
扎那米韦	用于成人及 7 岁以上青少年，但吸入剂不建议用于重症或有并发症的患者。
帕拉米韦	适用于成人及儿童，目前临床应用数据有限，应严密观察不良反应。
离子通道 M2 阻滞剂金刚烷胺和金刚乙胺	仅对甲型流感病毒有效，但目前监测资料显示甲型流感病毒对其耐药，不建议使用。

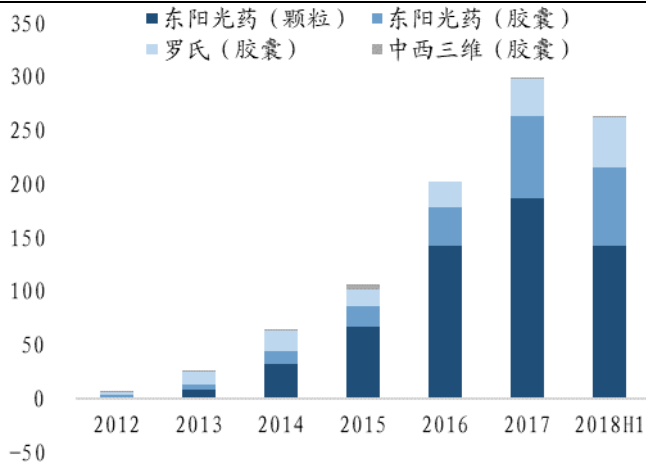
资料来源：《流行性感冒诊疗方案（2018 版）》，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 公司为奥司他韦行业龙头，独家颗粒剂型占据儿童用药市场

目前国内上市的奥司他韦有三家生产厂商，其中胶囊剂的生产厂商有东阳光药、罗氏、及中西三维，颗粒剂的生产厂商仅有东阳光药。东阳光药市场份额最大，2017 年达到样本医院市场份额达到 84.0%，罗氏占 16.0%，中西三维占比极小。与罗氏的产品（达菲）相比，公司的产品价格较低。以 75mg 规格的胶囊剂而论，罗氏 2017 年样本医院的平均销售价格为 22.44 元，而公司的可威仅为 13.85 元。

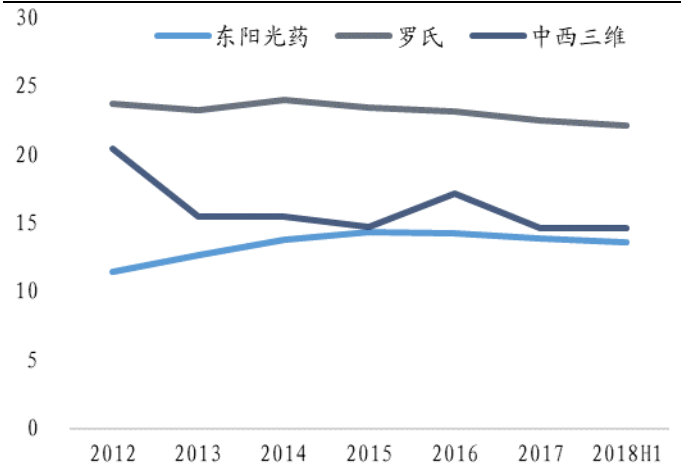
价格优势有利于公司在于罗氏的竞争中进一步抢占市场份额。同时由于颗粒剂型仅有公司生产，而颗粒剂占比达到 54.4%，在颗粒剂市场的独家地位也将提升公司在奥司他韦领域的竞争力。

图 6: 国内样本医院奥司他韦销售构成(百万元)



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7: 奥司他韦 75mg 胶囊样本医院平均销售价格(元)



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

奥司他韦的颗粒剂型为公司独家专利产品，占据儿童用药的庞大市场。儿童流感发病率更高，根据世界卫生组织（WHO）数据，全球流感每年的发病率成人约为 5%-10%，儿童约为 20%-30%。中国每年估计有 10%-15% 的儿童因流感感染需要就诊，在流感高发季节，可有超过 40% 的学龄前儿童和 30% 的学龄儿童因流感需要接受治疗。颗粒剂型在儿童用药中更具优势，在卫计委发布的《流行性感冒诊疗方案（2018 版）》中，明确指出奥司他韦适用于成人和 1 岁及 1 岁以上儿童，对于吞咽胶囊有困难儿童，可选用奥司他韦颗粒剂。

2.4 渠道: 医院渗透率仍有上升空间, 布局 OTC 端或成为新的业绩推动力

二三级医院覆盖率仍有空间。2018 年上半年，可威颗粒覆盖的三级、二级医院分别为 1552 家、6737 家，对应渗透率分别为 63.8%、78.7%；可威胶囊覆盖的三级、二级医院分别为 1243 家、4028 家，对应渗透率分别为 51.1%、47.1%。虽然相较于 2017 年有较大提升，但是仍然有相当可观的可提升空间。

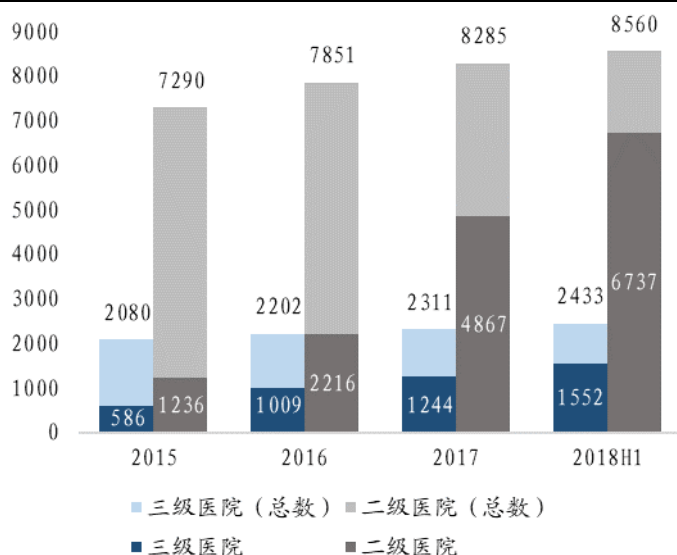
一级医院是业绩增长新沃土。在一级医院方面，可威的覆盖率仅 3%，一级医院数量到达 10,185 家，一级、社区和县级医院也是感冒患者首诊的重要渠道之一，这将是可威未来渠道和市场拓展的沃土。

单院销售额增加与医院覆盖率上升共同推动可威业绩增长。现在已覆盖的医院，尤其是新覆盖的医院，单院销售也未及顶，17 年底 18 年初全国范围内大面积出现奥司他韦供不应求的状况，18 年底预计将有缓解，意味着单院渗透率将持续上

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

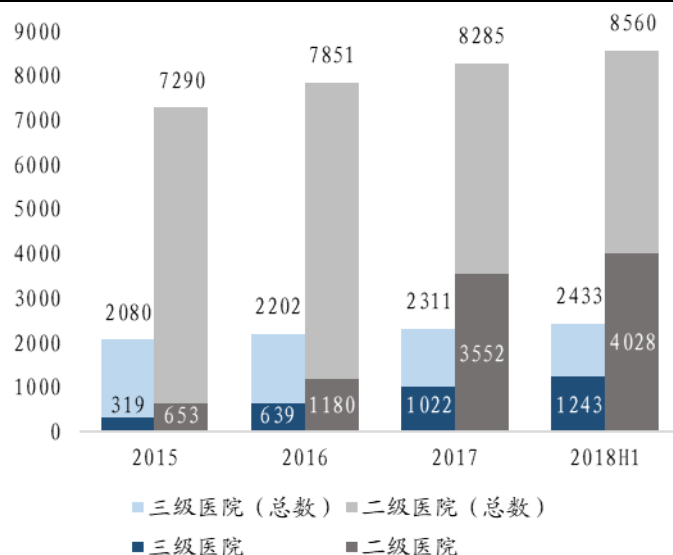
升。上半年平均单院销售额胶囊仅约为 7.6 万人民币，颗粒仅为 11.5 万人民币，对应人份仅为各数百份。14 年至 17 年年底，每年均有媒体报道多儿童医院因流感日均门诊量井喷，平均日均门诊量数千，甚至过万，我们认为平均单院销售也仍有很大空间。

图 8: 可威颗粒二三级医院覆盖率



数据来源: 公司公告, 卫计委, 兴业证券经济与金融研究院整理

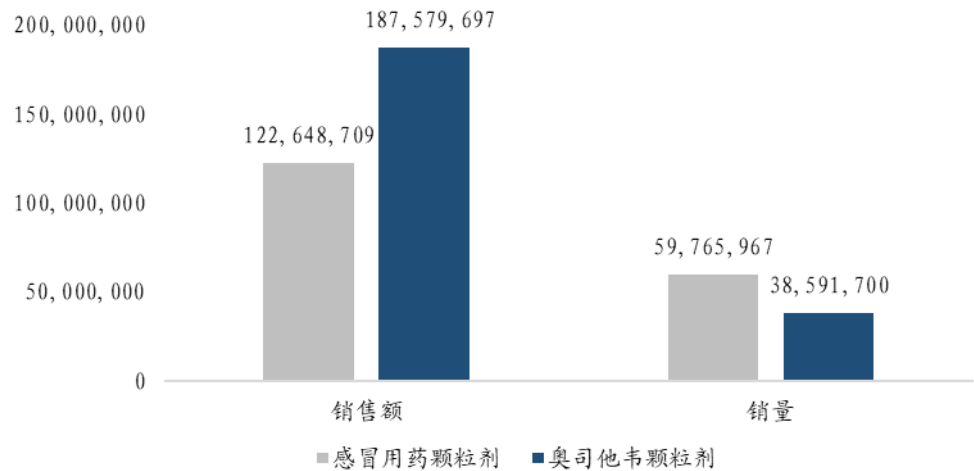
图 9: 可威胶囊二三级医院覆盖率



数据来源: 公司公告, 卫计委, 兴业证券经济与金融研究院整理

2017 年全国样本医院感冒用药销售额为 3.20 亿元, 几乎与抗流感药物的 3.22 亿元相当, 因为价格不同, 前者的用量远高于后者, 另外基层中药注射剂市场也未得到有效统计。由于奥司他韦的医院渗透率以及 2017 年底流感爆发期间缺货, 我们认为部分流感需求不得不由普通感冒用药替代满足。随着可威医院覆盖率的提升以及公司对疫情爆发准备更为充分, 能够保证供应量, 更好地满足流感需求, 这部分替代将得到纠正。以颗粒剂型的感冒用药而论, 2017 年样本医院销售额为 1.23 亿元, 不及奥司他韦颗粒剂的 1.86 亿元, 而其销量却是奥司他韦颗粒的 1.55 倍。

图 10: 感冒用药与奥司他韦颗粒剂型销售额与销量对比

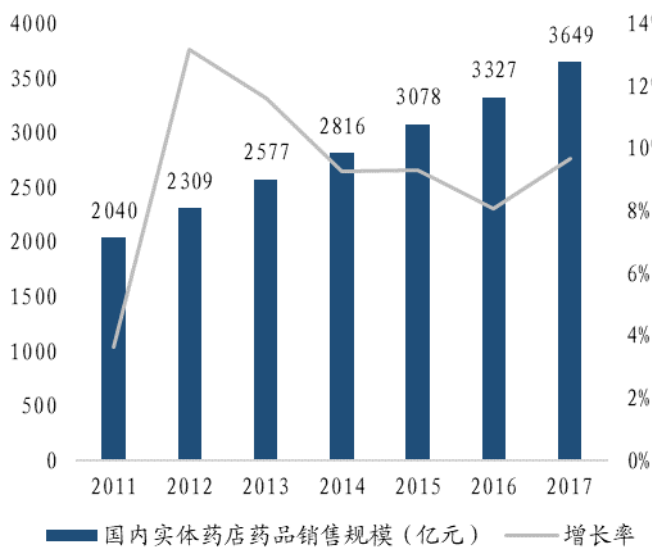


数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

布局 OTC 端, 有望成为新的业绩增长点。公司对可威进行了 OTC 线的布局, 从今年 3 月 20 日, 可威以 25mg 规格的颗粒剂为主正式开始 OTC 销售, 目前已覆盖 1300 家连锁客户, 其中一半开始发货。

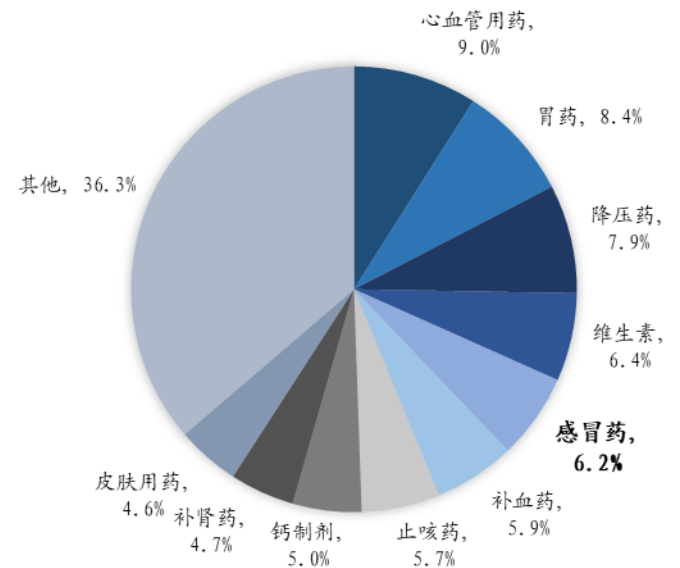
我国实体零售药店总销售规模持续稳健增长, 2017 年零售药品销售额达到 3649 亿元, 同比增长 9.7%。在庞大的药品零售市场中, 感冒药占比达到 6.2%, 在零售药品分类中位列第四。在公司布局之前, OTC 端并无抗流感病毒药物, 存在巨大的市场空白, 部分流感需求同样由普通感冒用药替代性满足。公司的奥司他韦作为抗流感病毒龙头产品, 进入 OTC 端之后, 将有望纠正这部分错误用药。尤其是在去年冬季的流感潮中树立起的品牌效应将助力可威在 OTC 渠道的销售。

图 11: 国内实体药店药品销售规模(亿元)



数据来源: 米内网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 12: 重点城市零售药店各品类市场份额



数据来源: 米内网, 兴业证券经济与金融研究院整理

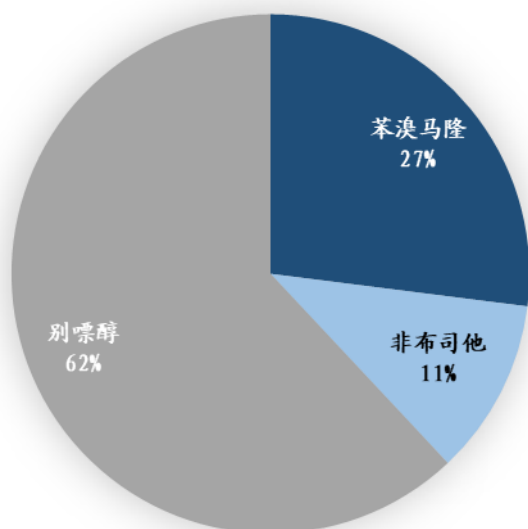
3. 尔同舒：销售发力大幅放量，先行探路为胰岛素产品打下基础

高尿酸血症又称痛风，是一组嘌呤代谢紊乱所致的疾病。近年来，随着饮食结构的改变，动物蛋白及脂肪的摄入增多导致嘌呤的过量吸收，使高尿酸血症的发生率呈现增长趋势，目前我国高尿酸血症患者已达到约 1.3 亿人，约占总人口的 1/10。高尿酸已和高血压、高血脂和高血糖并列成为“四高”。

目前国内应用较广的降尿酸药主要为非布司他、苯溴马隆、别嘌醇。苯溴马隆是中国大陆、日本和台湾地区指南推荐的高尿酸血症一线用药，也是性价比最高的降尿酸药物。2017 年全国样本医院降尿酸药销售额达到 2.91 亿元，同比增长 48.4%。

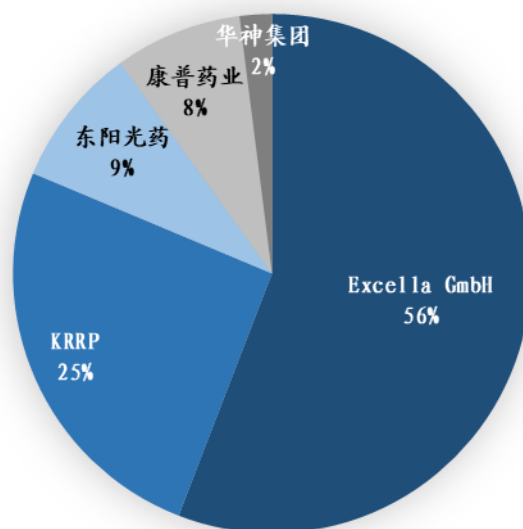
苯溴马隆销售额由 2012 年的 3348 万元增长至 2017 年的 7923 万元，复合增长率为 19%，2017 年销售额同比增长 12%。其中外企 Excella GmbH 和 KRRP 占据了大部分市场，二者占比分别为 55.9%、25.4%。公司的尔同舒是占比最高的国产药物，样本医院销售占比为 8.8%。

图 13：2017 年样本医院降尿酸药构成占比



数据来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

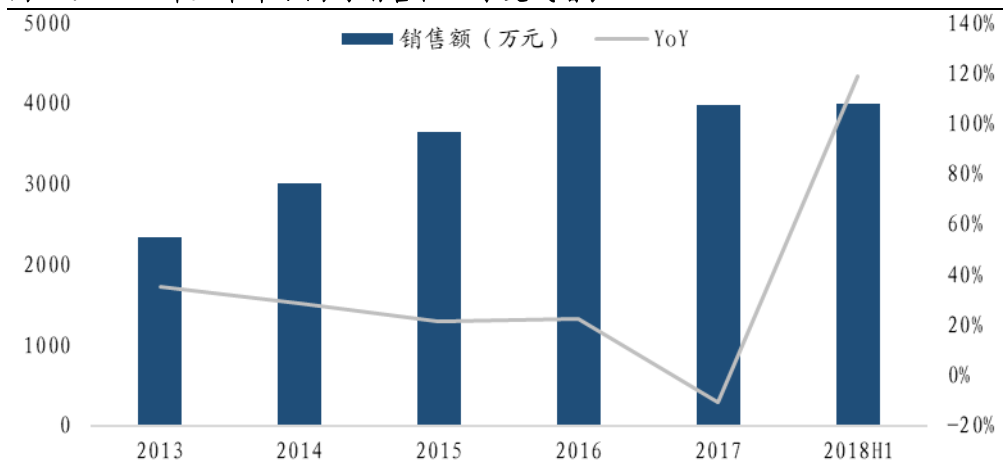
图 14：2017 年样本医院苯溴马隆竞争格局



数据来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

2017 年，公司的尔同舒销售收入为 39.7 百万元，同比下降了 10.9%，这主要是由于 2017 年公司对尔同舒的销售模式进行了改革，从代理收回成为自营。销售模式改革完成之后，公司全力推进尔同舒的销售，目前尔同舒有 250 人推广团队，2018 年底到 400 人左右。销售的推进取得了很好的成果，2018 年上半年尔同舒实现销售额约 4000 万元，同比增长约 119%。未来尔同舒的销售额继续上升将成为公司新的过亿品种。

图 15：2018 年上半年尔同舒销售收入爆发式增长



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，尔同舒对应的科室、医生、患者和胰岛素产品高度重叠，因此公司在尔同舒的推广上建立的销售团队和营销网络将为未来胰岛素产品的销售打下坚实的基础。

4. 在研管线：抗丙肝药物疗效优异，二三代胰岛素布局完善

4.1 抗丙肝药物：1.1 类新药疗效优异，有望享受国内 DAA 疗法蓝海市场

除流感之外，在抗病毒领域公司有两个针对丙型肝炎的 1.1 类新药，即依米他韦和伏拉瑞韦。公司与广东东阳光药业有限公司订立协议，并获得在研发完成后在全球范围生产及销售磷酸依米他韦及后续直接抗病毒化合物的权利。同时公司和太景医药合作开发了 NS3/4A 蛋白酶抑制剂伏拉瑞韦，以丰富抗丙肝药物产品线并与依米他韦形成联用。

丙型肝炎为一种由丙型肝炎病毒引起的广泛传染性肝脏疾病，常见的传播途径为不安全的医疗程序、使用未经妥善消毒的医疗设备及输送未经筛查的血液以及血液制品。丙型肝炎是中国慢性肝病的主要病因之一，包括肝硬化和肝癌。

新疗法获批推动治疗率提升。在国内，现行治疗丙肝临床通用的治疗方案仍然是干扰素加利巴韦林联合治疗方案。于 2017 年，新的且更有效的针对丙型肝炎疗法——直接抗病毒药物（DAA）被批准并商业化。相对于传统的干扰素治疗方案，DAA 疗法疗效具有显著优势，其治愈率（SVR 率）可达到 90% 以上，而传统疗法仅 60%。

表 4: DAA 疗法相比于传统丙肝治疗方案优势明显

	干扰素+利巴韦林联合治疗	DAA 疗法
疗程	48/72 周	12/24 周
SVR 率*	SVR24 60%	>90%
途径	注射	口服/口服及注射

* SVR 率指持续病毒学应答率, 界定为丙型肝炎感染的治疗完成后 12 和 24 周 (SVR12 和 SVR24), 丙型肝炎 RNA 的水平低于某一阈值, 表明该患者已治愈。

资料来源: 弗若斯特沙利文, 兴业证券经济与金融研究院整理

按照美国的经验, 在推出丙型肝炎的治疗性 DAA 疗法 (如 Sovaldi) 后, 2016 年丙型肝炎的治疗率提高了两倍, 由 2013 年的 2.4% 升至 2017 年的 7.2%, DAA 药物的销售收入由 2012 年的 3.87 亿美元大幅增加至 2016 年的 95.46 亿美元。国内的 DAA 疗法 2017 年才开始获批, 目前药物种类和销售都较少。目前已经上市销售的进口 DAA 药物有 4 种, 国产 DAA 仅歌礼制药的达诺瑞韦, 该产品于 2018 年 6 月开始销售。

公司的依米他韦目前处于临床 III 期, 预计 2019 年推出上市, 该产品与索非布韦联用的病毒应答率可达 100%。公司与太景医药合作开发的伏拉瑞韦目前处于临床 II 期, 同时 2017 年 11 月在中国启动了与磷酸依米他韦联用的 DDI 研究。凭借优异疗效及联合治疗方案, 公司的抗丙肝药物推出后将有望享受刚方兴未艾的国内 DAA 疗法蓝海市场。

表 5: 批准的 DAA 及国内其他正进行或已完成 III 期临床试验的已知国产 DAA

公司	通用名/代码	靶点	适应症	疗法	SVR	疗程	进度	分类	定价 (RMB)
Gilead	Sovaldi	NS5B	GT1	SOF+PR	94%	12 周	2017.09 获批	第 5 类药物	58,980
			GT1	SOF+RBV	95%	24 周			117,960
			GT2		92%	12 周			58,980
			GT3		95%	24 周			117,960
	Epclusa	NS5B+NS5A	GT1	SOF+VEL	98.4%	12 周	2018.05 获批	第 5 类药物	不适用
			GT2		100%				
			GT3		95%				
			GT4		100%				
BMS	Daklinza/Sunvepra	NS5A+NS3/4A	GT1b	DCV+ASV	91%	24 周	2017.04 获批	第 5 类药物	57,810
AbbVie	Viekirax/Exviera	NS5A/NS3/4A+NS5B	GT1b	OBV/PTV+DSV	99.5%	12 周	2017.09 获批	第 5 类药物	58,968
Janssen	Olysio	NS3/4A	GT1	SMV+PR	91%	24/48 周	2017.08 获批	第 5 类药物	未上市
Merck	Zepatier	NS3/4A+NS5A	GT1	EBR/GRZ	95%	12 周	2018.05 获批	第 5 类药物	不适用
歌礼 (Ascleptis)	戈诺卫	NS3/4A	GT1	达诺瑞韦+PR	97%	12 周	2018.06 获批	第 1 类药物	39,996
			GT4		100%	12 周			
	拉维达韦	NS5A+NS3/4A	GT1	拉维达韦+戈诺卫	99%	12 周	完成 III 期临床试验	第 1 类药物	不适用
			GT1a		99%				
			GT1b		96%				
			GT2		100%				
			GT3		97%				
			GT4		95%				
GT6	87%								
东阳光药	依米他韦	NS5A+NS5B	GT1	依米他韦+SOF	100%	12 周	正在进行 III 期临床试验	第 1 类药物	不适用
凯因科技	KW-136	NS5A+NS5B	GT1 至 6	KW-136+SOF	不适用	12 周	于 2018 年 6 月提交上市申请	第 1 类药物	不适用

数据来源: 歌礼制药招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.2 胰岛素：完整布局二、三代胰岛素产品，价格优势助力进口替代

我国是糖尿病大国，糖尿病发病率持续上升。糖尿病是现代社会对人类健康威胁度最高的慢性病之一，具有发病率高、并发症多、难以治愈等特点。近年来由于城市化和老龄化进程加快，同时伴随着生活方式的改变，导致肥胖和超重人口数量增加，我国糖尿病的发病率有逐年增高的趋势。根据国际糖尿病联盟（IDF）的统计数据，2017年全球糖尿病患者数量达到4.25亿，我国糖尿病患者人数已经达到1.14亿人，呈现快速增长态势。

胰岛素是控制血糖的最终防线。尽管各种降糖新药不断涌现，胰岛素作为控制血糖的最终防线，其作用无可替代。胰岛素可分为一、二、三代。一代胰岛素指从动物机体提取的胰岛素，由于易导致人体出现免疫反应，现在基本被淘汰；二代胰岛素指人工合成的重组人胰岛素，其氨基酸序列和人体自身的胰岛素完全一致；三代胰岛素则是修改了人胰岛素蛋白的氨基酸序列，既模拟人胰岛素的生理活性，又可以具备一些独特的优势。另外超长效的德谷胰岛素也被称为第四代胰岛素。

按照时效性的长短，胰岛素又可以分为短效、中效、长效、和预混。其中预混指将短效胰岛素和中/长效胰岛素按一定比例预先混合制成，可同时满足基础和餐时胰岛素的双重需求，更好地模拟生理性胰岛素分泌。

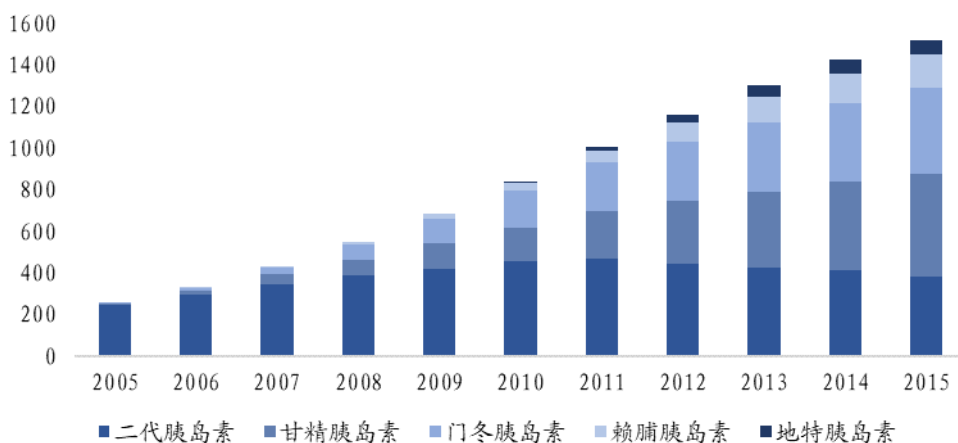
表 6：国内上市的胰岛素产品

代际	时效	医保	类别	起效时间	峰值时间	持续时间	商品名	厂商	
第二代	短效	甲类	重组人胰岛素	0.2-1h	2-4h	5-8h	诺和灵 R	诺和诺德	
							优泌林 R	礼来	
							甘舒霖 R	通化东宝	
							万邦林 R	江苏万邦	
							优思灵 R	珠海联邦	
	中效	甲类	精蛋白重组人胰岛素	2.5-5h	5-7h	13-16h	诺和灵 N	诺和诺德	
							优泌林 N	礼来	
							甘舒霖 N	通化东宝	
							万邦林 N	江苏万邦	
							优思灵 N	珠海联邦	
预混	甲类	预混	3-4h	8-10h	20h	诺和灵 30R, 50R	诺和诺德		
						优泌林 30R	礼来		
						甘舒霖 30R, 40, 50R	通化东宝		
						万邦林 30R, 50R	江苏万邦		
						优思灵 30R, 50R	珠海联邦		
第三代	速效	乙类	门冬胰岛素	0.2h	1-2h	4-6h	诺和锐	诺和诺德	
			赖脯胰岛素	0.2h	1-1.5h	4-5h	优泌乐 速秀霖	礼来 甘李	
	长效	乙类	甘精胰岛素	2-3h	无峰值	30h	来得时 长秀霖 优乐灵	赛诺菲 甘李 珠海联邦	
			地特胰岛素	3-4h	3-14h	24h	诺和平	诺和诺德	
			预混	乙类	赖脯预混	-	-	-	优泌乐 25R, 50R 速秀霖 25R
	门冬预混	-			-	-	诺和锐 30R, 50R	诺和诺德	
	第四代	超长效	无	德谷胰岛素	-	-	42h	诺和达	诺和诺德

数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

三代胰岛素快速增长，二代产品仍有市场。与二代胰岛素相比，速效三代胰岛素起效时间快，长效三代胰岛素则有更长的持续时间，因此三代胰岛素市场快速扩大，2015年样本医院销售额达11.4亿元，同比增长12.2%，2010年至2015年复合增长率24.8%。而二代胰岛素样本医院销售额有所下降，2015年为3.8亿元，同比下降7.5%。

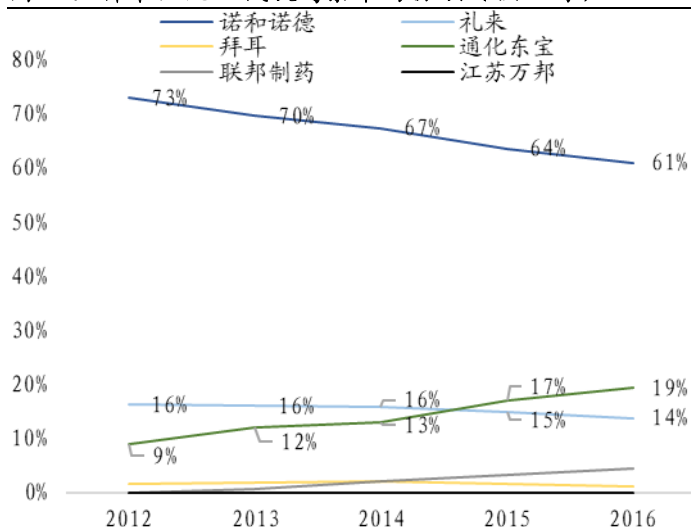
图 16: 样本医院胰岛素销售额 (百万元)



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

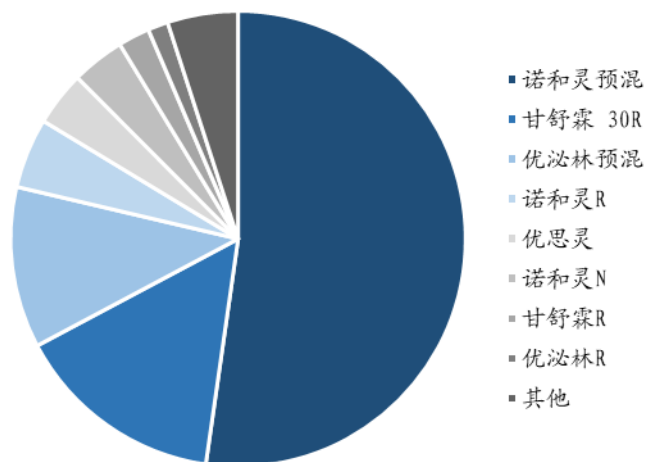
二代胰岛素进口药企占据主要市场份额，进口替代趋势明显。在二代胰岛素市场中，诺和诺德、礼来、和拜耳三家海外药企占据主导，市场份额合计超过76%。国内企业占据约24%市场份额。但是二代胰岛素市场进口替代趋势明显，诺和诺德、礼来的市场份额不断下降，而且尚有很大的进口替代空间。公司的重组人胰岛素和精蛋白重组人胰岛素预混30R上市后有望在进口替代趋势中获得可观的市场份额。

图 17: 样本医院二代胰岛素市场份额 (按公司)



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 18: 样本医院二代胰岛素市场份额 (按产品)



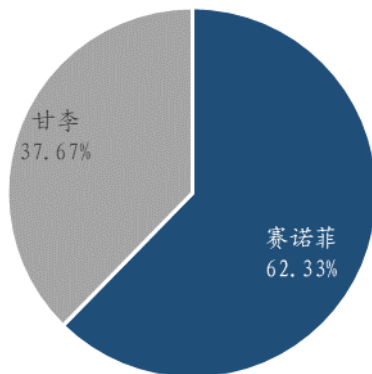
数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

甘精胰岛素和门冬胰岛素是份额最大的三代胰岛素产品，国外厂家占据主要份

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

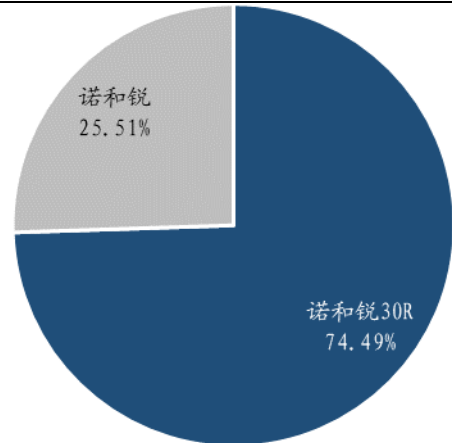
额。三代胰岛素凭借其速效见效快、长效时效长的优势，在全球和国内市场销售额均快速增长，成为胰岛素市场的主流。在国内市场中，甘精胰岛素和门冬胰岛素合计占到样本医院胰岛素市场 60% 的份额。而公司在三代胰岛素产品上的布局正是甘精胰岛素和门冬胰岛素。我国甘精胰岛素的主要市场参与者为赛诺菲的来得时和甘李药业的长秀霖。门冬胰岛素则被诺和诺德独家垄断，其诺和锐 30 与诺和锐分别占据 74.5% 和 25.5% 的市场份额。

图 19: 样本医院甘精胰岛素市场份额



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 20: 样本医院门冬胰岛素市场份额



数据来源: IMS, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司完整布局二代及三代胰岛素，即将迎来收获期。公司的胰岛素产品线规划完整，涵盖二代和三代胰岛素。如全部胰岛素产品均研发成功，公司将拥有治疗糖尿病的完备药品组合，成为国内先进的胰岛素生产企业之一。公司的二代胰岛素重组人胰岛素已完成临床试验，2019 年年初可以上市；精蛋白重组人胰岛素预混 30R 则处于临床三期，预计 2020 年年底可推出上市。三代胰岛素方面，公司在研的甘精胰岛素和门冬胰岛素都是全球和国内最主流两种胰岛素产品，其中甘精胰岛素和门冬胰岛素预混 30 都处于临床三期，预计 2020 年年底可推出上市。

此外，东阳光集团研究院正在开发最新一代的胰岛素——德谷胰岛素，该胰岛素为超长效胰岛素，被誉为第四代胰岛素。该项目的研发已经开始正式的动物试验，计划今年年底或明年年初提交临床申请。

表 7: 公司胰岛素在研产品

在研产品	当前所处阶段	计划推出时间
重组人胰岛素注射液	已报产	2019 年年初
精蛋白重组人胰岛素注射液(预混 30R)	临床三期	2020 年年底
甘精胰岛素注射液	临床三期	2020 年年底
门冬胰岛素注射液	临床一期	2020 年年底
门冬胰岛素 30 注射液	临床三期	2020 年年底

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

成本优势将成为公司强大竞争力。公司所有胰岛素产品用酵母菌表达，相对于国

内主流的大肠杆菌更具优势。一方面酵母分泌表达，不需要复杂的复性技术，工艺更加简单高效，易于放大生产；另一方面公司酵母表达产物的总收率可以做到20%-30%，远高于大肠杆菌表达系统的整体收率。在越来越多的企业进军胰岛素市场后，成本上的优势将成为最重要的竞争力之一，公司的低生产成本将助力公司抢占更多的胰岛素市场份额。

5. 仿制药：收购六个仿制药品种，国外转国内享受政策红利

2018年7月10日，公司以5.052亿元的代价从广东东阳光药业收购了克拉霉素缓释片、克拉霉素片、左氧氟沙星片、莫西沙星片、奥美沙坦酯片以及艾司奥美拉唑肠溶胶囊6个品种的技术诀窍、生产以及上市批文的拥有权和销售权。5.052亿中2.526亿元将作为预付款，在临时股东大会（8月30日）批准该收购后30日内一次向东阳光药业支付。此外2.526亿元将作为里程碑付款，分6次支付，每有一个药品获得注册批件则支付一次。

表8：公司收购的六个仿制药产品简介

	适应症	医保	生产厂商	优先审评	2017年样本医院销售额
克拉霉素片	呼吸道感染	医保乙类	多家企业生产	是	
克拉霉素缓释片	呼吸道感染	无	东阳光、恒瑞、联环、福森、普利、江波、百康、柏赛罗、雅培	是	1.85亿
左氧氟沙星片	敏感细菌引起的感染	医保甲类	多家企业生产	是	2.34亿
盐酸莫西沙星片	呼吸道感染	医保乙类	拜耳、东阳光、万生	是	2.23亿
奥美沙坦酯片	高血压	医保乙类	第一三共、正大天晴、天泉、万生、信谊百路达	是	1.58亿
艾司奥美拉唑肠溶胶囊	消化性溃疡、反流性食管炎	医保乙类	莱美	是	4.52亿

数据来源：公司公告，药智网，PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

六个品种中，除克拉霉素片和左氧氟沙星片有超过30家国内厂商生产获得CFDA批准上市外，其余四个产品目前仅少数国内厂商获批上市。

表9：除克拉霉素片和左氧氟沙星片之外四个产品竞争格局较好

	剂型	生产厂商	已启动临床厂商
克拉霉素片		38	
克拉霉素缓释	片剂	东阳光、恒瑞、联环、福森、普利、江波、百康、雅培	暂无厂商已启动临床
	胶囊剂	柏赛罗	
左氧氟沙星片		>50	
盐酸莫西沙星	片剂	拜耳、东阳光、万生	国为、天一时、信立泰、诺华、天济草堂、桂林南药、优科、华邦
	注射剂	优科、天台山、拜耳	
奥美沙坦酯	片剂	第一三共、正大天晴、天泉、万生、信谊百路达	齐鲁、扬子江、正大天晴、信立泰、得恩德
	胶囊剂	天泉	
	胶囊剂	莱美	
艾司奥美拉唑	注射剂	阿斯利康、奥赛康、正大天晴、朗天、普德、福安、特瑞	江西山香
	片剂	阿斯利康	
	肠微溶丸	阿斯利康	

资料来源：药智网，兴业证券经济与金融研究院整理

5.1 国外转国内，视同通过一致性评价抢占市场先机

公司收购的 6 个品种，均以“制剂出口”的名义，全部已经进入优先审评通道。其中克拉霉素缓释片和盐酸莫西沙星片已分别于 2018 年 6 月 28 日和 2018 年 7 月 6 日获得 CFDA 批件。余下四个也有望 2018 年内获得批件。

六个产品目前均无国内厂商通过一致性评价。尤其是克拉霉素片和左氧氟沙星片都是仿制药一致性评价“289 目录”中品种，“289 目录”是要求 2007 年以前上市的国家基药目录（2012 版）中 289 中口服化学仿制药固体制剂需要在 2018 年底前完成一致性评价。

根据一致性评价相关规定，欧美日上市的同生产线生产的口服制剂申报国内一致性评价时可以免除临床试验直接上市。公司通过国外转国内的模式，一旦获批上市即可以视为通过一致性评价，可以享受招标采购、医保等多重政策利好快速占据市场。

表 10：六个仿制药品种均未通过一致性评价的厂商

名称	一致性评价已通过	一致性评价已受理
克拉霉素缓释片	无	无
克拉霉素片	无	无
左氧氟沙星片	无	浙江医药：已受理（乳酸左氧氟沙星片）
莫西沙星片	无	南京优科：已受理（盐酸莫西沙星注射液） 亚宝药业：已受理（盐酸左氧氟沙星注射液）
奥美沙坦酯片	无	正大天晴：已受理
艾司奥美拉唑肠溶胶囊	无	正大天晴：已受理（注射用艾司奥美拉唑钠）

资料来源：CDE，兴业证券经济与金融研究院整理

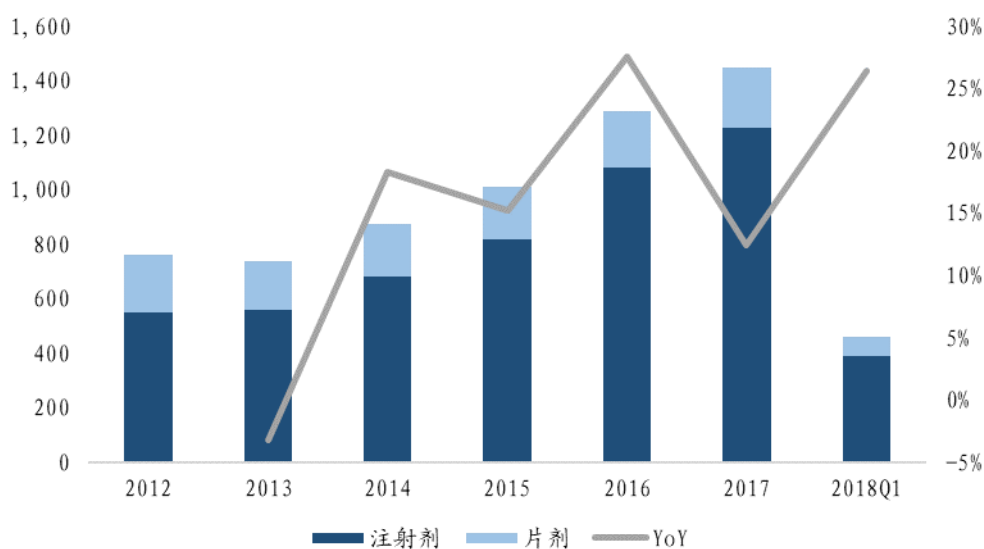
5.2 盐酸莫西沙星片：有望成为公司下一个重磅品种

莫西沙星属于第四代喹诺酮类药物，用于治疗患有上呼吸道和下呼吸道感染的成人，如急性鼻窦炎、慢性支气管炎急性发作、社区获得性肺炎、以及皮肤和软组织感染。喹诺酮类和其他抗菌药的作用点不同，它们以细菌的 DNA 为靶点。细菌的双股 DNA 扭曲成为袢状或螺旋状（称为超螺旋），使 DNA 形成超螺旋的酶称为 DNA 回旋酶，喹诺酮类妨碍此种酶，进一步造成染色体的不可逆损害，而使细菌细胞不再分裂。它们对细菌存在选择性毒性。当前，一些细菌对许多抗生素的耐药性可因质粒传导而广泛传布。本类药物则不受质粒传导耐药性的影响，因此，该类药物与许多抗菌药物间无交叉耐药性。莫西沙星是德国拜耳公司的原研品种，2017 年全球莫西沙星原研药市场为 3.33 亿美元。

德国拜耳医药的莫西沙星片剂、莫西沙星氯化钠注射液已获得 CFDA 批准在中国上市，商品名为拜复乐(Avelox)。2013 年 CFDA 批准南京优科的莫西沙星原料药及其注射液；2014 年 12 月成都天台山获得莫西沙星注射液生产批文；2018 年 4 月 28 日北京万生药业获得莫西沙星片剂生产批文；2018 年 7 月 6 日东阳光获得盐酸莫西沙星片生产批文。

2017 年全国样本医院莫西沙星销售额达到 14.5 亿元，同比增长 12.5%；2018 年第一季度销售额为 4.6 亿元，同比增长 26.4%。其中，莫西沙星片剂 2018 年 Q1 样本医院销售额 7030 万元，同比增长 19.7%。就片剂而言，2017 年及之前仅有原研拜耳一家生产，今年万生和东阳光获得批件，竞争格局良好。该产品有望成为公司下一个重磅品种。

图 21: 莫西沙星样本医院销售额 (百万元)



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

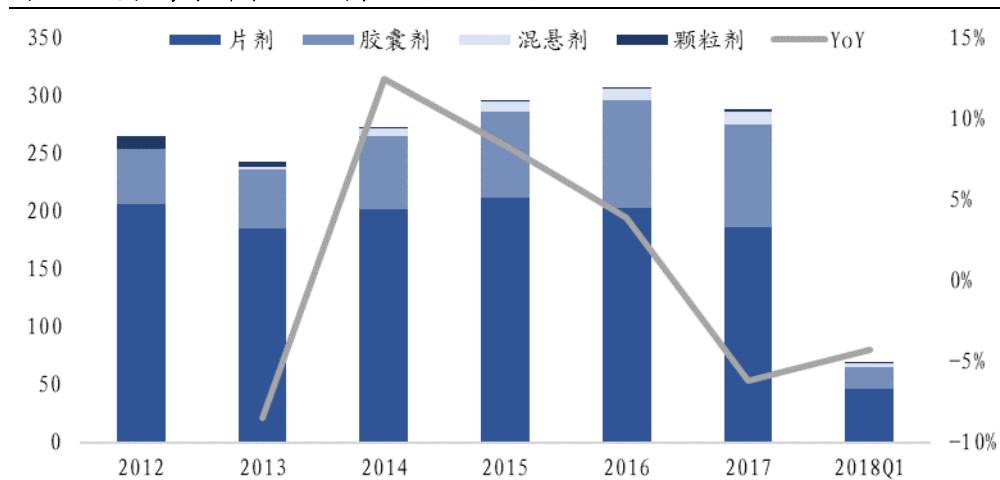
5.3 克拉霉素：“289 目录”品种，视同通过一致性评价享受政策红利

克拉霉素是第二代大环内酯类抗生素，主要用于治疗敏感细菌所致的上、下呼吸道、皮肤、软组织感染、脓疖、丹毒、毛囊炎、伤口感染等，也可用于沙眼衣原体或溶脲脲原体所致生殖泌尿系感染、艾滋病患者的非典型分支杆菌感染等。克拉霉素制剂具有抗菌谱广、杀菌力强、血浆半衰期长、毒副作用较小等特点，在临床使用中显示了良好的效果，在抗感染药物治疗中具有不可替代的地位；克拉霉素可与其他一些药物联用，无明显不良的相互作用，因此适用于治疗疗程较长的感染性疾病。

2017 年克拉霉素全国样本医院销售额 2.88 亿元，其中以片剂为主，其销售额为

1.85 亿元，占比达到 64.5%。

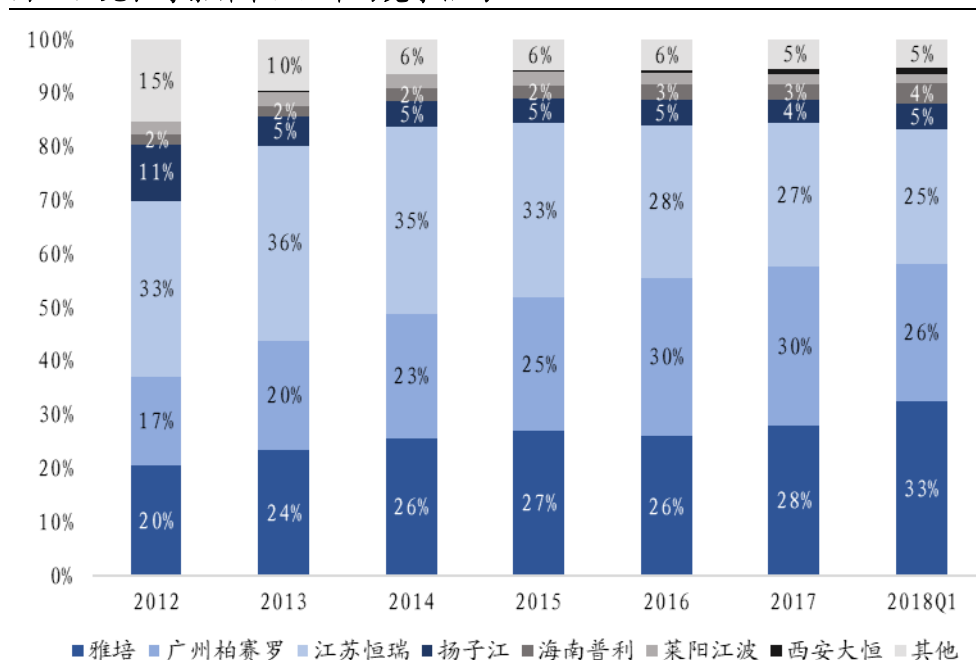
图 22: 克拉霉素样本医院销售额 (百万元)



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

克拉霉素片的生产厂家数量众多，而克拉霉素缓释片生产厂商较少，包含公司在内现有 8 家厂商获得生产批件。在整体克拉霉素市场中，雅培、柏赛罗、和恒瑞占据了大部分市场，2017 年三者合计占据了样本医院销售额的 85%。

图 23: 克拉霉素样本医院市场竞争格局



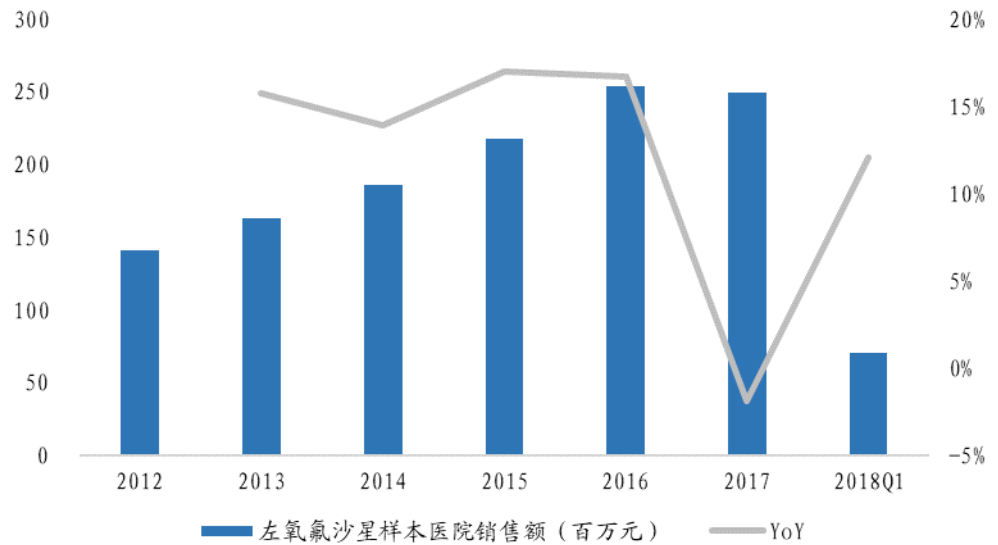
数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

但是克拉霉素包含于仿制药一致性评价“289 目录”中品种，按要求需要在 2018 年底前完成一致性评价。目前尚无通过一致性评价的厂商，甚至没有一致性评价受理的厂商。公司的克拉霉素片为国外转国内，获批上市即可以视为通过一致性评价，可以享受招标采购、医保等多重政策利好快速占据市场。

5.4 左氧氟沙星片：“289 目录”品种，进口替代空间巨大

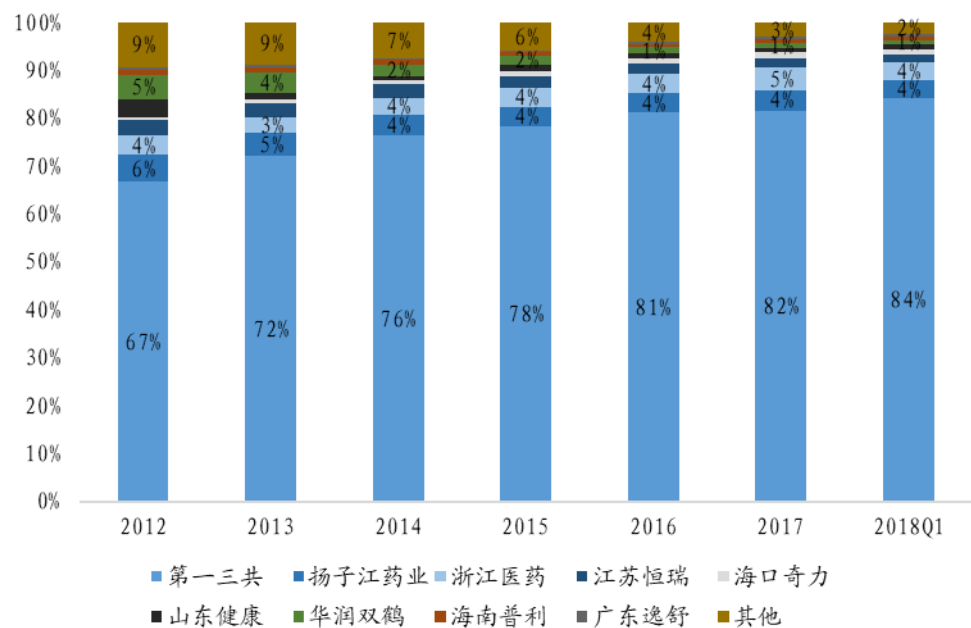
左氧氟沙星为喹诺酮类药物中的一种，具有广谱抗菌作用，抗菌作用强，对多数肠杆菌科细菌有效。左氧氟沙星口服常释剂型属于国家医保甲类。目前市场规模较大，2017 年样本医院销售额 2.50 亿元，基本与 2016 年（2.55 亿元）持平。左氧氟沙星同样生产厂商众多，但是除原研厂家第一三共占据绝大部分市场（2017 年占 81.6%）之外，其他仿制厂商份额较为分散。

图 24：左氧氟沙星口服剂型样本医院销售额（百万元）



数据来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25：左氧氟沙星口服剂型样本医院市场竞争格局



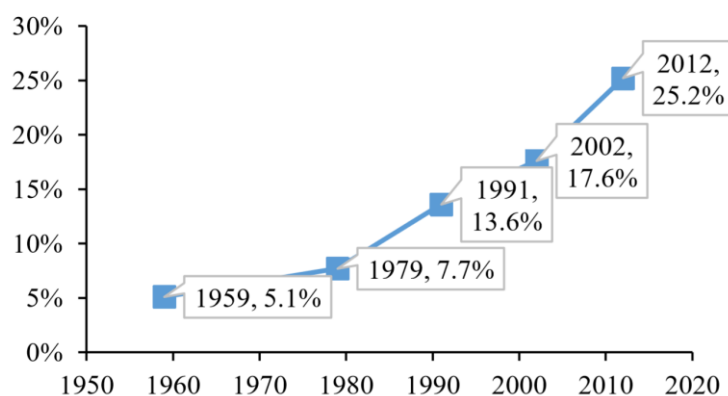
数据来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

同克拉霉素一样，左氧氟沙星也位列仿制药一致性评价“289目录”，目前尚无厂商通过一致性评价，仅浙江医药的乳酸左氧氟沙星片于2018年7月5日受理。在当前多省的招标中，通过一致性评价的品种获得与原研同等的待遇，因而公司的左氧氟沙星片如果获批上市将有望从目前众多的仿制厂商以及原研厂商第一三共手中获得部分市场份额。

5.5 奥美沙坦酯片：高血压发病率上升叠加诊疗率提升

中国高血压发病率呈现快速上升趋势。中国在1959年、1979年、1991年和2002年进行过4次全国范围的高血压抽样调查，结果显示，15岁以上人群高血压的患病率分别为5.1%、7.7%、13.6%和17.6%，总体呈上升趋势。2015年6月30日国务院新闻办发布2012年《国民营养和慢性病状况调查报告》，中国18岁以上居民高血压患病率为25.2%，并且随着年龄增长而显著增高。根据2010年第六次全国人口普查数据测算，中国高血压患病人数为2.7亿。

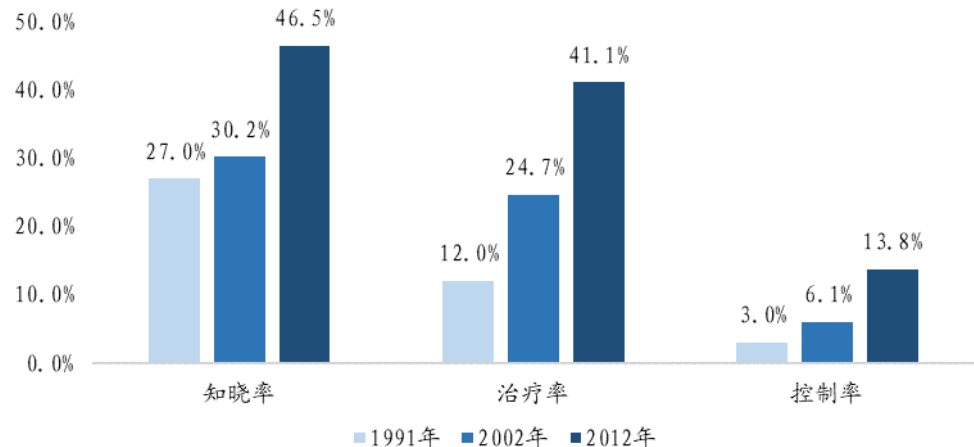
图 26：中国高血压发病率快速上升



数据来源：《中国心血管报告（2016）》，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，高血压知晓率、治疗率和控制率持续提升，叠加发病率的上升，推动高血压药物市场不断扩大。《中国居民营养与慢性病状况报告（2015）》调查显示，2012年18岁以上人群高血压知晓率、治疗率和控制率分别为46.5%、41.1%和13.8%，较1991年和2002年明显提高。

图 27: 高血压诊疗状况加速提升



数据来源:《中国心血管报告(2016)》,兴业证券经济与金融研究院整理

沙坦类为新一代降压药。在国际市场上,高血压药物的发展经历了几个阶段:

- 1) 20世纪60年代推出以氢氯噻嗪、呋塞米为代表的利尿剂;
- 2) 70年代出现以普萘洛尔、美托洛尔为代表的 β -受体阻滞剂;
- 3) 80年代推出以“地平类”为代表的钙拮抗剂(CCB),以及以“普利类”为代表的血管紧张素转化酶抑制剂(ACEI);
- 4) 90年代开发出以“沙坦类”为代表的血管紧张素II受体拮抗剂(ARB),以及多种有效成分组成的复方制剂(例如缬沙坦/氨氯地平)。

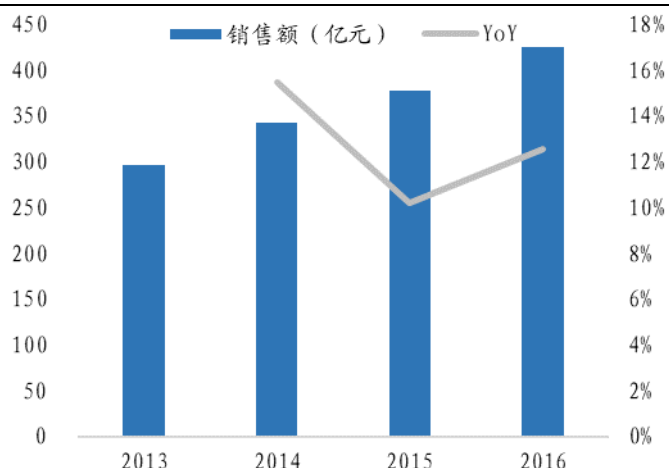
表 11: 沙坦类是新一代降压药

1960s	1970s	1980s		1990s	
利尿剂	β -受体阻滞剂	钙拮抗剂(CCB)	血管紧张素转化酶抑制剂(ACEI)	血管紧张素II受体拮抗剂(ARB)	复方制剂
氢氯噻嗪 呋塞米	普萘洛尔 美托洛尔	地平类(硝苯地平)	普利类(卡托普利)	沙坦类(缬沙坦)	缬沙坦/ 氨氯地平

资料来源:公开资料,兴业证券经济与金融研究院整理

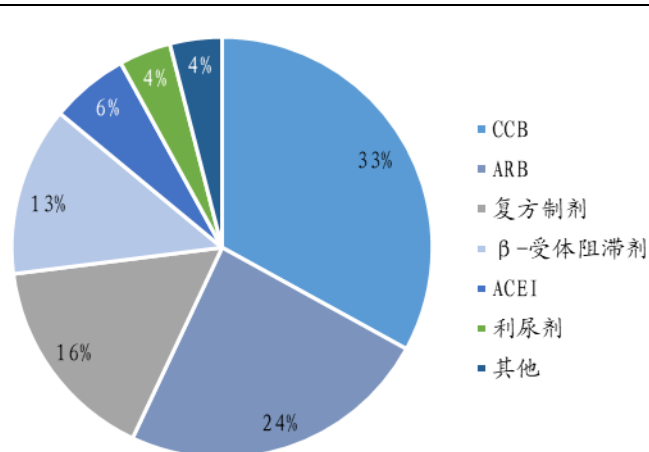
沙坦类占降压药市场的24%。根据米内网的测算,2016年国内高血压药物销售额突破400亿元,同比增长12.58%。其中钙拮抗剂(CCB)和血管紧张素II受体拮抗剂(ARB)分别占据了高血压用药33%和24%的市场份额,是国内最常用的两种降压药类型。

图 28: 国内降压药销售额(亿元)



数据来源: IMS, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 29: 样本医院降压药市场构成(按产品)

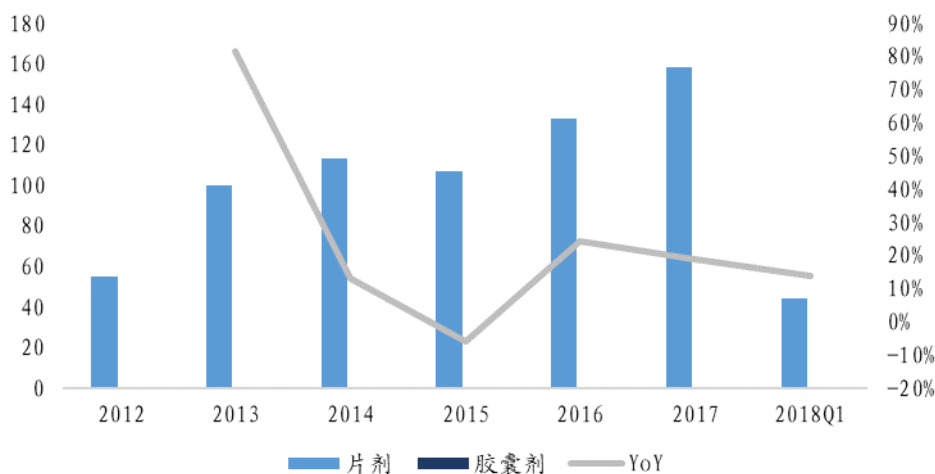


数据来源: IMS, 兴业证券经济与金融研究院整理

奥美沙坦即为一种沙坦类降压药,属于血管紧张素 II 受体拮抗剂(ARB)。其疗效优于洛沙坦等较早上市的沙坦类药物,为一种较理想的抗高血压药物,对各类高压均有较好疗效,其突出特点是半衰期较长,可以在一天内有效控制血压,因此服用较为方便。同时与其它的血管紧张素 II 受体拮抗剂类药物相比。具有剂量小、起效快、降压作用更强而持久、不良反应的发生率低等明显优点。奥美沙坦酯还可以与其它的降压药同时服用以达到更理想的治疗效果。此外,奥美沙坦对动脉硬化、心肌肥厚、心力衰竭、糖尿病、肾病等均具有较好作用。

样本医院销售额增加,片剂占据绝大部分市场。奥美沙坦酯由日本一三共株式会社于1991年推出,2002年获FDA批准,2006年在国内上市。2017年其样本医院销售额为1.58亿元,同比增长19.0%;2018年第一季度样本医院销售额4501万元,同比增长14.0%。其中以片剂为主,胶囊剂占比不足1%。

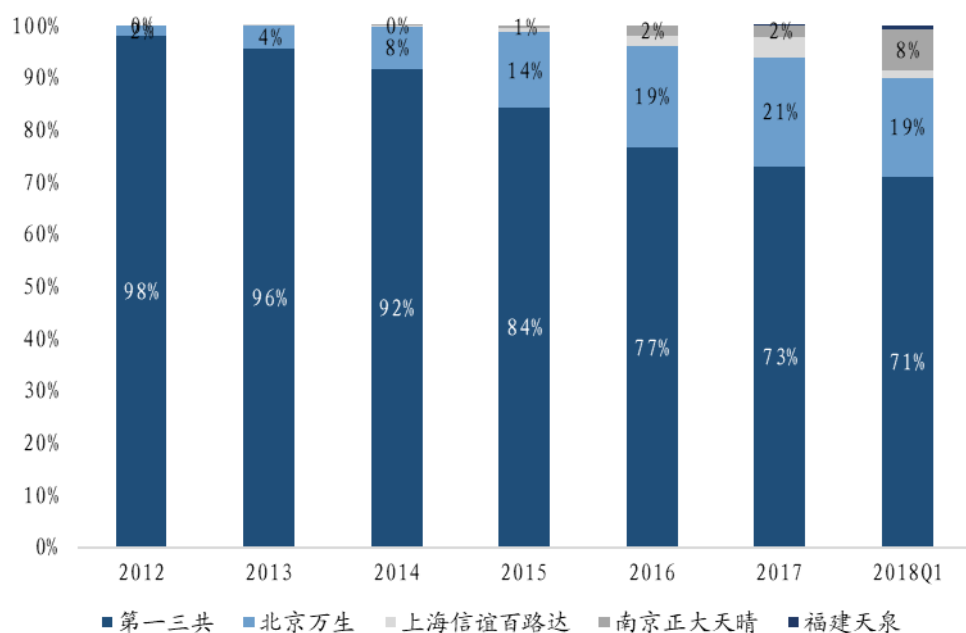
图 30: 奥美沙坦酯样本医院销售额(百万元)



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

原研第一三共为市场龙头，但份额逐渐降低。国内的奥美沙坦酯厂商共有五家，其中原研第一三共市场份额最大，但逐步被国产仿制药蚕食，2018年第一季度样本医院市场份额为71%。国产厂商中北京万生和正大天晴市场份额较大，分别为19%和8%。

图 31: 奥美沙坦酯样本医院市场竞争格局



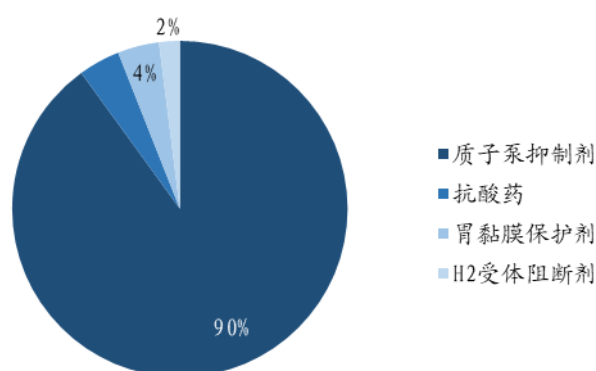
数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司收购的奥美沙坦酯片预计 2018 年年内获得批件, 上市之后有望凭借公司的销售能力参与到进口替代的盛宴中。

5.6 艾司奥美拉唑肠溶片: 第二代质子泵抑制剂, 竞争格局良好

质子泵抑制剂市场空间巨大。我国是胃病大国, 各类消化道疾病发病率较高。消化性溃疡是一种常见的消化系统慢性病, 主要是指发生在胃和十二指肠的慢性溃疡, 发病率较高, 且易诊治、易反复发作。治疗药物主要包括抗酸药、胃黏膜保护剂、H₂受体阻断剂、质子泵抑制剂四类。其中, 质子泵抑制剂是目前抑酸作用最强、临床疗效最好、临床应用最广泛的一类药物, 市场占有率九成以上。

图 32: 质子泵抑制剂是应用最广的消化性溃疡药物



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

质子泵抑制剂又名 H⁺/K⁺-ATPase 抑制剂, 在胃酸分泌的最后阶段抑制该酶的 H⁺/K⁺转运, 从而达到抑酸的效果。目前质子泵抑制剂是胃相关疾病治疗中最有效的一类药物, 包括第一代 PPI 奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑, 和第二代 PPI 如雷贝拉唑、艾司奥美拉唑、艾普拉唑。分为注射剂和口服常释两种剂型。质子泵抑制剂国内市场规模超过每年 200 亿元, 其中, 根据 IMS 统计数据, 注射剂型 2016 年度销售额约为人民币 161.68 亿元, 2017 年前三季度销售额约为人民币 125.65 亿元。

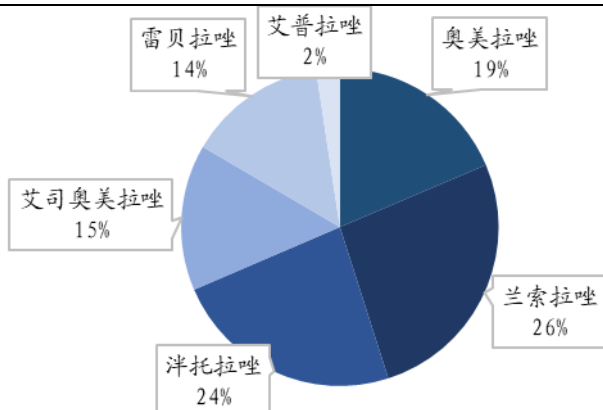
表 12: 艾司奥美拉唑为第二代质子泵抑制剂

分类	药品名称	剂型	国家医保	备注
第一代 PPI	奥美拉唑	口服常释剂型	甲类	无
		注射剂	乙类	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者
	兰索拉唑	口服常释剂型	乙类	△
		注射剂	乙类	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者
	泮托拉唑	口服常释剂型	乙类	△
		注射剂	乙类	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者
第二代 PPI	艾司奥美拉唑	口服常释剂型	乙类	△
		注射剂	乙类	限有说明书标明的疾病诊断且有禁食医嘱或吞咽困难的患者
	雷贝拉唑	口服常释剂型	乙类	△
		注射剂	/	/
	艾普拉唑	口服常释剂型	乙类	限有十二指肠溃疡诊断患者的二线用药
		注射剂	/	预计通过动态调整纳入国家医

数据来源: 药智网, 兴业证券经济与金融研究院整理

国内 PPI 市场比较分散, 奥美拉唑、兰索拉唑等分别占有可观的市场份额, 其中占比最大的上市兰索拉唑, 2016 年样本医院销售占比达到 26.47%, 艾司奥美拉唑占 14.9%。

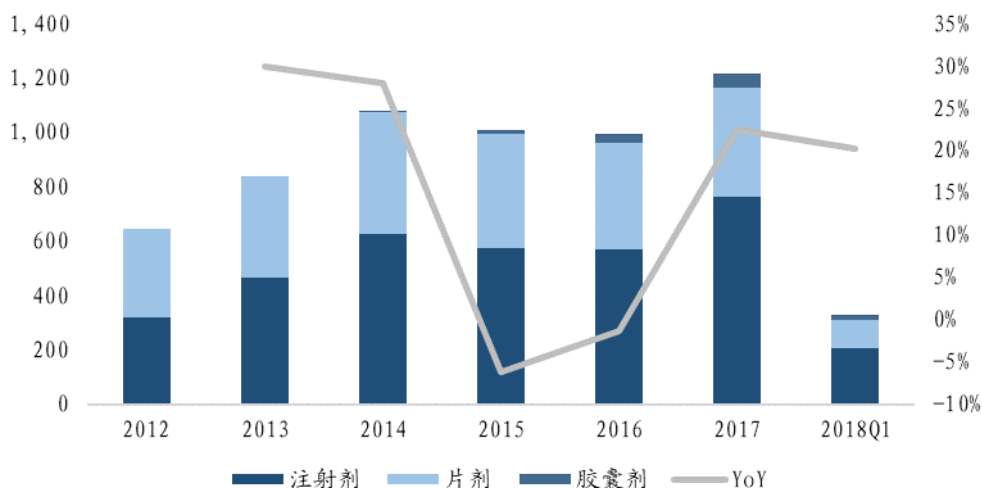
图 33: 2016 年国内样本医院 PPI 市场格局



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

艾司奥美拉唑为第二代 PPI, 2017 年样本医院销售额 12.2 亿元, 同比增长 22.5%; 2018 年第一季度销售额 3.3 亿元, 同比增长 20.3%。其中注射剂型占比较高, 2017 年样本医院销售额为 7.6 亿元, 占比为 62.8%, 口服剂型占 37.2%。

图 34: 艾司奥美拉唑样本医院销售额 (百万元)



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

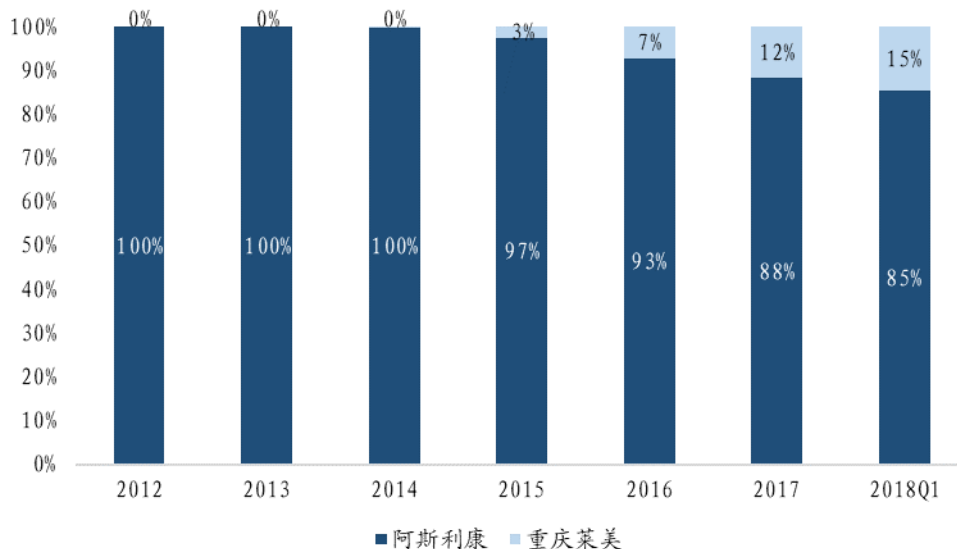
口服剂型竞争格局良好。就口服剂型而言, 目前国内的生产厂商仅有原研阿斯利康和重庆莱美。莱美的艾司奥美拉唑肠溶胶囊上市后逐步抢占阿斯利康的市场份额, 至 2018 年第一季度, 其样本医院销售市场份额达到 14.7%, 阿斯利康市场份额则下降到 85.3%。公司的艾司奥美拉唑肠溶胶囊上市后面临的竞争格局良好, 凭借价格优势以及视同通过一致性评价的优势可以通过进口替代成为公司业绩新的增长点。

表 13: 艾司奥美拉唑口服剂型竞争格局良好

剂型	生产厂商	已启动临床厂商
胶囊剂	莱美	江苏中邦
注射剂	阿斯利康、奥赛康、正大天晴、朗天、普德、福安、特瑞	
片剂	阿斯利康	江西山香
肠微溶丸	阿斯利康	

资料来源: 药智网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 35: 艾司奥美拉唑样本医院市场竞争格局



数据来源: PDB, 兴业证券经济与金融研究院整理

6. 背靠集团研究院, 获得强大研发实力后援

自东阳光集团成立以来, 制药一直是其着重布局和投入的领域, 以四家医药子公司为核心实现新药研发、原料药、制剂全产业链覆盖。其中研发由东阳光药研究总院负责, 原料药由宜昌东阳光药业负责, 上市公司(宜昌东阳光长江药业)为国内制剂平台, 广东东阳光药业为海外制剂平台。

目前, 东阳光集团的研发实力已位列国内前茅。研发人才方面, 研究院目前拥有超过 2000 名研发人员, 包括 24 名海外专家、6 位“千人计划”专家及一位“青年领军人才”。专利申请方面, 研究院目前申请的专利已达到 2500 多项, 其中海外专利超过 1000 项。

目前研究院在研的创新药项目超过 50 个, 其中进入临床阶段的有 18 个。临床三期 1 个, 即依米他韦; 临床二期 4 个, 包括乙肝新药莫非赛定、抗肿瘤的莱洛替尼和宁格替尼、丙肝新药伏拉瑞韦; 临床一期的有十多个, 包括抗肿瘤英利替尼、克立福替尼, 以及 2017 年获批的另外三个丙肝新药和神经方面的针对阿兹海默的创新药等。

在仿制药领域，集团大力拓展海外市场，目前在研的仿制药项目超过 150 项，其中已有 12 个产品在欧美市场上市，预计到 2018 年将有约 50 个仿制药获得欧美市场的上市许可。

研究院 2018 年 7 月份递交了四个国外转国内的 ANDA 申请，截至目前共有 15 个。预计 2018 年会有 25 个国外转国内的 ANDA 申报，2019 年及以后每年会有 10 个以上。这些国外转国内的 ANDA 都将成为公司潜在的产品储备。

表 14：集团研究院部分重点在研药物

药物	类型	靶点	进展
依米他韦	小分子	NSSA	临床三期
莫非赛定 (GLS-4)	小分子	Capsid-Binding inhibitor	临床二期
莱洛替尼	小分子	EGFR (野生型, 敏感突变, T790M 突变), Her2, Her4, RIPK2, IRAK1, BTK 和 BLK	临床二期
宁格替尼 (CT-053)	小分子	c-Met /VERRF2/AXL inhibitor	临床二期
焦谷氨酸荣格列净	小分子	SGLT2	临床一期
伊非尼酮 (HEC-585)	小分子	TGF β /TNF α	临床一期
英利替尼	小分子	不可逆 EGFR inhibitor	临床一期
博昔替尼	小分子	c-Met inhibitor	临床一期
克立福替尼片	小分子	FLT-3 inhibitor	临床一期
HEC30654AcOH	小分子	高选择性 5-HT6 受体拮抗剂	临床一期
HEC74647PA	小分子	--	临床一期
HEC68498	小分子	--	临床一期
利他匹仑	小分子	CRTH2 拮抗剂	临床一期
CT365	小分子	PI3K/mTOR inhibitor	临床一期
TEN α	大分子	GLP-1 Analogues	临床前
CT413	小分子	Dual inhibitor of AXL and MERTK	临床前
HEC80797	小分子	CDK4 and CDK6 inhibitor	临床前
CT732	小分子	PI3K δ inhibitor	临床前
CT207 and CT317	小分子	Vemurafenib prodrugs, Raf kinase B Inhibitors	临床前
CT15300	小分子	JAK inhibitor	临床前
HEC-72702	小分子	Capsid Assembly (Hepatitis B Virus) Modulators	临床前
AKF	小分子	--	临床前

资料来源：药智网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

虽然公司和集团研究院目前属于相互独立的子公司，但公司定位为集团唯一的国内制剂平台，将获得集团研究院的全力支持。2015 年，公司与集团签署战略合作协议，公司享有东阳光药研发集团及其研究院所研发产品的优先购买权。公司的依米他韦，以及最新收购的 6 个仿制药都是来自集团研究院的支持。

7. 黑石战略投资彰显对公司信心

8 月 14 日，公司发布公告，于 2018 年 8 月 14 日（交易时间结束后），与黑石基金特殊目的实体订立认购协议，据此，黑石基金特殊目的实体已有条件同意认购，

而公司已有条件同意发行，本金金额合共为 400,000,000 美元的 H 股可转换债券。

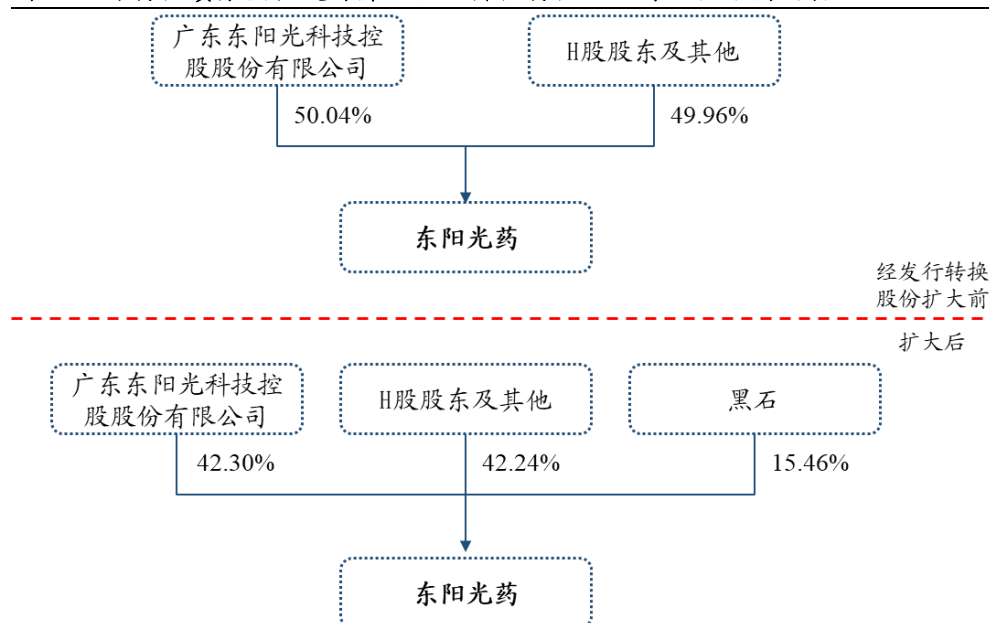
H 股可转换债券（倘获发行）将按以年利率 3.0% 计息，且可按每股 38 港元的初始转换价格转换为 82,631,578 股转换股份（假设 H 股可转换债券获悉数转换），约占于本公告日期本公司现有已发行股本的约 18.28% 及约经发行转换股份扩大的已发行股本总额的约 15.46%。

初始转换价格将按照截至 2021 年 12 月 31 日止的财务年度的实际经调整纯利进行调整，即乘以

“截至 2021 年 12 月 31 日止的财务年度的实际经调整纯利/18 亿元”。

其中最低转换价格限制为 28 港元，最高转换价格限定为 48 港元。在我们的预测中，按初始转换价格 38 港元对应的 82,631,578 股股份对 EPS 进行稀释，并考虑每年因该可转换债券支付利息约为 7800 万。

图 36：可转换债券倘获发行并按初始价格转换后公司股权结构变动



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

本次发行可转换债券的所得资金将用于收购药品、扩充产能、扩大销售和经销网络。

通过此次可转换债券的发行，公司拟引入黑石作为长期的战略合作伙伴。黑石是全球最大的投资公司之一，旗下管理资产规模近 4,400 亿美元，在全球医疗领域的投资往绩卓越。黑石在支持管理层执行战略愿景方面，将发挥重要作用，有助于公司实现目标，成为国内多个治疗领域的领军制药企业。公司拟成立战略运营委员会和药品收购委员会，黑石将参与其中，委员会旨在优化公司的战略发展方向和治理，确保药品收购的合理性。

8. 上调至“买入”评级

我们预测公司 2018-2020 年营业收入为 26.7/32.7/39.5 亿元，归母净利润为 10.9/12.9/15.7 亿元，稀释 EPS 分别为 2.03、2.42、2.94 元，2018 年 9 月 4 日收盘价对应 PE 为 15.5 倍、13.0 倍、10.7 倍。考虑公司市值水平，给予一定折价，我们维持目标价为 50.21 港元，对应 2018-2019 年 PE 分别为 21.5、18.1 倍（汇率假设为 1 RMB = 1.15 HKD），较 2018 年 9 月 4 日收盘价有 38.7% 上升空间。上调至“买入”评级。

表 15: 同行业公司估值水平 (Bloomberg 一致预期)

公司	代码	市值(百万港元)	PE		
			2017	2018e	2019e
中国生物制药	1177.HK	126,125	44.27	36.16	30.15
石药集团	1093.HK	124,486	43.84	33.57	26.34
复星医药	2196.HK	84,285	21.28	20.05	16.81
康哲药业	0867.HK	32,135	16.62	14.21	12.34
三生制药	1530.HK	38,461	36.38	30.24	23.66
丽珠医药	1513.HK	28,470	17.85	17.60	15.16
绿叶制药	2186.HK	22,597	19.85	15.54	13.14
石四药集团	2005.HK	22,485	32.69	23.76	18.98
四环医药	0460.HK	16,385	9.79	10.06	9.40
联邦制药	3933.HK	12,200	128.12	17.22	14.14
远大医药	0512.HK	16,158	27.34	18.75	13.82
昊海生物科技	6826.HK	9,115	21.17	17.37	14.24
李氏大药厂	0950.HK	4,192	18.03	15.26	13.62
亿胜生物科技	1061.HK	3,831	22.86	18.14	15.01
复旦张江	1349.HK	3,775	43.41	29.64	22.23
东瑞制药	2348.HK	3,395	10.09	8.17	6.86
平均值			27.64	22.81	18.96
东阳光药	1558.HK	16,363	21.99	15.49	13.01

注：表中市值及 PE 均由 2018 年 9 月 4 日收盘价计算得出
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

9. 风险提示

可威销售增长不及预期；一致性评价相关政策变化；在研产品开发进度不及预期；新收购仿制药销售不及预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2069	5124	6258	7587
现金及现金等价物	887	3384	4205	5180
应收款项	747	1247	1527	1844
存货	88	147	180	217
其他流动资产	347	347	347	347
非流动资产	1707	2097	1967	1852
商誉	76	76	76	76
联营和共同控制实体投资	0	0	0	0
预付款项	559	447	358	286
固定资产	590	615	636	655
土地使用权	80	78	76	74
无形资产	374	852	791	729
递延税项资产	28	30	31	33
总资产	3776	7221	8225	9439
流动负债	641	725	823	935
短期借款	10	8	6	5
应付款项	550	632	727	836
应交税费	77	81	85	89
其他	4	5	5	5
非流动负债	75	2675	2676	2678
长期借款	10	7	5	3
可转换债券	0	2600	2600	2600
其他	65	68	71	75
负债合计	715	3400	3499	3613
股本	452	452	452	452
储备	2356	3116	4022	5121
母公司股东应占权益	2103	2863	3769	4868
非控制性股东权益	253	253	253	253
总权益	3061	3821	4727	5826
总负债和总权益	3776	7221	8225	9439

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除税前利润	659	1089	1296	1574
折旧和摊销	44	65	102	105
营运资本的变动	-45	-364	-129	-174
其他经营活动	13	29	82	82
经营活动产生现金流量	671	819	1351	1586
资本性支出	-327	-565	-60	-60
其他投资活动	-285	0	0	0
投资活动产生现金流量	-612	-565	-60	-60
借款变动	-70	-5	-4	-3
发行股份	19	0	0	0
发行可转债	0	2600	0	0
其他融资活动	-321	-352	-466	-549
融资活动产生现金流量	-371	2243	-470	-552
现金净变动	-313	2497	821	974
现金的期初余额	1212	887	3384	4205
现金的期末余额	887	3384	4205	5180

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额	1602	2673	3273	3953
销售成本	-280	-430	-526	-637
毛利	1321	2243	2748	3317
其他收入	22	20	18	16
销售费用	-372	-615	-753	-909
管理费用	-193	-321	-393	-474
其他费用	-25415	-7625	-2287	-686
经营溢利	752	1320	1617	1948
财务费用	-4	-26	-78	-78
应占子公司溢利	0	0	0	0
除所得税前溢利	748	1294	1539	1870
所得税开支	-122	-207	-246	-299
除所得税后溢利	626	1087	1293	1571
少数股东权益	-21	0	0	0
归属母公司净利润	647	1086	1293	1571
EPS (稀释)	1.43	2.40	2.86	3.48
	1.43	2.03	2.42	2.94

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业额增长率	70.1%	66.9%	22.5%	20.8%
净利润增长率	64.6%	73.5%	19.0%	21.5%
盈利能力				
毛利率	82.5%	83.9%	83.9%	83.9%
净利率	39.1%	40.7%	39.5%	39.7%
ROE	20.5%	28.4%	27.4%	27.0%

偿债能力

资产负债率	18.9%	47.1%	42.5%	38.3%
流动比率	3.23	7.07	7.61	8.12
速动比率	3.09	6.86	7.39	7.88

营运能力

资产周转率	0.34	0.36	0.29	0.31
应收帐款周转率	4.38	4.52	4.82	5.06
应付账款周转率	0.77	0.73	0.77	0.81
存货周转率	2.82	3.66	3.22	3.21

每股资料

每股收益(稀释)	1.43	2.03	2.42	2.94
每股经营现金流	1.48	1.81	2.99	3.51
每股净资产	6.77	8.45	10.46	12.89

估值比率(倍)

PE	21.99	15.49	13.01	10.71
PB	4.65	3.72	3.01	2.44

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、懿蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司和永续农业发展有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。