

# 大象起舞，创新王者成长动力充足

## ——恒瑞医药 (600276.SH) 2018 年年报点评

公司动态

## ◆事件:

公司发布 18 年年报, 实现营收 174.18 亿元(+25.89%), 归母净利润 40.66 亿元(+26.39%), 扣非归母净利润 38.03 亿元(+22.60%), 经营净现金流 27.74 亿元(+8.90%), 实现 EPS 1.10 元。业绩超预期。

## ◆点评:

**抗肿瘤和麻醉业务强劲，业绩逐季提速。**公司 18Q1-Q4 收入同比增速分别为 22%/23%/26%/32%，逐季提速。除去计提的 3.1 亿元股权激励费用，归母净利润同比增长 33.2%，业绩非常靓丽。分板块看，抗肿瘤药收入 73.94 亿元(+29.23%)，麻醉产品 46.53 亿元(+29.25%)，两大核心板块表现抢眼。预计原因在于销售分线改革成果明显，原有大品种稳健增长的基础上，阿帕替尼、19K、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等新品快速放量。预计 18 年阿帕替尼销售额约 19 亿元，多西他赛约 15 亿元、右美托咪定约 19 亿元、阿曲库铵约 13 亿元。

**继续加码研发，实现创新良性循环。**公司 18 年研发投入高达 26.70 亿元(+51.8%)，全部费用化，研发费用率高达 15.3%。公司已进入创新驱动时代，已有四个创新药上市，预计未来每 2-3 年都有创新药获批。在研 PD-1 单抗处于国内第一梯队，预计将成为重磅品种。公司已实现研发-销售相互促进的良性循环，是国内稀缺的优质创新药标的。

**国际化持续推进，布局海外新天地。**18 年海外营收 6.51 亿元(+2.24%)，稳健增长。地氟烷、塞替派、磺达肝癸钠在美国获批上市，碘克沙醇注射液在英国和荷兰获批上市，右美托咪定在日本获批上市；SHR0302、INS068、SHR0410 获批海外临床。18 年是品种收获期，预计 19 年海外收入将提速。

**◆盈利预测与投资评级:**公司是中国创新药龙头，重磅品种陆续上市放量，同时在研创新药管线丰富，长期空间巨大。考虑到公司业绩超预期和后期潜力大，我们上调 19、20 年 EPS 预测为 1.42 元/1.83 元(原预测为 1.39 元/1.77 元)，新增预测 21 年 EPS 为 2.32 元，同比增长 29%/29%/27%，现价对应 19-21 年 PE 为 45/35/28 倍，维持“增持”评级。

**◆风险提示:**新品审批进度不达预期；创新药研发失败的风险；竞争加剧。

## 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,836	17,418	21,752	26,388	31,435
营业收入增长率	24.72%	25.89%	24.88%	21.31%	19.13%
净利润(百万元)	3,217	4,066	5,242	6,735	8,534
净利润增长率	24.25%	26.39%	28.92%	28.50%	26.70%
EPS(元)	0.87	1.10	1.42	1.83	2.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.93%	20.61%	21.14%	21.73%	21.97%
P/E	74	58	45	35	28
P/B	15.4	12.0	9.6	7.6	6.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 2 月 15 日

### 增持(维持)

当前价: 64.29 元

#### 分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)  
021-52523871  
[linxiaowei@ebsecn.com](mailto:linxiaowei@ebsecn.com)

宋硕 (执业证书编号: S0930518060001)  
021-52523872  
[songshuo@ebsecn.com](mailto:songshuo@ebsecn.com)

#### 联系人

王明瑞  
[wangmingrui@ebsecn.com](mailto:wangmingrui@ebsecn.com)

#### 市场数据

总股本(亿股): 36.86

总市值(亿元): 2369.64

一年最低/最高(元): 49.78/102.87

近 3 月换手率: 31.46%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.78	0.69	32.19
绝对	12.08	3.18	16.35

资料来源: Wind

#### 相关研报

三季度业绩超预期，新老品种多点开花——恒瑞医药(600276.SH) 2018 年三季度报点评

.....2018-10-25

白蛋白紫杉醇获批，高端仿制继续助力增长——恒瑞医药(600276.SH) 公告点评

.....2018-09-09

重磅创新药吡咯替尼获批，创新驱动业绩加速成长——恒瑞医药(600276.SH) 公告点评

.....2018-08-19

## 1、业绩表现超预期，抗肿瘤与麻醉强劲增长

公司 2018 年实现营业收入 174.18 亿元，归母净利润 40.66 亿元，分别同比增长 25.89% 和 26.39%，增速较高，超出此前市场预期。公司在 2018 年进行了销售分线改革，成立了肿瘤、影响、综合三大销售事业部和战略发展部，使营销网络进一步专业化，有力推动了业绩放量，主要业务板块：

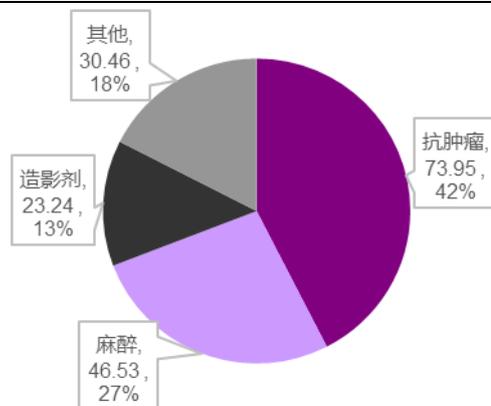
- 抗肿瘤药：营收 73.95 亿元 (+29.23%)，占比 43%，增速较快，预计主要是由于新品种放量较快。核心品种创新药阿帕替尼增长较快，2018 年的销售量同比增长 68.37%，销售额预计在 19 亿元左右，另有创新药硫培非格司亭 (19K)、吡咯替尼均在 2018 年获批上市；老品种多西他赛、伊立替康等保持坚挺；
- 麻醉产品：营收 46.53 亿元 (+29.25%)，占比 27%，增速较快，核心品种右美托咪定增长迅速，销售量同比增长 32.18%，销售额预计在 19 亿左右，阿曲库铵销售额预计在 13 亿左右；
- 造影剂：营收 23.24 亿元 (+22.67%)，占比 13%，增速符合预期，新品种碘克沙醇增长较快，销售量同比增长 57.36%，预计销售额在 13 亿左右。
- 其他：营收 30.46 亿元 (+16.32%)，占比 18%。其中预计艾瑞昔布、非布司他等品种增长较快。

图 1：公司近年来收入、利润较快增长（亿元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 2：公司 2018 年营收构成情况（亿元；%）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

表 1：公司主要品种 2018 年产销量情况

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
阿帕替尼 (万盒)	231.81	139.17	48.75	76.95%	68.37%	352.46%
碘克沙醇 (万支)	257.60	247.70	17.07	58.20%	57.36%	42.56%
盐酸右美托咪定 (万支)	1395.23	1438.72	151.58	14.47%	32.18%	-23.78%
七氟烷 (万瓶)	192.78	195.80	33.42	13.38%	27.82%	24.77%
布托啡诺 (万支)	2311.49	2374.19	254.89	6.44%	24.14%	-35.20%
顺苯磺酸阿曲库铵 (万瓶)	1805.52	1694.38	314.94	35.25%	22.32%	69.27%
替吉奥 (万盒)	110.29	90.16	30.43	55.73%	21.91%	155.37%

多西他赛 (万支)	470.64	470.51	22.99	24.00%	<b>20.91%</b>	-29.19%
唑来膦酸 (万瓶)	38.27	40.36	1.96	19.03%	<b>12.99%</b>	-60.84%
厄贝沙坦 (万盒)	4805.77	4522.75	597.22	16.77%	<b>11.30%</b>	53.37%
钠钾镁钙葡萄糖 (万袋)	2818.82	2775.02	404.35	8.11%	<b>2.95%</b>	101.40%

资料来源：公司年报、光大证券研究所

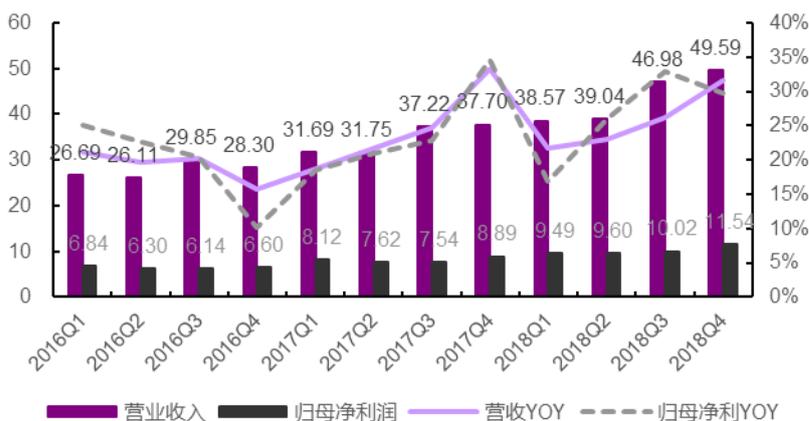
表 2：公司主要产品 2018 年 PDB 样本医院增长情况

	销售量 (万)			销售额 (万元)		
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3
阿帕替尼	38	43	60	5264	5907	8009
阿帕替尼 YOY	163%	146%	144%	64%	54%	78%
碘克沙醇	21	26	26	13217	16093	15882
碘克沙醇 YOY	49%	68%	51%	43%	58%	43%
右美托咪定	115	127	136	15910	17581	18551
右美托咪定 YOY	17%	15%	18%	4%	6%	12%
七氟烷	12	14	16	8891	10741	11414
七氟烷 YOY	-21%	17%	19%	-13%	10%	13%
布托啡诺	91	135	169	3830	6154	8376
布托啡诺 YOY	-8%	29%	62%	160%	283%	359%
阿曲库铵	16	15	14	233	210	193
阿曲库铵 YOY	19%	2%	-11%	13%	-5%	-15%
替吉奥	153	198	184	5057	6175	5463
替吉奥 YOY	4%	30%	26%	3%	15%	8%
多西他赛	42	46	49	15651	17259	17980
多西他赛 YOY	39%	31%	17%	27%	25%	12%
唑来膦酸	2	3	3	768	859	861
唑来膦酸 YOY	11%	8%	11%	-19%	-20%	-20%
厄贝沙坦	296	304	304	413	371	324
厄贝沙坦 YOY	-4%	4%	3%	-21%	-18%	-26%
钠钾镁钙葡萄糖	182	223	241	5131	6107	6341
钠钾镁钙葡萄糖 YOY	-2%	6%	6%	-9%	-2%	-4%

资料来源：PDB 样本医院、光大证券研究所

分季度来看，公司在 2018 年下半年业绩明显提速，Q3 和 Q4 分别实现销售收入 46.98 亿元、49.59 亿元，同比增长 26.24%、31.56%。预计是由于吡咯替尼、19K 等创新药品种获批后进入放量爬坡期，叠加销售体系分线改革带来原有大品种稳健较高增长综合导致。

图 3：公司 18 年下半年业绩明显提速（亿元；单季度）



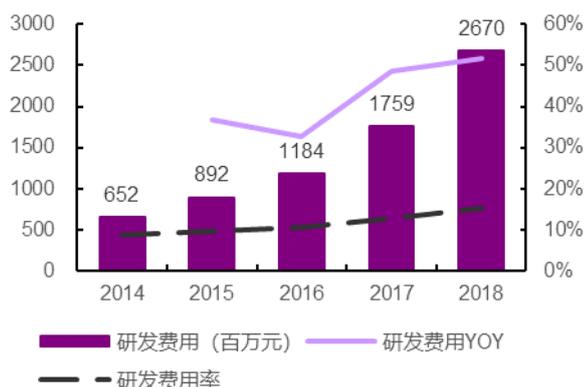
资料来源：公司财报、光大证券研究所

## 2、继续加码研发，实现创新良性循环

2018 年，公司研发投入高达 26.7 亿元，并全部费用化，同比增长 51.8%，占营业收入的比例达到 15.3%，均为公司历史最高水平，并远高于同行业其他公司，研发投入力度开始向辉瑞、诺华等世界级创新药企业看齐。

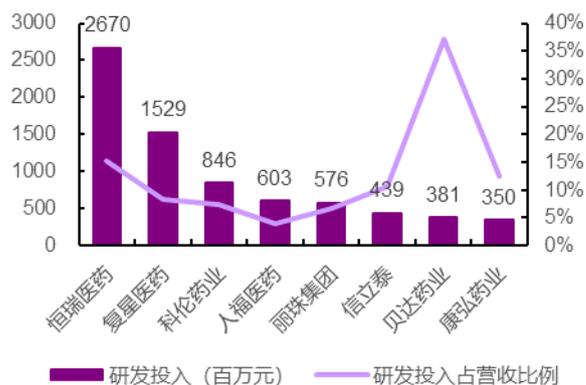
目前公司已经形成研发-销售的良性循环。多年来持续进行研发投入带来了艾瑞昔布、阿帕替尼、硫培非格司亭、吡咯替尼 4 个已经上市的创新药和抗 PD-1 的卡瑞利珠单抗等后续重磅品种的丰富创新产品线，并依托强大的学术推广网络迅速实现创新药放量，从而获得更多的研发资金。这种研发-销售良性循环使公司在众多单纯只有创新概念或者完全销售驱动的药企中脱颖而出，成为更接近国际创新药巨头的稀缺标的。

图 4：公司的研发费用高速增长



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 5：公司研发投入力度在国内处于顶尖水平



资料来源：各公司年报、光大证券研究所（注：恒瑞数据为 2018 年，其他公司尚未披露 2018 年报，图中采用 2017 年数据）

从“中国新”升级到“全球新”。去年公司获得创新药制剂生产批件 2 个、创新药临床批件 16 个。从公司 2018 年获得的新药批件可以发现，公司已经初步具备追赶全球创新的能力，新获批上市的吡咯替尼在临床试验中头对

头击败了拉帕替尼，疗效极为优秀；获批临床的产品也有多个在国内外均无上市产品。公司与全球创新药第一梯队的距离正在逐步缩短。预计未来每2~3年公司都会有创新药产品上市，开始进入创新药收获时代。

表 3：公司 2018 年获得的新药批件

状态	通用名	剂型	受理号	靶点	适应症	同类已上市产品/公司	同类在研产品/公司
批准上市	马来酸吡咯替尼片	片剂	CXHS1700013、CXHS1700014	HER2	表皮生长因子受体 2 (HER2) 阳性、既往未接受或接受过曲妥珠单抗的晚期或转移性乳腺癌患者。使用本品前患者应接受过蒽环类或紫杉类化疗。	拉帕替尼、奈拉替尼	NA
	硫培非格司亭注射液	注射剂	CXSS1700005	造血细胞表面受体	非骨髓性癌症患者在接受易引起临床上显著的发热性中性粒细胞减少症发生的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染的发生率。	石药百克、齐鲁制药	北京双鹭、江苏奥赛康、深圳新鹏生物等
批准临床	SHR9549	片剂	CXHL1700178、CXHL1700180	雌激素受体	阳性与 HER2 阴性的乳腺癌	氟维司群	正大天晴报产氟维司群、印度瑞迪申报氟维司群临床
	SHR7280	片剂	CXHL1700071、CXHL1700072	GnRH 受体	雌激素依赖性疾病	无	武田 TAK-385、艾伯维 Elagolix、SK 化工 SKI2670
	SHR2554	片剂	CXHL1700266、CXHL1700267	NA	恶性肿瘤	无	NA
	SHR-A1403 (抗 c-Met 单抗偶联微管抑制剂)	注射剂	CXSL1700039	c-Met	恶性肿瘤	无	国外有 Sym-015、telisotuzumab vedotin, 国内无
	SHR-1603	注射剂	CXSL1800011	NA	恶性肿瘤	无	国外有多个处于临床阶段, 国内无
	SHR-2042	片剂	CXHL1600312、CXHL1600313	GLP-1 受体	2 型糖尿病及肥胖症	无	诺和诺德
	SHR0410	注射剂	CXHL1700262、CXHL1700263	NA	疼痛和瘙痒	无	NA
	SHR-1701	注射剂	CXSL1800010	PD-L1/TGF-βRII	恶性肿瘤	无	Merck KGaA 处于临床
	SHR-1209	注射剂	CXSL1800018	NA	高胆固醇血症	国外有 Repatha (evolocumab) 和 Praluent (alirocumab), 国内无	Innovent Biologics、康融东方等处于临床阶段
	替格瑞洛缓释胶囊	胶囊剂	CXHL1700282	P2Y12 受体	急性冠脉综合征患者维持期的治疗	国内目前仅阿斯利康的替格瑞洛片获批进口	多个企业申报速释制剂, 暂无其他企业申报缓释制剂。
	INS068	注射剂	CXSL1700117	胰岛素受体	1 型和 2 型糖尿病	甘精胰岛素、德谷胰岛素和地特胰岛素	多家长效胰岛素在研
	SHR-1702	注射剂	CXSL1800076	NA	恶性肿瘤	无	国外有多个同类靶点产品处于临床阶段, 国内无。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

表 4: 公司主要研发项目进展 (截至 2019 年 2 月)

研发项目 (含一致性评价项目)	药 (产) 品基本信息	研发 (注册) 所处阶段	进展情况	累计研发投入 (万元)	已申报的 厂家数量	已批准的 国产仿制 厂家数量
注射用替莫唑胺	化 4	获批生产	获批生产	679	7	0
SHR1210 (PD-1)	治疗用生物制品	申报生产	CDE 审评中	39746	31	0
甲苯磺酸瑞马唑仑	化 1	申报生产	CDE 审评中	5617	1	0
钆布醇注射液	老化 6	申报生产	CDE 审评中	2300	2	1
苯磺顺阿曲库铵注射液	化 3	申报生产	CDE 审评中	2191	4	2
阿齐沙坦片	化 3	申报生产	CDE 审评中	1983	28	0
昂丹司琼口服膜	化 3	申报生产	CDE 审评中	1739	0	0
塞来昔布胶囊	化 4	申报生产	CDE 审评中	1638	18	2
盐酸艾司氯胺酮注射液	化 3	申报生产	CDE 审评中	1637	0	0
格隆溴铵注射液	化 3	申报生产	CDE 审评中	1334	7	0
SHR3824	化 1	临床	三期	17396	0	0
贝伐珠单抗注射液	生物 3	临床	三期	14807	8	0
SHR3680	化 1	临床	三期	6575	0	0
盐酸伊立替康脂质体注射液	化 3	临床	三期	2537	5	0

资料来源: 公司年报、光大证券研究所

表 5: 恒瑞医药在研创新药品种概览 (截至 2019 年 2 月)

所处阶段	药品名称	适应症	备注
获批上市	吡咯替尼	HER2 阳性乳腺癌	EGFR/HER2 抑制剂
	硫培非格司亭	降低中性粒细胞减少症的发生率	长效粒细胞刺激因子
申请上市	注射用卡瑞利珠单抗 (SHR-1210)	非霍奇金淋巴瘤	PD-1 单抗
	注射用甲苯磺酸瑞马唑仑	镇痛	GABAa 受体激动剂
3 期临床	注射用卡瑞利珠单抗 (SHR1210)	晚期食管癌 晚期食管癌 (一线, 联合紫杉醇和顺铂) 晚期肝细胞癌 晚期肝细胞癌 (一线, 联合阿帕替尼) 晚期鼻咽癌 (联合化疗) 非小细胞肺癌 (联合培美曲塞加卡铂) 晚期肝细胞癌 (一线, 联合 FOLFOX4) 胃癌或胃食管交界处癌 (联合联合卡培他滨和奥沙利铂)	PD-1 单抗
	SHR3680 片	激素敏感性前列腺癌	AR 受体拮抗剂
	SHR-1316 注射液	广泛期小细胞肺癌 (一线, 联合卡铂和依托泊苷)	人源化抗 PD-L1 单抗
	阿帕替尼	晚期肝细胞癌 晚期肺癌	VEGFR2 抑制剂
	法米替尼	晚期非鳞、非小细胞肺癌 晚期结直肠癌	VEGFR/PDGFR 抑制剂
	贝伐珠单抗注射液	非鳞非小细胞肺癌 (联合紫杉醇/卡铂)	VEGF 单抗
	硫酸氢伊伐布雷定缓释片	中-重度慢性心力衰竭合并左心室收缩功能不全	Funny 通道阻滞剂
	海曲泊帕乙醇胺片	原发免疫性血小板减少症 重型再生障碍性贫血	TPOR 激动剂
	恒格列净	2 型糖尿病	SGLT2 抑制剂
	瑞格列汀	2 型糖尿病	DPP-4 抑制剂
	帕拉米韦三水合物氯化钠注射液	成人甲型、乙型流感病毒感染	神经氨酸酶抑制剂
	托伐普坦片	低钠血症	加压素受体 2 拮抗剂
	2 期临床	注射用卡瑞利珠单抗 (SHR-1210)	晚期非小细胞肺癌 (联合阿帕替尼)

		晚期肝癌（联合阿帕替尼或 FOLFOX4） 非小细胞肺癌 小细胞肺癌（联合阿帕替尼） 复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤 复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤（鼻型） 复发或转移的鼻咽癌患者 胃癌或胃食管交界处癌（一线）	
	吡咯替尼	非小细胞肺癌	EGFR/HER2 抑制剂
	SHR3680 片	晚期去势抵抗性前列腺癌	AR 受体拮抗剂
	法米替尼	胃肠道间质瘤 晚期或转移性胃肠胰神经内分泌瘤	VEGFR/PDGFR 抑制剂
	SHR0302 片	类风湿关节炎	JAK 抑制剂
	SHR4640 片	高尿酸血症、痛风	URAT1 抑制剂
1 期临床	注射用卡瑞利珠单抗（SHR-1210）	晚期黑色素瘤 复发或转移性鼻咽癌（联合化疗）	PD-1 单抗
	吡咯替尼	HER2 表达阳性晚期胃癌	EGFR/HER2 抑制剂
	M6G	术后镇痛	吗啡-6-葡萄糖醛酸
	SHR0532	高血压	ROMK 抑制剂
	HAO472	急性髓性细胞白血病	AML1-ETO
	SHR-1210	晚期实体瘤，黑色素瘤	PD-1 单抗
	SHR-1314	自身免疫性疾病	anti-IL-17A 单抗
	SHR-1316	晚期恶性肿瘤	人源化抗 PD-L1 单抗
	SHR1459	淋巴瘤	BTK 抑制剂
	SHR2554	淋巴瘤肿瘤	
	SHR3680	晚期前列腺癌	AR 受体拮抗剂
	SHR6390	实体瘤，黑色素瘤	CDK4/6 选择性抑制剂
	SHR7390	晚期实体瘤	MEK1/2 选择性抑制剂
	SHR8554-101	术后疼痛	阿片受体 $\mu$ 亚型（MOR） 偏爱性配体
	SHR9146	晚期实体瘤	IDO1/TDO 抑制剂
	SHR9549	乳腺癌	选择性雌激素受体下调剂
	贝伐珠单抗注射液	结直肠癌 晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌	anti-VEGF 单抗
	吡格列酮片	2 型糖尿病	GPR40 激动剂
环咪德吉片	实体瘤	Hedgehog 抑制剂	
获批临床	SHR0410	2 型糖尿病	
	SHR-1209	高胆固醇血症	PCSK9 单抗
	SHR-1309	HER2 阳性乳腺癌	靶向 HER2 单抗
	SHR1539	实体瘤	Hedgehog 抑制剂
	SHR-1603	恶性肿瘤	CD47 单抗
	SHR-1701	恶性肿瘤	
	SHR-2042	2 型糖尿病	胰高血糖素样肽-1 类似物
	SHR3162	实体瘤	PARP 靶点
	SHR7280	子宫内膜异位症	GnRH 受体拮抗剂
	SHR-A1201	HER2 阳性乳腺癌	ADC 药物
	SHR-A1403	肝癌/肾癌/非小细胞肺癌	c-Met ADC 药物

资料来源：CDE、光大证券研究所

抗 PD-1 单抗第一梯队，领跑肿瘤免疫治疗时代。公司的抗 PD-1 单抗——卡瑞利珠单抗（淋巴瘤适应症）已获得优先审评资格且已完成技术审评，预计将成为第三或第四家上市的国产抗 PD-1 单抗（另一家待获批上市的为百济神州）。公司在抗 PD-1 单抗有着最丰富的适应症布局，届时将搭载强大的学术推广网络实现迅速放量，成就一个国产创新单抗重磅炸弹。

抗 PD-1/L1 类抗体药物由于抗肿瘤活性良好、适应症范围广泛，是目前国内抗体药物研发的头号热门靶点，在未来的肿瘤免疫治疗时代中，有望成为广泛应用的肿瘤基础疗法。参考过往国内创新药的经验，我们预计最终的 PD-1 类竞争格局应当是外资占据 20-30% 的市场，国内企业占据 70-80% 的市场，国内企业的份额中，第一梯队的企业又将占据 70-80% 的市场份额。

抗 PD-1/L1 类产品的竞争力需要从产品竞争力和企业竞争力两个角度来判断：

1) 产品竞争力：

- a) 适应症范围：由于抗肿瘤药物适应症越来越精准，因此需要有足够的适应症才能获得大的患者基数。公司是国内适应症临床试验布局最广泛的企业之一，占据适应症先发优势地位。
- b) 联用布局：未来 PD-1 有可能成为抗肿瘤基础用药，各类临床试验显示 PD-1 联用化疗或靶向治疗能够显著提升临床效果，“抗 PD-1/L1+X”有望成为未来的抗肿瘤趋势。而公司是抗肿瘤龙头企业，有着丰富的抗肿瘤产品管线和联用临床试验布局，将为公司提供显著的产品集群优势。

2) 企业竞争力：

- a) 学术推广能力：PD-1 类药物竞争激烈，适应症复杂，因此需要企业具备强大的学术推广能力实现放量。而公司已经拥有 12175 名销售人员，并建立了专门的肿瘤销售事业部，学术推广能力极为强大。
- b) 生产成本控制能力：抗体药物的生产成本高昂，大规模量产能力、成本控制能力是企业未来有可能爆发的 PD-1 价格战中获胜的关键能力。

表 6：国内企业 PD-1/L1 类抗体药物布局情况（截至 2019 年 2 月）

阶段	靶点	公司	通用名	商品名	联用	适应症	治疗地位
上市	PD-1	BMS	纳武利尤单抗	欧狄沃	NA	EGFR 阴性、ALK 阴性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）	2 线
		MSD	帕博利珠单抗	可瑞达	NA	不可切除或转移性黑色素瘤	2 线
		君实生物	特瑞普利单抗（JS001）	拓益	NA	局部进展或转移性黑色素瘤	2 线
		信达生物	信迪利单抗 /Sintilimab（IBI308）	达伯舒（Tyvyt）	NA	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤（cHL）	3 线
NDA	PD-1	恒瑞医药	卡瑞利珠单抗 /Camrelizumab（SHR-1210）	艾立妥	NA	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤（cHL）	2~3 线
		百济神州	替雷利珠单抗 /Tiselizumab	NA	NA	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤（cHL）	2~3 线

(BGB-A317)									
III 期	PD-1	恒瑞医药	卡瑞利珠单抗 /Camrelizumab (SHR-1210)	艾立妥	FOLFOX4 晚期肝癌 (HCC) 1 线				
					吉西他滨+顺铂 局部晚期复发或转移鼻咽癌 1 线				
					卡铂+紫杉醇 IV 期鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线				
					培美曲塞+卡铂 晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线				
					紫杉醇+顺铂 晚期食管癌 1 线				
					NA 晚期或转移性食管癌 2 线				
					NA 晚期肝癌 (HCC) 2 线				
					NA 不可切除肝癌 1 线				
					NA 非小细胞肺癌、食管癌、肝癌、尿路上皮癌 1 线				
					化疗 局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线				
	PD-1	百济神州	替雷利珠单抗 /Tislelizumab (BGB-A317)	NA	化疗 局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线				
					化疗 不可切除的、局部晚期复发性或转移性食管鳞状细胞癌 (ESCC) 1 线				
					NA 非小细胞肺癌 (NSCLC) 2~3 线				
					NA 晚期食管癌 2 线				
					NA 肝癌癌根治术后辅助治疗 1 线				
					化疗 复发性或转移性鼻咽癌 1 线				
					顺铂+紫杉醇 晚期或者转移性食管鳞癌 1 线				
					PD-1	信达生物	信迪利单抗 /Sintilimab (IBI308)	达伯舒 (Tyvyt)	IBI305 (贝伐珠单抗生物类似药) 晚期肝癌 (HCC) 1 线
									XELOX (奥沙利铂+卡培他滨) 不可切除的局部晚期、复发性或转移性胃及胃食管交界处腺癌 1 线
									放疗+吉西他滨+顺铂 局部晚期鼻咽癌 1 线
吉西他滨+顺铂/卡铂 晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线									
培美曲塞+顺铂/卡铂 非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线									
顺铂+紫杉醇 不可切除的、局部晚期复发性或转移性食管鳞癌 (ESCC) 1 线									
NA 晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 2 线									
PD-L1	中山康方	AK105	NA	卡铂+培美曲塞 转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线					
				紫杉醇+卡铂 转移性鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线					
				恒瑞医药 SHR-1316 NA 卡铂+依托泊苷 广泛期小细胞肺癌 1 线					
				基石药业 CS1001 NA 同步/序贯放化疗 未进展的、局部晚期/不可切除 (III 期) 的非小细胞肺癌 2 线					
				康宁杰瑞 抗 PD-L1 单抗抗体 (KN035) NA 化疗 不能手术切除或转移性的胆道癌 1 线					
II 期	PD-1	恒瑞医药	卡瑞利珠单抗 /Camrelizumab (SHR-1210)	艾立妥	阿帕替尼 /FOLFOX4 晚期肝癌 1~2 线				
					NA 晚期或转移性胃癌或胃食管交界处癌 1 线				
					阿帕替尼 软组织肉瘤 1 线				
					阿帕替尼 IV 期 KRAS 突变非鳞非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线				
					贝伐珠单抗 (BP102) PD-L1 阳性的晚期或转移性 EGFR/ALK 野生型非鳞非小细胞肺癌 (NSCLC) 1 线				

			贝伐珠单抗 (BP102) +XELOX	转移性结直肠癌 (mCRC)	1 线	
			法米替尼	晚期泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤	1 线	
			阿帕替尼	晚期非小细胞肺癌 (NSCLC)	2~3 线	
			NA	非小细胞肺癌 (NSCLC)	2 线	
			NA	复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤(鼻型)	2 线	
			阿帕替尼	胃癌 (GC)、肝细胞癌 (HCC)	2 线	
			阿帕替尼	广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC)	2 线	
			阿帕替尼	晚期肝细胞癌 (HCC)	2 线	
			化疗	食管癌、胃癌或胃食管结合部癌	1 线	
			化疗	局部晚期或转移性肺癌	1 线	
			NA	PD-L1 阳性的局部晚期或转移性膀胱尿路上皮癌	2 线	
百济神州	替雷利珠单抗 /Tiselizumab (BGB-A317)	NA	NA	不可切除的肝细胞癌 (HCC)	2 线及以上	
			NA	复发或难治性成熟 T 细胞和 NK 细胞淋巴瘤	2 线及以上	
			NA	局部晚期不可切除或转移性 MSI-H 或 dMMR 实体瘤	2 线及以上	
			NA	辅助治疗黏膜黑色素瘤	1 线	
			NA	局部进展或转移性膀胱尿路上皮癌	2 线	
君实生物	特瑞普利单抗 (JS001)	拓益	培美曲塞+卡铂	晚期或复发伴 EGFR 敏感突变、T790M 阴性非小细胞肺癌	2 线	
			基于 CT 的适应性放疗	胸部恶性肿瘤	1 线	
			NA	晚期/转移性食管鳞癌 (ESCC)	2 线	
信达生物	信迪利单抗 /Sintilimab (IBI308)	达伯舒 (Tyvyt)	NA	复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤(鼻型)	2 线	
			安罗替尼	晚期或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC)	2 线	
			NA	复发和难治外周 T 细胞淋巴瘤	2 线及以上	
			NA	复发/转移性/不可手术切除的腺泡状软组织肉瘤 (ASPS)	2 线及以上	
嘉和生物	杰诺单抗 (GB226)	NA	NA	复发或难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤 (B-NHL)	2 线及以上	
			化疗	晚期胃癌	1 线	
			NA	晚期实体瘤	2 线	
			NA	局部进展或转移性黑色素瘤	2 线	
			安罗替尼/贝伐珠单抗	不可切除肝细胞癌 (HCC)	1 线	
PD-1&CTLA4	中山康方	AK104	NA	mXELOX	晚期实体瘤和晚期或转移性胃腺癌或胃食管结合部腺癌	1 线
			NA	NA	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (cHL)	2 线
			NA	NA	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (cHL)	2 线及以上
PD-L1			NA	NA	复发或难治性结外自然杀伤细胞/T 细胞淋巴瘤	2 线
			NA	NA	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (rr-CHL)	3 线
	康宁杰瑞	抗 PD-L1 单抗抗体 (KN035)	NA	化疗	局部晚期或转移性胃或胃食管结合部腺癌	1 线

				NA	dMMR/MSI-H 晚期结直肠癌及其他晚期实体瘤	2 线		
	PD-L1&CTLA-4	康宁杰瑞	重组人源化 PDL1/CTLA-4 双特异性单域抗体 Fc 融合蛋白 (KN046)	NA	NA	非小细胞肺癌	2 线	
I 期		恒瑞医药	卡瑞利珠单抗 /Camrelizumab (SHR-1210)	艾立妥	NA	晚期黑色素瘤	2 线	
					NA	乳腺癌、胃肠道癌	2 线	
					SHR9146+阿帕替尼	晚期实体瘤	NA	
		复宏汉霖	HLX10	NA	HLX04	实体瘤	NA	
					吉西他滨+顺铂	晚期三阴性乳腺癌	1~2 线	
		君实生物	特瑞普利单抗 (JS001)	拓益	NA	晚期神经内分泌肿瘤	2 线及以上	
					放疗	晚期三阴性乳腺癌	2 线及以上	
		PD-1	信达生物	信迪利单抗 /Sintilimab (IBI308)	达伯舒 (Tyvyt)	NA	晚期恶性神经内分泌肿瘤	2 线
			丽珠集团	重组人源化抗 PD-1 单抗 (LZM009)	NA	NA	晚期恶性实体瘤	NA
			嘉和生物	杰诺单抗 (GB226)	NA	呋喹替尼	EGFR 敏感突变的复发或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC)	2 线
			百奥泰	BAT1306	NA	NA	局部晚期或转移性实体瘤	2 线
			基石药业	CS1003	NA	NA	晚期实体瘤或淋巴瘤	2 线
			誉衡药业	GLS-010	NA	NA	晚期实体瘤 (三阴性乳腺癌、肝癌为主)	2 线及以上
					NA	NA	晚期实体瘤 (胃癌、食管癌为主)	2 线及以上
			智翔金泰	GR1405	NA	NA	晚期实体肿瘤或淋巴瘤	NA
			恒瑞医药	SHR-1316	NA	NA	晚期恶性肿瘤	2 线
			海正药业	重组抗 PD-L1 全人源单抗	NA	NA	多种肿瘤	NA
		PD-L1	科伦博泰	KL-A167	NA	NA	晚期实体瘤	2 线及以上
						NA	复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤 (鼻型) 和 B 细胞非霍奇金淋巴瘤	2 线及以上
			广州兆科	ZKAB001	NA	NA	局部进展和转移性尿路上皮癌	2 线
					NA	局限期高级别骨肉瘤	2 线	
		迈博斯	MSB2311	NA	NA	晚期实体瘤	NA	
	PD-L1&TGF-βRII	恒瑞医药	SHR-1701	NA	NA	转移性去势抵抗性前列腺癌	2 线	
IND	PD-1	安科生物	SSI-361	NA	NA	多种肿瘤	NA	
	PD-1&未披露靶点	信达生物	IBI318	NA	NA	晚期肿瘤	NA	
	PD-L1	复宏汉霖	HLX20	NA	NA	实体瘤	1 线	
		君实生物	JS003	NA	NA	未披露	NA	
临床前	LAG-3&PD-L1	信达生物	IBI323	NA	NA	PD-L1 阳性的“热肿瘤”表型的肿瘤	NA	
	PD-1&HER2	信达生物	IBI315	NA	NA	HER2 阳性肿瘤、mBrCA、胃癌、NSCLC	NA	
	PD-1&未披露靶点	信达生物	IBI319	NA	NA	晚期肿瘤	NA	
	PD-L1&CD3	友芝友	Y111	NA	NA	PD-L1 阳性肿瘤	NA	
	PD-L1&CD47	信达生物	IBI322	NA	NA	PD-L1/CD47 共表达的肿瘤, M1 巨噬细胞标志肿瘤	NA	

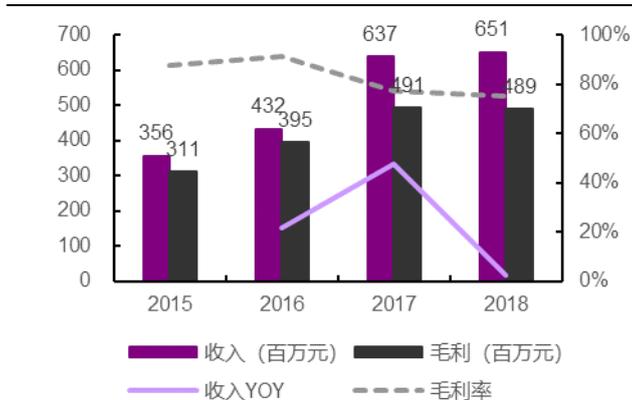
资料来源: CDE、光大证券研究所

### 3、国际化持续推进，布局海外新天地

2018 年公司的国际化战略持续推进，地氟烷、塞替派、磺达肝癸钠在美国获批，托伐普坦片获得暂时批准；碘克沙醇注射液在英国和荷兰获批；盐酸右美托咪定在日本获批。公司的全球化布局将逐步为公司贡献越来越多的海外利润。

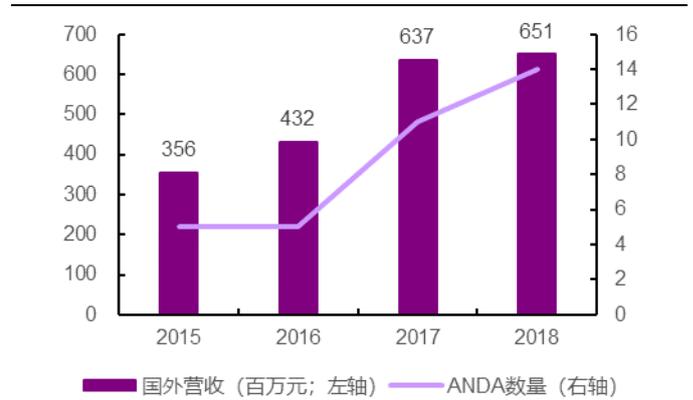
2018 年公司的国外营收 6.51 亿元 (+2.2%)，增速有所放缓，预计是由于制剂出口核心品种环磷酰胺有新企业获批（2018 年美国新获批 2 家胶囊、1 家注射剂），竞争压力增大。随着后续新品种在海外的获批上市及放量，预计 19 年增速有可能出现回升。

图 6：公司 2018 年国外收入（百万元）增速放缓



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 7：公司 ANDA 数量增加推动国外营收增长（百万元）



资料来源：公司年报、FDA、光大证券研究所

表 7：美国市场环磷酰胺竞争者增多（截至 2019 年 2 月）

批准日期	通用名	文号	规格	剂型	持有人
2019/1/18	环磷酰胺	A211608	25MG、50MG	胶囊	Cipla Ltd
2018/5/25	环磷酰胺	A210046	500MG/VIAL、1GM/VIAL、2GM/VIAL	注射剂	Amneal Pharmaceuticals Co GmbH
2018/5/7	环磷酰胺	A209872	25MG、50MG	胶囊	Sti Pharma Llc
2018/3/19	环磷酰胺	A207014	25MG、50MG	胶囊	Amerigen Pharmaceuticals Ltd
2014/10/31	环磷酰胺	A204555	500MG/VIAL、1GM/VIAL、2GM/VIAL	注射剂	Jiangsu Hengrui Medicine Co Ltd
2013/9/16	环磷酰胺	N203856	25MG、50MG	胶囊	West-Ward Pharmaceuticals International Ltd
2008/5/21	环磷酰胺	A040745	500MG/VIAL、1GM/VIAL、2GM/VIAL	注射剂	Baxter Healthcare Corp

资料来源：FDA、光大证券研究所

表 8：公司获批 ANDA 情况（截至 2019 年 2 月）

批准日期	文号	通用名	规格	剂型	给药途径	全球市场规模	美国市场规模
2018/5/15	A206812	磺达肝癸钠	2.5MG/0.5ML、5MG/0.4ML、7.5MG/0.6ML、10MG/0.8ML	注射剂	皮下注射	6953 万美元	1.9 亿美元
2018/5/4	A209150	塞替派	15MG/VIAL	注射剂	注射	4787 万美元	7398 万美元
2018/2/26	A208234	地氟烷	100%	溶液剂	吸入	1 亿美元	2 亿美元
2017/10/26	A091008	加巴喷丁	100MG、300MG、400MG	胶囊剂	口服	-	-
2017/9/19	A209065	盐酸右美托咪定	EQ 200MCG BASE/2ML (EQ 100MCG BASE/ML)	注射剂	注射	2.18 亿	5.06 亿

						美元	美元
2017/8/30	A209334	苯磺顺阿曲库铵	EQ 2MG BASE/ML	注射剂	注射	0.51 亿美元	
2017/8/9	A207252	多西他赛	20MG/ML (20MG/ML)、80MG/4ML (20MG/ML)、160MG/8ML (20MG/ML)	注射剂	注射	1.15 亿美元	9.14 亿美元
2017/2/15	A203170	多西他赛	40MG/ML	注射剂	注射		
2017/1/27	A204960	苯磺顺阿曲库铵 (无防腐剂)	EQ 2MG BASE/ML、EQ 10MG BASE/ML	注射剂	注射	0.51 亿美元	
2015/11/3	A203793	七氟烷	100%	液体	吸入	1.99 亿美元	
2014/10/31	A204555	环磷酰胺	500MG/VIAL、1GM/VIAL、2GM/VIAL	注射剂	注射	4.2 亿美元	
2014/6/18	A203869	奥沙利铂	50MG/10ML (5MG/ML)、100MG/20ML (5MG/ML)	注射剂	静脉输注		
2013/5/16	A202716	来曲唑	2.5MG	片剂	口服		
2011/12/16	A090675	盐酸伊立替康	40MG/2ML (20MG/ML)、100MG/5ML (20MG/ML)	注射剂	注射		

资料来源：公司公告、FDA、光大证券研究所

从仿制药国际化到创新药国际化。2018 年公司有 3 个创新药产品获批海外临床，分别是 SHR0302 片（JAK1 激酶抑制剂）和 INS068 注射液（长效）获批美国临床、SHR0410 注射液获批澳大利亚临床。未来公司的国际化将逐步实现从中国创新到全球创新、从仿制药出口到创新药出口的质的飞跃。

表 9：2018 年获批海外临床的创新药

通用名	药物类型	适应症	2017 年同类产品全球销售额	已投入研发资金	获批临床国家
SHR0302 片	JAK1 激酶选择性抑制剂	克罗恩病	托法替尼 13.45 亿美元	4210 万元	美国
INS068 注射液	长效胰岛素	1 型和 2 型糖尿病	甘精胰岛素 46.22 亿美元、地特胰岛素 141.18 亿美元、德谷胰岛素 73.27 亿美元	3500 万元	美国
SHR0410 注射液	NA	急性、慢性疼痛和瘙痒	无	1160 万元	澳大利亚

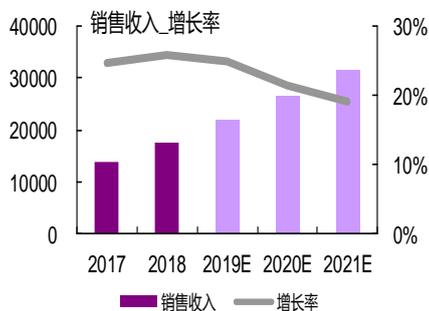
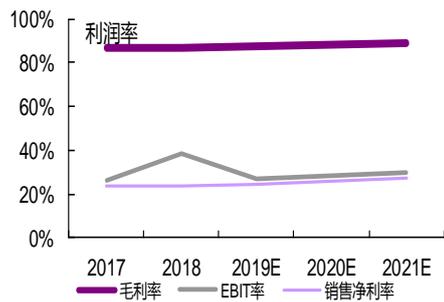
资料来源：公司年报、光大证券研究所

## 4、投资评级

公司是中国创新药龙头，重磅品种陆续上市放量，同时在研创新药管线丰富，长期空间巨大。考虑到公司业绩超预期和后期潜力大，我们上调 19、20 年 EPS 预测为 1.42 元/1.83 元（原预测为 1.39 元/1.77 元），新增预测 21 年 EPS 为 2.32 元，同比增长 29%/29%/27%，现价对应 19-21 年 PE 为 45/35/28 倍，维持“增持”评级。

## 5、风险分析

- 1) 新品审批进度不达预期；
- 2) 创新药研发失败的风险；
- 3) 进口创新药竞争压力增大的风险。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>13,836</b>	<b>17,418</b>	<b>21,752</b>	<b>26,388</b>	<b>31,435</b>
营业成本	1,850	2,335	2,758	3,107	3,495
折旧和摊销	320	381	29	58	84
营业税费	254	237	364	441	526
销售费用	5,189	6,464	7,476	8,700	10,015
管理费用	2,953	1,626	5,335	6,650	7,943
财务费用	-37	-124	18	-27	-110
公允价值变动损益	0	0	161	161	161
投资收益	39	248	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>3,808</b>	<b>4,597</b>	<b>6,058</b>	<b>7,770</b>	<b>9,820</b>
<b>利润总额</b>	<b>3,759</b>	<b>4,499</b>	<b>6,006</b>	<b>7,717</b>	<b>9,768</b>
少数股东损益	76	-4	69	89	104
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,217</b>	<b>4,066</b>	<b>5,242</b>	<b>6,735</b>	<b>8,534</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>18,039</b>	<b>22,361</b>	<b>27,851</b>	<b>33,622</b>	<b>41,858</b>
流动资产	14,469	18,069	23,478	28,976	36,945
货币资金	4,267	3,890	6,550	9,399	14,319
交易型金融资产	0	0	0	161	322
应收帐款	3,189	3,773	4,783	5,879	6,908
应收票据	989	659	1,526	1,579	1,758
其他应收款	233	970	649	902	1,257
存货	790	1,031	1,211	1,357	1,535
可供出售投资	118	155	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	1	11	21	31
固定资产	1,998	2,329	2,790	3,170	3,486
无形资产	279	273	308	341	383
<b>总负债</b>	<b>2,096</b>	<b>2,563</b>	<b>2,920</b>	<b>2,397</b>	<b>2,678</b>
无息负债	2,096	2,563	2,920	2,397	2,678
有息负债	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>15,943</b>	<b>19,798</b>	<b>24,932</b>	<b>31,225</b>	<b>39,180</b>
股本	2,833	3,686	3,686	3,686	3,686
公积金	2,518	3,571	3,571	3,571	3,571
未分配利润	10,545	13,115	17,546	23,750	31,601
少数股东权益	575	70	139	228	332

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,547</b>	<b>2,774</b>	<b>2,758</b>	<b>3,583</b>	<b>5,741</b>
净利润	3,217	4,066	5,242	6,735	8,534
折旧摊销	320	381	29	58	84
净营运资金增加	3,857	4,610	3,692	4,401	4,122
其他	-4,847	-6,282	-6,204	-7,612	-6,998
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-3,376</b>	<b>-2,856</b>	<b>96</b>	<b>-230</b>	<b>-250</b>
净资本支出	-379	-526	-310	-320	-340
长期投资变化	0	1	-10	-10	-10
其他资产变化	-2,997	-2,331	416	100	100
<b>融资活动现金流</b>	<b>220</b>	<b>-368</b>	<b>-194</b>	<b>-504</b>	<b>-572</b>
股本变化	485	853	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	641	467	356	-523	281
<b>净现金流</b>	<b>-651</b>	<b>-396</b>	<b>2,660</b>	<b>2,849</b>	<b>4,920</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	24.72%	25.89%	24.88%	21.31%	19.13%
净利润增长率	24.25%	26.39%	28.92%	28.50%	26.70%
EBITDA 增长率	25.70%	82.55%	-17.83%	29.01%	26.45%
EBIT 增长率	25.73%	88.24%	-13.61%	28.66%	26.30%
<b>估值指标</b>					
PE	74	58	45	35	28
PB	15	12	10	8	6
EV/EBITDA	47	34	41	31	24
EV/EBIT	51	35	41	32	25
EV/NOPLAT	58	39	46	36	28
EV/Sales	13	14	11	9	7
EV/IC	12	11	10	8	7
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	86.63%	86.60%	87.32%	88.22%	88.88%
EBITDA 率	28.16%	40.83%	26.86%	28.57%	30.32%
EBIT 率	25.84%	38.64%	26.73%	28.35%	30.06%
税前净利润率	27.17%	25.83%	27.61%	29.25%	31.07%
税后净利润率 (归属母公司)	23.25%	23.34%	24.10%	25.52%	27.15%
ROA	18.25%	18.16%	19.07%	20.30%	20.64%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.93%	20.61%	21.14%	21.73%	21.97%
经营性 ROIC	19.94%	28.96%	20.65%	22.38%	24.62%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	7.06	7.25	8.24	12.45	14.17
速动比率	6.67	6.83	7.81	11.87	13.58
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.87	1.10	1.42	1.83	2.32
每股红利	0.10	0.22	0.14	0.19	0.23
每股经营现金流	0.69	0.75	0.75	0.97	1.56
每股自由现金流(FCFF)	-0.21	0.37	0.32	0.53	1.08
每股净资产	4.17	5.35	6.73	8.41	10.54
每股销售收入	3.75	4.73	5.90	7.16	8.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	中青雯	021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com