

丽珠集团 (000513.SZ)

艾普拉唑针剂降价 40%谈判成功意义重大，未来几年放量可期

事件:

丽珠集团注射用艾普拉唑钠谈判成功纳入医保。2019年11月28日，医保局发布了《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》(医保发〔2019〕65号)。公司注射用艾普拉唑钠被纳入《医保目录》“协议期内谈判药品部分”，且公司与国家医疗保障局医疗保障事业管理中心就注射用艾普拉唑钠纳入《医保目录》有关事项签署了《2019年国家医保药品目录谈判准入及支付标准协议》。

艾普拉唑针剂降价 40%纳入医保，意义重大，为未来几年快速放量奠定基础。艾普拉唑针剂本次谈判后医保支付标准为156元(10mg/支)，前期中标价为258元，降幅40%。此次谈判进入医保后，未来放量可期:

- **谈判纳入目录将大大加快市场准入:**艾普针是2018年刚刚获批的新品种，目前还处于市场导入期。进入目录后将在医院准入方面有望提速，快速覆盖更多医院。
- **降价幅度体现侧面体现认可度:**本次降价40%，低于平均降幅(60.9%)，体现医保局对品种创新性和药物经济学优势的充分认可。
- **以价换量未来品种放量潜力较大，峰值销售有望超20亿:**艾普针剂2019年1-9月销售额5684.10万元，品种销售基数不大，但在没进医保的情况下第二年有如此的销售额实际上体现了丽珠在消化线的竞争力。目前艾普针进展PPI针剂销售额的0.48%，根据艾普拉唑肠溶片的销售额占比(17%)，针剂进入医保后，明年以价换量空间较大，物品们预计针剂峰值销售有望超20亿(正文有详细依据)，针剂+肠溶片系列销售峰值有望超过30亿。

公司投资逻辑再梳理。业绩增长确定性高，兼具化学制剂与创新生物基因，短期看制剂、原料药板块，长期看创新生物药转型。公司是优质生物药的细分龙头，创新管线稳步推进，有持续稳健并且持续超预期优秀的管理层，业绩稳健持续成长。

盈利预测与投资建议。基于艾普拉唑进医保后的放量，我们上调明年后年盈利预测，预计2019-2021年归母净利润分别为12.41亿元、14.93亿元、18.03亿元，增速分别为14.7%、20.3%、20.8%，对应PE分别为23x、19x、16x。(扣除激励摊销后实际内生业绩增速更高，扣现金后估值更低)。我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，创新药及高端仿制药开始全面驱动增长，生物药+微球长远布局符合产业方向。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示: 参芪扶正销量下滑、单抗研发风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,531	8,861	9,886	11,411	13,304
增长率 yoy (%)	11.5	3.9	11.6	15.4	16.6
归母净利润(百万元)	4,429	1,082	1,241	1,493	1,803
增长率 yoy (%)	464.6	-75.6	14.7	20.3	20.8
EPS最新摊薄(元/股)	4.74	1.16	1.33	1.60	1.93
净资产收益率(%)	39.9	10.1	10.7	12.3	14.0
P/E(倍)	6.5	26.8	23.4	19.4	16.1
P/B(倍)	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4

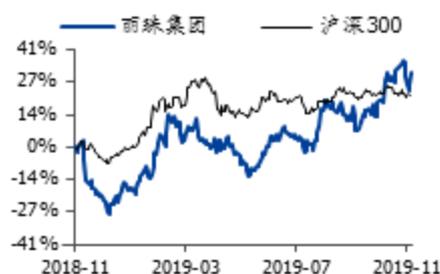
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	32.15
总市值(百万元)	30,052.62
总股本(百万股)	934.76
其中自由流通股(%)	63.72
30日日均成交量(百万股)	7.59

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号: S0680519010003

邮箱: huruobi@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱: yingqinxin@gszq.com

相关研究

- 1、《丽珠集团(000513.SZ): 股权转让+子公司激励探索创新激励模式, 持续调动员工积极性》2019-11-10
- 2、《丽珠集团(000513.SZ): 扣非增速超预期, 关注高质量增长&结构调整——2019 季报点评》2019-10-23
- 3、《丽珠集团(000513.SZ): 聚焦+提效, 丽珠业绩符合预期, 转型加速推进——2019H1 点评》2019-08-19



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,350	12,472	14,555	13,281	15,781
现金	7,416	8,588	9,834	8,232	9,532
应收账款	1,357	1,382	1,674	1,853	2,259
其他应收款	58	0	64	10	77
预付账款	126	170	161	221	224
存货	1,103	1,117	1,232	1,374	1,634
其他流动资产	1,291	1,215	1,590	1,591	2,056
非流动资产	4,548	4,966	5,266	5,708	6,216
长期投资	93	188	284	378	472
固定投资	3,321	3,218	3,436	3,801	4,233
无形资产	289	325	318	306	294
其他非流动资产	845	1,235	1,228	1,223	1,217
资产总计	15,898	17,437	19,821	18,989	21,997
流动负债	4,411	5,370	7,303	5,879	8,098
短期借款	0	1,500	1,500	1,500	1,500
应付账款	502	636	568	768	774
其他流动负债	3,909	3,233	5,235	3,611	5,824
非流动负债	253	318	322	322	322
长期借款	1	1	5	5	5
其他非流动负债	252	317	317	317	317
负债合计	4,664	5,687	7,625	6,201	8,420
少数股东权益	461	1,098	1,166	1,246	1,342
股本	553	719	935	935	935
资本公积	1,715	1,362	1,147	1,147	1,147
留存收益	8,616	8,600	9,373	10,267	11,269
归属母公司股东收益	10,773	10,652	11,030	11,541	12,235
负债和股东权益	15,898	17,437	19,821	18,989	21,997

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	1,316	1,268	2,554	31	3,198
净利润	4,488	1,182	1,309	1,573	1,899
折旧摊销	375	382	334	388	456
财务费用	-39	-252	-185	-180	-175
投资损失	-4,297	42	-0	1	1
营运资金变动	793	-383	1,096	-1,752	1,018
其他经营现金流	-3	297	0	0	-0
投资活动净现金流	4,673	-1,021	-634	-832	-965
资本支出	294	474	204	348	414
长期投资	469	-523	-96	-93	-94
其他投资现金流	5,436	-1,069	-526	-577	-646
筹资活动净现金流	-583	857	-673	-801	-934
短期借款	0	1,500	0	0	0
长期借款	0	0	4	0	0
普通股增加	128	166	216	0	0
资本公积增加	-105	-353	-216	0	0
其他筹资现金流	-606	-455	-677	-801	-934
现金净增加额	5,339	1,163	1,246	-1,602	1,299

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,531	8,861	9,886	11,411	13,304
营业成本	3,083	3,360	3,555	3,945	4,553
营业税金及附加	129	118	140	166	190
营业费用	3,265	3,267	3,608	4,131	4,750
管理费用	934	546	1,275	1,529	1,756
财务费用	-39	-252	-185	-180	-175
资产减值损失	118	68	0	0	0
公允价值变动收益	3	-2	-0	-0	0
投资净收益	4,297	-42	0	-1	-1
营业利润	5,658	1,274	1,493	1,819	2,229
营业外收入	92	177	134	135	134
营业外支出	25	35	21	22	26
利润总额	5,725	1,417	1,606	1,931	2,338
所得税	1,237	235	297	358	440
净利润	4,488	1,182	1,309	1,573	1,899
少数股东收益	59	100	68	80	95
归属母公司净利润	4,429	1,082	1,241	1,493	1,803
EBITDA	5,877	1,632	1,755	2,140	2,619
EPS (元/股)	4.74	1.16	1.33	1.60	1.93

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	11.5	3.9	11.6	15.4	16.6
营业利润 (%)	545.5	-77.5	17.1	21.8	22.6
归属母公司净利润 (%)	464.6	-75.6	14.7	20.3	20.8
盈利能力					
毛利率 (%)	63.9	62.1	64.0	65.4	65.8
净利率 (%)	51.9	12.2	12.6	13.1	13.6
ROE (%)	39.9	10.1	10.7	12.3	14.0
ROIC (%)	39.2	8.4	9.0	10.7	12.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.3	32.6	38.5	32.7	38.3
净负债比率 (%)	-66.0	-60.3	-68.3	-52.6	-59.1
流动比率	2.6	2.3	2.0	2.3	1.9
速动比率	2.3	2.1	1.8	2.0	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.53	0.53	0.59	0.65
应收账款周转率	6.0	6.5	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	5.7	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	4.74	1.16	1.33	1.60	1.93
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.75	0.95	2.73	0.03	3.42
每股净资产 (最新摊薄)	11.52	11.40	11.80	12.35	13.09
估值指标 (倍)					
P/E	6.5	26.8	23.4	19.4	16.1
P/B	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	3.8	14.3	12.6	11.1	8.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

注射用艾普拉唑钠谈判成功，未来几年高增长可期	4
1.1 艾普拉唑降价 40%纳入目录，体现医保局对品种创新性和药物经济学优势的充分认可	4
1.2 肠溶片进入医保后放量迅速，针剂有望复制肠溶片成功	6
1.3 艾普的增长来自二代对一代的替代，来自创新对传统 PPI 的替代	7
1.4 公司未来看点及投资逻辑再梳理	8
盈利预测与投资建议	8
风险提示	8

图表目录

图表 1: 代表 PPI 针剂的日用药金额	4
图表 2: 不同 PPI 产品比较	5
图表 3: 丽珠艾普拉唑相关专利情况	5
图表 4: 丽珠艾普拉唑肠溶片收入及增速	6
图表 5: PPI 片剂样本医院市场占比	6
图表 6: 国内 PPI 市场占有率情况	7
图表 7: 国际 PPI 市场占有率情况	7
图表 8: PPI 样本医院销售情况	7

注射用艾普拉唑谈判成功，未来几年高增长可期

1.1 艾普拉唑降价 40% 纳入目录，体现医保局对品种创新性和药物经济学优势的充分认可

艾普拉唑针剂谈判成功，降价幅度 40%。2019 年 11 月 28 日国家医保局召开新闻发布会公布最新谈判结果。丽珠集团注射用艾普拉唑通过谈判成功纳入目录，医保支付价格 156 元/支（前期中标价为 258 元，降幅 40%）。功能主治/适应症：适用于治疗消化性溃疡出血。限定支付范围为有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。本次谈判医保支付标准有效期为 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日共两年。

- **谈判纳入目录将大大加快市场准入：**艾普针是 2018 年刚刚获批的新品种，目前还处于市场导入期。进入目录后将在医院准入方面有望提速，快速覆盖更多医院。
- **降价幅度体现侧面体现认可度：**本次降价 40%，低于平均降幅（60.9%），降价后价格在 PPI 针剂中仍然是较高的，体现医保局对品种创新性和药物经济学优势的充分认可（医保愿意为疗效好的创新品种买单）。

图表 1: 代表 PPI 针剂的日用药金额

	用法	代表企业	日用药金额
注射用奥美拉唑	40mg 每日 1 次	阿斯利康	82.89
注射用兰索拉唑	30mg 每日 2 次	山东罗欣	56/支，每天 112
注射用泮托拉唑	40-80mg 每日 1-2 次	Tekeda	103-206
注射用埃索美拉唑	20-40mg 每日 1 次	阿斯利康	101.65
注射用雷贝拉唑	20mg 每日 1 次	南京长澳	97.78
注射用艾普拉唑	10mg 每日一次	丽珠集团(独家)	156

资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

艾普拉唑最新一代质子泵抑制剂，是公司消化道领域 1.1 类重磅专利创新产品，曾获国家科技进步二等奖。

- 公司艾普拉唑肠溶片 2007 年 12 月上市，适应症为十二指肠溃疡。2017 年艾普拉唑肠溶片新进入国家医保目录，并于 9 月获批新适应症“反流性食管炎”，体现各方专家对艾普拉唑疗效和临床价值的高度认可。
- 艾普拉唑针剂研发历时九年，直接投入的研发费用 6100.49 万元，总研发投入过亿。公司首次提交生产批件的受理时间为 2015 年 08 月 25 日，并于 2016 年 10 月 28 日获得 CDE 优先审批，经过一年时间于 2018 年 1 月顺利上市。
- **艾普拉唑针剂具有抑酸时间长、个体差异小、药物相互作用少等优势，一天给药一次即可。**作为二代 PPI 的代表，艾普拉唑较一代拉唑，在抑酸效果（5mg 艾普拉唑与 20mg 奥美拉唑相当）、作用时长（艾普拉唑半衰期 4.3h，奥美拉唑半衰期 0.5-1h）等方面均更具优势，且区别于一代 PPI 代谢途径，对于慢代谢型的患者而言，夜间酸突破等副作用明显减少，临床疗效更为确切（表 2）。
- **构筑专利护城河，艾普拉唑享受长独占期：**艾普拉唑作为 1.1 类新药，公司围绕其申请了一系列专利，目前无其他企业研发申报，未来将享受较长的独占期（表 3）。

图表 2: 不同 PPI 产品比较

代别	药品	抑酸效果	作用时长	代谢途径	夜间酸突破
一代	奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑等;	较弱	较长	CYP2C9 途径为主 (慢代谢型不适用)	多
二代	埃索美拉唑、雷贝拉唑、艾普拉唑等	强	长	CYP3A4 途径为主 (慢代谢型适用)	少

资料来源:《艾普拉唑对十二指肠溃疡患者胃内 pH 值的影响》, 国盛证券研究所

图表 3: 丽珠艾普拉唑相关专利情况

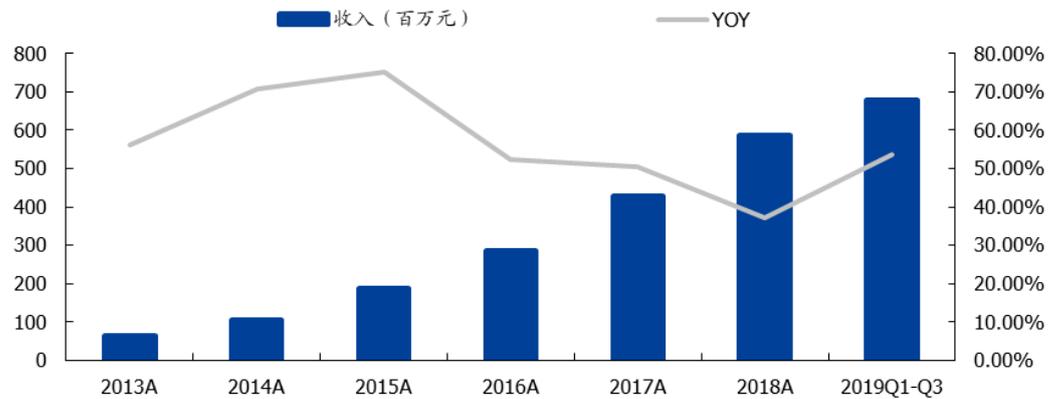
申请号	申请(专利权)人	发明(设计)名称
2009101192309	丽珠医药集团股份有限公司	艾普拉唑在制备治疗反流性食管炎的药物中的用途
2009101766252	丽珠医药集团股份有限公司	一种检测尿液中艾普拉唑的代谢产物的方法
2009101800060	丽珠医药集团股份有限公司	治疗消化性溃疡的粉针剂及其制备方法
2010100012157	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑化学结构的药物及其用途
2010101049233	丽珠医药集团股份有限公司	艾普拉唑盐的水合物及其制备方法和用途
2010106109531	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶片剂及其制备方法
2010106109368	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶片剂及其制备方法
2010106109550	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶胶囊及其制备方法
201010610964X	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶胶囊及其制备方法
201110258952X	丽珠医药集团股份有限公司	一种用于抑制或杀灭幽门螺旋杆菌的药物组合物及其用途
2012100098918	丽珠医药集团股份有限公司	结晶型艾普拉唑钠水合物及其制备方法
2012100098937	丽珠医药集团股份有限公司	结晶型艾普拉唑钠乙醇化物及其制备方法
2012102226323	丽珠医药集团股份有限公司	结晶型艾普拉唑钠及其制备方法
2012102226499	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑钠晶型及其制备方法
2012102226535	丽珠医药集团股份有限公司	一种结晶形式的艾普拉唑钠及其制备方法
2013100363439	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑的制备方法
2013100888403	丽珠医药集团股份有限公司	艾普拉唑晶型及其制备方法
2013100977159	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑钠肠溶口崩片及其制备方法
2013100977943	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑肠溶口崩片及其制备方法
2013100976936	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种包含阿司匹林和艾普拉唑钠的复方制剂及其制备方法
2013100977680	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种包含阿司匹林和质子泵抑制剂的复方制剂及其制备方法
2013103285662	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种含有艾普拉唑组合物的复方胶囊及其制备方法
2013103285200	丽珠集团丽珠制药厂; 丽珠医药集团股份有限公司	一种含有艾普拉唑钠组合物的复方胶囊及其制备方法
201410222518X	丽珠医药集团股份有限公司	一种含多潘立酮的药物组合物
2016102177433	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑钠冻干粉针剂
2016102177452	丽珠医药集团股份有限公司	一种艾普拉唑钠粉针剂及其制备方法
2016103076660	丽珠医药集团股份有限公司; 珠海保税区丽珠合成制药有限公司	一种高纯度艾普拉唑钠的制备方法
2016104550813	丽珠医药集团股份有限公司; 珠海保税区丽珠合成制药有限公司	一种艾普拉唑钠的合成方法
2016104956719	丽珠医药集团股份有限公司; 珠海保税区丽珠合成制药有限公司	一种艾普拉唑钠盐中间体的合成方法
2017108785530	丽珠医药集团股份有限公司	一种含乳糖的粉针剂及其制备方法

资料来源: 国家知识产权局, 国盛证券研究所

1.2 肠溶片进入医保后放量迅速，针剂有望复制肠溶片成功

肠溶片进入医保之后放量迅速。自2009年艾普拉唑肠溶片上市以来，市场份额逐步提升，2017年纳入医保目录，2018年销售额达5.88亿，同比增长37.19%，2019年前三季度销售收入6.79亿，增速高达53.63%。目前艾普拉唑肠溶片在PPI口服片剂领域占比已达17%左右（图表5，占比增长迅速）。

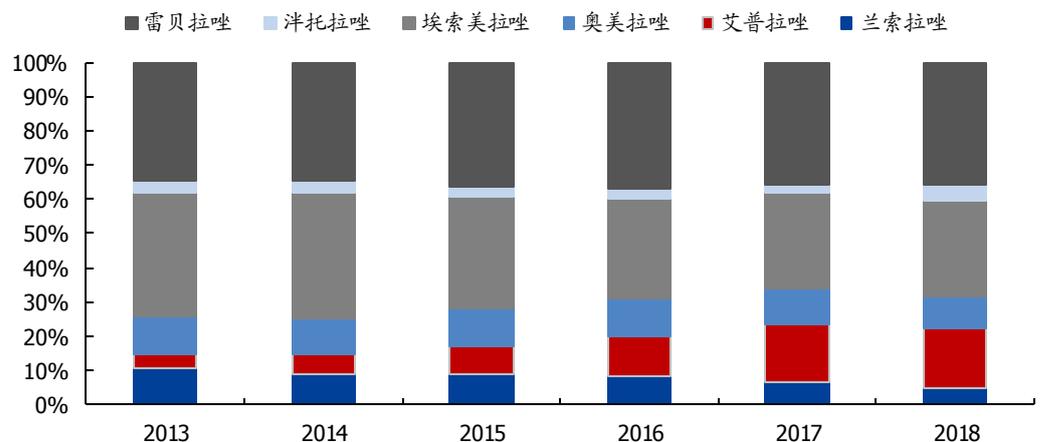
图表4：丽珠艾普拉唑肠溶片收入及增速



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

针剂以量换价有望复制肠溶片成功，峰值销售有望超过20亿。艾普针剂2019年1-9月销售额5684.10万元，品种销售基数不大，但在没进医保的情况下第二年有如此的销售额实际上体现了丽珠在消化线的竞争力。目前艾普针剂仅占PPI针剂销售额的0.48%，针剂进入医保后，明年以价换量空间较大。有肠溶片的先行布局，叠加自身产品优势与渠道推广优势，艾普拉唑针剂极大概率将复制口服片剂的成功。按市场份额推演，占据注射剂15-20%份额，未来3-5年内年针剂销售达20亿+可期。另外一般统一通用名的针剂比口服片规模大2-3倍，艾普拉唑肠溶片今年预计销售接近10亿，还在快速放量期，针剂值得期待。

图表5：PPI片剂样本医院市场占比

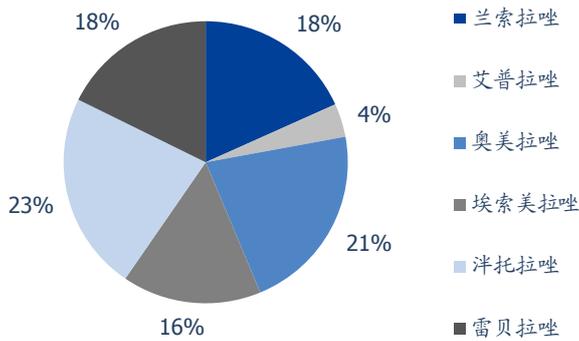


资料来源：wind医药库，国盛证券研究所

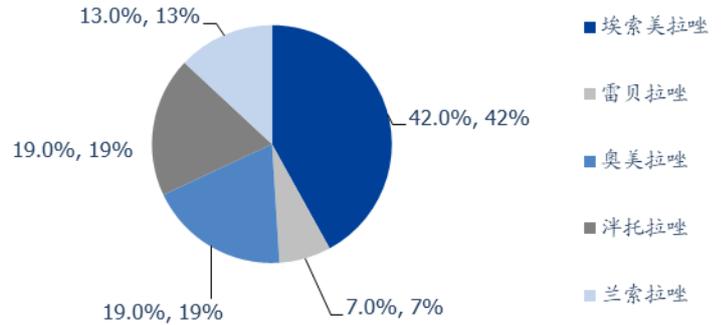
1.3 艾普的增长来自二代对一代的替代，来自创新对传统 PPI 的替代

PPI 升级换代，国内仍有空间。基于二代 PPI 良好的临床效果，二代拉唑上市后迅速抢占一代拉唑原有市场份额，目前国际市场来看二代 PPI 基本与一代平分市场，其中埃索美拉唑更是占据 42% 市场份额；反观国内 PPI 市场，仍是一代 PPI 为主，二代 PPI 仅占 32%，二代 PPI 升级换代空间较大（艾普为二代 PPI）。

图表 6: 国内 PPI 市场占有率情况



图表 7: 国际 PPI 市场占有率情况



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

深耕消化领域多年，渠道优势不容小觑

消化线是丽珠深耕多年领域，销售渠道优势十分明显。丽珠消化线传统品种丽珠得乐与艾普拉唑使用领域有所交叉，学术推广顺利。

政策控费趋严，艾普拉唑迎来替代良机

随着国家对于辅助用药管控及控费力度的加大，PPI 亦受到较大波及，尤其是其中大品种受到临床限制使用；而对于上市最晚占比最小的艾普拉唑而言，将迎来替代良机，加速抢占传统 PPI 市场份额。

图表 8: PPI 样本医院销售情况

药品	代数	样本医院销售 (亿元)	yoy%	市场竞争格局
奥美拉唑	一代	14.1	3.1%	大于 10 家(奥赛 43%、阿斯利康 19%、常四药 12%)
兰索拉唑	一代	19.0	0.4%	大于 10 家(奥赛 33%、罗欣 27%、悦康 13%)
泮托拉唑	一代	19.5	0.9%	大于 10 家(奈科明 17%、扬子江 16%、中美 11%)
埃索美拉唑	二代	9.9	-1.4%	4 家(阿斯利康 83%、正大 10%、莱美 4%等)
雷贝拉唑	二代	9.2	29.0%	大于 10 家(卫材 20%、济川 18%、豪森 13%)
艾普拉唑	二代	1.5	45.4%	1 家(丽珠 100%)

资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

1.4 公司未来看点及投资逻辑再梳理

业绩增长确定性高，兼具化学制剂与创新生物基因，短期看制剂、原料药板块，长期看创新生物药转型。

公司是优质生物药的细分龙头，创新管线稳步推进，有持续稳健并且持续超预期优秀的管理层，业绩稳健持续成长。公司虽然参芪扶正和鼠神经生长因子两个大品种面临下滑的压力，但是二三线品种可以弥补两个品种的下滑，收入结构在持续的改变。

研发端重点关注:IL-6R 单抗、PD-1 单抗、HER2 单抗及微球品种（曲普瑞林、亮丙瑞林 3 个月、戈舍瑞林植入剂）逐步落地。

- **短期逻辑：**业绩增速确定性高，估值较低（预计 19 年 PE 仅 23X，若扣掉账上现金则估值更低），土地收益将改善公司财务状况。三年复合扣非业绩增速 15%以上，有望超预期。创新药及高端仿制药开始全面驱动增长（艾普拉唑和亮丙瑞林预计会成为 2019 年公司销售前二的主力品种），基层品种随着渠道下沉而激发活力，原料药持续改善提供弹性。
- **中长期逻辑：**艾普拉唑针剂获批为 20 亿级别大品种（进入医保后确定性更高），后续品种持续推进。土地收益为研发投入提供资金保障，外延也有一定预期。参芪扶正软袋装获批后增强市场推广灵活性，延长产品的生命周期。基层队伍逐渐发力带来的小品种爆发叠加。
- **长期逻辑：**单抗和微球产品获批成功转型创新生物药。公司生物药平台在经历了调整之后更加聚焦，并且重视和销售协同和内部合作，效率有明显提高。其中重点推进品种包括 IL-6R（Biosimilar 新品，三季度已经开 III 期，有望争第一）、HER2（I 期完成）、PD-1（在中美同时开展临床研究，I 期完成）。微球平台曲普瑞林微球、亮丙瑞林 3 个月、戈舍瑞林植入剂等后续陆续推进。
- **账上现金充裕。**土地转让的收益的获得，改善了公司财务状况，季报账上现金 72.17 亿，现金非常充裕。

盈利预测与投资建议

基于艾普拉唑进医保后的放量，我们上调明年后年盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 12.41 亿元、14.93 亿元、18.03 亿元，增速分别为 14.7%、20.3%、20.8%，对应 PE 分别为 23x，19x，16x。（扣除激励摊销后实际内生业绩增速更高，扣现金后估值更低）。我们认为公司业绩增速确定性高，估值较低，创新药及高端仿制药开始全面驱动增长，生物药+微球长远布局符合产业方向。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示

参芪扶正销量下滑、单抗研发风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com