



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 盈利能力修复趋势明显，CDMO 业务厚积薄发

——普洛药业深度报告

### 买入（首次）

行业： 医药生物  
日期： 2023年05月23日

分析师： 邓周宇

Tel:

E-mail: dengzhouyu@shzq.com

SAC 编号: S0870523040002

联系人： 尤靖宜

Tel: 021-53686160

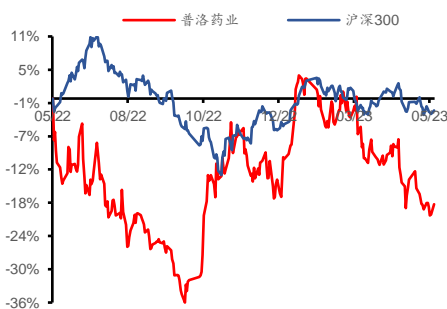
E-mail: youjingyi@shzq.com

SAC 编号: S0870122080015

#### 基本数据

最新收盘价 (元)	19.34
12mth A 股价格区间 (元)	15.47-25.09
总股本 (百万股)	1,178.52
无限售 A 股/总股本	99.96%
流通市值 (亿元)	227.84

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告:

#### ■ 投资摘要

**短期压制因素逐步消除，经营趋势向上。**公司围绕“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”的战略目标持续打造核心竞争力，目前已经形成三大板块协同发展局面。22 年，受原材料及国际运输成本上涨等因素影响，公司利润承压；23Q1 经营环境明显改善，利空因素逐步消散；实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 57.35%，毛利率较 2022 年增长 4pct，经营拐点已至。

**原料药、制剂一体化和高技术壁垒优势突出。**公司为老牌原料药龙头企业，规模化生产品种 70 多个，销售过亿品种有 13 个，羟酸、安非、沙坦、D-乙酯等品种占全球市场绝对份额。今年预计递交 DMF 文件的品种有 3-5 个；未来产能提升、新品种国内外获批有望为板块成长提供有力保障。制剂业务坚持差异化和全球化策略，实现快速发展。截至 2022 年，公司已通过一致性评价的品种共 15 个，已进入国家集采的品种有 6 个，首个高端缓控释仿制药已在美国上市；第七批新中标的头孢克肟片、头孢克肟颗粒和琥珀酸美托洛尔缓释片在 22 年 Q4 执标，有望为 23 年带来业绩新动能。

**CDMO 业务崭露头角，步入放量期。**公司充分利用制造端优势，与国内外顶尖 Big pharma 及 Biotech 公司形成了长期的战略合作关系，“起始原料+注册中间体+API”的转型升级策略也取得显著成果。2023 年一季度，公司临床三期项目数 48 个 (+50%)，研发期项目数 315 个 (+80%)；API 询价项目数不断增多，项目类型也进一步优化。未来 CDMO 业务将保持快速增长态势。

**产能建设有序推进，处新一轮扩张期。**公司有原料药中间体生产基地 7 家（其中化学合成工厂 5 家，生物发酵工厂 2 家）；制剂生产工厂 3 家。21 年在建工程为 7.1 亿元，同比增长 348%。23 年，公司第一个高活车间将投入使用，目前客户需求旺盛；一个大规模的柔性车间也将投用，最高可同步运行 18 个项目；后续，还有多个动保和人用药项目将陆续建成投用。公司规模化生产能力进一步加强。

#### ■ 投资建议

随着盈利能力持续向好，新建产能逐步释放；我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.17/14.58/17.55 亿元，同比增速为 22.98%/19.84%/20.40%，对应 EPS 分别为 1.03/1.24/1.49 元/股，当前股价对应 PE 为 19/16/13 倍。

#### ■ 风险提示

原材料价格波动风险；汇率波动风险；新产品研发和注册风险；市场竞争风险

## ■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10545	12278	14057	15896
年增长率	17.9%	16.4%	14.5%	13.1%
归母净利润	989	1217	1458	1755
年增长率	3.5%	23.0%	19.8%	20.4%
每股收益 (元)	0.84	1.03	1.24	1.49
市盈率 (X)	23.04	18.74	15.63	12.98
市净率 (X)	4.14	3.57	2.91	2.47

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2023 年 05 月 22 日收盘价)

## 目 录

1.原料药+制剂+CDMO 协同驱动，前景可期 .....	5
1.1 三十年磨一剑，奠定老牌原料药企业龙头地位 .....	5
1.2 拨云见日，经营拐点来临 .....	6
2.制剂集采放量、CDMO 订单落地打开成长空间.....	8
2.1 全球原料药市场欣欣向荣，行业集中度进一步提升 .....	8
2.2 原料药+制剂一体化，集采提供新动能.....	10
2.3 CDMO 业务放量快，项目结构不断优化 .....	13
2.4 产能规模+技术能力+研发投入构筑企业护城河.....	15
3.盈利预测与估值.....	17
4.风险提示 .....	18

图：

图 1：公司发展历程 .....	5
图 2：公司股权结构（截至 2023Q1） .....	6
图 3：2018~2023Q1 公司营业收入及增速（单位：亿元、%） .....	6
图 4：2018~2023Q1 公司归母净利润及增速（单位：亿元、%） .....	6
图 5：2018~2023Q1 中国出口集装箱运价指数（CCFI）：综合指数 .....	7
图 6：2018~2023Q1 公司销售毛利率及净利率（单位：%） .....	7
图 7：2018~2023Q1 公司三项费用率（单位：%） .....	7
图 8：2018~2022 年公司各项业务收入占比（单位：%） .....	8
图 9：2018~2023Q1 公司 CDMO 业务收入及增速（单位：亿元、%） .....	8
图 10：2019~2026 年专利悬崖对药企销售额的影响（单位：十亿美元，%） .....	9
图 11：2017~2022 年中国原料药出口金额及增速（单位：亿美元、%） .....	9
图 12：2013~2022 年 8 月我国化学原料药产量及增速（单位：万吨，%） .....	10
图 13：原辅包登记资料登记及审评审批流程.....	10
图 14：2014~2021 年全球头孢克肟原料药用量推算（单位：吨，%） .....	11
图 15：2022 年美国抗抑郁药市场格局（单位：%） .....	11
图 16：2019~2025E 中国 CDMO 市场规模及增速（单位：亿元，%） .....	14
图 17：2021 年中国生物医药 CDMO 细分市场占比（单位：%） .....	14

图 18: 2020~2022 年公司 CDMO 业务各类项目数量 (单位: 个) .....	14
图 19: 2022 年公司 CDMO 商业化项目组成情况 (单位: 个) .....	14
图 20: 2020~2021 年签署保密协议的国内创新药客户数量 (单位: 家) .....	15
图 21: 2019 年全球动保行业竞争格局 (单位: %) .....	15
图 22: 2018~2023Q1 公司研发费用及增速 (单位: 亿元, %) .....	16
图 23: 2018~2023Q1 公司在建工程规模 (单位: 亿元) ..	16
图 24: 公司研发中心及技术平台布局.....	17

表:

表 1: 公司主要原料药中间体产品 .....	10
表 2: 公司产品集采中标情况.....	12
表 3: 2022 年公司制剂通过一致性评价情况.....	13
表 4: 营收拆分与预测.....	18
表 1: 公司主要原料药中间体产品 .....	10
表 2: 公司产品集采中标情况.....	12
表 3: 2022 年公司制剂通过一致性评价情况.....	13
表 4: 营收拆分与预测.....	18

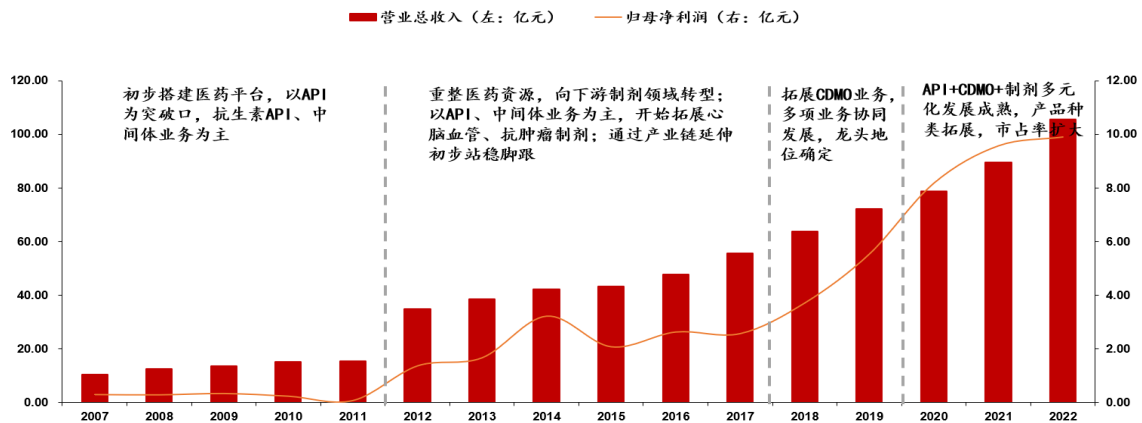
## 1.原料药+制剂+CDMO 协同驱动，前景可期

### 1.1 三十年磨一剑，奠定老牌原料药企业龙头地位

普洛药业创立于 1989 年，以原料药、中间体业务起家，2012 年起公司通过兼并收购海正药业、巨泰药业等企业开始布局制剂业务，向产业链下游延伸；2017 年，公司实施组织管理结构和发展战略重大调整，实行“职能+事业部”的统一管理模式，经营效率优化使得 ROE 显著提升；2018 年公司发力 CDMO 领域，2019 年实现营业收入 72.1 亿元，自此公司“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”的发展战略初步成型。

**三大板块携手并进，综合实力突出。**经过 30 余年的发展，公司原料药业务积累了大量的技术成果和人才资源，在成本、质量、EHS 及技术方面形成较强的竞争优势，已成为国内特色原料药头部企业；据前瞻产业研究院，2021 年，普洛药业位列我国原料药行业市占率第一，近 1.40%，与第二位的国邦医药相差 0.52pct。此外，作为全球创新药产业链 CDMO 业务的核心服务商，公司与国内外顶尖 Big pharma 及 Biotech 公司形成了长期的战略合作关系，业务厚积薄发，保持高速增长态势。公司在工信部公布的“2020 年度医药工业企业百强榜单”中列第 40 位，原料药进出口列第 2 位；在米内网发布的“2020 年度中国医药工业百强系列榜单”中位列中国化药企业 TOP100 排行榜第 21 位。

图 1：公司发展历程

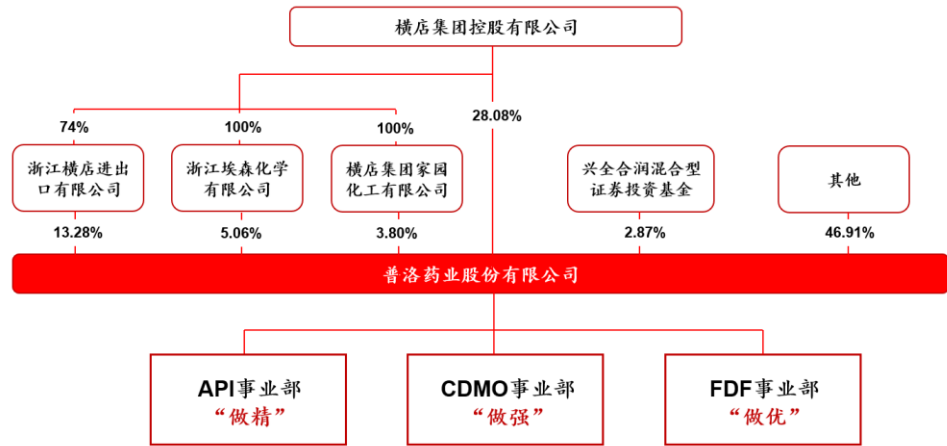


资料来源：Wind，头豹研究院，上海证券研究所

**股权结构稳定，三大事业部各司其职。**截至 2023Q1，大股东横店集团控股有限公司及其一致行动人（横店进出口、埃森化学、横店家园化工）合计持有普洛药业 50.22% 的股份，股权高度集中有利于保持公司战略的稳定性和持续性。公司目前实行“职能+事业部”的管理模式，层级扁平化，原料药、CDMO、制剂三大事业部权责清晰、专业化，对进一步推动公司产业策略的深入发展和各项业务的持续提高有着积极的影响。

请务必阅读尾页重要声明

图 2：公司股权结构（截至 2023Q1）



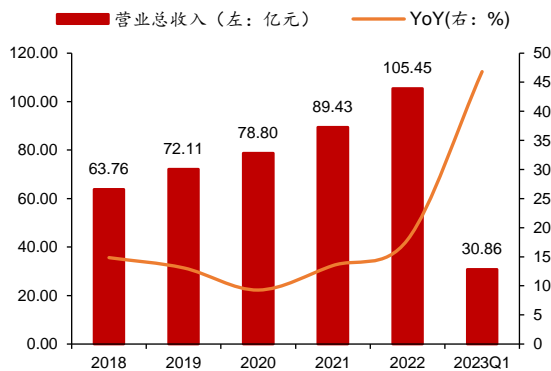
资料来源：公司 2023 年一季度报，2022 年报，企查查，上海证券研究所

## 1.2 拨云见日，经营拐点来临

**底部经营，21~22 年利润端短期承压。**2018 年起，公司全方位改革和整合的成果显现，业绩迈上新台阶，营收、利润迎来稳健增长；2018-2022 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 13.40% 和 27.78%。2021 年下半年起，受人民币汇率波动、原材料及国际运输成本上涨等诸多因素影响，公司归母净利润同比增速显著下滑。2022 年，国际政治局势持续动荡推动大宗商品价格急剧上涨，导致公司生产运营成本也大幅增加，原材料成本整体上升 22.74%，运费上涨 100%；利润空间继续被挤兑，毛利率较 2020 年下滑超 4pct。

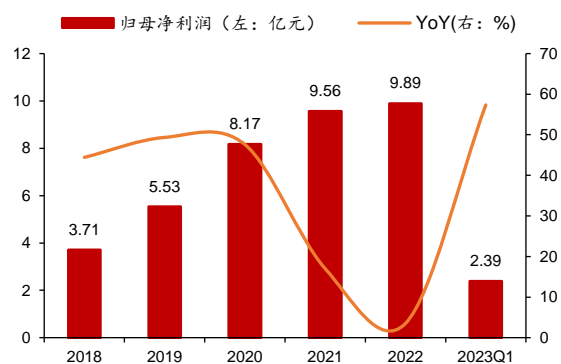
**不利因素逐步消散，业绩拐点向上。**2023 年，随着原材料价格整体呈现下行趋势，海运价格高位回落，CCFI 综合指数已接近 2020 年低位水平，公司迎来经营拐点。叠加春季流感多发，抗感染类相关品种的需求加大、销量增加；2023Q1 公司实现营业收入 30.86 亿元，同比增长 46.83%，创单季度历史新高；实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 57.35%。

图 3：2018~2023Q1 公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



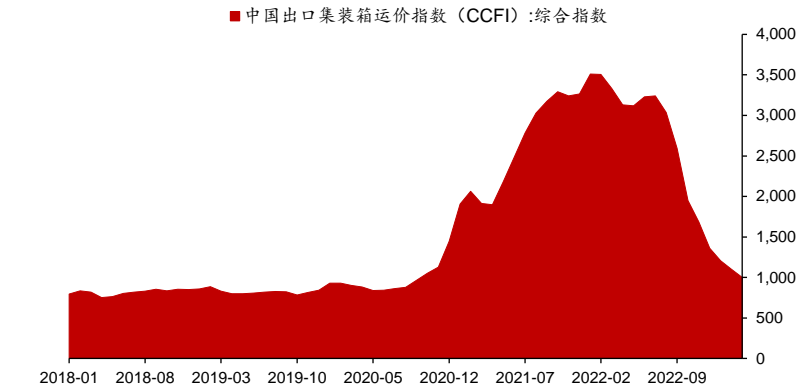
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：2018~2023Q1 公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

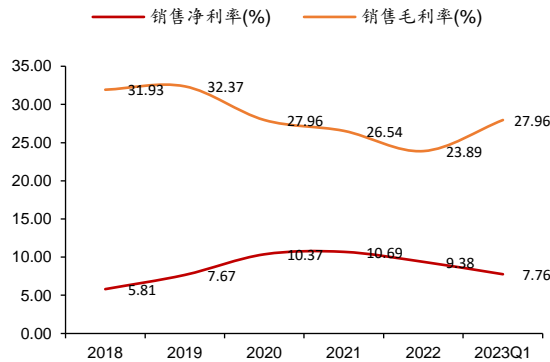
图 5：2018~2023Q1 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) :综合指数



资料来源：Wind，上海证券研究所

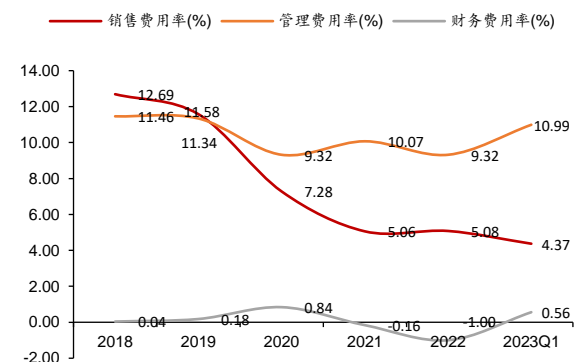
期间费用合理控制，盈利能力持续向好。2023Q1，公司毛利率明显改善，较 2022 年上涨超 4pct；随着外部环境逐渐向好，未来有望进一步提升。公司控费能力较强，管理费用率和财务费用率相对稳定，波动较小。近年来，销售费用率显著下降，2023Q1 达 4.37%，较 2018 年降低超 8pct；我们认为主要系公司多款制剂进入国家集采，营销费用下降所致。化药集采常态化以来，药企营销模式亦迎来重构，少了学术推广一环，药企销售费用整体呈现下降趋势。

图 6：2018~2023Q1 公司销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

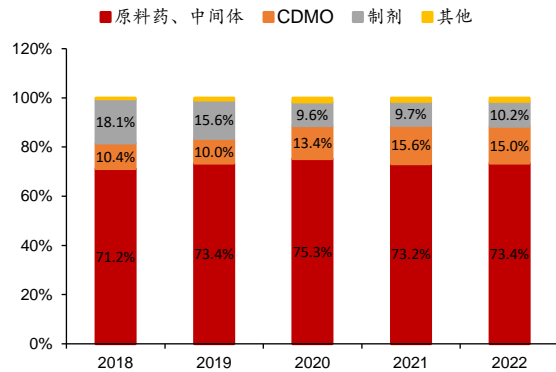
图 7：2018~2023Q1 公司三项费用率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

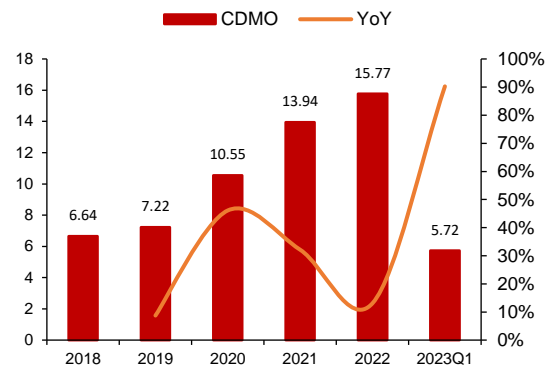
原料药、中间体业务占比高，CDMO 业务提升快。公司原料药、中间体业务收入占比最高，2022 年达 73.4%。CDMO 业务近年增速最快，收入占比快速提升至 22 年的 15.0%，2018-2022 年营收 CAGR 为 24.14%。从毛利角度看，制剂业务毛利率最高，22 年达 52.13%；CDMO 业务次之（41.02%），而原料药、中间体业务最低，仅为 16.69%。2023Q1，公司三大业务均实现收入、毛利双增。原料药板块实现营收 22.29 亿元（+43.26%），毛利率同比增长 1.3pct；CDMO 板块实现营收 5.72 亿元（+90.25%），毛利率同比增长 0.46pct；制剂板块实现营收 2.85 亿元（+16.19%），毛利率同比增长 0.44pct。

图 8：2018~2022 年公司各项业务收入占比（单位：%）



资料来源：Wind，公司 2019 年报，上海证券研究所

图 9：2018~2023Q1 公司 CDMO 业务收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，公司 2019 年报，投资者关系活动记录表 (20230418)，上海证券研究所

## 2. 制剂集采放量、CDMO 订单落地打开成长空间

### 2.1 全球原料药市场欣欣向荣，行业集中度进一步提升

多重因素驱动全球原料药市场稳步增长。1) 人口老龄化加剧：据《2023 年世界社会报告》，2021 年全球 65 岁及以上人口为 7.61 亿，到 2050 年这一数字将增加到 16 亿。2) 慢性疾病发病率提高：据世卫组织 2022 年发布的报告显示，心脏病、癌症、糖尿病等非传染性疾病 (NCDs) 已超过传染病，成为“全球头号杀手”，每两秒钟就有一名 70 岁以下的人死于 NCDs。3) 专利悬崖到来：据 Evaluate Pharma 统计，在 2020-2024 年有接近 1590 亿美元销售额的原研药品专利到期，这将为仿制药市场规模扩张提供动力。在上述多重因素驱动下，全球原料药市场规模持续增长；据 Precedence Research 数据，预计 2032 年将增长至 3637 亿美元，2023-2032 年 CAGR 为 6%。

产能向亚太转移，中国成为原料药出口大国。由于欧美等传统原料药生产地因生产成本和环保成本居高不下，叠加近年来中国原料药生产企业的工艺技术、产品质量及药政市场注册认证能力的快速提升，我国已成为世界上最大的原料药生产国与出口国，出口规模接近全球原料药市场份额的 20% 左右，多种原料药在国际市场具有较强竞争力。据中国医药保健品进出口商会数据，除 2015-2016 年出现过 1%-2% 的微小下滑外，多年来我国化学原料药出口规模持续增长，10 年翻了一番多；2022 年出口金额为 518 亿美元，同比增长 24.04%。

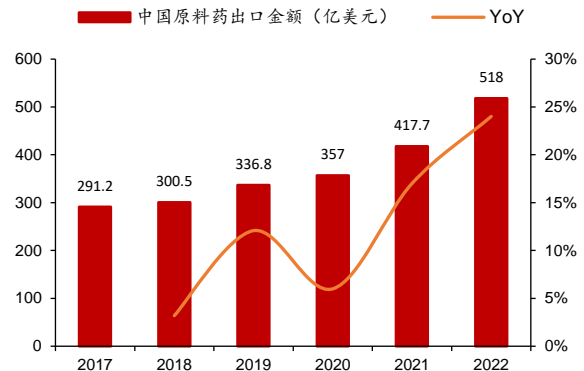


图 10：2019~2026 年专利悬崖对药企销售额的影响  
(单位：十亿美元，%)



资料来源：Evaluate Pharma 《World Preview 2021, Outlook to 2026》，上海证券研究所

图 11：2017~2022 年中国原料药出口金额及增速  
(单位：亿美元、%)

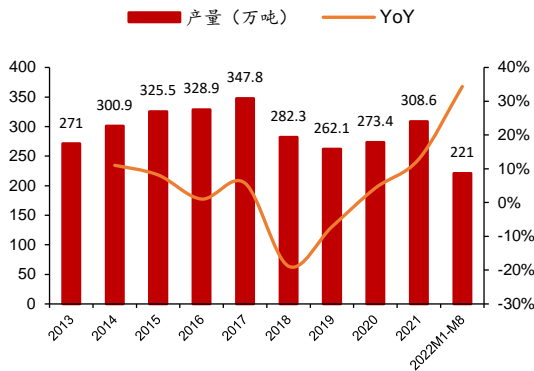


资料来源：中国海关，中国医药保健品进出口商会，上海证券研究所

环保收紧背景下，2020 年我国原料药产量恢复增长，产业利润向龙头企业集中。在供给侧结构性改革的推动下，2016 年以来国家环保政策趋于收紧，环保督察常态化，技术落后、环保不达标的中小原料药企业逐步退出市场。受此影响，我国化学原料药产量从 2017 年峰值 347.80 万吨出现下滑，2018-2019 两年同比接连下降，2020 年开始恢复增长；据国家统计局数据，2022 年 1-8 月，我国化学原料药产量为 221 万吨，较 2021 年同期增长 34.35%。我国原料药行业竞争格局有所优化，行业集中度得到提升，产业利润逐渐向龙头企业集中；各大上市企业纷纷布局中高端市场，致力于提高药品质量，提高产能等。

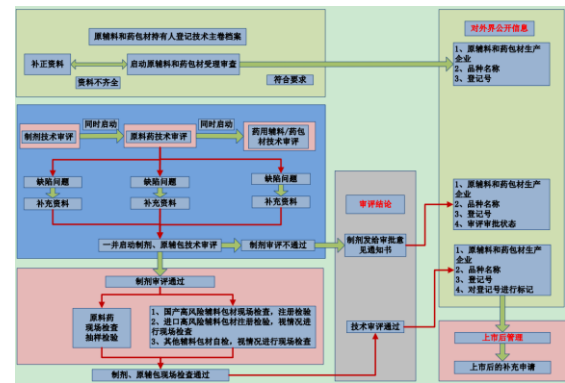
国内药政改革大幕起，重塑原料药企业产业地位。1) 关联审批模式：下游制剂企业捆绑原料药同步审批，原料药的质量直接影响评审结果，且审批通过后如需更换新备案的原料药供应商需要再次质量研究审核，因此下游制剂企业将更倾向于选择质量过硬、供应能力稳定的原料药企业，提高原料药企业的议价能力。2) 药品上市许可持有人制度：通过与制剂企业合作，原料药企业快速获得制剂生产能力也变得更加便捷与高效，大大提升公司向下游延伸战略的灵活性和主动性。3) 仿制药质量和疗效一致性评价：原料药的稳定性、晶型、杂质、粒径、溶解度等参数都可能影响到制剂质量和疗效。当制剂和原料药绑定通过一致性评价后，制剂厂商如果想更换原料药，需要对其工艺和质量标准进行第二次评价，所花费的时间成本和资金成本都较过去大幅提高。

图 12: 2013~2022 年 8 月我国化学原料药产量及增速 (单位: 万吨, %)



资料来源: 华经产业研究院, 上海证券研究所

图 13: 原辅包登记资料登记及审评审批流程



资料来源: NMPA, 上海证券研究所

## 2.2 原料药+制剂一体化, 集采提供新动能

原料药、中间体品类丰富, 出口位居全国前列。公司拥有丰富的产品线, 涉及人用药和兽用药, 其中人用药包括抗感染类、抗肿瘤类、心脑血管类以及精神类等多个领域, 拥有独特的市场竞争优势。原料规模化生产品种 70 多个, 销售过亿品种有 13 个, 羟酸、安非、沙坦、D-乙酯等品种占全球市场绝对份额。系列产品中, 氧氟沙星产量全球第一, 邓钾盐、柱晶白霉素、氟氯苯胺等原料药和中间体均为国内最大。

表 1: 公司主要原料药中间体产品

类别	主要产品	
原料药	多西环素、头孢克肟、头孢地尼、头孢丙烯、头孢他啶、头孢他啶/碳酸钠、头孢西丁钠、头孢唑辛钠、头孢拉定/精氨酸、盐酸头孢他美酯、琥珀酸美托洛尔、酒石酸美托洛尔、氟氯西林钠、左旋沙丁胺醇酒石酸盐、磷酸西他列汀、盐酸安非他酮、左乙拉西坦、美他沙酮、富马酸喹硫平、盐酸氟西汀、替米沙坦、兰索拉唑、匹维溴铵、硫酸氢氯吡格雷、厄贝沙坦、聚维酮碘、洛伐他汀、氧氟沙星、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星、甲磺酸左氧氟沙星、盐酸金刚乙胺、盐酸屈他维林	
中间体	青霉素、头孢菌素类	D(-)苯甘氨酸邓盐、D(-)对羟基苯甘氨酸邓盐、D-对羟基苯甘氨酸甲酯盐酸盐、D-对羟基苯甘氨酸甲酯、D-对羟基苯甘氨酸甲酯盐酸盐、AE 活性酯、头孢克肟侧链酯活性酯、头孢地尼活性酯、头孢地尼活性新酯、头孢克肟、头孢地尼中间体、头孢他啶侧链酯活性酯、头孢地尼侧链酸、去甲基噻吩酸乙酯、噻吩酸、噻吩酸乙酯、甲酰噻吩酸、7-ACP、头孢丙烯中间体
	沙坦类	杂螺环酮盐酸盐、邻氯苯腈、4'-甲基-2-氟基联苯、4'-溴甲基-2-氟基联苯
	氨基酸类	L-丝氨酸、D-丝氨酸、DL-丝氨酸、D-苯丙氨酸
其他	丝氨酸、L-2-氨基丁酰胺盐酸盐、4,6-二氯-5-氟嘧啶、对甲砒基苯甲醛、苯莫三嗪、邻硝基苯甲醛、对羟基苯乙基甲醚、间氯苯丙酮、对羟基苯乙醇、N(2)-L-丙氨酸-L-谷氨酰胺、邻苯二甲酰亚胺基 L-丙氨酸-L-谷氨酰胺、左旋樟脑磺酸、(S,S)-2,8-二氧杂双环(4,3,0)壬烷、(1R,2S)-2-(3,4-二氟苯基)环丙胺(R)-扁桃酸盐、5-氯-2-硝基苯胺、对氯苯丝氨酸乙酯、D-对甲砒基苯丝氨酸乙酯	

资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

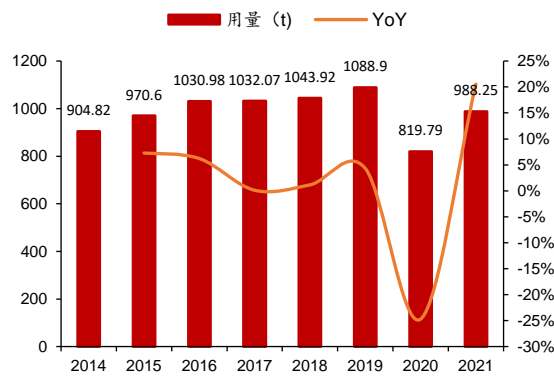
原料药多个品种占市场主导地位, 下游需求旺盛。公司头孢克肟、盐酸安非他酮、阿莫西林侧链系列、沙坦联苯母核、氟苯尼考母核等具有市场主导地位。

➤ 头孢克肟: 公司头孢菌素类原料药及中间体品种数量丰富, 普洛得邦也是国内最大的头孢克肟的生产厂家, 占据国内市

场份额的60%以上。2021年11月，头孢克肟原料药获得CEP证书，利于进一步开拓国际市场。

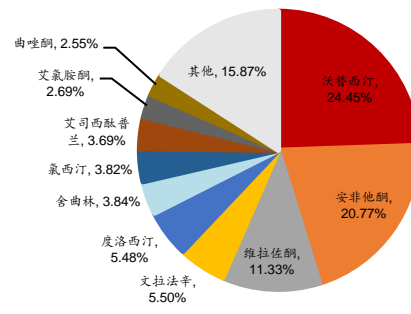
- **盐酸安非他酮**：据IMS数据统计，安非他酮在美国市场份额巨大，占美国抑郁症药物接近21%，属主流抗抑郁药；2022年的销售额接近12亿美元。2019年9月，盐酸安非他酮缓释片成为公司获得美国FDA批准的第一个仿制药。
- **沙坦联苯母核**：公司目前是沙坦联苯全球最大供应商，车间进行了连续化改造，在上下游客户支撑、产能及效率上具备优势。
- **氟苯尼考母核**：氟苯尼考是目前常用的一种兽用抗生素，产能主要集中在中国，据新思界产业研究院，2020年中国氟苯尼考产量为5521吨。D-乙酯是生产氟苯尼考最主要的原材料，近年来，受环保因素、原料供应等多方面影响，上游D-乙酯行业生产企业大多处于限停产状态，导致D-乙酯产量大幅萎缩，远不能满足下游氟苯尼考行业正常的需求。公司生产的D-乙酯占全球市场绝对份额。

图 14：2014~2021 年全球头孢克肟原料药用量推算  
(单位：吨，%)



资料来源：药融云，上海证券研究所

图 15：2022 年美国抗抑郁药市场格局 (单位：%)



资料来源：赛柏蓝，上海证券研究所

**原料药业务扎实，API 品种持续扩充。**2022 年公司对战略品种 1201、YP003、青霉素类产品实施了产业链延伸；新建 YP266 生产线、07101 生产线各一条，已投入生产；青霉素生产线正在建设中，预计 2023 年投入生产。另外，为进一步满足市场需求，新增 KY21024、KY21027 两条 API 生产线，均已投入使用。此外，公司对发酵产品进行结构调整，计划引进 04509、20328 等高附加值品种，目前正在设计中。公司还递交了 3 个制剂国内注册申请，7 个原料药国内外 DMF。

**“原料药+制剂”一体化成本优势显著。**在国内医保控费大环境下，药品集采提速扩面；“原料药+制剂”一体化企业具有较强的成本规模效应和精细化工艺等优势，有望在集采中脱颖而出，实现产品放量。这在第一批 4+7 带量采购就已体现，当时中选企

业多为原料药转制剂企业。普洛紧紧围绕“做优制剂”战略，以国内国际协同发展进行战略布局，积极推进项目进度，充分利用公司“原料药制剂一体化”优势，大力开展仿制药一致性评价和新品种注册。

**制剂业务恢复快，公司拥有多个国内独家制剂品种。**2020年公司制剂业务受新冠疫情和乌苯美司退出医保目录的短期影响，收入出现较大下滑。21年起，凭借着制剂新老品种的布局和推广以及集采品种陆续供货上市，板块实现恢复性增长；22年，制剂业务实现收入和毛利分别为10.8亿元（+24.48%）及5.6亿元（+13%）。公司拥有多个国内独家制剂品种，其中，抗肿瘤类药物乌苯美司胶囊、口服抗感染药物头孢克肟、阿莫西林克拉维酸钾等制剂产品占较大市场份额。

**制剂集采中标带来较大业绩弹性，收获在即。**截至2022年底，公司已进入国家集采的品种有6个。头孢克肟片、头孢克肟颗粒和琥珀酸美托洛尔缓释片成功进入国家第七批集采，自2022年10月份开始已陆续发货；左乙拉西坦片集采中标后快速放量，成为公司又一个单产品销售额超亿元品种，并且在多个省市续标成功。集采新中标品种有望在2023年带来业绩新动能。截至2022H1，公司合作的百强连锁超40家，发货比例持续增长，其中新品种琥珀酸美托洛尔缓释片已开发超半数以上百强连锁，覆盖五万余家门店；其他如头孢地尼片、左氧氟沙星片以及左乙拉西坦片等产品连锁家数和销量也在稳步增长。

**表 2：公司产品集采中标情况**

药品名称	中选企业	剂型	规格包装	中选价格 (元)	集采批次	公布日期
琥珀酸美托洛尔缓释片	普洛康裕	片剂	47.5mg*7片/盒	4.60	第七批国采	2022-07-18
头孢克肟颗粒	浙江巨泰	颗粒剂	50mg*18包/袋,1袋/盒	6.50	第七批国采	2022-07-18
头孢克肟片	普洛康裕	片剂	100mg*6片*1板/盒	2.81	第七批国采	2022-07-18
注射用头孢他啶	浙江巨泰	溶媒结晶	0.5g*10瓶/盒	53.88	第五批国采	2021-06-28
左氧氟沙星片	普洛药业	片剂	0.5g*7片*1板/盒	17.02	第四批国采	2021-02-08
左乙拉西坦片	普洛康裕	片剂	250mg*30片	71.9	4+7扩围	2019-09-30

资料来源：上海阳光医药采购网，上海证券研究所

**制剂产品线丰富，国际化+新药稳步推进。**2022年，公司有5个国内制剂获得了批件，其中注射用氟氯西林钠3类仿制药获批，视同通过一致性评价，全国首家过评；截至2022年末，公司已通过一致性评价（含视同通过一致性评价）的品种共15个。此外，22年公司还递交了3个制剂国内注册申请及帕罗韦德MPP制剂项目的WHO PQ认证申请。一类创新药索法地尔项目正在进行三期临床试验。未来随着产品陆续获批，将进一步丰富公司产品线，对优化公司产品结构、提升公司核心竞争力有着积极意义。

**表 3：2022 年公司制剂通过一致性评价情况**

药品名称	时间	注册分类	目前进度	市场规模（来源：米内网）
吸入用乙酰半胱氨酸溶液	2022.09	化药 4 类	获批上市，视同过评	乙酰半胱氨酸制剂在国内城市公立医院、城市社区、县级公立医院及乡镇卫生院终端 2020 年和 2021 年销售金额分别为 293,495 万元和 389,104 万元
酒石酸美托洛尔注射液	2022.09	化药 3 类	获批上市，视同过评	美托洛尔制剂在国内城市公立医院、城市社区、县级公立医院及乡镇卫生院 2020 年和 2021 年销售金额分别为 357,410 万元和 387,609 万元
盐酸帕洛诺司琼注射液	2022.07	化药 4 类	获批上市，视同过评	帕洛诺司琼制剂 2020 年和 2021 年在国内城市公立医院、县级公立医院及乡镇卫生院终端销售总额分别为 163,556 万元、162,282 万元
注射用氟氯西林钠	2022.04	化药 3 类	获批上市，视同过评	氟氯西林 2019 年和 2020 年在国内城市公立医院、县级公立医院及乡镇卫生院终端销售金额分别为 44,515 万元和 31,292 万元
注射用头孢呋辛钠	2022.02	化药	通过一致性评价	注射用头孢呋辛钠 2019 年和 2020 年在国内城市公立医院、城市社区医院、县级公立医院及乡镇卫生院终端销售总额分别为 52.27 亿元和 43.75 亿元

资料来源：公司公告，上海证券研究所

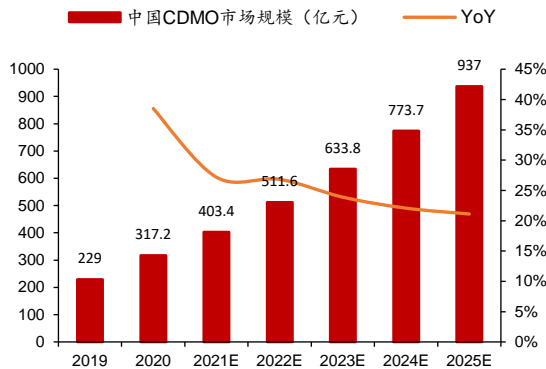
**“仿创结合”，注册步伐加快。**公司一直坚持“仿创结合”，仿制药寻求差异化，创新药寻求做临床价值，目标在抗感染、心脑血管、抗肿瘤和精神类药物领域逐步发展优势品种，甚至包括一些技术难度较大的复方制剂和缓控释制剂等。公司以非均相液体制剂和缓控释制剂为主的高技术壁垒制剂研发平台建设正在推进中。公司在 22 年下半年进行了制剂战略调整，增加每年制剂申报获批数量；原先计划每年大概 5-7 项，以后要增加到 10-15 项。随着业务整体规模的提升以及研发的进一步增加，制剂品种在今后明显增加。

### 2.3 CDMO 业务放量快，项目结构不断优化

**CDMO 服务范围几乎贯穿医药研发生产全流程。**CDMO 企业凭借在工艺研发方面的技术优势，能够提供创新性的合成路线设计开发、工艺优化、中试放大、质量标准等方面的研发服务，并在此基础上利用自有生产能力，提供从实验室级到吨级的定制生产服务，以帮助制药公司提高研发效率、改进生产工艺并最终降低药品研发和生产成本。

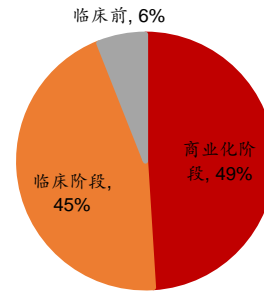
**CDMO 行业高景气，人口红利+成本优势推动产业向国内转移。**MAH 制度打破了以往药品批准文号与生产企业相互绑定的模式，催生医药企业外包需求；叠加大型药企去产能和中小型药企寻求转型的驱动，中国 CDMO 行业持续高增长。据头豹研究院，预计到 2025 年市场规模将达到 937.0 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 24.2%。国内 CDMO 企业能够利用工程师红利发挥成本优势、提高盈利能力以及实现临床管线的引流；且在物流、原材料、能源等方面具有生产成本优势，在国内建设 CDMO 产能并承接全球产能具有更好的经济效益。

图 16：2019~2025E 中国 CDMO 市场规模及增速  
(单位：亿元，%)



资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

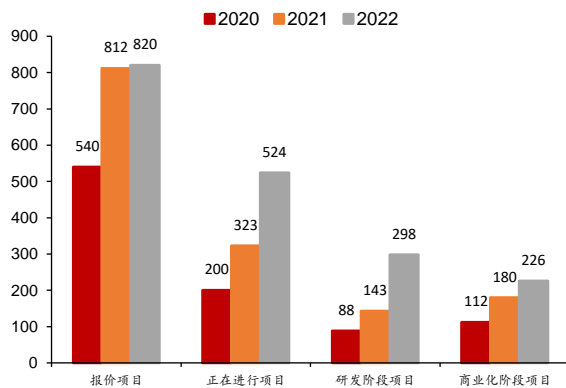
图 17：2021 年中国生物医药 CDMO 细分市场占比  
(单位：%)



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

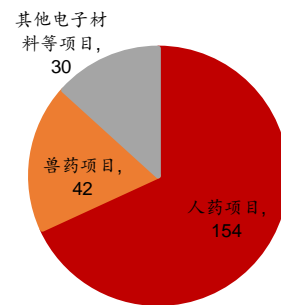
公司 CDMO 项目数量充足，结构优化。公司 CDMO 运行项目和报价项目数量均保持快速增长趋势。2022 年，公司报价项目 820 个；进行中项目 524 个 (+62%)，其中，研发阶段项目 298 个 (+108%)，商业化阶段项目 226 个 (+26%)。2023Q1 公司运营项目数 550 个 (+48%)，临床三期项目数 48 个 (+50%)；研发期项目数 315 个 (+80%)。另一方面，公司从“起始原料+注册中间体”到“起始原料+注册中间体+API”的转型升级策略也取得显著成果。2022 年，API 合作项目数有 55 个 (+23%)，2023 年一季度 API 数量 61 个 (+50%)。整体订单十分充足，项目类型也在进一步优化，公司研发能力和制造能力得到了更多 CDMO 客户的认可和信任。

图 18：2020~2022 年公司 CDMO 业务各类项目数量  
(单位：个)



资料来源：公司历年年报，上海证券研究所

图 19：2022 年公司 CDMO 商业化项目组成情况  
(单位：个)



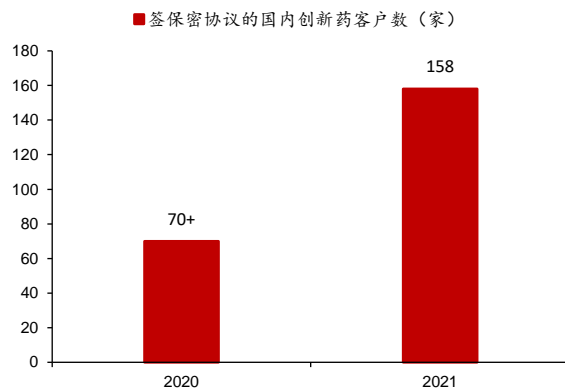
资料来源：公司 2022 年报，上海证券研究所

海外客户资源丰富，国内项目推进迅速。公司 CDMO 客户有三类：一类是国外的 Biotech 公司，绝大部分都没有商业化生产能力，主要依靠外包；一类是国外的 Big Pharma，包括辉瑞、强生、默克等世界 500 强企业，这些客户与公司都建立了长期稳定的合作关系。最后一类是国内的创新药企，客户需求增长迅速；截至 2021 年底，公司已与 158 家国内创新药企业签订保密协议，

并与超过 30 家国内创新药公司开展业务合作。2022 年，国外客户业务收入占比 87%，国内客户占比 13%；但这一年国内业务收入大幅增长，表现亮眼。我们认为随着项目的持续推进和 BD 团队对市场的大力拓展，未来 CDMO 业务有望为公司带来较大体量的收入和利润增长。

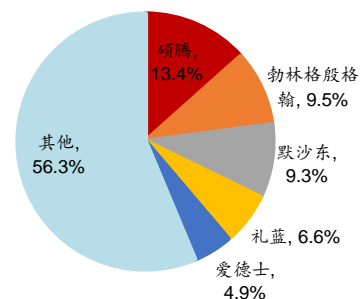
**兽药产品周期长，业务持续性好，公司在高端兽药 CDMO 研发与生产方面拥有丰富的经验及独特的优势。**兽药管理体系，中国是由农业农村部畜牧兽医局管理，欧美发达国家人用药和兽药都是由 FDA 管理；国内大部分做兽药的企业 GMP 水平相对较低，而公司长期和国外 CDMO 客户合作，兽药和人用药用同一标准生产，且“合成+发酵”技术双轮驱动在兽药方面占有特别的优势。兽药行业相对比较集中，国外 60%-70%都是由前四大兽药公司垄断，且没有专利悬崖问题，生命周期较长，生产情况非常稳定，一些项目甚至可以做几十年，客户粘性也比较强。公司和海外前几大客户都有 API 合作，包括动保市占率第一硕腾；此外，为进一步建立在兽药领域竞争优势，公司与联邦制药强强联合，在技术、生产与市场开展全方位战略合作。截至 2021 年末，兽药占 CDMO 业务约 30-40%，未来存在一定提升空间。

图 20：2020~2021 年签署保密协议的国内创新药客户数量（单位：家）



资料来源：公司历年年报，上海证券研究所

图 21：2019 年全球动保行业竞争格局（单位：%）



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

## 2.4 产能规模+技术能力+研发投入筑牢企业护城河

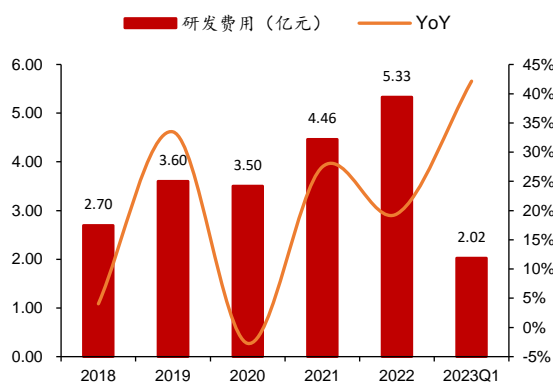
研发费用持续增长，“做强 CDMO”战略稳扎稳打。2023Q1 公司研发支出 2.02 亿元，同比增长 42.1%，研发投入保持高增趋势。公司三大业务板块均设有研发中心，CDMO 事业部更是在横店、上海和美国波士顿都设有研发中心，未来 CDMO 也是重点发力领域。截至 2022 年末，公司研发人员 1000 余人；预计到 2025 年 CDMO 研发人员将增长至 1000 人，CDMO 的研发费用增速预计会保持在每年增长 30%-40%。上海新增第二栋 CDMO 实验楼

已于 2022 年 2 月份完成装修投入使用，横店 CDMO 研发楼主体建设已完成，正在装修中。

**高资本性开支确保产能扩建有序推进。**公司有原料药中间体生产基地 7 家（其中化学合成工厂 5 家，生物发酵工厂 2 家）；制剂生产工厂 3 家，生产基地分布在浙江、山东和安徽等多地区。2021 年公司迎来新一轮产能扩张期，在建工程为 7.1 亿元，同比增长 348%。21 年公司首条流体化学商业化生产线、首个 CDMO 单元化柔性生产车间以及一个高标准自动化原料药车间相继建成投产。CDMO 全球创新药服务平台项目有序推进中，建成后可形成年产 1,800 吨高端化学原料药及 250 吨高端医药中间体产能。制剂七车间 II 期扩产项目计划将产能由原来的 10 亿片（粒）/年提升至 30 亿片（粒）/年，现已完成，正在工艺验证中；还有年产 1 亿瓶头孢粉针剂生产线已通过 GMP 符合性检查。

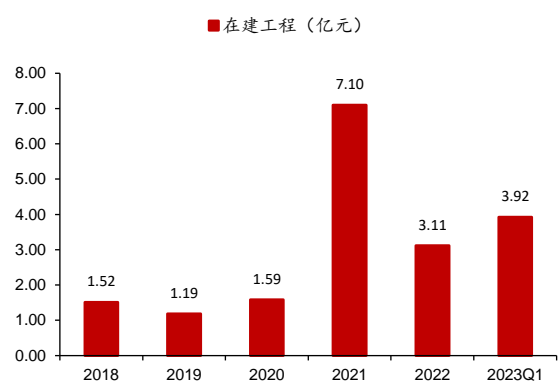
23 年，公司第一个高活车间将投入使用，目前客户需求旺盛；一个大规模的柔性车间也将投用，最高可同步运行 18 个项目；后续，还有多个动保和人用药项目将陆续建成投用。随着新增产能稳步投产，为未来公司业绩的增长提供有力保障。

图 22：2018~2023Q1 公司研发费用及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 23：2018~2023Q1 公司在建工程规模（单位：亿元）

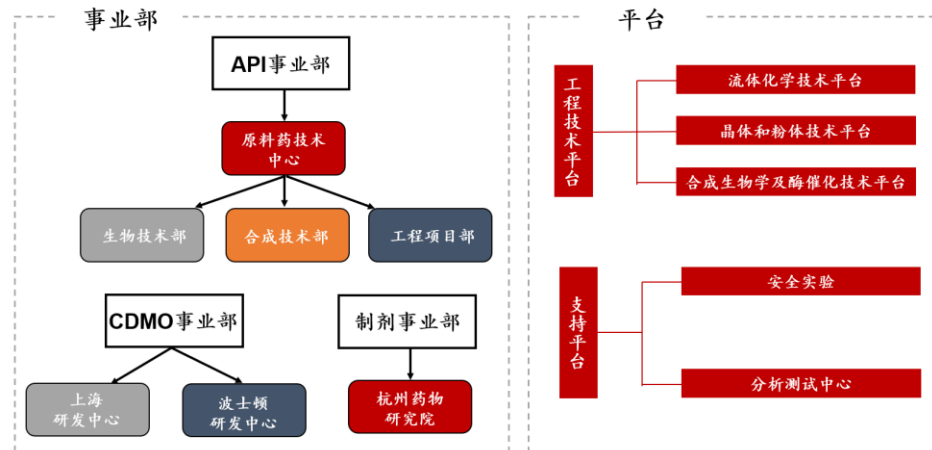


资料来源：Wind，上海证券研究所

**“合成+发酵”双轮驱动，三大技术平台相辅相成。**公司流体化学、晶体和粉体、合成生物学及酶催化三大工程技术平台于 2021 年 9 月份授牌设立。目前，流体化学技术平台已完成了多个连续化项目的实施，并实现商业化生产；其他两个技术平台已有多个项目处在商业化通道中。公司生物研发实验中心可进行高效生物催化剂的构建与筛选、菌种诱变与驯化、发酵工艺等研究与技术开发。随着公司研发队伍的不断壮大和研发能力的不断增强，公司将通过对各技术平台的资源利用，进一步打造在研发和制造两方面的核心竞争优势。



图 24：公司研发中心及技术平台布局



资料来源：公司 2022 年报，2021 年报，公司官网，上海证券研究所

**EHS 管理体系建设完善。**公司不断加大环保治理的投入力度，截至 2022 年末，公司已投资了 14 套 RTO 废气处理设施，设计废气处理量 40 万 m<sup>3</sup>/h，VOCs 去除率从 70%提高到 99.0% 以上。

### 3. 盈利预测与估值

**原料药、中间体业务：**全球制药市场规模稳步增长，仿制药品数量快速增加等因素促使上游原料药、中间体需求保持旺盛。公司 API 及中间体品类丰富，数个品种占据市场主导地位；未来随着产能提升、新品种海内外获批、兽药需求回暖，公司 API、中间体业务有望稳健增长。我们预计 23-25 年其收入为 85.72/93.66/101.20 亿元，同比增长 10.80%/9.26%/8.05%。

**制剂业务：**22 年末，公司通过一致性评价的制剂品种扩充至 15 个，头孢克肟片、头孢克肟颗粒和琥珀酸美托洛尔缓释片成功进入国家第七批集采，22 年 10 月开始执标，考虑到集采带来的放大效应，上述产品有望实现快速放量，增厚业绩。此外，公司仿制药研发管线储备丰富，每年有产品会陆续上市，提供新的增长动能。我们预计 23-25 年制剂收入为 14.97/18.02/21.33 亿元，同比增长 38.62%/20.35%/18.38%。

**CDMO 业务：**我国 CDMO 市场欣欣向荣，公司在手订单充足，运行项目数量快速增长，体现其强大的研发、制造能力。随着新建车间陆续投产，公司可以更好的扩展海内外业务，承接更多项目订单，高增长有望延续。我们预计 23-25 年 CDMO 收入为 20.25/26.78/34.05 亿元，同比增长 28.38%/32.29%/27.12%。

**盈利预测与估值：**我们预计公司 23-25 年营业收入为 122.78 /140.57/158.96 亿元，同比增长 16.44%/14.49%/13.08%；归母净利润分别为 12.17/14.58/17.55 亿元，同比增速为 22.98%/19.84%/20.40%，对应 EPS 分别为 1.03/1.24/1.49 元/股，当前股价对应 PE 为 19/16/13 倍。毛利率方面，公司经营环境明显改善，原材料及国际运输成本上涨等利空因素逐步消散，2023Q1 盈利能力明显改善。未来随着原材料价格进一步下行，以及产能扩张带来的规模化效应，公司毛利率有望稳中有升，预计 23-25 年分别为 25.95%/26.99%/28.01%。

**表 4：营收拆分与预测**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	78.80	89.43	105.45	122.78	140.57	158.96
YoY (%)	9.28%	13.49%	17.92%	16.44%	14.49%	13.08%
营业成本 (亿元)	56.77	65.69	80.24	90.92	102.63	114.44
毛利率 (%)	27.96%	26.54%	23.90%	25.95%	26.99%	28.01%
<b>原料药、中间体</b>						
收入 (亿元)	59.31	65.46	77.37	85.72	93.66	101.20
YoY (%)	12.03%	10.37%	18.19%	10.80%	9.26%	8.05%
毛利率 (%)	21.98%	19.15%	16.69%	17.55%	17.75%	18.00%
<b>CDMO</b>						
收入 (亿元)	10.55	13.94	15.77	20.25	26.78	34.05
YoY (%)	46.14%	32.09%	13.17%	28.38%	32.29%	27.12%
毛利率 (%)	41.62%	43.12%	41.02%	42.50%	42.75%	43.00%
<b>制剂</b>						
收入 (亿元)	7.60	8.67	10.80	14.97	18.02	21.33
YoY (%)	-32.42%	14.11%	24.48%	38.62%	20.35%	18.38%
毛利率 (%)	57.63%	57.42%	52.13%	53%	53%	53%
<b>其他</b>						
收入 (亿元)	1.34	1.36	1.51	1.84	2.11	2.38
YoY (%)	91.40%	1.49%	11.03%	21.97%	14.49%	13.08%
毛利率 (%)	16.42%	16.18%	13.25%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：Wind，上海证券研究所

## 4. 风险提示

**原材料价格波动风险：**如果公司主要原材料价格发生明显上涨，导致公司生产成本上涨，且无法将上述生产成本上涨向下游客户传导，则公司盈利能力将受到不利影响。

**汇率波动风险：**公司外销收入主要以美元结算，如果汇率发生不利变化，将对公司当期的经营业绩造成不利影响。

**新产品研发和注册风险：**药品（包括医药中间体、原料药和制剂）的新产品和新工艺研发工作，具有研发投入大、研发难度高和研发周期长等特点。如果公司新产品的研发和注册工作失败，一方面将导致公司前期研发投入无法收回，另一方面将对公司未来的产品布局和业务扩张造成不利影响。

**市场竞争风险：**如果公司主要产品的竞争格局和市场需求发生不利变化，将对公司经营情况造成不利影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3553	3642	4976	6208
应收票据及应收账款	1931	2059	2388	2690
存货	1802	1854	2095	2335
其他流动资产	496	627	696	782
流动资产合计	7781	8181	10156	12016
长期股权投资	85	65	60	58
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3066	3287	3578	3926
在建工程	311	628	787	843
无形资产	339	349	364	384
其他非流动资产	434	402	412	424
非流动资产合计	4235	4733	5201	5635
<b>资产总计</b>	<b>12017</b>	<b>12914</b>	<b>15356</b>	<b>17651</b>
短期借款	563	734	896	1073
应付票据及应付账款	4311	4170	4876	5493
合同负债	458	441	535	608
其他流动负债	695	719	741	791
流动负债合计	6027	6063	7048	7964
长期借款	250	250	250	250
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	221	217	217	217
非流动负债合计	471	467	467	467
<b>负债合计</b>	<b>6497</b>	<b>6530</b>	<b>7515</b>	<b>8431</b>
股本	1179	1179	1179	1179
资本公积	438	438	438	438
留存收益	4096	4960	6418	7797
归属母公司股东权益	5512	6376	7834	9213
少数股东权益	7	7	7	7
<b>股东权益合计</b>	<b>5519</b>	<b>6384</b>	<b>7842</b>	<b>9220</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12017</b>	<b>12914</b>	<b>15356</b>	<b>17651</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>1326</b>	<b>1189</b>	<b>2099</b>	<b>2392</b>
净利润	989	1217	1458	1755
折旧摊销	395	372	416	466
营运资金变动	-65	-515	112	49
其他	7	116	113	122
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-591</b>	<b>-875</b>	<b>-875</b>	<b>-899</b>
资本支出	-504	-881	-881	-889
投资变动	-6	20	5	2
其他	-81	-14	1	-12
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-196</b>	<b>-220</b>	<b>111</b>	<b>-261</b>
债权融资	373	171	163	177
股权融资	7	0	0	0
其他	-576	-391	-52	-438
<b>现金净流量</b>	<b>583</b>	<b>89</b>	<b>1334</b>	<b>1233</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>10545</b>	<b>12278</b>	<b>14057</b>	<b>15896</b>
营业成本	8024	9092	10263	11444
营业税金及附加	32	43	49	56
销售费用	535	681	787	906
管理费用	450	522	597	707
研发费用	533	743	914	1073
财务费用	-106	-63	-57	-89
资产减值损失	-51	-35	-30	-25
投资收益	-60	23	10	0
公允价值变动损益	-23	-15	-15	-15
<b>营业利润</b>	<b>1012</b>	<b>1332</b>	<b>1576</b>	<b>1886</b>
营业外收支净额	0	-4	-3	-2
<b>利润总额</b>	<b>1012</b>	<b>1328</b>	<b>1573</b>	<b>1884</b>
所得税	23	111	115	129
净利润	989	1217	1458	1755
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>989</b>	<b>1217</b>	<b>1458</b>	<b>1755</b>

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	23.9%	25.9%	27.0%	28.0%
净利率	9.4%	9.9%	10.4%	11.0%
净资产收益率	17.9%	19.1%	18.6%	19.1%
资产回报率	8.2%	9.4%	9.5%	9.9%
投资回报率	15.2%	15.7%	15.6%	15.8%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	17.9%	16.4%	14.5%	13.1%
EBIT 增长率	-4.9%	28.1%	19.8%	18.4%
归母净利润增长率	3.5%	23.0%	19.8%	20.4%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.84	1.03	1.24	1.49
每股净资产	4.68	5.41	6.65	7.82
每股经营现金流	1.13	1.01	1.78	2.03
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.00	0.99	0.99	0.96
应收账款周转率	6.77	6.89	6.91	6.91
存货周转率	5.26	4.97	5.20	5.17
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	54.1%	50.6%	48.9%	47.8%
流动比率	1.29	1.35	1.44	1.51
速动比率	0.93	0.96	1.07	1.14
<b>估值指标</b>				
P/E	23.04	18.74	15.63	12.98
P/B	4.14	3.57	2.91	2.47
EV/EBITDA	16.41	12.32	9.83	7.93

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
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
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。