

丽珠集团 (000513)

强烈推荐

行业：医药生物

潜力品种放量在即，精准医疗稳步推进

公司业务实现多点开花，传统品种参芪扶正安全性疑虑渐消，增速回稳；潜力品种受行业扩张、医保调整、审批进度加快等一系列利好刺激，放量在即；液体活检与单抗业务的推进工作进展顺利，有望分享行业盛宴。

投资要点：

◇ **中药注射剂参芪扶正未来1-2年增速预计为5%-10%**。参芪扶正作为公司目前单品销售规模第一的品种，研发基础强、疗效好、单日用药金额少。目前公司已累计完成5万多例安全性再评价，中药注射剂的安全性疑虑渐消，参芪扶正增速开始回稳。

◇ **促性激素业务未来1-2年增速预计为30%左右**。该业务整体受惠于辅助生殖市场的快速发展。尿促卵泡素将凭借价格优势提高市占率；尿促性素医院终端竞争力强，高纯度品种有望获批临床；注射用重组人绒毛膜促性素已获临床批件，未来有望打破进口垄断，分享行业蛋糕；醋酸亮丙瑞林微球技术壁垒高，市场竞争者少，公司产品增长势头十分强劲，市占率逐年提高。

◇ **艾普拉唑未来1-2年增速不低于50%**。首先，艾普拉唑肠溶片极有可能在此轮调整中进入国家医保目录；其次，注射用艾普拉唑钠已被纳入优先审评药品清单，有望2017年上半年获批上市。两项利好刺激，艾普拉唑放量在即

◇ **鼠神经生长因子增长空间巨大，预计未来1-2年增速不低于50%**。

◇ **丽珠圣美 LiquidBiopsy®检测设备一类注册证获批在即**，公司已提前布局医院终端，液体活检业务有望快速贡献营收。**注射用重组人源化抗TNF-α单抗已完成I期临床，已递交II/III期临床申请资料**，其他单抗产品研发进展顺利。

◇ **投资建议**：在不考虑外延并购的情况下，我们预测16/17/18年的EPS分别为1.79/2.22/2.69，对应当前股价PE为33/27/22，给予2017年31倍PE，对应股价为68.82，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

◇ **风险提示**：研发审批风险、行业政策风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6621	7656	8853	10131
收入同比(%)	19%	16%	16%	14%
归属母公司净利润	623	761	945	1146
净利润同比(%)	21%	22%	24%	21%
毛利率(%)	61.1%	63.7%	64.5%	65.8%
ROE(%)	14.3%	11.6%	12.9%	13.9%
每股收益(元)	1.46	1.79	2.22	2.69
P/E	40.45	33.11	26.65	21.97
P/B	5.79	3.83	3.45	3.06
EV/EBITDA	24	21	17	15

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与：夏璐

S0960116080070

0755-88320849

xialu@china-invs.cn

6-12个月目标价：68.82

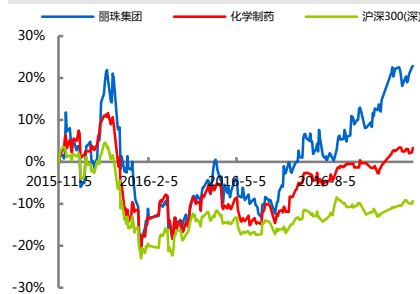
当前股价：59.12

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	426
流通股本(百万股)	235
总市值(亿元)	252
流通市值(亿元)	139
成交量(百万股)	1.95
成交额(百万元)	115.50

股价表现



相关报告

目录

一、立足珠海，蓬勃发展的优质标的	5
二、安全性疑虑渐消，参芪扶正增长回稳	6
三、促性激素领域产品丰富，增长潜力巨大	7
1. 促卵泡素：疗效好+价格优势明显，规模扩张在即	8
2. 尿促性素：市场龙头享受行业红利，高纯度品种有望支持后续增长	10
3. 绒促性素：新产品临床获批，未来有望打破进口垄断	11
4. 亮丙瑞林：市场竞争格局良好，公司有望一鼓作气再下一城	12
四、双重利好刺激，艾普拉唑放量在即	14
五、后起之秀，鼠神经生长因子增长潜力巨大	17
六、原料药整合显效，丰富药品储备助力后续增长	18
七、成立丽珠圣美，积极布局液体活检	19
1. CTC 检测：技术发展快，临床研究热度高	20
2. ctDNA 检测：市场处于萌芽期，亟待攻克技术局限性	21
3. 国内市场起步较晚，增长空间巨大	23
4. 公司检测设备获批在即，有望迅速抢占市场先机	24
八、单抗在研品种丰富，有望分享行业盛宴	26
1. 在研品种市场空间大，公司产品竞争优势强	27
2. 外延投资 AbCyte，抢先布局双抗领域	29
九、盈利预测与投资建议	30
十、风险提示	31

图目录

图 1 丽珠集团股权结构图.....	5
图 2 2006-2016Q3 公司营业收入（亿元）与净利润（亿元）及各自增速.....	5
图 3 参芪扶正注射液营收（亿元）及增速.....	6
图 4 肿瘤疾病用中成药 2015 年产品格局.....	6
图 5 中国城市公立医院康艾、参芪扶正、艾迪注射液销售情况（亿元）.....	7
图 6 中国城市公立医院 2015 年性激素及生殖系统调节剂产品份额格局.....	8
图 7 2006-2016Q3 年公司促性激素类药物营业收入（亿元）及增速.....	8
图 8 中国城市公立医院促卵泡素销售额（亿元）.....	9
图 9 2015 年国内公立医院促卵泡素市场格局.....	9
图 10 中国城市公立医院尿促性素销售额及增速.....	10
图 11 城市公立医院尿促性素前十企业份额格局.....	10
图 12 绒促性素适应症.....	11
图 13 2013-2015 年中国城市公立医院主要瑞林类药物销售金额（亿元）.....	13
图 14 上海丽珠制药亮丙瑞林销售额及增速.....	13
图 15 中国城市公立医院历年亮丙瑞林份额格局.....	13
图 16 2006-2016Q3 年公司消化系统类药物营业收入（亿元）及增速.....	14
图 17 2013-2015 年中国城市公立医院各质子泵抑制剂销售金额（亿元）.....	16
图 18 中国城市公立医院神经损伤药物份额格局.....	17
图 19 2015 年公立医院鼠神经生长因子市场格局.....	17
图 20 2016 年鼠神经生长因子各省中标价格（元）.....	17
图 21 2006-2016Q3 年公司原料药业务营业收入（亿元）及同比增速.....	18
图 22 CTC 检测技术临床应用.....	20
图 23 全球近十年 CTC 科研论文数量.....	21
图 24 全球 CTC 临床研究数量前十名（截至 2016 年 3 月 29 日）.....	21
图 25 血浆游离循环肿瘤 DNA.....	21
图 26 ctDNA 检测技术临床应用.....	21
图 27 国际液体活检全球市场规模（亿美元）.....	23
图 28 美国液体活检市场规模（亿美元）.....	23
图 29 国内液体活检适应症患者数量（万）.....	24
图 30 2009-2014 年我国单抗市场规模（亿元）.....	26
图 31 2014 年我国各种单抗药物市场份额.....	26
图 32 抗 TNF- α 单抗与重组人 II 型 TNF 受体-抗体融合蛋白销售情况与市场格局.....	28

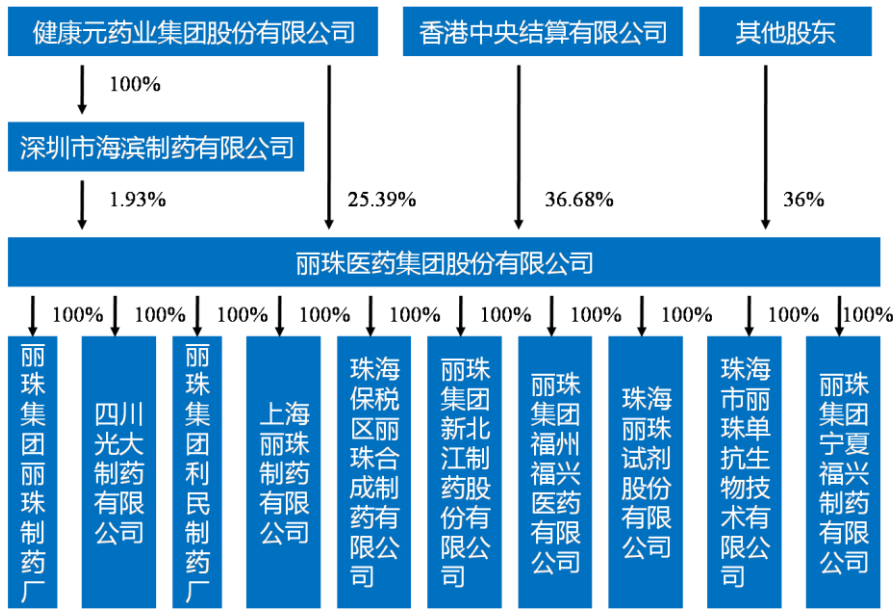
表目录

表 1 肿瘤疾病辅助用药中药注射剂市场国内主要竞争产品比较.....	7
表 2 尿促卵泡素与重组人促卵泡素临床疗效比较.....	9
表 3 促卵泡素国内主要竞争产品比较.....	9
表 4 注射用尿促性素国内主要竞争产品比较.....	10
表 5 注射用绒促性素国内主要竞争产品比较.....	12
表 6 亮丙瑞林、戈舍瑞林、曲普瑞林进口药物比较.....	12
表 7 第一代 PPIs 与第二代 PPIs 相关性质比较.....	15
表 8 2015 年拉唑类药物在中国城市公立医院的用药方式份额格局.....	16
表 9 公司最新部分化学药申报进度情况一览表.....	18
表 10 手术活检与穿刺活检技术对比.....	19
表 11 二代 CTC 主流技术一览表.....	20
表 12 ctDNA 主流技术一览表.....	22
表 13 国内液体活检政策.....	23
表 14 CYNVENIO 公司 LiquidBiopsy®技术平台主要产品与服务.....	24
表 15 国内部分主要 CTC、ctDNA 检测公司情况简介.....	25
表 16 国内首批肿瘤高通量基因测序临床应用试点单位名单.....	26
表 17 丽珠开发单抗在研项目市场研发进度列表.....	27
表 18 2013-2016 年抗 TNF- α 单抗与重组人 II 型 TNF 受体-抗体融合蛋白中标价.....	27
表 19 全球市场销售规模前 5 名的单抗品种在国内销售情况.....	29
表 20 公司主营业务收入预测.....	30

一、立足珠海，蓬勃发展的优质标的

公司于 1985 年 1 月创建于广东珠海，水连香港，地接澳门，来往广深交通便利，区位优势明显。公司于 1993 年完成股份制改造，成为全国医药行业首家 A、B 股上市的公司。2002 年 6 月，太太药业（现健康元药业集团前身）入主丽珠，实现了强强联合。目前，公司 A 股控股股东为健康元药业集团，实际控制人为朱保国。

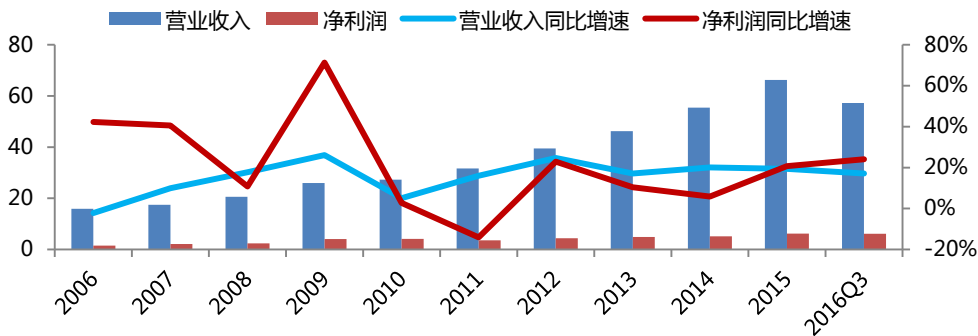
图 1 丽珠集团股权结构图



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

回顾公司近十年来的经营业绩，我们发现公司营业收入增速稳健，长期保持在 20% 上下，而净利润增速的波动性较大。净利润增速在 2009 年冲到高点，主要系高毛利率中药制剂的销售收入大幅增加以及原料药业务毛利率显著提高所致。2011 年净利润增速又降到低谷，主要系原料药销售额大幅下降，同时销售费用大幅增加所致。近几年，随着产品结构的逐步调整，公司净利润增速开始回稳。2016 年前三季度，公司实现营业收入 57.34 亿元，同比增幅 17.13%；归母净利润 6.15 亿元，同比增幅 24.08%。相较于医药制造业整体营业收入 10%、利润总额 14.01% 的同比增幅，发展势头十分强劲。

图 2 2006-2016Q3 公司营业收入（亿元）与净利润（亿元）及各自增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司已拥有多种广受市场欢迎并且附加值高的药品，具体包括参芪扶正注射液、丽珠得乐系列产品、抗病毒颗粒、丽申宝、乐得宝、壹丽安等。近两年，公司及其控股子公司开始以股权投资的方式开启肿瘤基因检测、精准医疗以及单/双功能抗体研发领域的拓展之路。

目前，公司主营构成为西药制剂(39.60%)、中药制剂(29.84%)、原料药(23.27%)、诊断试剂及设备(7.19%)以及其他(0.09%)，具体涉及肿瘤疾病用药、消化系统用药、内分泌治疗用药、抗微生物用药以及精神神经用药。

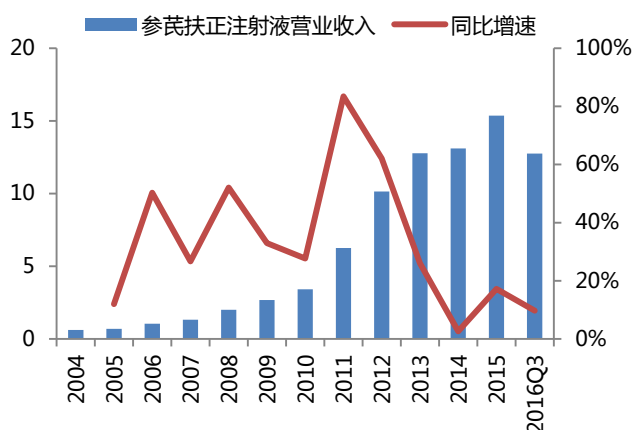
二、安全性疑虑渐消，参芪扶正增长回稳

根据《中国癌症防治三年行动计划(2015~2017 年)》，我国每年新发癌症病例约为 310 万，死亡约 200 万，近 20 年来发病率呈逐年上升的趋势。临床发现，扶正补益类中药能够有效增强机体免疫功能，提高肿瘤综合治疗的总体疗效。常见的扶正补益类中药包括黄芪、当归、党参、肉桂、人参、灵芝等。

参芪扶正注射液是公司单品销售规模第一的品种，主要原料为党参、黄芪，具有扶正补益的功效。前两年，受到中药注射剂安全性事故以及限制辅助用药的利空影响，参芪扶正增速明显下滑，但随着市场对公司产品安全性的疑虑渐消，近期参芪扶正增速开始回稳。2016 年前三季度参芪扶正营业收入 12.75 亿元，同比增速 9.7%。

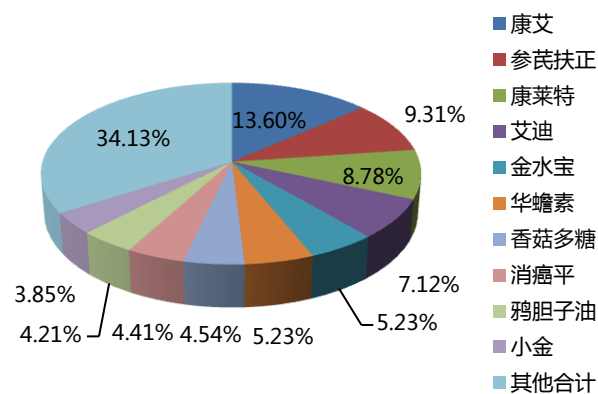
首先，我们认为参芪扶正并不会受到限制辅助用药的影响。相反，我们认为辅助用药监管力度的加强将改变中药辅助用药的市场格局。资质好的企业生产的临床使用时间长、疗效好、口碑好的中药辅助用药的市场规模将进一步扩大，其他不达标的产品则将被淘汰，最终形成强者恒强的局面。

图 3 参芪扶正注射液营收(亿元)及增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 肿瘤疾病用中成药 2015 年产品格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

其次，我们认为参芪扶正性价比高，报销范围广。2015 年我国的肿瘤疾病用中成药市场规模为 221 亿元，其中康艾、参芪扶正与艾迪成分相似，疗效相近，因此我们主要比较这三种药物。比较发现，参芪扶正的单日用药金额最低，可有效缓解医保控费的压力。此外，康艾与艾迪只能报销中晚期肿瘤，而参芪扶正没有报销限制，可见其报

销范围更广，潜在市场更大。

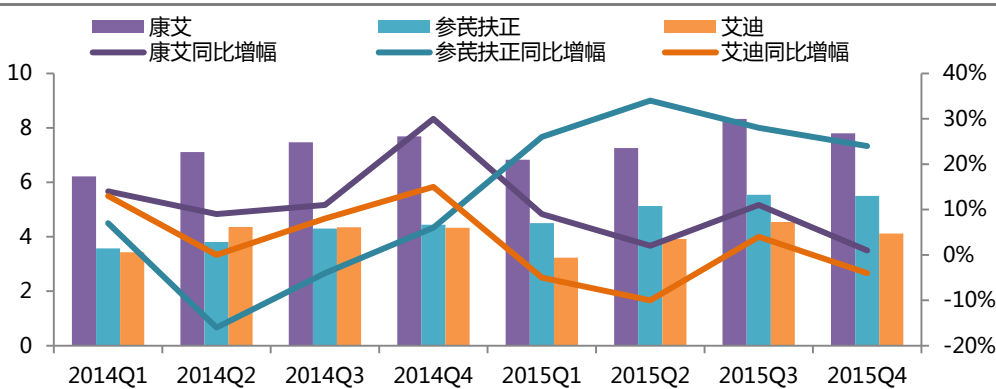
表 1 肿瘤疾病辅助用药中药注射剂市场国内主要竞争产品比较

药品名称	生产企业	主要成分	规格	单日用药金额（元）
康艾	长白山制药	人参、黄芪、苦参素	5ml/10ml/20ml	239.65~375.85
参芪扶正	丽珠集团	党参、黄芪	250ml	113.24~149.96
艾迪	贵州益佰制药	斑蝥、人参、黄芪、刺五加	10ml	163.88~236.1

资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部整理

比较发现，2015 年 4 个季度参芪扶正销售额增长势头强劲，在 2014 年各季度销售金额与艾迪几乎持平的情况下，2015 年的同比增速远远高于艾迪，实现了市场占有率的反超，重回市占率第二的宝座。

图 5 中国城市公立医院康艾、参芪扶正、艾迪注射液销售情况（亿元）



资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

最后，我们对公司参芪扶正注射液的安全性充满信心。首先，从产品本身质量来看，该品种是唯一一个由国家局按照新药审批办法批准的中药大输液，研发基础强；其次，从安全性来看，该品种自 1999 年上市之后，公司一直投入资金在后续研发部分，目前已累计完成 5 万多例安全性再评价，公司甚至计划尝试使用 NK Vue™ 检测观察用药前后人体内 NK 细胞的活性，如实验证明参芪扶正能提高 NK 细胞的活性，那么 NK 细胞的活性将成为衡量该品种疗效的重要指标，届时参芪扶正的疗效将更为明确。我们预计公司参芪扶正注射液未来 1-2 年增速将维持在 5%~10%。

三、促性激素领域产品丰富，增长潜力巨大

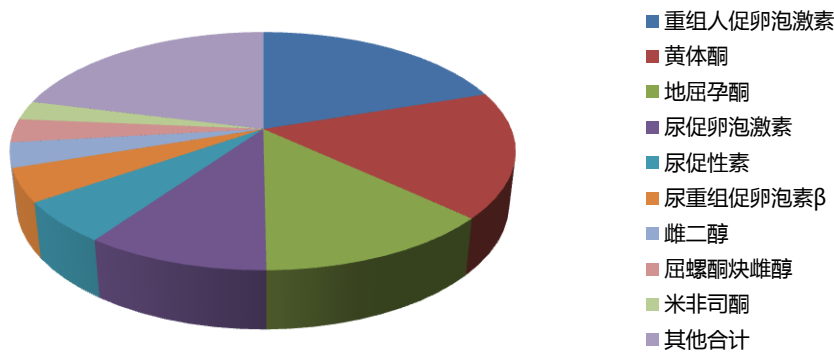
据 WHO 估计，不孕不育影响着全球 10%~15% 的人口。近年来，我国不孕不育家庭逐渐增多，不孕症患者占已婚夫妇人数的 10%，比 1984 年的 4.8% 增加了一倍多，发病率高达 15% 左右，并且呈现出不断攀升与年轻化的趋势。因此，性激素及生殖系统调节剂成为了临床上的重要品种，近年来的增长也倍受瞩目。

据国家卫计委估计，随着全面二孩政策开始实施，我国将有 9000 万女性能够生二胎，在这 9000 万女性中，年龄在 35 及以上的比例高达 60%，并且大部分女性将会在

2021年前生育二胎，因此生产高峰期要延续5年之久。总的来说，基于不孕不育与大龄产妇人数的不断攀升，我们非常看好辅助生殖市场未来的发展空间。

医学研究表明，卵泡发育不良综合症占全部不孕病因的48.42%，位居女性不孕症病因的首位。而35岁以上的女性，排卵能力下降，主要表现为排卵不规律甚至不排卵。由此可见，无论是不孕症患者还是大龄产妇都面临着排卵功能的障碍。临床上促排卵药物首选促卵泡素与尿促性素，2015年我国医院性激素及生殖系统调节剂市场规模为47亿元，其中这两种药物共占据近40%的份额。我们有理由认为，辅助生殖市场的快速扩张将助力促卵泡素与尿促性素市场的高速增长。

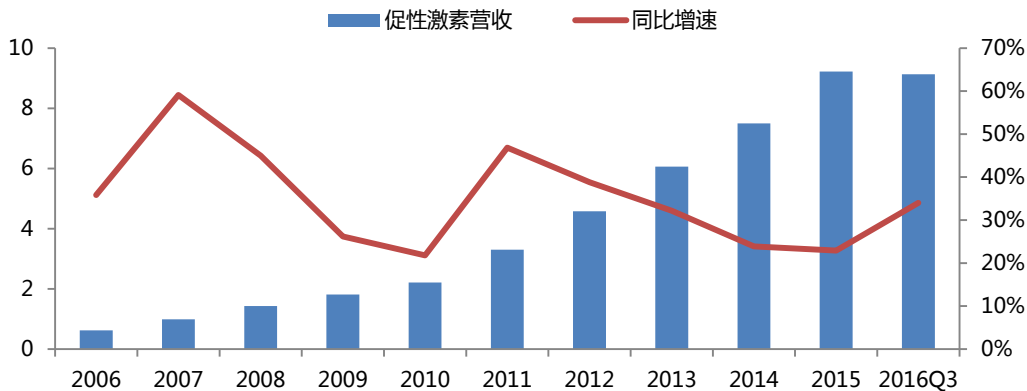
图 6 中国城市公立医院 2015 年性激素及生殖系统调节剂产品份额格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

丽珠在促性激素领域主要有尿促卵泡素、尿促性素、绒促性素与醋酸亮丙瑞林四种药物。2016年前三季度，这四种药物贡献营收9.13亿元，同比增幅34%，预计未来1-2年增速将维持在30%左右。

图 7 2006-2016Q3 年公司促性激素类药物营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

1. 促卵泡素：疗效好+价格优势明显，规模扩张在即

促卵泡素是由垂体前叶嗜碱性细胞合成和分泌的一种糖蛋白类促性腺激素，具有调节机体生长、性成熟和繁殖等作用，主要用于无排卵患者。

我国促卵泡素市场包括重组人促卵泡激素、尿促卵泡素与重组促卵泡素 β 。在我国，由于技术能力和经费的限制，国内较少有制药公司具备生产重组人促卵泡素的能力，国产品种主要为从尿液中提取的尿促卵泡素。

图 8 中国城市公立医院促卵泡素销售额（亿元）

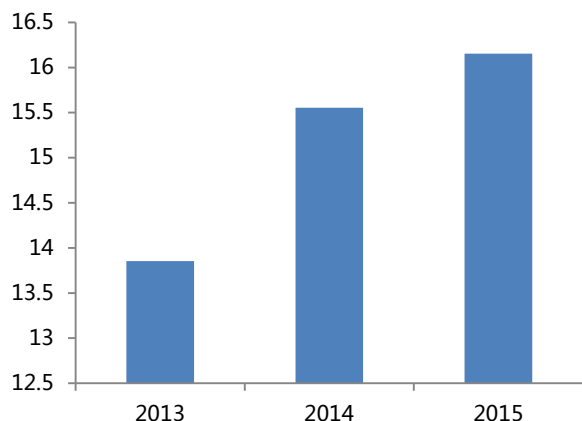
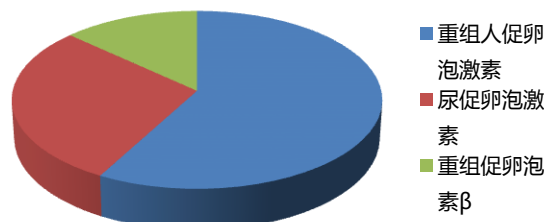


图 9 2015 年国内公立医院促卵泡素市场格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

2015 年，我国医院终端的促卵泡激素市场规模为 16 亿元，其中重组人促卵泡素的规模远远大于尿促卵泡素。因此，我们将这两个品种在不孕症患者中进行对比，以观察两者在临床治疗上是否有显著差别。

表 2 尿促卵泡素与重组人促卵泡素临床疗效比较

组别	例数	有效率	排卵率	妊娠率	OHSS 发生率
指标衡量标准		越高越好	越高越好	越高越好	越低越好
尿促卵泡素治疗组	54	53 (98.1%)	50 (92.6%)	10 (18.5%)	2 (3.7%)
重组人促卵泡素治疗组	53	53 (100%)	51 (96.2%)	11 (20.8%)	1 (1.9%)
P		0.319	0.414	0.771	0.569
两组结果是否有显著差异		否	否	否	否

资料来源：《中国实用医学》2015 (19)、中国中投证券研究总部整理

结果显示，两组药物在有效率、排卵率、妊娠率、卵巢过度刺激综合征 (OHSS) 发生率上均无显著差异，说明尿促卵泡素与重组人促卵泡素临床疗效相当。当然，该实验样本较小，可能影响实验结果的准确性，但至少可以证明尿促卵泡素对重组人促卵泡素存在较强的替代作用。

比较发现，同一生物效应重量单位下，丽珠的丽申宝中标价明显低于其他药品。促卵泡素为自费品种，在各种促卵泡素临床疗效相当的前提下，价格最低的丽申宝明显更具经济性，性价比更高。我们认为，未来该产品将凭借其价格优势，乘着促卵泡素行业扩张的东风，实现销售规模迅速放量。2016 年前三季度丽申宝实现营业收入 4.15 亿元，同比增幅约为 30%，预计未来 1-2 年增速为 30%。

表 3 促卵泡素国内主要竞争产品比较

药品类别	商品名	生产企业	剂型	中标规格	调整后中标价 (450IU)
------	-----	------	----	------	----------------

重组人促卵 泡激素	果纳芬	默克雪兰诺	注射液	75IU/300IU/450IU /1200IU	1552.5~1720.45
			冻干粉针	75IU	1548.78~1668.06
	普丽康	欧加农	注射液	50IU/100IU	1710~1934.01
	-	长春金赛药业	注射液	75IU	1386
			冻干粉针	75IU	1590~1596
注射用尿促 卵泡素	丽申宝	丽珠集团	粉针	75IU	739.98~878.94
			冻干粉针	75IU	780~852.72
	福特蒙	IBSA	冻干粉针	75IU	1350~1599.95

资料来源：米内数据库、药智数据、中国中投证券研究总部整理

2. 尿促性素：市场龙头享受行业红利，高纯度品种有望支持后续增长

尿促性素为绝经妇女尿中提取的促性腺激素，主要含卵泡刺激素（FSH）与黄体生成素（LH），两者的比值约为 1，临床上用于垂体功能低下的无排卵患者，与促卵泡素疗效相似。此外，尿促性素与绒促性素联合使用，既可刺激男性生精功能，又可促使女性卵泡发育以及排卵功能恢复。

图 10 中国城市公立医院尿促性素销售额及增速

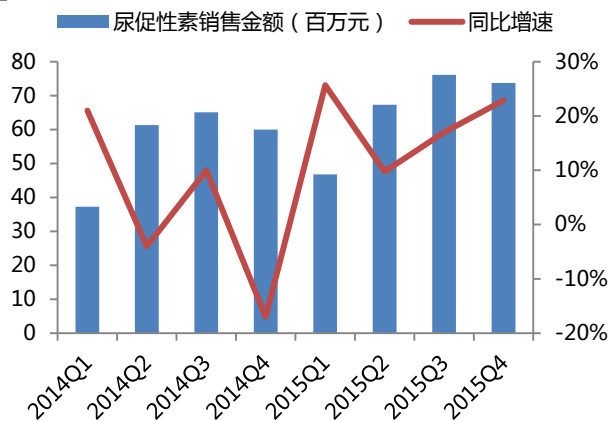
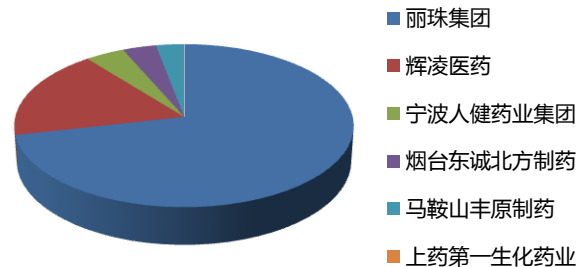


图 11 城市公立医院尿促性素前十企业份额格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

2015 年国内医院终端尿促性素市场规模约为 3 亿元，其中丽珠的乐宝得市占率高达 71%，占据绝对市场份额，德国辉凌制药的高纯度尿促性素贺美奇市占率为 18%，剩余市场由四家国内企业瓜分。

表 4 注射用尿促性素国内主要竞争产品比较

药物通用名	生产企业	中标规格	调整后中标价 (75IU)
注射用尿促性素	丽珠集团	75IU/150IU	23.21~26.84
注射用高纯度尿促性素	德国辉凌制药	75IU	265.22~333.73
注射用尿促性素	宁波人健药业	75IU	20.68
注射用尿促性素	烟台东诚北方制药	75IU	18.81~19.65

注射用尿促性素

马鞍山丰原制药

75IU

21.11~23.50

资料来源：药智数据、中国中投证券研究总部整理

比较发现，在尿促性素中，丽珠的产品中标价最高，结合其高市场占有率，可见丽珠具有较强的议价能力。公司作为该品种的市场龙头，将充分享受行业发展的红利，实现销售规模快速增长。

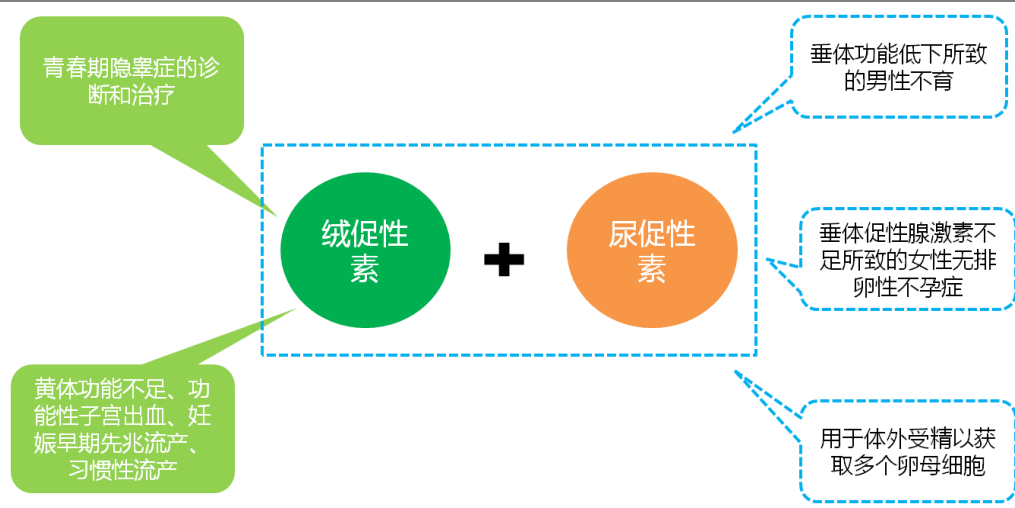
此外，我们发现高纯度尿促性素的价格远高于普通尿促性素。高纯度尿促性素相比于普通尿促性素，差别在于前者去除了尿液中部分杂质，因此纯度高于后者。临床观察发现，高纯度尿促性素在拥有普通尿促性素的各种临床优越性的同时，给药方式更加方便（高纯度尿促性素可皮下注射，普通尿促性素须肌内注射），安全性更高。我们认为，随着收入的增多，患者对该类药品质量与安全性的追求也将提高，因此我们看好高纯度尿促性素未来的增长。丽珠正在申报贺美奇仿制药的临床批件，目前正在审评中，获批可能性大。若未来该品种能顺利上市，将为公司尿促性素品种的后续增长提供强力支持。

2016 年前三季度，丽珠的尿促性素实现营业收入 1.49 亿元，同比增幅 35%。考虑到行业的整体增长趋势，以及丽珠在医院终端拥有较强的竞争优势，我们认为丽珠的尿促性素未来 1-2 年的增速将为 20%~30%。

3. 绒促性素：新产品临床获批，未来有望打破进口垄断

尿源人绒促性素（u-hCG）为孕妇尿中提取的绒毛膜促性腺激素，是胎盘滋养层细胞分泌的一种促性腺激素，主要用于保胎，防止习惯性流产，人绒促性素与尿促性素联合使用可治疗多种疾病。

图 12 绒促性素适应症



资料来源：中国中投证券研究总部整理

2015 年，医院终端尿源人绒促性素的销售规模为 2688 万元，其中丽珠占据 78.22% 的市场份额。国内尿源人绒促性素市场生产厂家多，竞争激烈。从 2016 年初至今的全国药品招标信息来看，丽珠生产的尿源人绒促性素在各省的中标价格较为稳定，并且在 4 家竞争厂商中偏高，可见其议价能力较强，利润更有保障。我们认为，公司作为该品

请务必阅读正文之后的免责条款部分

种的市场龙头，将乘着行业发展的东风，实现销售规模快速增长。

表 5 注射用绒促性素国内主要竞争产品比较

生产企业	市场份额	2016 年中标省份价格 (2000IU)					
		山西	青海	江苏	江西	海南	福建
丽珠集团	78.22%	13.6	13.6	12.33	13.6	12.92	-
马鞍山丰原制药	4.52%	12.75	13.6	10	12.75	12.75	12.75
宁波人健药业	2.5%	12.68	13.6	12.68	12.69	12.58	-
烟台东诚北方制药	2.16%	14.25	13.6	12	14.25	14.25	14.25

资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

此外，公司的另一款产品——注射用重组人绒促性素已获临床批件，预计明年年底完成大部分Ⅲ期试验，研发进度之快，获批上市指日可待。目前，全球仅有默克雪兰诺生产的重组人绒促性素（艾泽）上市销售，该产品于 2005 年在中国获批进口，2015 年在医院终端的销售规模为 5830 万元。我们预计公司重组人绒促性素上市后将打破默克一家独大的局面，撬动市场的蛋糕。目前尚无其他厂家申报此品种，丽珠的领先优势将不局限于短期。

4. 亮丙瑞林：市场竞争格局良好，公司有望一鼓作气再下一城

醋酸亮丙瑞林的适应症主要为子宫内膜异位症。子宫内膜异位症会引起输卵管周围粘连影响卵母细胞捡拾或导致管腔堵塞，或因卵巢病变影响排卵的正常进行。统计表明，近年来子宫内膜异位症的发病率明显提高，患者多为 30~40 岁左右，精神压力大，过晚婚育的女性，而 40%~50% 的子宫内膜异位症患者合并不孕。

子宫内膜异位症的治疗方法主要包括手术治疗与药物治疗。手术治疗中仅有保守型手术可以保留患者的生育功能，但保守型手术往往因为病变部位粘连很重，手术不够彻底，复发率较高。药物治疗中 GnRH-a 类药物既可保留生育能力，又有治疗方便、副作用相对较少、疗效好等优点，是公认的治疗子宫内膜异位症最有效的药物。因此，对于想要保留生育能力的内异症患者来说，GnRH-a 类药物不啻为上上之选。GnRH-a 类药物主要为瑞林类药物，具体包括醋酸曲普瑞林、醋酸亮丙瑞林与醋酸戈舍瑞林。

根据米内数据，2015 年，我国医院终端瑞林类药物总规模 30 亿元，同比增幅 34%。我们认为，随着未来生活与工作压力的增加以及全面二胎政策的影响，子宫内膜异位症的发病率将持续提高，届时我国瑞林类药物的市场容量将进一步扩大。

表 6 亮丙瑞林、戈舍瑞林、曲普瑞林缓释制剂进口药物比较

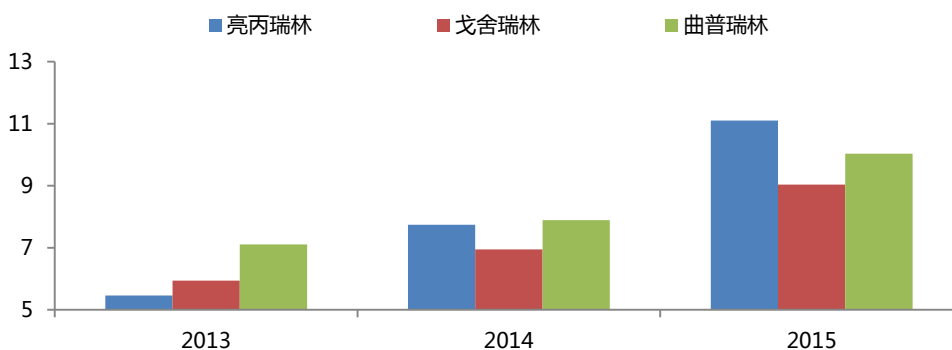
通用名	注射用醋酸亮丙瑞林微球	醋酸戈舍瑞林缓释植入剂	注射用醋酸曲普瑞林	醋酸曲普瑞林注射液
商品名	抑那通	诺雷得	达菲林	达必佳
进入中国时间	2000	1996	2003	2004
缓释技术	微球	多聚缓释植入剂	微球	微球
载体大小	10-30μm，均匀	多聚缓释植入剂	20-60μm	未公布

存储条件	室温	25°C以下	25°C以下避免热源	2-8°C避光储存
注射部位	皮下(上臂、臀部、腹部)	腹前壁皮下,必要时局麻	肌肉注射	皮下或者肌肉注射
儿童是否可用	可用	不推荐	可用	可用
包装规格	1.88mg/3.75mg/11.25mg	3.6mg	3.75mg	0.1mg/3.75mg
2016年中标价(3.75mg)	1871.16	1881.13	1714.19	1702.58
医保情况	医保乙类	医保乙类	医保乙类	医保乙类
生产厂家	武田药品	阿斯利康	益普生	辉凌制药
国内生产厂家	北京博恩特、上海丽珠制药	无	成都天台山制药、长春金赛药业	

资料来源：中国中投证券研究总部整理

目前,瑞林类药物除普通注射剂之外,已拥有注射用缓释微球剂型。该剂型药效时间周期长(每月仅需1次给药,有效血药浓度便可维持1个月),在临床上具有较多优势,是一种技术壁垒高、市场壁垒低的制剂。2015年医院终端亮丙瑞林的市场规模为11亿元,首次登上瑞林类药物市场市占率第一的宝座,近两年同比增幅更是保持在42%左右的高位,预计未来仍将保持高速增长。

图 13 2013-2015 年中国城市公立医院主要瑞林类药物销售金额 (亿元)



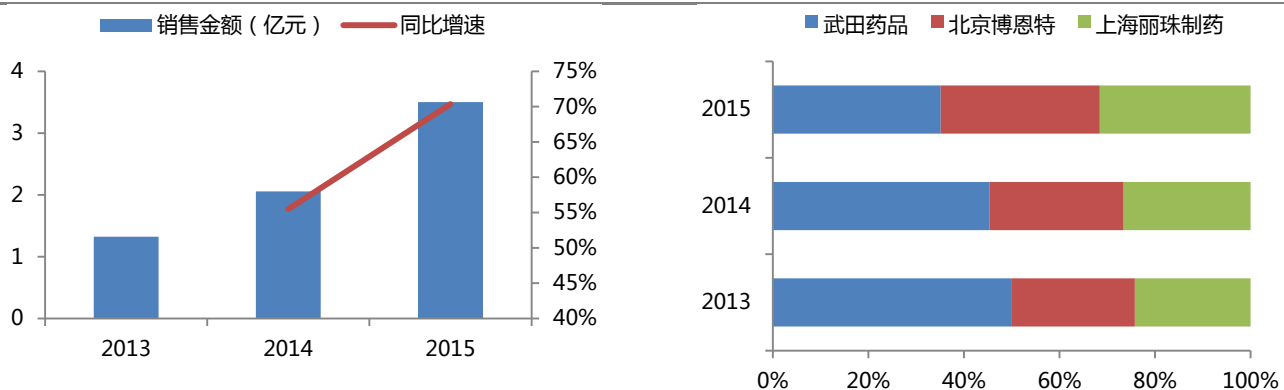
资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

亮丙瑞林普通注射剂由日本武田公司开发并于1994年获批上市。该公司开发的亮丙瑞林缓释制剂,即抑那通,于2002年获得美国FDA批准。抑那通自上市以来一直保持高速增长态势,全球销售峰值在2010年达到32亿美元。

抑那通于2000年进入中国,虽然在中国无专利保护,但由于研制技术壁垒较高,国内目前只有北京博恩特与丽珠两家企业的仿制药先后获批上市,并且未来几年暂无其他厂商将有仿制药获批上市,市场竞争格局良好。

图 14 上海丽珠制药亮丙瑞林销售额及增速

图 15 中国城市公立医院历年亮丙瑞林份额格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

目前，国内城市公立医院的亮丙瑞林微球市场已成三足鼎立之势，武田药品、北京博恩特以及上海丽珠制药三家公司市场占有率相近。近两年，丽珠的亮丙瑞林增势迅猛，主要系中标省份增加所致，公司正在逐步通过吞噬武田的市场份额来拓展自身的市场。观察发现，丽珠的市占率已从 2013 年的 24% 迅速提高到 2015 年的 32%；与此同时，武田药品的市占率从 49% 下滑至 35%。

我们认为，未来公司将通过营销推广与渠道下沉进一步拓展该品种的市场份额，有望一鼓作气再下一城。2016 年前三季度，丽珠的亮丙瑞林贡献营收 3.07 亿元，同比增速约 40%，我们预计未来 1-2 年该品种增速为 30% 左右。

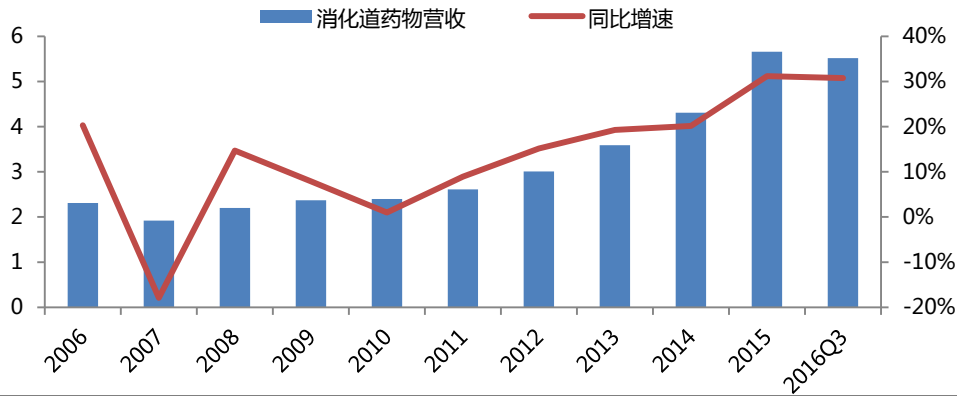
目前，丽珠的注射用醋酸曲普瑞林微球已申报临床批件，此前公司定增 3 亿用于长效微球技术研发平台的建设，未来公司将投入更多资金与人力用于微球中心的建设与发展，力求不断提升公司相关品种的缓释技术水平，为微球品种的后续增长提供强力支持。

四、 双重利好刺激，艾普拉唑放量在即

据 WHO 数据，我国消化系统疾病发病率约为 11.2%，其中又以溃疡病、浅表性胃炎和慢性萎缩性胃炎最为常见。根据中康 CMH，2015 年我国抗酸及抗溃疡病用药市场规模近 500 亿元，市场规模十分巨大。

临床上一般选择质子泵抑制剂、H2 受体阻断剂、胃粘膜保护剂作为消化性溃疡和胃炎的治疗药物。丽珠得乐（枸橼酸铋钾）与壹丽安（艾普拉唑肠溶片）均属于抗溃疡药，前者适用于胃及十二指肠溃疡，后者适用于十二指肠溃疡。2016 年前三季度，公司消化道领域药物的整体营业收入为 5.52 亿元，同比增速为 30.76%，其中又以艾普拉唑增势最为强劲。

图 16 2006-2016Q3 年公司消化系统类药物营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

艾普拉唑肠溶片主要用于十二指肠溃疡的治疗，属于第二代质子泵抑制剂(PPIs)。质子泵抑制剂是目前治疗消化性溃疡最先进的一类药物，它通过高效快速抑制胃酸分泌和清除幽门螺旋杆菌从而达到快速治愈溃疡的目的。

自1988年第一个质子泵抑制剂奥美拉唑在瑞士上市以来，拉唑类质子泵抑制剂已有多品种。目前，国内常用的PPIs有奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑、雷贝拉唑、埃索美拉唑和艾普拉唑，其中前三个属于第一代PPIs，后三个属于第二代PPIs。

第一代PPIs的缺点在于起效慢、药物动力学的个体差异大以及药物相互作用明显。第二代PPIs在治疗十二指肠溃疡时，起效更快，因而能更快地缓解症状；在治疗胃食管反流病时，不仅在缓解症状方面优于第一代PPIs，还具有更快、更强、更持久的抑酸能力。此外，由于第二代PPIs较少依赖细胞色素P450酶代谢，药物相互作用少，用药安全性高。研究数据表明，艾普拉唑在所有同类药物中抑酸活性最强、药性作用时间长、药物相互作用小、不良反应少，因此该品种在临床上广受好评。

表7 第一代PPIs与第二代PPIs相关性质比较

通用名	奥美拉唑	兰索拉唑	泮托拉唑	雷贝拉唑	埃索美拉唑	艾普拉唑
商品名	洛赛克	达克普隆	泰美尼克	波利特	耐信	壹丽安
开发公司	瑞典 Astra Hassie	日本 Takeda	德国 Byk Gulden	日本 Eisai	美国 Astra Zenca	韩国 Il-Yong (丽珠集团获得知识产权)
首次上市国家	瑞士	法国	德国	日本	英国	中国
上市时间	1988	1991	1994	1997	2000	2008
每日等效用药剂量	20mg~40mg	30mg	40mg	20mg	20mg	5mg
Hp 根除率	79%~96%	95.5%	>85%	85%	>85%	90.9%
国内市场格局(市场占有率>=5%的公司)	江苏奥康药业、阿斯利康、常州四药制药、海南灵康	江苏奥康药业、山东罗欣药业、悦康药业、常州四药	扬子江药业、杭州中美华东制药、武田药品、海南卫康	济川药业、苏豪森药业、成都迪康药业、卫材、	阿斯利康、重庆莱美药业	丽珠集团

我们认为，公司注射用艾普拉唑钠上市后将助力该品种迅速放量，洗牌 PPIs 市场格局。2016 年前三季度艾普拉唑贡献营收 2.16 亿元，同比增幅 60.55%，预计未来 1-2 年增速将至少为 50%。

五、后起之秀，鼠神经生长因子增长潜力巨大

鼠神经生长因子是从小鼠颌下腺提取的纯化的神经生长因子 (mNGF)，是一种神经保护剂、神经营养剂和神经再生剂，主要用于治疗神经损伤。

市场上主要的治疗神经损伤的药品除鼠神经生长因子外还包括奥拉西坦、小牛血去蛋白、依达拉奉、脑蛋白水解物、神经节苷酯。其中，神经节苷酯市占率最高，鼠神经生长因子市占率排名第四。2015 年神经损伤药物在医院终端的销售规模为 221 亿元，其中鼠神经生长因子的销售规模仅为 33 亿元。鉴于鼠神经生长因子在临床疗效与安全性上可与神经节苷酯比肩，并且为医保乙类品种，我们认为该品种未来增长潜力巨大。

图 18 中国城市公立医院神经损伤药物份额格局

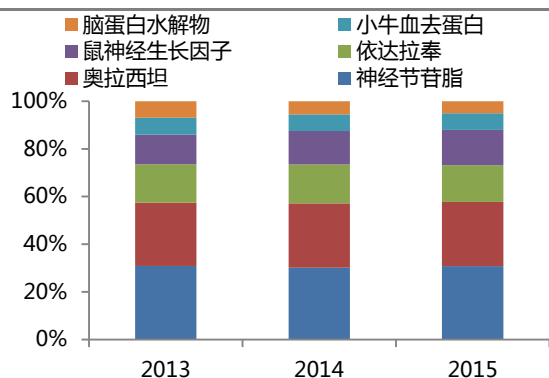
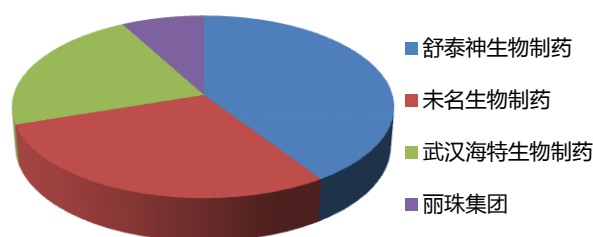


图 19 2015 年公立医院鼠神经生长因子市场格局

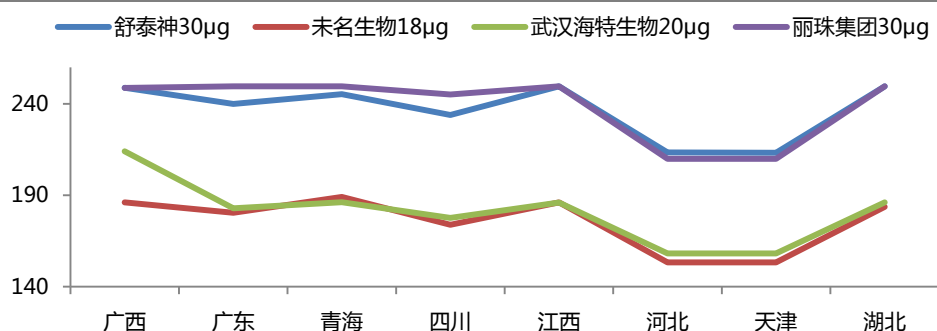


资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

我国鼠神经生长因子市场有四家生产商，分别为舒泰神生物制药、未名生物制药、武汉海特生物制药与丽珠。其中，丽珠市占率最低，不到 8%，主要系上市时间较晚所致。鉴于公司该品种自上市以来一直保持高速增长，2010 年至 2015 年复合增速更是高达近 400%，我们认为丽珠实现市占率的大幅提升只是时间问题。

图 20 2016 年鼠神经生长因子各省中标价格 (元)



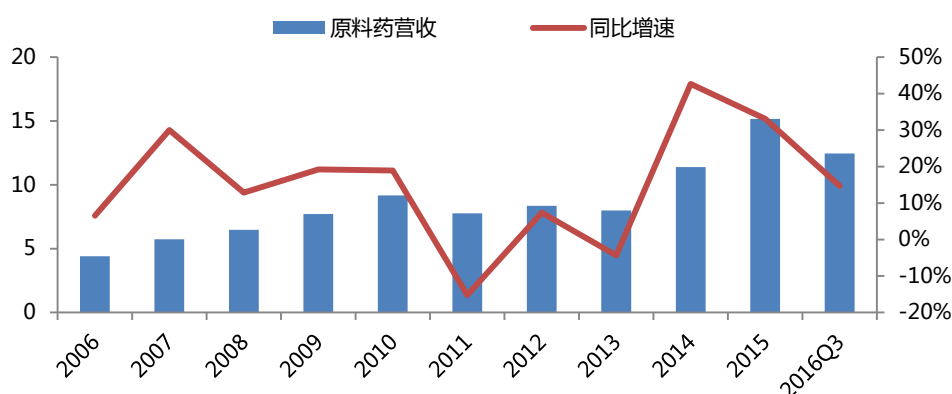
资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

从各省的中标价来看，丽珠与舒泰神相同规格的产品中标价基本相同，而丽珠的市占率相比于舒泰神有很大增长空间。我们认为，丽珠未来有望通过拓展医院渠道、增强营销推广提高市场份额。2016 年前三季度，该品种贡献营业收入 3.75 亿元，同比增幅 76.67%，预计未来 1-2 年增速至少为 50%。

六、 原料药整合显效，丰富药品储备助力后续增长

目前，公司原料药业务主要为两部分，一为发酵和头孢类，二为供生产自有制剂的原料药。公司自成立发酵类原料药事业部以来，通过资源的有效整合，原料药业务板块业绩得到改善。2016 年前三季度，公司原料药收入 12.46 亿元，同比增速 14.7%，取得了不错的盈利。现阶段公司正处于战略调整阶段，未来将坚持对该业务的整合发展，对其进行重组或者剥离仍是公司未来发展的战略方向。

图 21 2006-2016Q3 公司原料药业务营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司历来重视新产品和新技术的研究开发，一直致力于研发团队的建设与发展，研发费用占营业收入比重近几年一般维持在 5%左右。公司预计 2016 年全年研发费用比例将会在 5%甚至略高，未来 2-3 年希望达到 8%-10%。

表 9 公司最新部分化学药申报进度情况一览表

药品名称	药品类型	治疗类别	申请类型	办理状态	状态开始时间
替格瑞洛片	化学药	血液和造血系统药物	仿制药申请生产	已获生产批件	2016-06-22
硫酸氢氯吡格雷	化学药	血液和造血系统药物	仿制药申请生产	已获生产批件	2016-09-11
盐酸帕罗西汀肠溶缓释片	化学药	神经系统药物	仿制药申请生产	已获生产批件	2016-10-11
布南色林片	化学药	神经系统药物	新药申请生产	已获生产批件	2016-01-29
盐酸普拉克索缓释片	化学药	神经系统药物	仿制药申请生产	审批通过	2016-04-14
马来酸氟伏沙明缓释片	化学药	神经系统药物	新药申请临床	已获临床批件	2016-01-28

注射用丹曲林钠	化学药	神经系统药物	新药申请临床	在审评	2015-02-16
注射用高纯度尿促性素	化学药	全身用激素类制剂	仿制药申请生产	在审评	2015-07-30
注射用醋酸曲普瑞林微球	化学药	全身用激素类制剂	新药申请临床	在审评	2015-06-03
注射用紫杉醇聚合物胶束	化学药	抗肿瘤和免疫调节剂	新药申请临床	在审评	2015-02-16
注射用头孢替坦二钠	化学药	全身用抗感染药物	新药申请临床	已获临床批件	2016-03-10
盐酸普拉克索	化学药	原料药及非直接作用于人体药物	新药申请临床	审批通过	2016-04-14
替格瑞洛	化学药	原料药及非直接作用于人体药物	新药申请临床	审批通过	2016-06-17
丹曲林钠	化学药	原料药及非直接作用于人体药物	仿制药申请生产	在审评	2015-04-24

资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部

七、 成立丽珠圣美，积极布局液体活检

我们知道，癌症患者的确诊需要借助活检技术。活检的全称为活体组织检查，是指从患者体内切取、钳取或穿刺等取出病变组织，进行病理学检查的技术。传统的活检方法主要包括手术活检和穿刺活检，这两种技术较为成熟，诊断的准确率较高，但也存在一些缺点。

表 10 手术活检与穿刺活检技术对比

技术	手术活检	穿刺活检
描述	在直视下准确切取肿瘤最具代表部位的组织送检	通过 CT 引导或超声引导穿刺针进入人体内部采取肿瘤组织
适应症	1、临床上考虑为恶性肿瘤或转移性肿瘤 2、肿瘤生长在腓骨、肩胛骨体部、锁骨、肋骨等处 3、穿刺活检失败，应及时进行手术活检	1、未能确诊的骨或软组织肿瘤 2、某些部位较深而解剖结构复杂，如颈、胸、腰椎的手术活检困难较大，应采用穿刺活检 3、侵袭入骨髓的肿瘤
优点	可准确切取肿瘤最具有代表部位的组织，较符合病理检查要求，正确诊断率可达 98%	操作简单，对组织的损伤小，出血少，较为安全，准确率达 90%以上
缺点	损伤组织较大，在某些血运丰富的肿瘤，有时出血较多甚至出血难止，或引起感染	取材量较少，如未取得有代表性的瘤组织则会影响诊断结论，穿刺活检成功率平均 80%

资料来源：中国中投证券研究总部整理

近年来，随着科学研究的深入和测序技术的发展，液体活检技术的关注度也越来越高。目前，临床上使用的液体活检主要通过检测血液中的循环肿瘤细胞（CTC）与循环肿瘤 DNA（ctDNA）来确诊病情。该技术相比于传统活检方法的优势在于检测方便（只要抽取一管血既可），可检测肿瘤类型多，无侵入性，可频繁多次进行，发病早期即可检测。但局限性在于准确性不够高，因此仍旧无法完全替代传统活检，但可以提供重要

的补充信息。

1. CTC 检测：技术发展快，临床研究热度高

循环肿瘤细胞 (CTC)：随着实体肿瘤的生长，在周围微环境发生特定变化时，将促使一部分肿瘤细胞获得异常的活动能力。这些细胞从原发肿瘤上脱落，搭乘血液系统或淋巴系统去往身体各处，在身体里寻找新的落脚点。搭乘血液快线的脱落肿瘤细胞就被称为循环肿瘤细胞 (CTC, Circulating Tumor Cells)。

CTC 技术目前主要通过检测血液中的循环肿瘤细胞 (CTC) 的数量来进行诊断。目前，二代 CTC 主流技术主要分为以下几种：

表 11 二代 CTC 主流技术一览表

技术方法	描述	优点	缺点
Oncoquick	基于细胞密度对 CTCs 进行分离	保存细胞活性,有利于进行细胞病理、免疫标记及分子研究	灵敏性低,不稳定,可能遗漏稀有 CTCs
ISET	依据细胞大小使用孔径约 8 微米滤膜分离 CTCs	一步离心,分离计数等可操作性强,保存活性便于后续分析	直径较小的 CTCs 可能会漏检
MACS	通过免疫磁珠标记进行上皮性 CTCs 的分离	基于特异性标记物的分离,保存活性便于后续分析	正常细胞表达相同标志物可致假阳性,由于表型异质性可致假阴性
Cell Search	使用 EpCAM 抗体包被的铁磁珠进行免疫分离	半自动、高灵敏与可重复性, CTCs 标记、鉴定计数有明确标准, FDA 唯一认可	正常细胞表达相同标志物可致假阳性,由于表型异质性可致假阴性,难以进一步分析
IFISH-CTC	免疫荧光染色结合 FISH 技术进行非血源性细胞染色体异常检测	可适用于更多类型肿瘤的 CTC 分离;富集到的 CTC 可用于后续一系列相关研究	操作复杂、成本略高
RT-PCR	基于肿瘤特异性基因的表达分析	高灵敏性	正常细胞表达相同标志物可致假阳性,由于表型异质性可致假阴性,难以进一步分析
AdnaTest	通过特定抗原表达和肿瘤相关标志物分离,提取 RNA 进行 RT-PCR 分析	高灵敏性与特异性,有助于区分 CTCs 的干细胞属性与表型变化	肺肿瘤细胞表达相关分子可致假阳性,表型异质性可致假阴性
CTC-chip	使用含包被 EpCAM 抗体微柱阵列的芯片	高灵敏和高检出率,便于计数及分子表型分析	迄今报道资料有限,缺少临床验证

资料来源：中国中投证券研究总部整理

值得注意的是,以上 CTC 检测技术中只有强生的 Cell Search 是通过 FDA 认证的,其他技术大多还停留在临床研究阶段。目前,CTC 检测技术在临床上有以下应用：

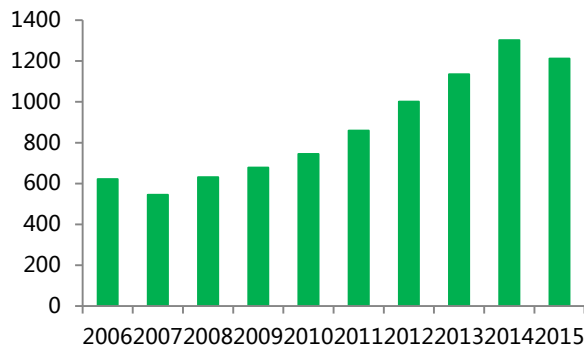
图 22 CTC 检测技术临床应用

早期筛查	在早期肿瘤患者中，利用影像学还未能发现病灶时已经可以在外周血中检测到CTC
快速疗效评估	通过CTC在不同治疗阶段的数目的变化，可辅助快速评估手术、放化疗及其他治疗手段的疗效
辅助瘤患者分期分级	通过检测CTC的数目，辅助评估肿瘤患者的分级及分期
监测耐药情况	通过检测CTC数目变化，实时检测肿瘤药物耐药性的发生
提供预后分子生物学特征	CTC数目越高，提示患者预后较差
检测癌症转移复发风险	CTC数目上升，转移复发风险增大；CTC数目下降，转移复发风险降低
判断患者是否需要辅助化疗	术后CTC数目大于阈值，建议强化术后辅助化疗；术后CTC数目小于阈值，建议采用标准辅助化疗

资料来源：中国中投证券研究总部整理

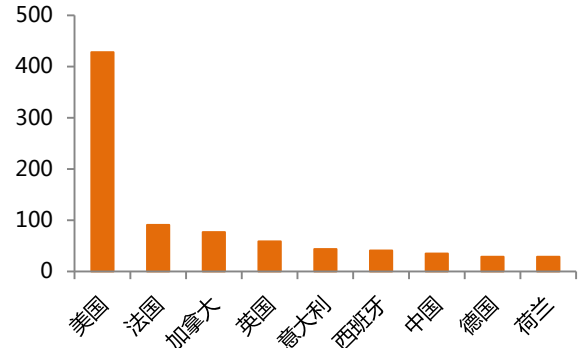
近十年来，液体活检研究热度不断攀升，多个国家以及地区的研究机构纷纷投入其中。目前，美国的 CTC 临床研究水平上远远领先于其他国家。近几年来，中国的 CTC 临床研究水平发展势头迅猛，实力不可小觑。

图 23 全球近十年 CTC 科研论文数量



资料来源：火石 hsmap、中国中投证券研究总部

图 24 全球 CTC 临床研究数量前十名 (截至 2016 年 3 月 29 日)



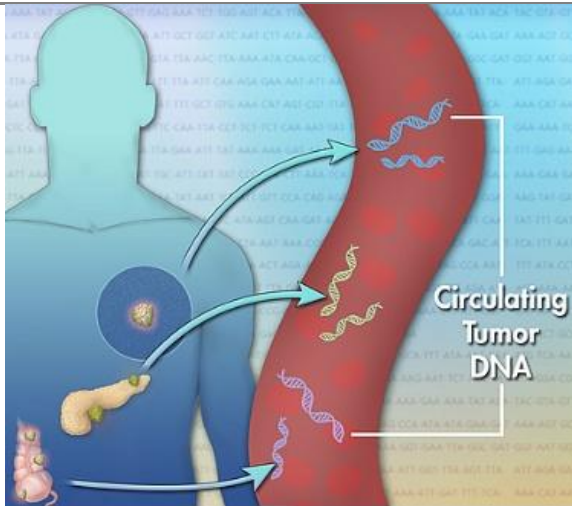
资料来源：火石 hsmap、中国中投证券研究总部

2. ctDNA 检测：市场处于萌芽期，亟待攻克技术局限性

循环肿瘤 DNA (ctDNA): 循环肿瘤 DNA 是肿瘤细胞破裂释放到血液中的游离 DNA。肿瘤细胞的基因组与正常细胞是不同的，会有一些特定的变异，因此我们可以通过阅读这些信息，了解肿瘤的情况。ctDNA 可来自于任何裂解的肿瘤细胞，因此相比于手术及穿刺取得的类似于抽样的组织样本更能反映出肿瘤细胞整体的基因变异信息。

图 25 血浆游离循环肿瘤 DNA

图 26 ctDNA 检测技术临床应用



资料来源：火石 hsmap、中国中投证券研究总部

资料来源：火石 hsmap、中国中投证券研究总部

与 CTC 技术检测循环肿瘤细胞 (CTC) 数量不同的是, ctDNA 技术并不检测血液中 ctDNA 的数量水平, 而是检测它是否携带有肿瘤特异性的突变, 或其他基因组改变信息。研究表明, 该技术能够真实反映实体瘤组织中的基因突变图谱与频率, 是治疗效果评价与治疗后临床随访的重要监测指标。ctDNA 检测技术目前主要为数字 PCR、BEAMing 技术、标记扩增深度测序 (TAM-Seq)、癌症个体化深度测序 (CAPP-Seq)。

表 12 ctDNA 主流技术一览表

技术方法	描述
数字 PCR	将一个标准 PCR 反应分配到大量微小反应器中, 在每个反应器中包含或不包含一个或多个拷贝的目标分子, 实现“单分子模板 PCR 扩增”, 然后通过阳性反应器数目“数出”目标序列拷贝数。该技术可绝对定量, 检测限低至 0.001%, 但只能检测已知的突变位点, 通量低
BEAMing 技术	结合数字 PCR 与流式技术, 利用特异性 PCR 引物扩增目标突变区后, 与磁珠混合进行油包水单分子扩增反应。反乳化作用后, 利用不同颜色的荧光探针结合磁珠上的 PCR 产物, 发出红色或绿色荧光。使用流式细胞仪分析磁珠颜色来确定突变情况
标记扩增深度测序 (TAM-Seq)	该技术有两次扩增, 首先利用特异性引物进行 15 循环的目标区域扩增, 然后利用通用不同特性的接头标签进行二次扩增。双向重复测序以提高测序精度, 敏感性与特异性高, 成本低
癌症个体化深度测序 (CAPP-Seq)	利用定制化的突变位点库作为“筛选器”, 对样本进行靶向捕获后再进行超深度测序。该技术对肿瘤的 ctDNA 检测灵敏度更高, 特异性更强, 与全外显子测序等相比经济可行

资料来源：火石 hsmap、中国中投证券研究总部整理

ctDNA 技术目前存在以下局限性: 一是随着肿瘤的位置与分期不同, 检出率不同, 75%的晚期胰腺癌、卵巢癌、大肠癌、膀胱癌、胃癌、乳腺癌等患者中可检测到 ctDNA, 但对于原发性脑癌、肾癌、前列腺癌或甲状腺癌, 检测率不到 50%; 二是目前尚不清楚 ctDNA 在不同患者中的普遍程度, 即使检测到 ctDNA 也不清楚是体内哪里产生的, 或者即使检测到的突变与肿瘤存在一定联系, 也需要后续检测。

总体来说, 目前 CTC 检测技术较 ctDNA 更为成熟。

首先, 从检测技术来看, CTC 检测容易但是富集难, ctDNA 富集容易但是检测难, 两种检测方法结合使用或可实现互补;

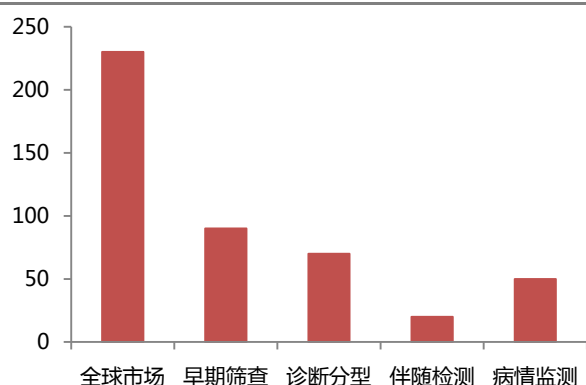
其次,从研究热度来看,CTC 检测公司与机构更多,ctDNA 则相对较少。我国 CTC 临床试验数量也远远多于 ctDNA,2016-2018 年共有 111 个 CTC 临床试验结束,而同时间段只有 23 个 ctDNA 临床试验结束,CTC 检测相比于 ctDNA 检测有先发优势。

从市场发展情况来看,ctDNA 市场尚处于萌芽期,产品尚缺乏充分的临床验证,政策层面目前监管较为谨慎,但不排除将有放开的可能。与之相比,CTC 检测技术临床验证较为充分,未来两年将有大批临床试验结束,并且政策层面支持力度较大。我们认为,未来 CTC 与 ctDNA 的发展主要取决于技术与渠道资源,两者缺一不可。

3. 国内市场起步较晚,增长空间巨大

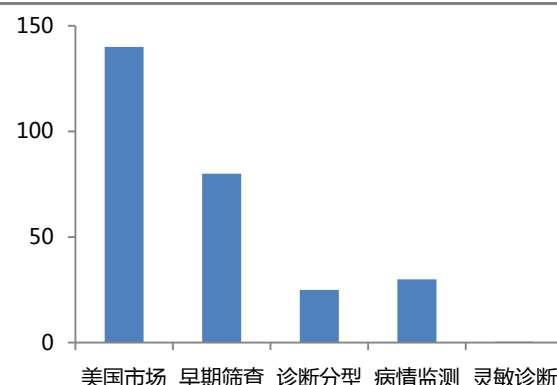
液体活检技术在海外发展势头强劲,市场参与者既有新兴小公司,如 Cynvenio、Biocept、AdaptiveBiotechnologies 等;也有基因测序的龙头公司,如 Illumina、Life Tech、FoundationMedicine 等。放眼全球,液体活检全球市场规模高达 230 亿美元,其中,美国市场占据 61%的市场份额。目前,液体活检的应用主要还是集中在早期筛查、诊断分型与病情监测上。

图 27 国际液体活检全球市场规模 (亿美元)



资料来源:GoldmenSachs Report、中国中投证券研究总部

图 28 美国液体活检市场规模 (亿美元)



资料来源:GoldmenSachs Report、中国中投证券研究总部

近几年来,我国政府也在不断加大对 CTC 科学研究的扶持力度,扶持基金多投入到中科院下属相关研究所以及上海交通大学、复旦大学等高等院校。自 2012 年起,相应的扶持政策也开始密集出台。

表 13 国内液体活检政策

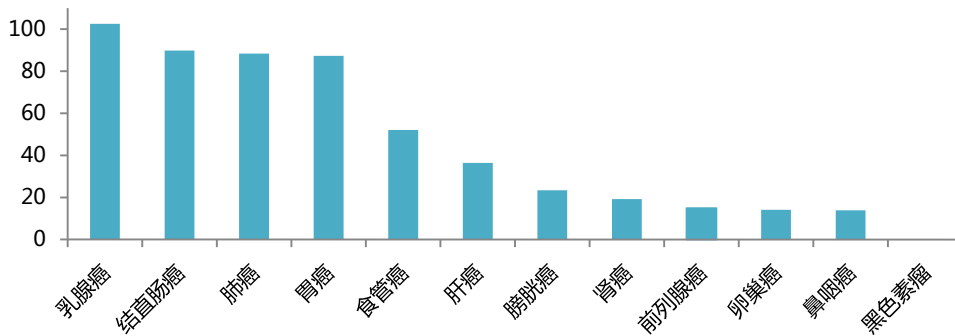
时间	政策内容
2012 年	CFDA 批准乳腺癌 CTC 临床应用
2012 年 8 月	CFDA 批准强生 Cell Search 循环肿瘤细胞检测与分析系统适用于转移性乳腺癌患者的预后分析(美国 FDA 于 2004 年批准)
2015 年 3 月	科技部 2013 年前 600 亿用于精准医疗
2015 年 3 月	卫计委《国家卫生计生委医政医管局关于肿瘤诊断与治疗项目高通量基因测序技术临床应用试点工作的通知》
2015 年 4 月	卫生部《关于开展肿瘤诊断与治疗高通量测序检验(多基因检测)室内质量评价预研的通知

2015年7月	卫计委《药物代谢酶和药物作用靶点基因检测技术指南（试行）》和《肿瘤个体化治疗检测技术指南（试行）》
2015年9月	贵州省《支持基因检测技术应用政策措施（试行）》
2016年1月11日	CFDA 批准格诺思博的首个肺癌 CTC 检测——叶酸受体阳性 CTC 检测试剂盒

资料来源：火石 hsmap、中国中投证券研究总部整理

在国内市场，液体活检适应症的患者总量为 542.2 万，其中，乳腺癌、结直肠癌、肺癌、胃癌的患者数量最多。受环境恶化以及生活压力的影响，我国肿瘤发病率逐年提高，预计未来患病人数将进一步增加。

图 29 国内液体活检适应症患者数量（万）



资料来源：火石 hsmap、中国中投证券研究总部

目前， CellSearch 在医院终端的 CTC 检测价格为 4000-5000，未来随着越来越多二代 CTC 与 ctDNA 技术进入市场，检测的价格有望降低。目前，穿刺活检的价格依据检查部位的不同以及其他辅助检查项目的不同，价格也不同。以骨科为例，皮下穿刺活检价格约为 1000 元。如在手术过程中进行活检，以骨科为例，操作费用至少为 5000 元。从价格来看，液体活检相对于传统活检的替代空间还是很大的。假设有一半的患者愿意进行液体活检，一次液体活检价格为 2000 元左右，化疗一个疗程 3 个月左右，如果一个疗程结束后做一次液体活检，则一年做 4 次，因此我们预计中国液体活检的市场规模为 $542.2 \times 50\% \times 2000 \times 4 = 216.88$ 亿元。

4. 公司检测设备获批在即，有望迅速抢占市场先机

2016 年 3 月，丽珠试剂与 Cynvenio 公司合资成立丽珠圣美，积极布局精准医疗。Cynvenio 公司成立于 2008 年，专注于对血液中肿瘤标识物的分析，目前公司可检测病种包括乳腺癌、直肠癌、前列腺癌、肺癌等，主要产品与服务如下。

表 14 CYNVENIO 公司 LiquidBiopsy®技术平台主要产品与服务

	产品/服务	简介
LiquidBiopsy®实验室自动化系统	LiquidBiopsy®平台	自动从全血或任何复杂背景下分离稀有细胞
	LiquidBiopsy®耗材	用于在 LiquidBiopsy®平台上处理血样的试剂、缓冲液、染色剂、洗脱管，和微流控芯片

	Everest	基因序列分析的专有信息软件解决方案
	ClearID™ 检测	识别靶向 DNA 突变以确定治疗途径
CLIA / CAP 实验室 服务	NK Vue™ 检测	测量 NK 细胞的活动性并监控免疫系统健康状况
	用于 CRO/制药公司的 LiquidBiopsy®检测	对患者进行动态取样，连续监测治疗反应

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部整理

目前，在国内市场只有强生的 Cell Search 与格诺思博生物的 CytoploRare 获得了医疗器械注册证，益善生物的 CanPatrol CTC 检测技术产品已于 2014 年完成产品备案，获准进行商业活动。这几种技术，包括公司的 LiquidBiopsy®检测技术不仅可以进行 CTC 计数，还可以对 CTC 进行基因测序，全面分析肿瘤细胞，用于指导具体治疗。

表 15 国内部分主要 CTC、ctDNA 检测公司情况简介

公司名称	公司坐标	技术种类	核心技术/产品	核心技术/产品简介
普世华康江苏 医疗技术有限公司	苏州	NGS	preMiD 检测技术	检测单个肿瘤，终端价格 2000 元以下，复发监控初次 6800 元，此后则降至 2000 元。公司已获得多张医疗检测机构牌照，并建立了中国首家以筛查和康复为主的肿瘤专科医院
中科纳康生物技术 有限公司	北京	基于 CTC 表面抗体的捕获技术	多肽纳米磁珠的 CTC 检测技术	该技术已进行 200 多例临床样品分析，现已进入市场，提供科研试剂和测试服务
莱尔生物医药 科技有限公司	北京	基于 CTC 表面抗体的捕获技术	imFISH 技术	国内首家专业从事 CTC 检测技术研发及产品开发的企业，也是目前唯一一家具备 CTC 检测产品成熟产品生产体系的公司
益善生物技术 股份有限公司	广州	基于 CTC 大小的捕获技术	CanPatrol CTC 检测技术	公司拥有该技术的完全自主知识产权， CanPatrol CTC 检测二代技术产品中的人类血液稀有细胞保存试剂盒已于 2014 年完成医疗器械产品备案
格诺思博生物 科技有限公司	上海	基于 CTC 表面抗体的捕获技术	CytoploRare 叶酸受体阳性 CTC 检测试剂盒 人类 EGFR 基因突变定量检测试剂盒、NGS、CTC 分选芯片	该产品于 2016 年 1 月 11 日取得 CFDA 注册证 ，是目前唯一获得 CFDA 批准的 III 类医疗器械证的肺癌 CTC 检测技术 将于 2016 年和 2017 年陆续上市
强生	北京	基于 CTC 表面抗体的捕获技术	Cell Search 检测技术	公司拥有 进口医疗器械注册证 ，2011 年进入中国市场
丽珠圣美	珠海	基于 CTC 表面抗体的捕获技术	LiquidBiopsy®检测技术	公司正在 申报一类医疗器械注册证 ， 目前处于公示阶段

资料来源：火石 hsmap、中国中投证券研究总部整理

目前，丽珠圣美已基本完成设备与试剂的生产技术转移工作，在临床研究、联合实验室合作、设备与制剂的临床注册等方面均进展顺利。公司正在就 LiquidBiopsy®检测设备申报一类医疗器械注册证，希望快速获准进行商业活动。此前，Cynvenio 公司已与 UCLA 的琼森综合癌症中心、USC 的诺里斯癌症中心、凯德琳癌症纪念研究中心，
请务必阅读正文之后的免责条款部分

以及杰斐逊大学基梅尔癌症中心进行合作检测 LiquidBiopsy®技术，鉴于科研市场良好的反馈，我们认为，公司有很大可能拿到一类医疗器械注册证。试剂注册将分级分批进行，目前临床方案与临床试验医院均已确定。

据卫计委规定，只有在《首批肿瘤高通量基因测序临床应用试点单位名单》上的试点单位具有出具诊断报告的资质，其他企业只能以科研的形式开展测序服务。

表 16 国内首批肿瘤高通量基因测序临床应用试点单位名单

省/市	入选单位
北京市	北京协和医院、中国医学科学院肿瘤医院、北京大学人民医院、北京大学肿瘤医院、北京博奥医学研究所
上海市	肿瘤医院、中山医院、瑞金医院、长海医院、东方肝胆医院
天津市	中国医学科学院血液病医院、天津市肿瘤医院、天津华大基因科技有限公司医学研究所
湖南省	湖南省肿瘤医院、中南大学湘雅医学研究所
浙江省	杭州迪安医学检验中心、浙江大学医学院附属第一医院
广东省	中山大学附属肿瘤医院、深圳华大临床检测中心、广州达安临床检验中心

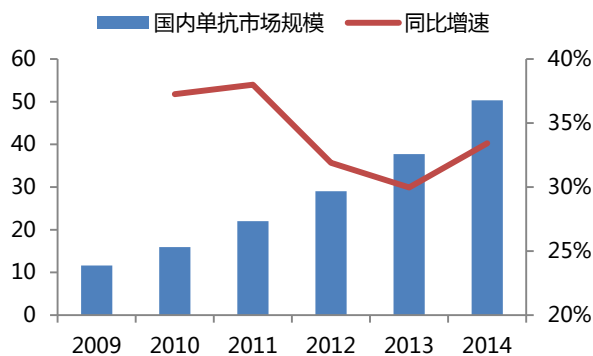
资料来源：中国中投证券研究总部整理

目前，公司已将 LiquidBiopsy®平台设备投放到北京协和医院与北京大学肿瘤医院两家试点单位，进行临床病理方面的研究工作，便于设备获批之后商业活动的展开。此外，公司对液体活检业务将采用较为灵活的经营模式，具体可能包括销售试剂，与其他机构合作成立实验室（与珠海市人民医院合作建立联合实验室），或是提供检测服务，旨在短时间内迅速推广该项业务，抢占市场先机。

八、 单抗在研品种丰富，有望分享行业盛宴

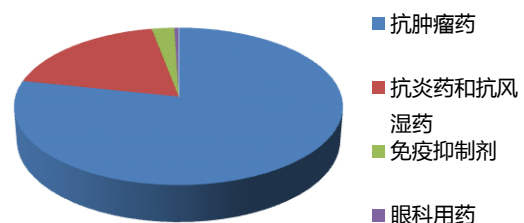
单克隆抗体通过激活和加强人体自身免疫系统来抵御病毒细胞的入侵，主要用于治疗癌症、自身免疫性疾病与器官移植的抗排斥反应。该类药物的特点在于靶向性强、特异性高与毒副作用低，在抗肿瘤和自身免疫系统缺陷的治疗领域有广阔前景。

图 30 2009-2014 年我国单抗市场规模（亿元）



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

图 31 2014 年我国各种单抗药物市场份额



资料来源：中康 CMH、中国中投证券研究总部

根据 Evaluate Pharma 数据，2015 年全球 55 个上市抗体药品销售总额为 916 亿

美元，近十年复合增长率为 32%，其市场之大、增长之快令人振奋。基于国外多个单抗产品已过专利保护期，同时地方医保逐步将单抗纳入医保范围，两项利好势必推动我国单抗市场的高速发展。据 Frost&Sullivan 预测，2015 年中国的单抗药物市场为 72 亿人民币，仅占全球单抗药物市场的 1%~2%，增长潜力巨大。

1. 在研品种市场空间大，公司产品竞争优势强

单抗是继疫苗、重组蛋白后最重要的一类生物技术产品。该技术经过多年发展，历经鼠源性、嵌合、人源化和全人源单抗四个阶段，其中全人源单抗是未来主要的发展方向。目前，丽珠的重点研发项目为注射用重组人源化抗 TNF- α 单克隆抗体、注射用重组人绒促性素(rhCG)与重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体。

表 17 丽珠开发单抗在研项目市场研发进度列表

抗体名称	适应症	获生产批件数量	获临床批件数量	临床试验审评中数量	丽珠进度
注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体	类风湿性关节炎	4	10	5	临床申请获批
注射用重组人绒促性素 (rhCG)	保胎，习惯性流产	1	1	0	临床申请获批
重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体	非霍奇金淋巴瘤	1	8	6	临床申请在审评
注射用重组抗 HER2 结构域 II 人源化单抗细胞毒素偶联剂	乳腺癌	0	2	1	临床申请在审评
重组抗 IL-6R 人源化单克隆抗体	类风湿性关节炎	0	0	0	临床前开发与研究
重组全人抗 RANKL 单克隆抗体	骨质疏松	0	1	3	临床前开发与研究
重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体	黑色素瘤	0	1	0	临床前开发与研究
重组全人抗 PD-L1 单克隆抗体	非小细胞肺癌	0	0	1	临床前开发与研究

资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部整理

丽珠的注射用重组人源化抗 TNF- α 单抗已完成 I 期临床工作，目前已递交 II/III 期临床申请资料，预计明年年初开始 II 期临床研究，研发进度快。该品种的原研药为阿达木单抗，生产厂家为艾伯维。目前在国内市场上有 4 家企业拿到该品种的生产批文，分别是艾伯维、海正药业、赛金生物、中信国健。其中，艾伯维的产品是单抗，其他三家均为 Fc 融合蛋白。相比于 Fc 融合蛋白，单抗因为有补体作用，疗效更好。比较发现，艾伯维的中标价远高于国内厂家，可见单抗相比于 Fc 融合蛋白享受更高定价。考虑到丽珠该品种为单抗，我们预计可享受较高定价，一旦成功上市，将洗牌目前市场格局。

表 18 2013-2016 年抗 TNF- α 单抗与重组人 II 型 TNF 受体-抗体融合蛋白中标价

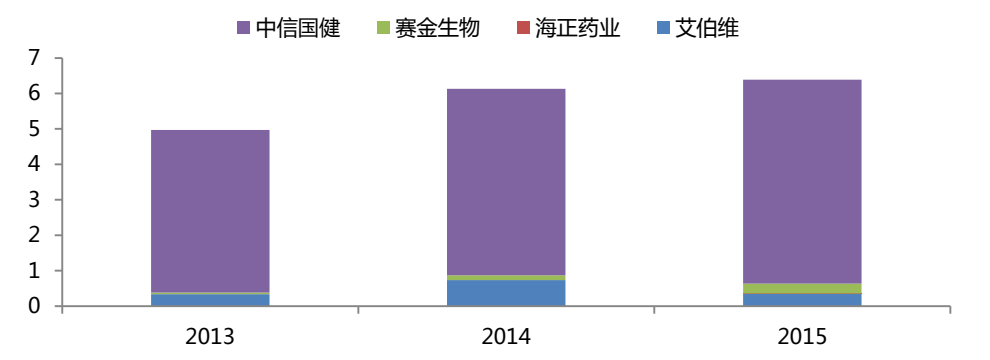
艾伯维	海正药业	赛金生物	中信国健
-----	------	------	------

商品名	修美乐	安佰诺	强克	益赛普
规格	40mg	25mg	25mg	25mg
广西	7825	-	-	-
江西	7820	535	672.37	741
广东	7824	535	688.24	363.8 (12.5mg)
福建	7600	-	653.17	643.33
上海	-	-	653.17	741
湖南	8147.89	-	660.83	720
海南	7822.50	-	653.18	734.43
吉林	7788	-	703.95	727.78
湖北	7788.57	-	668.49	720
新疆	7824	-	688.24	417.3 (12.5mg)
西藏	-	-	-	740

资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部整理

2015 年这 4 种药物的国内医院终端总体销售规模为 6.39 亿元，相比于阿达木单抗 2015 年 140.12 亿美元的全球销量，国内市场增长潜力巨大。其中，阿达木单抗销售规模达 3549 万元，远低于中信国健 5.75 亿元的销售规模。主要原因有两点：第一，注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白是 7 个地区的医保乙类品种，而阿达木单抗是自费药物，并且价格昂贵；第二，中信国健的益赛普上市最早（2005 年上市），结合其终端优势，已成功抢占市场先机。

图 32 抗 TNF-α 单抗与重组人 II 型 TNF 受体-抗体融合蛋白销售情况与市场格局



资料来源：米内数据库、中国中投证券研究总部整理

我们认为，公司该品种未来的放量主要依靠两点逻辑：一是单抗品种整体凭借更好的疗效，即产品本身的技术优势实现快速增长，二是丽珠的产品凭借价格优势抢占进口原研药的市场份额。如果未来该品种能够被纳入医保，那么快速放量将再添动力。

公司注射用重组人绒促性素已获临床批件，预计明年年底完成大部分 III 期试验，获批上市指日可待。原研药艾泽 2015 年国内市场规模为 5830 万元。我们预计公司重组人绒促性素上市后将打破艾泽一家独大的局面，撬动市场的蛋糕。此外，目前尚无其他

厂家申报此品种，丽珠的领先优势将不局限于短期。

公司重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体的临床试验申请正在审评中，预计今年年底或明年年初能拿到临床批文。目前，国内市场上销售的只有进口原研药——罗氏的利妥昔单抗，中信国健的产品正在申报生产，有望成为首个上市的国产品种。利妥昔单抗为医保乙类品种，2015 年国内销售规模为 19.39 亿元，相比于全球市场 70.45 亿美元的销售规模，国内市场增长空间非常大。

表 19 全球市场销售规模前 5 名的单抗品种在国内销售情况

单抗品种	国内医院市场格局	医保情况	国内上市时间	国内医院销售金额（亿元）	原研药上市时间	全球销售额（亿美元）
阿达木单抗	雅培	无	2013	0.35	2002	140.12
英夫利西单抗	西安杨森	医保乙类	2006	1.91	1998	83.55
利妥昔单抗	罗氏	医保乙类	2002	19.39	1997	70.45
贝伐珠单抗	罗氏	医保乙类	2011	8.89	2004	66.97
曲妥珠单抗	罗氏	医保乙类	2003	16.28	1998	65.50

资料来源：米内数据库、亚化生物数据库、中国中投证券研究总部整理

结合各单抗药物明星品种在国内市场的上市时间来看，单抗产品销售情况整体十分出色，目前国内尚无仿制药获批上市，在研品种未来增长空间十分巨大。我国单抗的研发多集中在人源化单抗，与国际前沿接轨，但药物靶点较少，并且审批时间相比于国外过于冗长，需要提前布局。

我国现有单抗公司 100 多家，代表公司有中信国健、赛金生物、百泰生物、海正药业、复宏汉霖、恒瑞医药、信达生物、百济神州、嘉和生物、华兰生物以及丽珠单抗。A 股上市公司中，海正药业的单抗研发品种与丽珠重合度最高，并且海正研发进度较快，竞争力较强；恒瑞的 PD-1 单抗 2016 年 1 月获得临床批件，贝伐珠单抗 2016 年 8 月获批进行临床试验，此外还有若干单抗储备；华兰生物的阿达木单抗、利妥昔单抗临床试验申请正在审评中，贝伐单抗、曲妥珠单抗临床申请获批。

作为行业新贵，丽珠凭借优秀的研发团队以及持续的资金支持不断发展壮大，在研品种丰富，市场前景广阔，并且研发进展顺利。我们相信，未来公司将成为国内生物药领域的佼佼者。

2. 外延投资 AbCyte，抢先布局双抗领域

2016 年 2 月，丽珠单抗以 300 万美金认购 AbCyte 公司 40% 股权。投入资金将主要用于针对多种肿瘤适应症的单功能或双功能抗体和细胞治疗产品的研发。

AbCyte 创始人张永克博士持有公司剩余 60% 股权，其参与研发的 Elotuzumab 产品获得 FDA 批准上市，多个治疗性抗体在美国和中国进入不同临床研究阶段，此外预计明年年初有 3-4 个双抗进入早期评估阶段。条款规定，丽珠单抗对 AbCyte 公司开发的前三个抗体项目拥有在中国的优先开发权。公司抢先布局双抗领域，使其在抗体药

物研发的创新优势进一步加强。

九、盈利预测与投资建议

在不考虑外延并购的情况下,我们预测16/17/18年的EPS分别为1.79/2.22/2.69,对应当前股价PE为33/27/22,给予2017年31倍PE,对应股价为68.82,首次覆盖,给予强烈推荐评级。

表 20 公司主营业务收入预测

		2015A	2016E	2017E	2018E
促性激素药物	营业收入	921.92	1238.88	1610.54	2093.70
	增长率	22.90%	34.38%	30.00%	30.00%
艾普拉唑	营业收入	186.87	289.65	434.47	608.26
	增长率	75.19%	55.00%	50.00%	40.00%
消化道药物-合计	营业收入	565.56	724.99	935.12	1158.97
	增长率	31.21%	28.19%	28.98%	23.94%
鼠神经生长因子	营业收入	299.83	464.74	697.10	975.95
	增长率	66.39%	55.00%	50.00%	40.00%
抗微生物药物	营业收入	362.73	362.73	362.73	362.73
	增长率	7.77%	0%	0%	0%
心脑血管药物	营业收入	151.94	151.94	151.94	151.94
	增长率	-3.08%	0%	0%	0%
其他	营业收入	278.90	292.85	307.49	322.86
	增长率	3.11%	5.00%	5.00%	5.00%
西药制剂	营业收入	2580.88	3236.12	4064.92	5066.15
	增长率	21.44%	25.39%	25.61%	24.63%
	毛利率	77.94%	79.39%	79.59%	79.79%
参芪扶正	营业收入	1536.63	1682.61	1766.74	1855.08
	增长率	17.20%	9.50%	5.00%	5.00%
	毛利率	83.88%	82.78%	82.78%	82.78%
抗病毒颗粒	营业收入	230.01	253.01	278.31	306.14
	增长率	-6.03%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
中药制剂	营业收入	1944.88	2113.86	2223.29	2339.46
	增长率	11.79%	8.69%	5.18%	5.23%
	毛利率	79.69%	79.05%	79.15%	79.24%
原料药	营业收入	1516.34	1743.39	1918.17	2014.08
	增长率	33.11%	15.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	14.83%	18.05%	18.05%	18.05%
诊断试剂及设备	营业收入	468.83	562.60	646.99	711.68
	增长率	6.36%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	56.17%	57.62%	57.62%	57.62%
合计	营业收入	6510.93	7656.37	8853.37	10131.37

	增长率	19.58%	17.59%	15.63%	14.44%
	毛利率	62.20%	63.73%	64.54%	65.83%

十、 风险提示

研发审批风险。注射用艾普拉唑钠申请生产审评不通过的风险，注射用重组人源化抗 TNF- α 单克隆抗体临床研究进展不顺利的风险，注射用重组人绒促性素临床研究进展不顺利的风险，双功能抗体研发存在较多不确定性。

行业政策风险。国家药品招标降价、医保控费可能会压低公司产品价格，进而压缩公司利润。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3578	6872	8455	10089
现金	798	3024	4262	5540
应收账款	1256	1993	2216	2440
其它应收款	68	77	89	102
预付账款	122	153	177	203
存货	984	1064	1064	1064
其他	350	560	647	739
非流动资产	4500	4148	3440	3113
长期投资	69	92	0	0
固定资产	3324	3190	2962	2684
无形资产	259	256	250	243
其他	848	611	228	185
资产总计	8078	11020	11895	13201
流动负债	3155	3835	3935	4237
短期借款	250	370	366	354
应付账款	637	822	930	1046
其他	2268	2643	2639	2837
非流动负债	113	101	88	91
长期借款	1	1	1	1
其他	112	101	87	91
负债合计	3268	3936	4023	4328
少数股东权益	464	509	565	633
股本	397	426	426	426
资本公积	396	1787	1787	1787
留存收益	3814	4363	5095	6028
归属母公司股东权益	4346	6575	7307	8240
负债和股东权益	8078	11020	11895	13201

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	928	1034	1135	1385
净利润	660	806	1001	1214
折旧摊销	321	335	347	353
财务费用	27	-25	-92	-145
投资损失	-7	-2	0	0
营运资金变动	-159	-149	-256	-56
其它	85	68	136	19
投资活动现金流	-558	-16	227	-25
资本支出	477	0	0	0
长期投资	-81	-10	-238	0
其他	-162	-26	-11	-25
筹资活动现金流	-315	1208	-124	-81
短期借款	-126	120	-4	-13
长期借款	-66	0	0	0
普通股增加	101	29	0	0
资本公积增加	183	1391	0	0
其他	-407	-333	-120	-69
现金净增加额	58	2226	1238	1278

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6621	7656	8853	10131
营业成本	2575	2777	3139	3462
营业税金及附加	81	98	113	130
营业费用	2542	3120	3639	4220
管理费用	606	697	828	978
财务费用	27	-25	-92	-145
资产减值损失	103	100	0	0
公允价值变动收益	-0	-1	0	0
投资净收益	7	2	0	0
营业利润	693	890	1226	1487
营业外收入	131	100	0	0
营业外支出	16	3	0	0
利润总额	808	987	1226	1487
所得税	148	181	225	273
净利润	660	806	1001	1214
少数股东损益	37	45	56	68
归属母公司净利润	623	761	945	1146
EBITDA	1041	1201	1481	1695
EPS (元)	1.57	1.79	2.22	2.69

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	19.4%	15.6%	15.6%	14.4%
营业利润	18.5%	28.5%	37.7%	21.3%
归属于母公司净利润	20.7%	22.2%	24.2%	21.3%
获利能力				
毛利率	61.1%	63.7%	64.5%	65.8%
净利率	9.4%	9.9%	10.7%	11.3%
ROE	14.3%	11.6%	12.9%	13.9%
ROIC	13.6%	17.2%	23.1%	29.4%
偿债能力				
资产负债率	40.5%	35.7%	33.8%	32.8%
净负债比率	19.93	9.43%	9.14%	8.20%
流动比率	1.13	1.79	2.15	2.38
速动比率	0.82	1.51	1.87	2.12
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.80	0.77	0.81
应收账款周转率	5	4	4	4
应付账款周转率	4.17	3.81	3.58	3.51
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.79	2.22	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	2.43	2.66	3.25
每股净资产(最新摊薄)	10.20	15.44	17.15	19.34
估值比率				
P/E	40.45	33.11	26.65	21.97
P/B	5.79	3.83	3.45	3.06
EV/EBITDA	24	21	17	15

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

夏璐,中国中投证券研究总部医药行业分析师,北京大学金融学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434