

## 三发驱动全面发力，业绩 2018 年开始爆发

### 投资要点

- **推荐逻辑：三发驱动战略驱动下：**1) 第一发大输液：行业产能出清，包材升级和产品提价，2018 年有望贡献 14 亿净利润，并保持 15% 以上增速；2) 第二发抗生素全产业链：川宁环保解决满产+核心产品涨价，2018 年业绩扭亏，保守贡献近 5 亿元净利润，乐观可达 11 亿元；3) 第三发创新研发：公司研发实力位居国内第一梯队，近 5 年高强度研发投入步入收获期，2018 年开始每年将有 10 多个仿制药上市，其中近半为首仿的重磅产品，2020 年创新药开始上市。我们认为 2018 年为公司业绩爆发拐点，未来三年业绩复合增速在 40% 以上。
- **第一发，大输液结构调整+价值回归，盈利能力向上。**公司并表石四药后，大输液行业市场份额超过 55%，为大输液绝对龙头。经过 5 年调整，行业产能出清，2017 年行业盈利能力开始显著回升。公司拥有最全系列产品梯队和最广生产网络覆盖，在结构调整（包材从低毛利的塑瓶向高毛利非 PVC 软袋升级）和价值回归（低毛利塑瓶出厂价逐步提价）带动下，我们预计 2018 年可贡献 14 亿元净利润，未来有望保持 15% 以上增速。
- **第二发，川宁满产+产品提价，2018 业绩扭亏爆发。**2018 年初，二期工程通过环保验收，满产扭亏在即。在环保趋严下，公司核心品种价格均呈上升趋势，2018 年业绩将爆发。我们测算保守可贡献 5 亿元净利润，中性可贡献 8 亿元净利润，乐观可贡献 11 亿元净利润，川宁项目将成公司第二大稳定现金流业务。
- **第三发，研发位居国内第一梯队，创新步入收获期。**近 5 年公司研发投入近 30 亿元，2017 年在全部 A 股医药上市公司排名第三，占营收比例已攀升至 7% 以上，公司研发实力已处于国内第一梯队。公司启动了 320 余项药物的研究，其中 260 余项仿制药和 NDDS 药物、60 余项创新药研究，产品梯队国内首屈一指。1) 仿制药：待批生产 21 个，对应国内市场 350 亿元左右，公司近半品种进度国内第一或第二，预计近 2 年会陆续获批；2) 创新药：3 个创新小分子已报临床；4 个新型给药系统药物陆续获批临床；4 个生物大分子品种处于临床阶段，其中 EGFR 单抗处于临床 III 期，国内进度第一梯队。即 2018 年开始每年将有 10 多个仿制药上市，2020 年开始创新药陆续上市，创新研发步入收获期。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 13 亿元、17 亿元和 21.6 亿元，近三年 CAGR 超 40%。我们通过 FCFF 测算，公司绝对估值 29.9 元；同时我们通过分部估值测算，对标可比公司，2018 年目标估值 662 亿市值（大输液 318 亿+原料药 86 亿+仿制药 145 亿+在研创新药 113 亿），对应整体估值 51 倍。我们看好三发驱动下，公司业绩从 2018 年开始爆发，给予 2018 年目标市值 660 亿元，对应目标价 45.83 元，维持“买入”评级。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11434.95	17381.93	19900.51	22890.09
增长率	33.49%	52.01%	14.49%	15.02%
归属母公司净利润(百万元)	748.54	1305.83	1701.98	2158.46
增长率	28.04%	74.45%	30.34%	26.82%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.91	1.18	1.50
净资产收益率 ROE	6.77%	13.64%	14.56%	15.58%
PE	66	38	29	23
PB	4.13	3.57	3.05	2.58

数据来源: Wind, 西南证券

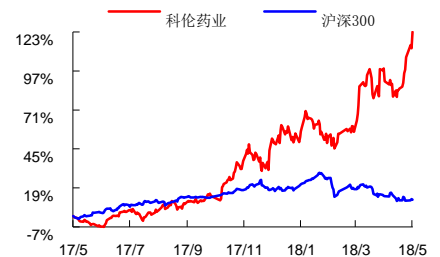
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 陈进  
执业证号: S1250517100002  
电话: 021-68416017  
邮箱: cj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.40
流通 A 股(亿股)	10.32
52 周内股价区间(元)	15.02-35.8
总市值(亿元)	490.03
总资产(亿元)	286.35
每股净资产(元)	8.42

### 相关研究

1. 科伦药业 (002422): 大输液回暖+川宁扭亏, 2018Q1 业绩超预期 (2018-04-26)
2. 科伦药业 (002422): 单季度改善明显, 产品提价下业绩将逐季爆发 (2017-10-26)
3. 科伦药业 (002422): 大输液和专科药表现抢眼+川宁复产, 业绩有望四季度开始爆发 (2017-08-30)

## 投资要件

### 关键假设

- 1) 母公司大输液业务: 销量增长+产品提价下, 预计 2018-2020 年净利润分别为 14.0 亿元、16.1 亿元和 18.6 亿元;
- 2) 石四药集团: 预计 2018-2020 年收入增速 20%、18%和 16%, 净利润增速分别为 22%、18%和 15%;
- 3) 川宁项目: 保守预计 2018-2020 年净利润贡献分别为 4.5 亿元、6.5 亿元和 8.5 亿元;
- 4) 仿制药业务: 在新产品上市带动下, 预计 2018-2020 年收入增速分别为 25%、35% 和 35%。
- 5) 研发费用投入: 我们预计 2018-2020 年分别为 9 亿元、10.5 亿元和 12 亿元。

### 我们区别于市场的观点

市场对公司研发实力和在研产品梯队认知不足。我们认为在经过 5 年高强度的研发投入, 公司研发实力已位列国内第一梯队, 2017 年研发投入占 A 股医药公司第三位。药智网显示公司 2017 年研发综合实力位居国内第 8。公司启动了 320 余项药物的研究, 其中 260 余项仿制药和 NDDS 药物、60 余项创新药研究, 产品梯队国内首屈一指。1) 仿制药: 待批生产 21 个, 对应国内市场 350 亿元左右, 公司近半品种进度国内第一或第二, 预计近 2 年会陆续获批; 2) 创新药: 3 个创新小分子已报临床; 4 个新型给药系统药物陆续获批临床; 4 个生物大分子品种处于临床阶段, 其中 EGFR 单抗处于临床 III 期, 国内进度第一梯队。即 2018 年开始每年将有 10 多个仿制药上市, 2020 年开始创新药陆续上市, 创新研发步入收获期。

市场不看好大输液, 并对持续增长存疑。我们认为大输液行业产能已经出清, 截止 2017 年底国内企业已经少于 40 家, 各大公司报表显示行业盈利能力正见底回升, 我们预计公司大输液业务盈利能力将维持 15%以上增速, 主要系: 1) 结构改善: 包材正从塑料瓶向高毛利的非 PVC 软袋发展; 2) 价值回归: 塑料瓶出厂价逐步提价恢复到 2010 年水平。

### 股价上涨的催化因素

- 1) 大输液产品出厂价提价幅度超预期; 2) 川宁项目核心产品价格继续上行; 3) 公司重磅仿制药获批上市; 4) 公司在研新药临床进度和临床试验数据超预期等。

### 估值和目标价格

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 13.0 亿元、17.0 亿元和 21.6 亿元, 近三年 CAGR 超 40%。我们通过 FCFF 测算, 公司绝对估值 29.9 元。同时我们通过分部估值测算, 对标可比公司, 2018 年目标估值 662 亿元市值 (大输液 318 亿+原料药 86 亿+仿制药 145 亿+在研创新药 113 亿), 对应整体估值 51 倍。我们看好三发驱动下, 公司 2018 年开始业绩大爆发, 给予 2018 年目标市值 660 亿元, 对应目标价 45.83 元, 维持“买入”评级。

### 投资风险

川宁项目或再因环保问题停产从而导致原料药业绩不及预期或大幅亏损的风险; 川宁项目核心原料药价格或小幅下行导致业绩不达预期的风险; 仿制药和创新药研发进度或上市进度低于预期的风险; 新上市产品放量或低于预期的风险。

## 目 录

<b>1 盈利能力正显著改善的大输液和抗生素中间体龙头</b> .....	<b>1</b>
<b>2 第一发，大输液结构改善+价值回归，盈利能力向上</b> .....	<b>4</b>
2.1 大输液临床应用极广，包材正向非 PVC 软袋升级.....	4
2.2 大输液行业触底向上，2017 年各家盈利能力明显提升.....	5
2.3 最强产品组合+最广生产网络，大输液龙头确定性持续增长.....	7
<b>3 第二发，川宁二期满产在即，2018 业绩将大幅改善</b> .....	<b>9</b>
3.1 抗生素市场稳定增长，全产业链布局将成另一现金流业务.....	9
3.2 巨资投入环保，二期验收已过，2018 年川宁业绩将大幅好转.....	10
3.3 环保压力下核心产品价格趋势向上，公司业绩弹性巨大.....	11
<b>4 第三发，研发位居国内第一梯队，创新步入收获期</b> .....	<b>13</b>
4.1 国内仿制药：每年都将有 10 多个品种上市，不乏重磅产品.....	14
4.2 创新小分子药物：3 大重磅产品已申报临床.....	18
4.3 生物大分子药物：4 个重磅产品处于临床阶段.....	20
4.4 新型给药系统：四大平台技术，4 个产品已报临床.....	26
<b>5 搭建专科药营销体系，承接仿制药和创新药上市放量</b> .....	<b>31</b>
<b>6 盈利预测与估值</b> .....	<b>32</b>
6.1 主营业务盈利预测.....	32
6.2 绝对估值.....	34
6.3 相对估值.....	35
<b>7 风险提示</b> .....	<b>38</b>

## 图 目 录

图 1: 科伦药业股权结构 .....	1
图 2: 2008-2017 年公司营收及增速情况 .....	2
图 3: 2008-2017 年公司归母净利润及增速情况 .....	2
图 4: 2017 年公司收入结构（单位：亿元） .....	3
图 5: 2017 年公司毛利结构（单位：亿元） .....	3
图 6: 大输液发展历程 .....	5
图 7: 2017 年国内大输液格局（单位：亿瓶袋） .....	5
图 8: 近年美国大输液格局 .....	5
图 9: 历年全国医疗机构诊疗人次及增速情况 .....	7
图 10: 公司大输液系列包材示意图 .....	7
图 11: 公司多腔室共挤和塑料水针包材示意图 .....	7
图 12: 历年大输液产品毛利率变化情况 .....	8
图 13: 历年大输液产品收入结构情况 .....	8
图 14: 科伦药业和石四药大输液生产基地布局情况 .....	8
图 15: 其他大输液企业生产基地布局情况 .....	8
图 16: 样本医院抗生素历年销售及增速情况 .....	9
图 17: 历年川宁项目收入和净利润情况（单位：百万元） .....	10
图 18: 川宁项目发展历程 .....	10
图 19: 历年硫氰酸红霉素价格变动情况 .....	11
图 20: 历年 7-ACA 价格变动情况 .....	11
图 21: 历年青霉素工业盐价格变动情况 .....	12
图 22: 历年 6-APA 各个变动情况 .....	12
图 23: 公司研发体系布局情况 .....	13
图 24: 历年公司研发投入及营收占比情况 .....	13
图 25: A 股医药板块研发投入前 7 药企药品申报情况 .....	14
图 26: 公司在研报临床品种治疗领域分布 .....	14
图 27: 历年样本医院注射用帕瑞昔布销售情况 .....	16
图 28: 历年丙氨酰谷氨酰胺氨基酸样本医院销售情况 .....	17
图 29: 2017 年丙氨酰谷氨酰胺氨基酸格局（单位：亿元） .....	17
图 30: 历年脂肪乳+氨基酸+葡萄糖注射液样本医院销售情况 .....	18
图 31: 2017 年脂肪乳+氨基酸+葡萄糖格局（单位：亿元） .....	18
图 32: 历年全国住院手术人次规模及增速 .....	19
图 33: 历年样本医院全麻用药市场规模及增速 .....	19
图 34: 样本医院历年抗代谢类肿瘤药销售情况 .....	19
图 35: 历年吉西他滨和卡培他滨样本医院销售情况 .....	19
图 36: 样本医院抗炎药及抗风湿药销售情况 .....	20
图 37: 托法替布全球销售情况 .....	20
图 38: 雷莫芦单抗全球销售情况 .....	21
图 39: 西妥昔单抗全球销售额及增长率 .....	22

图 40: 西妥昔单抗样本医院销售额及增长率 .....	22
图 41: 罗米司亭全球销售情况 .....	24
图 42: 样本医院重组人血小板生成素销售情况 .....	24
图 43: T 细胞免疫检查点是肿瘤免疫的“刹车”与“油门” .....	24
图 44: PD-1/PD-L1 信号通路可抑制 T 细胞免疫治疗 .....	24
图 45: 伊立替康脂质体全球销售情况 .....	27
图 46: 伊立替康注射液样本医院销售额及增速 .....	27
图 47: 2012-2016 年 Abraxane 全球销售额 .....	28
图 48: 2016 年全球紫杉醇市场格局 .....	28
图 49: 紫杉醇及其脂质体样本医院销售额及增速 .....	28
图 50: 多西他赛样本医院销售情况 .....	28
图 51: 阿立哌唑样本医院销售规模 .....	30
图 52: 阿立哌唑不同剂型全球销售情况 .....	30

## 表 目 录

表 1: 科伦药业主要参控股子公司 .....	2
表 2: 大输液按临床用途分类 .....	4
表 3: 大输液按临床用途分类 .....	4
表 4: 各大企业大输液收入及销量情况 .....	6
表 5: 2014-2017 年各大公司大输液收入及毛利率情况 .....	6
表 6: 现有价格体系下的伊犁川宁项目业绩测算（单位：百万元） .....	12
表 7: 2017 年药智网药品研发排行榜 .....	13
表 8: A 股医药上市公司 2017 年研发费用投入情况（单位：亿元） .....	14
表 9: 公司国内仿制药待上市品种（不含在临床产品）情况 .....	15
表 10: 国内托法替布申报生产情况 .....	20
表 11: 国内 EGFR 靶点的单抗申报进度 .....	21
表 12: 国内 EGFR 靶点单抗申报情况 .....	22
表 13: 国内人血小板生成素拟肽申报情况 .....	24
表 14: FDA 批准上市的 PD-1/PD-L1 靶点抑制剂药物 .....	25
表 15: 国内 PD-L1 申报情况 .....	26
表 16: 国内伊立替康新剂型申报情况 .....	27
表 17: 紫杉醇三种不同剂型临床使用信息对照 .....	28
表 18: 国内紫杉醇（白蛋白结合型）申报情况 .....	29
表 19: 阿立哌唑长效肌肉注射剂国内申报情况 .....	30
表 20: 样本医院草酸艾司西酞普兰销售情况（单位：亿元） .....	31
表 21: 公司业务分拆及预测 .....	32
表 22: 归母净利润匡算（单位：百万元） .....	34
表 23: 绝对估值假设项目 .....	34
表 24: FCFF 估值敏感性分析 .....	35
表 25: 可比公司估值情况 .....	35
表 26: 2010-2016 年海外重要产品并购案例信息 .....	36
表 27: 公司在研创新药产品相对估值 .....	37
附表: 财务预测与估值 .....	39

## 1 盈利能力正显著改善的大输液和抗生素中间体龙头

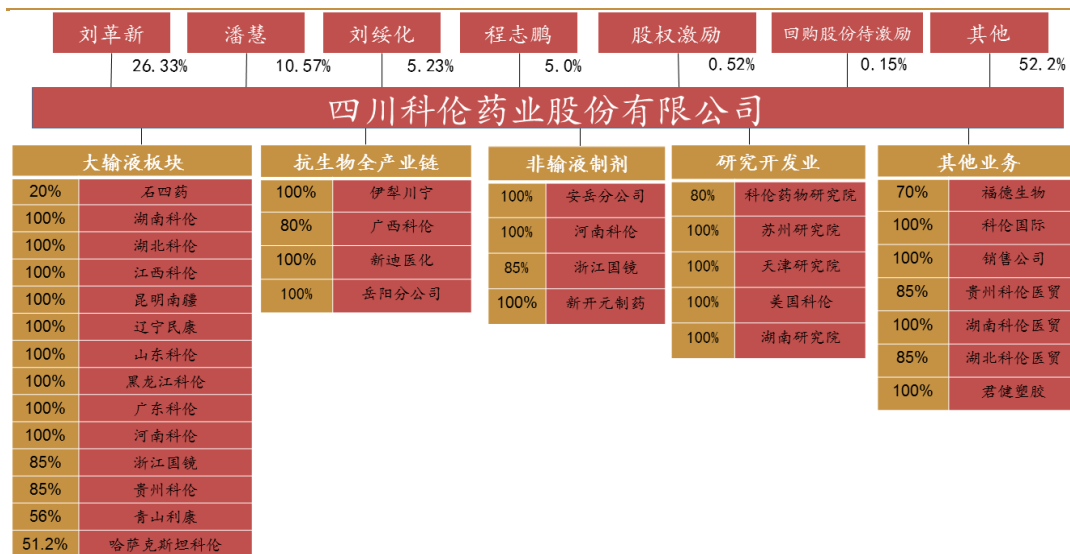
科伦药业成立于1996年，经过20多年的发展，公司已成为中国输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业，也是目前国内产业链最为完善的大型医药集团之一。公司于2010年在深圳交易所上市，目前公司的最大股东为刘革新先生，系公司董事长，持有公司26.3%的股权。其中股权激励计划持股0.52%，同时公司还回购了0.15%的股份待用于员工激励，公司激励充分。公司上市后制定了“三发驱动”的发展战略：

- **第一台发动机：**通过持续的产业升级和品种结构调整，巩固和强化包括大输液在内的注射剂产品集群的总体优势，继续保持科伦在输液领域的绝对领先地位；
- **第二台发动机：**通过对水、煤炭、农副产品等优质自然资源的创新性开发和利用，构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势，最终掌握抗生素的全球话语权；
- **第三台发动机：**通过研发体系的建设和多元化的技术创新，对优秀仿制药、创新型小分子药物、新型给药系统和生物技术药物等高技术内涵药物进行研发，积累企业基业长青的终极驱动力量。

围绕“三发驱动”，公司主要业务分为三大板块：

- **大输液：**公司已建成的生产基地覆盖西南、华南、华中、华东和东北地区，加上并表的石四药补全华北地区，同时公司还建成覆盖中亚地区的哈萨克斯坦科伦。
- **抗生物全产业链：**伊犁川宁项目为中间体，邛崃分公司、四川新迪医药化工和广西科伦为原料药，湖南科伦岳阳分公司为抗生素制剂。
- **创新研发及制剂：**公司以成都科伦药物研究院为核心，苏州、天津研究分院为两翼的国内研发体系，以及美国新泽西和圣地亚哥为两翼的国际研发体系。生产端：口服固体制剂主要为安岳分公司，针剂主要为岳阳分公司，生物药主要为温江基地。

图 1：科伦药业股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

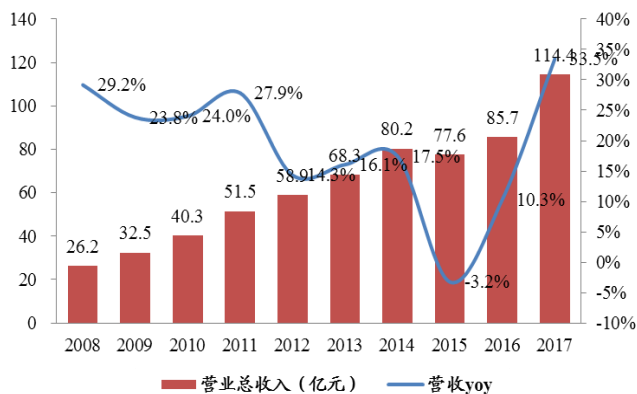
除母公司外，对业绩影响较大的核心子公司主要有君健塑胶、湖南科伦、伊犁川宁和石四药。君健塑胶主要做橡胶和塑料制品，为大输液提供上游原材料；湖南科伦主营大输液、粉针以及胶囊剂；伊犁川宁主业抗生素中间体及原料药，由于环保未达产导致近两年对业绩拖累较大；石四药主营大输液业务和软袋业务，虽然控股只有 20%，但可增厚不少的盈利。

**表 1：科伦药业主要参控股子公司**

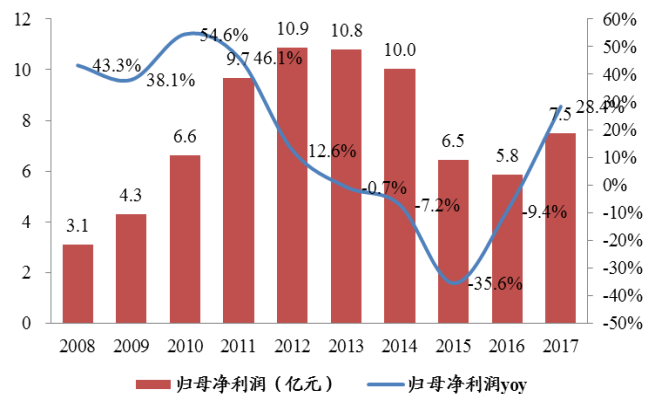
公司名称	主营业务	股权比例	2016A 净利润	2017A 净利润
君健塑胶	橡胶制品、塑料制品	100%	2.09 亿元	1.23 亿元
广西科伦	中间体及原料药	100%	-0.97 亿元	——
湖南科伦	大容量注射剂、粉针、胶囊剂	100%	1.2 亿元	1.38 亿元
伊犁川宁	原料药中间体	100%	0.14 亿元	-0.75 亿元
贵州科伦	大容量注射剂	84.5%	1.06 亿元	1.37 亿元
美国科伦	药品研发、生产、销售	100%	——	——
青山利康	大容量注射液	56%	0.6 亿元	1.14 亿元
博泰生物	新药研发	100%	——	——
石四药集团	大输液产品以及非 PVC 和直立软袋包装	20%	4.2 亿元	5.50 亿元

数据来源：公司年报，西南证券整理

2008-2017 年公司收入和归母净利润年复合增速分别为 17.8% 和 10.3%。公司发展主要分为三个阶段：**1) 2013 年以前**：2002 年国家禁止医院自行生产大输液制剂并实施 GMP 认证管理，大输液蓬勃发展，2008-2013 年公司收入和归母净利润复合增速分别达 21.2% 和 28.4%；**2) 2014-2016 年**：行业饱和导致价格竞争，并且国家限制抗生素和限制输液政策频出，公司大输液收入呈平稳增长态势，而利润端则受伊犁川宁项目因环保不能达产拖累，2016 年归母净利润一度下滑到 5.8 亿元；**3) 2017 年至今**：川宁项目逐渐达产减亏，大输液行业触底，并表石四药，公司收入实现 114.4 亿元，同比增长 33.5%，归母净利润实现 7.5 亿元，同比增长 28.4%。随着大输液行业触底回暖、伊犁川宁项目环保通过达产以及新药项目陆续获批，公司三发驱动全面向好，公司经营拐点明确。

**图 2：2008-2017 年公司营收及增速情况**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 3：2008-2017 年公司归母净利润及增速情况**


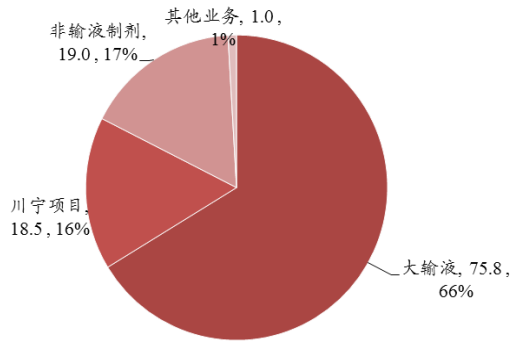
数据来源：wind，西南证券整理

**从收入结构上看**：2017 年大输液收入达 75.8 亿元，占比 66%，川宁项目收入 18.5 亿元，占比 16%，非输液制剂（主要为草酸艾司西酞普兰片、康复新液、腹透液和塑料水针等）收入 19.0 亿元，占比 17%。

**从毛利贡献看：**2017 年大输液毛利贡献约 48.3 亿元，占比达 82%。非输液版块（含非输液制剂和川宁项目）毛利合计贡献约 10.4 亿元，占比 18%。考虑到川宁项目 2017 年实际亏损 7497 万元，非输液制剂实际毛利贡献更高应该接近 20%。

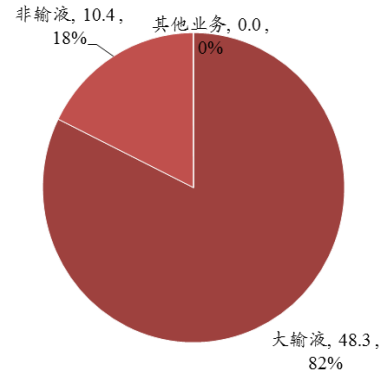
即目前公司主要收入和净利润贡献均来源于大输液，川宁项目和非输液制剂亟待发力。

**图 4：2017 年公司收入结构（单位：亿元）**



数据来源：wind, 西南证券整理

**图 5：2017 年公司毛利结构（单位：亿元）**



数据来源：wind, 西南证券整理

## 2 第一发，大输液结构改善+价值回归，盈利能力向上

### 2.1 大输液临床应用极广，包材正向非 PVC 软袋升级

大容量注射液俗称大输液(Large Volume Parenteral, LVP),通常是指容量大于等于 50ml 并直接由静脉滴注输入体内的液体灭菌制剂,是注射剂的一个重要分支。输液具有直接输入体内的药量较大、药效迅速、作用可靠及适于急救等特点,临床用途十分广泛。同时,与其它制剂相比,大容量注射剂直接将药物输入静脉进入人体血液,瞬间即可分布全身,所以输液产品的质量对临床安全至关重要,输液产品必须保证无菌、无热源、无不溶性微粒、长期储存稳定、耐热压灭菌,对生产环境的要求相对较高。

大输液产品按其临床用途可分为 5 类:普通输液、营养型输液、治疗型输液、血容量扩张用输液和透析造影用输液,其主要作用如下:

表 2: 大输液按临床用途分类

类型	作用
普通输液	分电解质输液和酸碱平衡输液两类,主要是调节人体新陈代谢、维持体液渗透压、纠正体液的酸碱平衡等,主要有氯化钠等
营养型输液	通过静脉途径为患者提供人体必需的碳水化合物、脂肪、氨基酸、维生素以及微量元素等营养物质,帮助患者维持良好的营养状态,主要产品有葡萄糖输液、氨基酸输液、脂肪乳输液等
治疗型输液	直接在生产过程中将治疗性药物加入普通溶剂中的大输液,包括抗感染、抗肿瘤、消化、心血管用药等,如替硝唑输液、氧氟沙星输液等
血容量扩张输液	主要用于增加血容量,防止失血性休克或降低血液粘度,改善微循环,防止血栓形成,如右旋糖酐输液、羟乙基淀粉输液等
透析造影用输液	用于疾病的诊断,如泛影葡安、碘海醇注射液

数据来源:辰欣药业招股说明书,西南证券整理

按其包装形式,目前我国市场上大输液存在的主要包装形式有:玻璃瓶、塑瓶、非 PVC 软袋(包含直立软袋)三种,不同形式输液产品优缺点比较如下:

表 3: 大输液按临床用途分类

序号	对比项目	玻璃瓶	塑瓶	非 PVC 软袋(含直立软袋)
1	封闭系统	差	差	好
2	耐高温	很好	好	好
3	耐低温	好	差	很好
4	抗冲击性能	差	较好	好
5	透明性	好	好	好
6	药物相容性	好	较好	较好
7	废料量	多	少	少
8	环保	较差	较差	好
9	使用方法	空气回路,二次污染	空气回路,二次污染	无需空气回路
10	运输	重量大,运费高	重量轻,运费低	重量轻,运费低
11	造价	低	低	高

数据来源:辰欣药业招股说明书,西南证券整理

上述不同包装形式中，玻璃瓶由于其历史悠久、稳定性好、医护人员使用习惯且价格低廉等原因，仍然是目前我国大输液产品的重要包装形式。塑瓶随着塑瓶生产设备及其配套的灭菌、灌装设备的国产化，其生产成本逐渐降低，加之运输方便等原因，逐渐成为输液包装的主流方式之一。而非 PVC 软袋材料技术安全、有效，全封闭式输液避免了二次污染，符合药用和环保要求，是大输液包装技术主要发展方向。以科伦药业的结构看，我们预计目前大输液行业玻璃瓶数量占比 10% 左右，塑瓶数量占比 50% 左右，非 PVC 软袋数量占比 40% 左右。

## 2.2 大输液行业触底向上，2017 年各家盈利能力明显提升

大输液行业发展主要分为五个阶段：2000 年以前，行业极其不规范，厂商达 400 多家；2000-2002 年，国家强制实行 GMP 认证，行业集中度初步提高；2003-2012 年，大输液黄金发展时期，国家医保实现全覆盖导致需求释放，同时行业包材从玻璃瓶到塑瓶升级；2013-2016 年，国家推进新 GMP 认证以及限抗限输液等政策，行业集中度进一步提高；2017 年至今，国内生产企业数量降低到 40 家以内，行业集中度进一步提高，盈利能力触底向上。

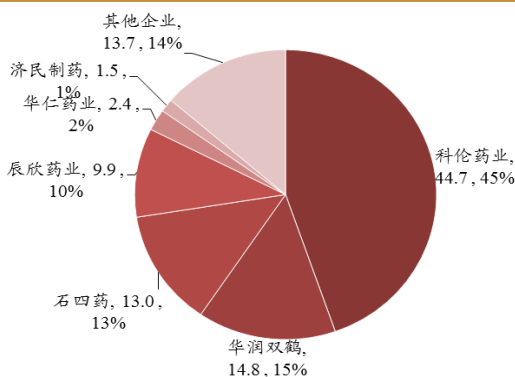
图 6：大输液发展历程



数据来源：西南证券整理

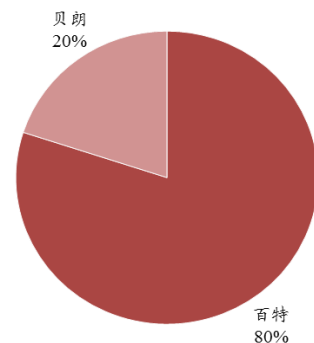
在“限抗、限输”的政策环境下，大输液市场急剧萎缩，同时招标和议价使得输液进入微利时代。在行业寒冬中，中小规模企业逐渐退出市场，我们预计截止 2017 年底大输液生产企业（同一集团算一家）数量低于 40 家。据前瞻产业研究院和华润双鹤年报显示，2016 年大输液在 100 亿瓶袋左右。我们估算 Top4 份额占比超 80%，其中科伦药业和并表的石四药市场份额占比达 57.7%。对标美国市场，我们认为行业集中度将进一步提高，公司为国内大输液绝对龙头企业。

图 7：2017 年国内大输液格局（单位：亿瓶袋）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：近年美国大输液格局



数据来源：公司公告，西南证券整理

从各个大输液企业历年销量情况看，销量呈稳定增长态势，但从毛利率和毛利润贡献看，毛利率和毛利润贡献大多逐年提升，这表明行业见底，龙头企业等盈利能力显著增强。我们认为主要原因有：**1) 产品升级**：高毛利率的非 PVC 软袋（含直立软袋）占比增加，非 PVC 软袋（含直立软袋）价格是塑料瓶的 2 倍以上，毛利率 50% 以上；**2) 价值回归**：以行业占比超过 50% 的塑瓶为例，2009 年科伦出厂价 1.23 元/瓶，随着招标降价，近两年低至 0.6-0.7 元/瓶，中标价低至 0.8-0.9 元/瓶。从 2009 年到现在，物料价格、人力成本和 GMP 生产设备投入均大幅增加，但价格不升反降，大输液卖的比矿泉水还便宜，很多中小企业，大输液价格与成本倒挂，随着行业产能出清和集中度提高，行业塑瓶出厂价正逐步回归。

**表 4：各大企业大输液收入及销量情况**

公司	项目	2014A	2015A	2016A	2017A
科伦药业	收入 (亿元)	61.91	59.29	60.09	<b>75.79</b>
	销量 (亿瓶袋)	<b>44.53</b>	<b>45.27</b>	<b>44.38</b>	<b>44.7</b>
华润双鹤	收入 (亿元)	25.61	23.20	21.07	23.18
	销量 (亿瓶袋)	NA	<b>15.39</b>	<b>15.10</b>	<b>14.84</b>
石四药	收入 (亿元)	16.50	18.23	19.85	24.60
	销量 (亿瓶袋)	<b>9.1</b>	<b>11.5</b>	<b>11.18</b>	<b>13</b>
辰欣药业	收入 (亿元)	13.82	15.13	15.11	17.08
	销量 (亿瓶袋)	<b>9.88</b>	<b>11.08</b>	<b>11.06</b>	<b>9.9</b>
华仁药业	收入 (亿元)	7.65	8.77	9.47	9.43
	销量 (亿瓶袋)	<b>2.45</b>	<b>2.55</b>	<b>2.43</b>	<b>2.38</b>
济民制药	收入 (亿元)	3.86	3.45	3.20	2.17
	销量 (亿瓶袋)	NA	<b>1.62</b>	<b>1.57</b>	<b>1.48</b>
合计	收入 (亿元)	129.35	128.06	128.79	153.83
	销量 (亿瓶袋)		<b>87.41</b>	<b>85.72</b>	<b>86.3</b>

数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 5：2014-2017 年各大公司大输液收入及毛利率情况**

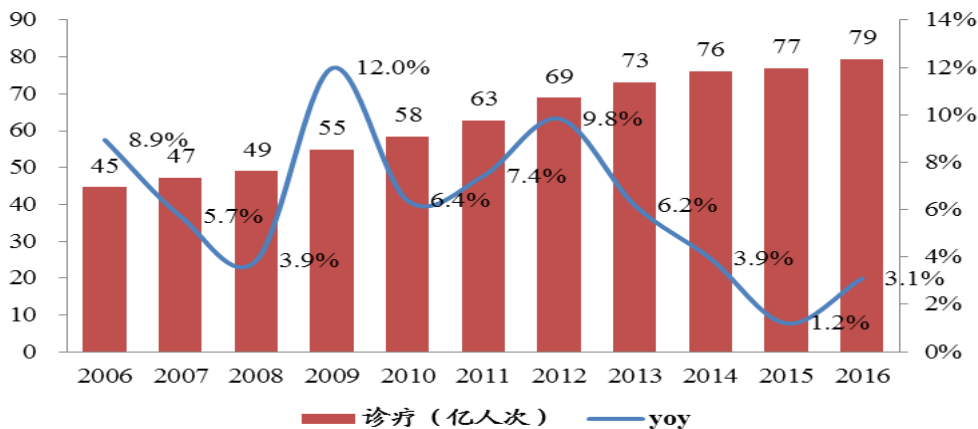
公司名称	项目	2014A	2015A	2016A	2017A
科伦药业	大输液收入 (亿元)	61.91	59.29	60.09	75.79
	毛利率	<b>48.94%</b>	<b>49.54%</b>	<b>52.95%</b>	<b>49.81%</b>
	毛利润 (亿元)	30.30	29.37	31.82	37.75
华润双鹤	大输液收入 (亿元)	25.61	23.20	21.07	23.18
	毛利率	<b>32.99%</b>	<b>35.13%</b>	<b>39.53%</b>	<b>44.88%</b>
	毛利润 (亿元)	8.45	8.15	8.33	10.40
辰欣药业	大输液收入 (亿元)	13.82	15.13	15.11	9.9
	毛利率	<b>34.80%</b>	<b>38.27%</b>	<b>43.73%</b>	<b>49.14%</b>
	毛利润 (亿元)	4.81	5.79	6.61	4.88
华仁药业	大输液收入 (亿元)	7.65	8.77	9.47	9.43
	毛利率	<b>50.57%</b>	<b>49.94%</b>	<b>53.08%</b>	<b>64.80%</b>
	毛利润 (亿元)	3.87	4.38	5.03	6.11

数据来源：各公司公告，西南证券整理

## 2.3 最强产品组合+最广生产网络，大输液龙头确定性持续增长

从各大输液企业的经营数据看，龙头企业的大输液销量呈平稳增长态势。结合全国医疗机构诊疗人次的增长情况，我们预计大输液行业销量增速已近见底，未来将维持个位数增长，与全国医疗机构诊疗人次增长趋势一致，维持 2%-5% 之间。除了销量个位数增长，大输液行业增长重点在于结构变化：1) 从塑瓶到非 PVC 软袋转变的包材升级和价值回归；2) 从基础输液向治疗性输液发展的产品升级。

图 9：历年全国医疗机构诊疗人次及增速情况



数据来源：wind，西南证券整理

在包材方面：公司拥有全国最完善的大输液系列包材，除了传统的玻璃瓶和塑料瓶，公司还拥有第三代非 PVC 软袋和 pp 软袋。此外公司独家创新了第四代可立袋包材，并于 2015 年获得国家科技进步奖，在招标挂网方面，享有定价优势。软袋价格一般为塑料瓶两倍，软袋毛利率一般 50%-70%，塑料瓶毛利率一般 10% 左右；目前公司玻璃瓶（大多为治疗性输液）数量占比 6% 左右，塑料瓶（大多为普通输液）数量占比约 50%，软袋和可立袋合计数量占比约 44%，而国外大输液包装中软袋占比 80%，公司包材结构升级空间很大。

图 10：公司大输液系列包材示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 11：公司多腔室共挤和塑料水针包材示意图

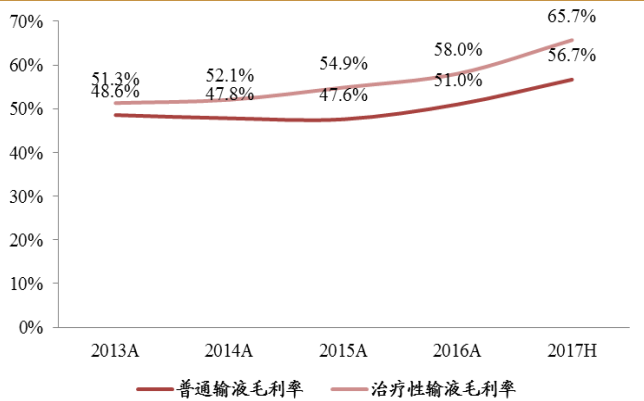


数据来源：公司官网，西南证券整理

在产品领域方面：目前治疗性输液占公司大输液比例 26%-28%，其中治疗性输液产品毛利率显著高于普通输液毛利率。而且随着公司高端治疗性输液产品的推出，毛利率差额逐

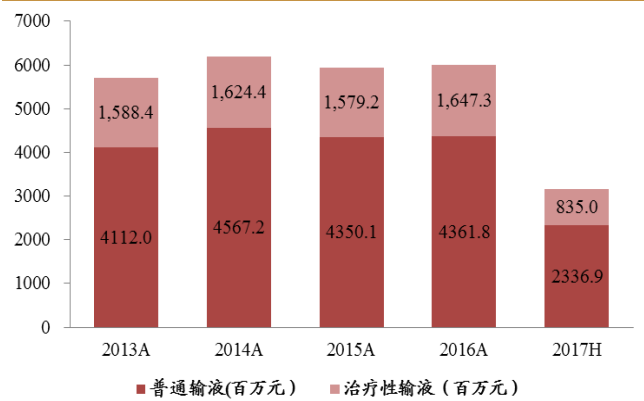
年扩大,从2013年的2.7个百分点,扩大到2017年中报的9个百分点。目前公司正积极拓展新型双室袋和多室袋输液产品(如首个批准上市的补充谷胺酰胺的双室袋),待批生产和获批临床的肠外营养产品就超过10个。即随着高端肠外营养等产品推出,公司大输液盈利将显著提升。

图 12: 历年大输液产品毛利率变化情况



数据来源: wind, 西南证券整理 备注: 2017A 没有公布

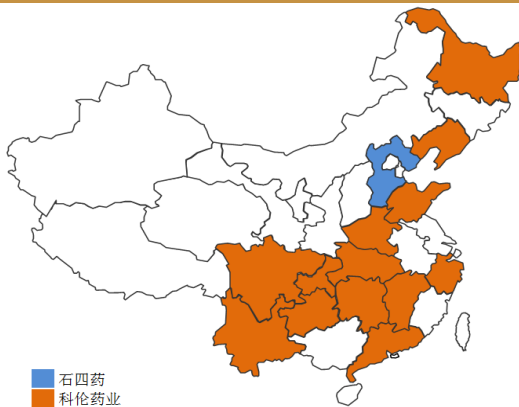
图 13: 历年大输液产品收入结构情况



数据来源: wind, 西南证券整理 备注: 2017A 没有公布

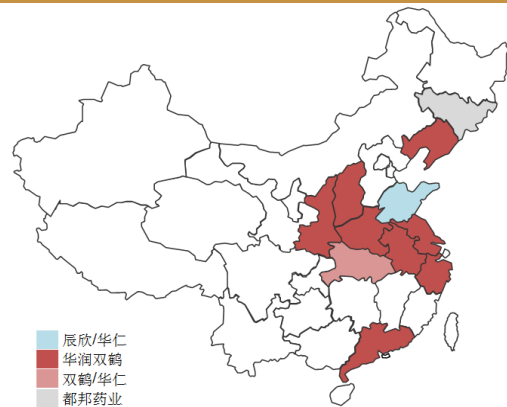
**整合石四药, 形成全国最强生产网络:** 大输液具有用量大、体积大、质量大的特点, 因为重量较大、单位价值相对较低, 大输液具有较短的经济运输半径。公司已基本形成了全国性产业布局, 较好的覆盖了东北、华东、华中、华南和西南地区。2017年11月17日, 公司以及通过全资子公司科伦国际合计持有石四药集团(02005)股权比例达20%, 开始参与石四药的经营管理。石四药主要优势区域为河北, 覆盖华北地区, 与公司形成优势互补, 即公司除了西北地区, 已实现全国覆盖, 区域覆盖远好于其他大输液企业。考虑到国外大输液集中度极高, 我们认为公司通过与石四药的强强联合将进一步提升公司市场份额。

图 14: 科伦药业和石四药大输液生产基地布局情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 其他大输液企业生产基地布局情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

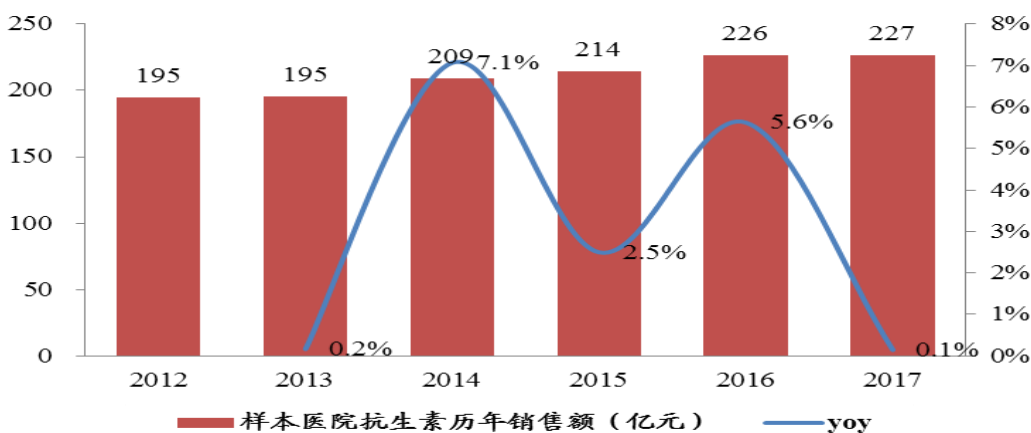
综上, 我们认为大输液行业已经见底: 1) 量: 未来有望为维持3%-8%增速, 与全国医疗机构诊疗人次增速匹配; 2) 价: 销量占比达50%左右的塑瓶价值回归, 塑料瓶价格逐步回归正常; 3) 结构: 非PVC软袋(含直立软袋)占比提升和高端治疗性输液占比提升; 公司作为国内大输液绝对龙头, 结合最强产品梯队+最全生产网络, 公司大输液盈利有望维持15%以上的确定性增长。

### 3 第二发，川宁二期满产在即，2018 业绩将大幅改善

#### 3.1 抗生素市场稳定增长，全产业链布局将成另一现金流业务

公司已成大输液行业龙头，大输液每年可贡献 10 亿元以上净利润。继大输液后，公司 2011 年开始构建从抗生素中间体到原料药到制剂的完整产业链，2017 年样本医院抗生素销售规模达 227 亿元，放大后预计全国在 1200 亿元以上，自 2012 年限用抗生素后，近几年行业呈稳定增长态势。我们认为公司依托大输液和抗生素产品在销售和临床使用上具有的协同效应，抗生素全产业链将成公司另一业绩增长点和稳定的现金流业务。

图 16：样本医院抗生素历年销售及增速情况



数据来源：PDB，西南证券整理

公司抗生素中间体业务主体主要为伊犁川宁，原料药业务主体主要为邛崃分公司（主要为青霉素原料药）、四川新迪医药化工和广西科伦公司（主要为头孢原料药），制剂主体主要为湖南岳阳分公司。

伊犁川宁为科伦药业的全资子公司，成立于 2011 年 4 月，位于国家级霍尔果斯经济开发区伊宁园，占地面积 1219 亩，总投资约 65 亿元。伊犁川宁万吨抗生素中间体建设项目采用了目前国内外最先进的生物发酵、化学提取、酶解、控制和节能环保技术，是新疆维吾尔自治区重点招商引资项目。川宁项目分两期：

- **一期硫氰酸红霉素项目：**以玉米淀粉、玉米浆、黄豆饼粉、植物油等农副产品为主要原料生产硫氰酸红霉素。
- **二期头孢中间体项目：**以玉米油、玉米浆、葡萄糖等为主要原料生产 7-ACA、6-APA 和青霉素工业盐等产品。

川宁项目全部完工，一期项目已满产近 2 年，但二期项目因环保问题一直未能全部实现满产拖累业绩，2016 年盈利仅 1392 万元，2017 年亏损 7497 万元。目前二期已通过环保验收，预计 2018Q2 开始全部满产，2018 年将实现大幅盈利。

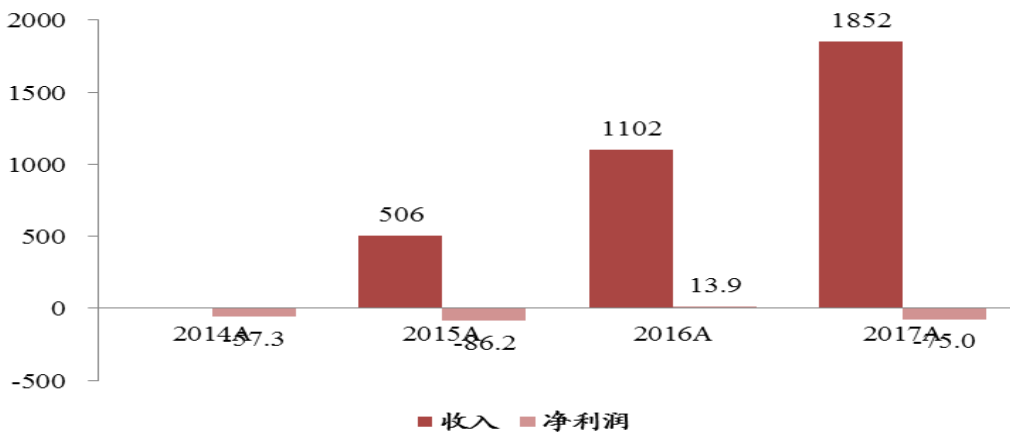
邛崃分公司主要为青霉素原料药，广西分公司主要生产头孢类原料药，以对应川宁二期产品。由于工艺、技改和产能利用率等原因，2016 年邛崃和广西分别亏损 3170 万元和 9664

万元，2017 上半年仍有亏损。随着运营成熟，我们预计 2018 年邛崃项目将大幅减亏，广西科伦有望扭亏盈利。

### 3.2 巨资投入环保，二期验收已过，2018 年川宁业绩将大幅好转

被誉为史上最严环保法于 2015 年正式发布，随着 2016-2017 年随着新环保标准的严格执行，整个行业承受了前所未有的环保压力，抗生素原料药进入重新洗牌阶段。川宁项目二期因为气味等问题，一直不能满产，增收不增利，2014-2017 年反而拖累公司整体业绩。

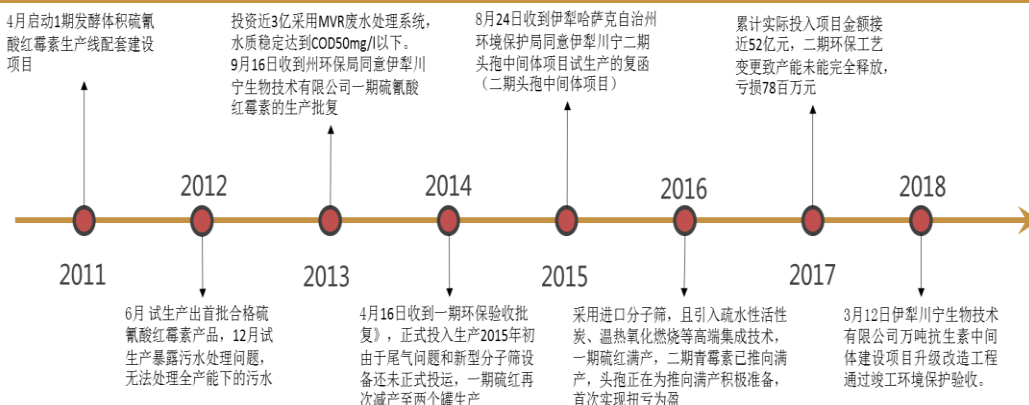
图 17：历年川宁项目收入和净利润情况（单位：百万元）



数据来源：wind，西南证券整理

川宁项目配套建设的环保“三废”设施系统占地面积超过 300 亩，投资超过 17 亿元，环保“三废”设施系统占地面积超过公司总面积的四分之一，环保投入占公司项目总投资 25% 以上，是中国医药行业有史以来最大的单体环保投资项目。2018 年 3 月 12 日，川宁二期项目顺利通过环保验收，意味着拖累公司业绩多年的川宁项目环保问题解决，从 2018 年开始有望大幅贡献业绩。

图 18：川宁项目发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.3 环保压力下核心产品价格趋势向上，公司业绩弹性巨大

**硫氰酸红霉素简况：**为生产大环内酯类原料药的母核，是红霉素、无味红霉素、琥乙红霉素、罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素、泰利霉素等大环内酯类药物的基础原料，也可作兽药，具有广阔的市场空间。

- **供需关系：**行业全球需求 9000 吨左右，行业供给集中度很高，主要有公司（3000 吨），宜昌东阳光药（4000-5000 吨）和宁夏启元（3000 吨，2017 年 12 月开始环保停产）。
- **价格及成本判断：**行业因环保处于供应紧平衡状态，价格趋势向上，目前最新价格 370 元/千克，有进一步上行空间。**成本方面，公司已开始利用菌渣种植玉米等，成本有望下行。**

**7-ACA 简况：**是头孢菌素中最常用的母核。头孢菌素与青霉素相比具有抗菌谱较广，耐青霉素酶，疗效高、毒性低，过敏反应少等优点，在抗感染治疗中占有十分重要的地位。

- **供需关系：**行业需求在 6000-7000 吨左右，目前国内产能超过 8000 吨，其中公司（4000 吨）、健康元（产能 2000 吨）、国药威奇达（产能 1500 吨）和石药集团（1600 吨）。
- **价格及成本判断：**目前行业处于供过于求的状态，目前最新价格 480 元/千克，价格进一步上行需要行业产能进一步收缩。**公司中短期在于依托距离中亚较近的区域优势，进口大豆降低生产成本，公司成本有望降低到 270 元/千克。**

图 19：历年硫氰酸红霉素价格变动情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 20：历年 7-ACA 价格变动情况



数据来源：wind，西南证券整理

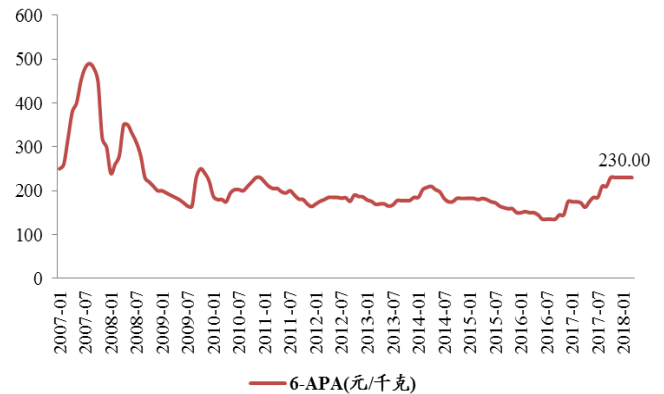
**青霉素工业盐与 6-APA 简况：**为生产半合抗青霉素类抗生素氨苄西林、美罗培南、派拉西林、克拉维甲酸和阿莫西林的重要中间体。

**供需关系：**青霉素工业盐行业需求 6-7 万吨，国内产能预计 10 万吨左右，主要企业有河南华星、石药集团和华北制药等，均因环保问题停产或大幅减产，实际产量或略低于需求；6-APA 行业需求 3 万吨左右，国内产能预计 3.8 万吨，主要有公司（5000 吨）、联邦制药（1.8 万吨）、内蒙常盛制药（5000 吨）、国药威奇达（7000 吨）、其他合计 3000 吨。

**价格及成本判断：**目前行业由于环保问题，很多厂商关停或大幅减产，处于供应紧平衡状态，价格还有进一步上行空间。**公司规模达产，同时借助区位优势，成本仍有一定的下降空间。**

**图 21：历年青霉素工业盐价格变动情况**


数据来源：wind，西南证券整理（备注：1BOU 约合 0.65kg）

**图 22：历年 6-APA 各个变动情况**


数据来源：wind，西南证券整理

川宁项目作为当地重点引进项目，享受 5 年免税优惠（预计到 2019 年为止）。考虑到目前成本仍有下降空间，且出厂价仍有提升空间，我们对川宁项目净利润贡献做如下测算：

- **保守情况：**满产，现有出厂价和成本体系不变，可贡献近 5 亿元净利润；
- **中性情况：**满产，现有出厂价不变，成本降低到目标成本，可贡献近 8 亿元净利润；
- **乐观情况：**满产，现有出厂价提升 10%，成本降低到目标成本，可贡献 11 亿元净利润；

结合 2018 年广西科伦扭亏和邛崃项目大幅减亏，我们判断 2018 年第二发抗生素全产业链将大幅好转，至少可为公司贡献 5-10 亿元的业绩，成为公司第二大稳定的现金牛业务。

**表 6：现有价格体系下的伊犁川宁项目业绩测算（单位：百万元）**

项目	产能 (吨)	最新报价	价差	单位：元/千克			单位：百万元			
				出厂价 (含税)	目前成本 (不含税)	未来目标成本	不含税收入	保守净利润	中性净利润	乐观净利润
硫红	3000	370	6%	350	200	180	897	297	357	447
头孢 7ACA	4000	480	26%	380	320	270	1299	19	219	349
青霉素工业盐	3000	115	44%	80	35	35	205	100	100	121
6APA	5000	230	28%	180	110	100	769	219	269	346
<b>合计利润</b>							<b>3171</b>	<b>636</b>	<b>946</b>	<b>1263</b>
管理费用								150		
<b>归母净利润</b>								<b>486</b>	<b>796</b>	<b>1113</b>

数据来源：wind，西南证券整理（备注：成本包含摊销折旧，不含税；目标成本为公司规模化达产和原材料优化后的最低成本）

## 4 第三发，研发位居国内第一梯队，创新步入收获期

创新研发是一个药企长期发展动力的源泉，也是公司发展最重要的第三发驱动。在“三发驱动”发展战略指引下，公司 2013 年成立科伦药物研究院，在王晶翼博士加盟后，确立了“以仿制药为基础、创新药驱动未来”的研发思路，围绕全球和中国未满足的临床需求、疾病新靶点和新技术进展，全面推进面向中国和全球市场的化学小分子、生物大分子以及新型给药系统 (NDDS) 的仿制和创新产品线布局，并重点关注全球颠覆性创新、突破性治疗药物、重大疾病里程碑式新靶点药物的研究。目前公司已形成了以中央研究院 (成都) 为核心、以南方研究院 (苏州) / 北方研究院 (天津) 为两翼的国内研发体系，同时在美国设立研究分院 (西部圣地亚哥和东部新泽西) 构建了国际研发体系。

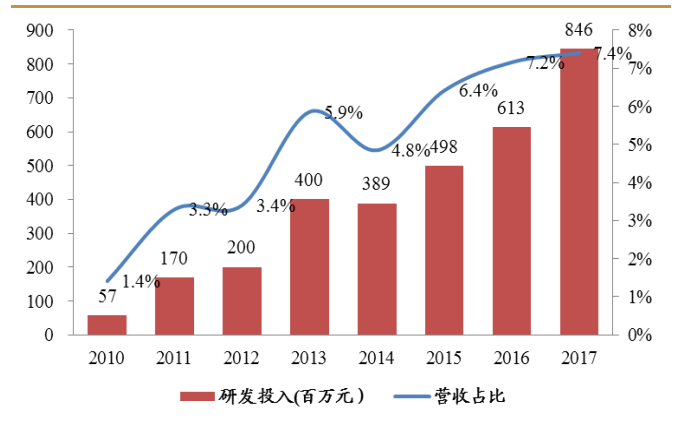
从 2011 年开始公司研发费用大幅增长，累计投入近 30 亿元，2017 年研发投入合计达近 8.5 亿元，全部 A 股医药上市公司排名第三位，占营收比例已攀升至 7% 以上。科伦研究院现有研发人员超过 2240 人，启动了 320 余项药物的研究，其中 260 余项仿制药和 NDDS 药物、60 余项创新药研究；引进了 90 余位来自国内外知名企业的领军人才，成功构建了一支科学的、结构合理的、与国际接轨的创新研发团队。根据药智网 2017 年药品研发实力排名看，公司研发实力已处于国内第一梯队。

图 23：公司研发体系布局情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：历年公司研发投入及营收占比情况



数据来源：wind，西南证券整理

表 7：2017 年药智网药品研发排行榜

总榜排名	公司名称	化药排名	公司名称
1	正大天晴药业集团股份有限公司	1	正大天晴药业集团股份有限公司
2	齐鲁制药有限公司	2	齐鲁制药有限公司
3	江苏恒瑞医药股份有限公司	3	江苏恒瑞医药股份有限公司
4	上海复星医药 (集团) 股份有限公司	4	东阳光药业
5	浙江海正药业股份有限公司	5	江苏豪森药业集团有限公司
6	江苏豪森药业集团有限公司	6	山东罗欣药业集团股份有限公司
7	东阳光药业	7	<b>四川科伦药业股份有限公司</b>
8	<b>四川科伦药业股份有限公司</b>	8	扬子江药业集团有限公司
9	山东罗欣药业集团股份有限公司	9	南京华威医药科技集团有限公司
10	扬子江药业集团有限公司	10	石药集团有限公司

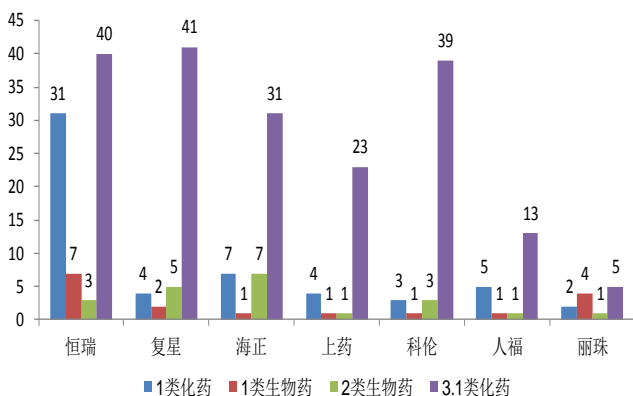
数据来源：药智网，西南证券整理

**表 8: A 股医药上市公司 2017 年研发费用投入情况 (单位: 亿元)**

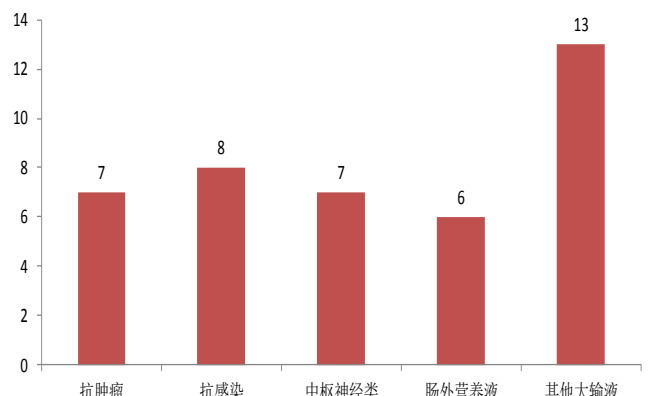
排名	证券代码	证券简称	研发投入	排名	证券代码	证券简称	研发投入
1	600276.SH	恒瑞医药	17.6	11	002294.SZ	信立泰	4.4
2	600196.SH	复星医药	15.3	12	600521.SH	华海药业	4.4
3	<b>002422.SZ</b>	<b>科伦药业</b>	<b>8.5</b>	13	300558.SZ	贝达药业	3.8
4	600267.SH	海正药业	8.4	14	600332.SH	白云山	3.7
5	601607.SH	上海医药	8.4	15	002773.SZ	康弘药业	3.5
6	600535.SH	天士力	6.2	16	000662.SZ	长春高新	3.5
7	600079.SH	人福医药	6.0	17	600420.SH	现代制药	3.4
8	000513.SZ	丽珠集团	5.8	18	002001.SZ	新和成	3.4
9	603858.SH	步长制药	5.5	19	300142.SZ	沃森生物	3.3
10	000963.SZ	华东医药	4.6	20	000999.SZ	华润三九	3.3

数据来源: wind, 西南证券整理, (备注: 删除了健康元, 并表丽珠集团的研发费用)

从申报结构上看, 公司在创新药与高端仿制药领域均有重点布局, 尤其是在高端仿制药领域, 公司申报数量国内领先。从治疗领域看, 公司主要覆盖抗肿瘤、抗感染、中枢神经类、肠外营养液等领域。而创新药品种与生物药则主要集中在抗肿瘤领域, 在研品种中有 7 个抗肿瘤品种, 1 类药物有 4 个, 其余为 2 类。

**图 25: A 股医药板块研发投入前 7 药企药品申报情况**


数据来源: 药智网, 西南证券整理 (备注: 截至 2017-12-31)

**图 26: 公司在研报临床品种治疗领域分布**


数据来源: 药智网, 西南证券整理 (备注: 截至 2017-12-31)

## 4.1 国内仿制药: 每年都将有 10 多个品种上市, 不乏重磅产品

2017 年共有 6 个品种获批上市, 3 个品种仿制药一致性评价获得受理, 其中一个获得通过, 同时公司还有 21 个仿制药品种处于待批生产状态。从进度上看, 公司仿制药已经步入收获期, 预计将在近 1-2 年内获批, 其中近半为重磅产品。根据 PDB 数据库显示, 这些品种 2017 年样本医院销售额合计 86 亿元, 放大后全国销售规模预计 350 亿元左右, 假设公司合计市场份额占比 17%, 即可贡献 60 亿元收入。预计从 2018 年开始公司每年都将有 10 多个产品上市, 公司国内仿制药研发明确步入收获期。

**表 9：公司国内仿制药待上市品种（不含在临床产品）情况**

序号	通用名	状态	适应症	预计获批时间	国产企业	进度	PDB 样本医院 (亿元)		
							2016	2017	yoy
1	阿莫西林胶囊	一致性评价	细菌感染	已受理	144	前四	0.36	0.38	3.55%
2	氢溴酸西酞普兰片	一致性评价	精神障碍	已受理	8	首家	0.82	0.80	-2.81%
3	<b>草酸艾司西酞普兰片</b>	一致性评价	精神障碍	已通过	5	首家	3.55	4.16	17.30%
4	<b>注射用帕瑞昔布钠</b>	已经获批	术后镇痛	已上市	1	首仿	2.78	3.00	7.91%
5	<b>脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液</b>	已经获批	肠外营养	已上市	2	首仿	4.55	5.07	11.43%
6	<b>丙氨酰谷氨酰胺氨基酸 (18) 注射液</b>	已经获批	肠外营养	已上市	1	首家	10.06	8.66	-13.92%
7	醋酸钠林格注射液	已经获批	电解质紊乱	已上市	4	次仿	0.60	1.30	116.67%
8	<b>中/长链脂肪乳注射液(C8-24)</b>	已经获批	肠外营养	已上市	8	第八	5.81	5.59	-3.79%
9	维生素 B6 注射液 (塑料安瓿)	已经获批	肠外营养	已上市	167	包装首家	0.15	0.23	47.35%
10	<b>脂肪乳(10%)/氨基酸(15)/葡萄糖(20%)注射液</b>	待批生产	肠外营养	2018	0	第一	4.55	5.07	11.43%
12	氨基酸(15)/葡萄糖(16.5%)电解质注射液	待批生产	肠外营养	2018	0	第一	NA	NA	
13	脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(19%)注射液	待批生产	肠外营养	2018	0	第一	4.55	5.07	11.43%
14	<b>注射用还原型谷胱甘肽</b>	待批生产	肝损伤	2018	3		9.17	8.63	-5.89%
15	碘帕醇注射液	待批生产	诊断造影	2018	2	前三	3.00	3.20	6.67%
17	复方电解质注射液 (II)	待批生产	电解质紊乱	2018	6		4.84	5.78	19.42%
16	<b>唑来膦酸注射液 (5mg/100ml)</b>	待批生产	骨质疏松	2018	1	独家包材	5.90	5.70	-3.39%
18	<b>氨基酸(15)腹膜透析液</b>	待批生产	肾衰竭治疗	2018	0	第三	6.72	7.30	8.63%
19	复方氨基酸 (15AA-I) /葡萄糖电解质注射液	待批生产	肠外营养	2018	0	第一	NA	NA	
20	氨基酸 (16) /葡萄糖 (48%) 电解质注射液	待批生产	肠外营养	2018	0	第一	NA	NA	
21	碳酸氢钠林格注射液	待批生产	电解质紊乱	2018	0	前三		1.27	
22	<b>注射用头孢曲松钠/氯化钠注射液</b>	待批生产	细菌感染	2018	93	独家包材	3.55	4.21	18.59%
23	<b>吉非替尼片</b>	待批生产	非小细胞肺癌	2018	1		3.00	4.20	40.00%
24	<b>磷酸西格列汀片</b>	待批生产	II 型糖尿病	2019	0	第一	0.82	1.17	42.68%
25	阿哌沙班片	待批生产	血栓性疾病	2019	0	第三	0.05	0.08	60.00%
26	<b>替比夫定片</b>	待批生产	乙肝	2019	1	第一	3.10	2.80	-9.68%
27	<b>马来酸阿法替尼片</b>	待批生产	非小细胞肺癌	2019	0	第二	NA	0.00	
28	<b>枸橼酸托法替布片</b>	待批生产	类风湿关节炎	2019	0	第二	NA	NA	
29	<b>盐酸达泊西汀片</b>	待批生产	性功能	2019	0	第一	NA	NA	
30	<b>富马酸替诺福韦二吡啶酯片</b>	待批生产	乙肝	2019	5		1.31	2.41	83.97%

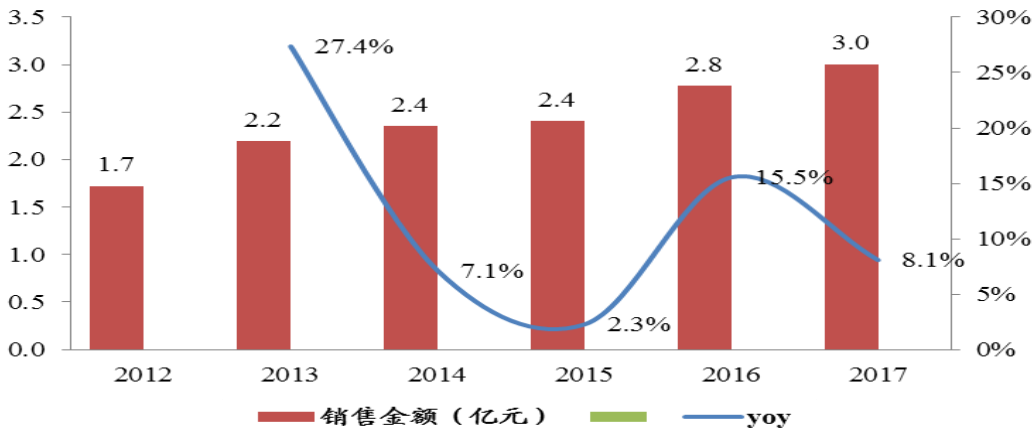
数据来源：公司公告，药智网，西南证券整理（备注：我们比较看重的产品均用黑体标粗显示）

#### 4.1.1 注射用帕瑞昔布钠：公司首仿，3-5 亿元级品种

注射用帕瑞昔布钠是目前全球唯一可以注射给药的选择性环氧酶-2 (COX-2) 抑制剂，主要用于术后疼痛的治疗，是临床多模式镇痛的基础用药之一。具有镇痛效果好、起效迅速、作用持久、能有效抑制痛觉超敏，胃肠安全性高、不影响血小板功能、不会额外增加心血管风险等特点。自上市以来，其先后被国内外权威指南推荐广泛用于普通外科、妇科、骨科、口腔科等多个科室术后疼痛的治疗。

注射用帕瑞昔布钠由辉瑞和法玛西亚联合开发，2002年在欧洲首次上市，商品名为Dynastat®，规格为20mg和40mg；目前已在德国、法国、英国等至少15个国家上市；2008年获准在中国上市，商品名特耐®，为国家医保乙类品种。据PDB样本医院数据库显示，2017年销售额达3亿元，同比+8.1%，近5年复合增长率为12%。公司公告2016年特耐®中国销售额约7.65亿元人民币。

**图 27：历年样本医院注射用帕瑞昔布销售情况**



数据来源：PDB，西南证券整理

科伦的注射用帕瑞昔布钠为优先审评品种，于2017年11月份获批上市，为国内首仿，虽然其后还有多家企业正在申报，预计最快也要等到2018年底，公司先发优势明显。公司有望凭借高性价比抢占原研市场份额，我们认为：该品种未来有望为贡献3-5亿元收入。

#### 4.1.2 丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液：独家双室袋，10亿元级品种

丙氨酰谷氨酰胺注射液属于营养型输液，由费森尤斯·卡比公司原研，1995年在德国首上市，是全球首个上市的补充谷氨酰胺的药物。自上市以来，先后被多个国内外权威指南广泛推荐使用。

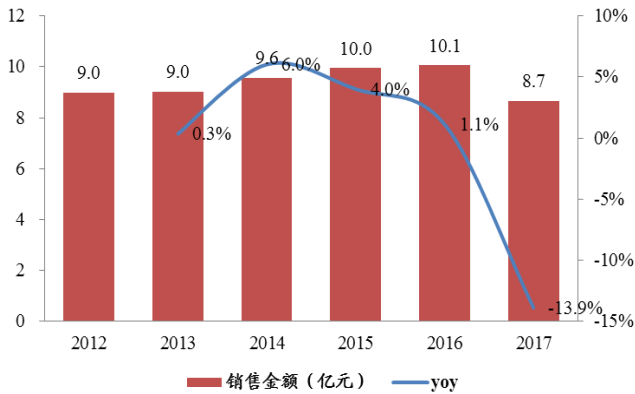
谷氨酰胺是人体内重要的条件必需氨基酸之一，在手术创伤、烧伤、感染等应激状态下，血浆与骨骼肌肉谷氨酰胺含量明显下降，导致蛋白质合成障碍、肠黏膜萎缩、免疫功能受损，增加感染与死亡风险。多项临床研究及分析结果均表明外源性补充谷氨酰胺，可有效改善机体免疫抑制状态，防止肠黏膜萎缩，减少肠道细菌及内毒素移位，从而降低感染率、减少并发症、缩短住院时间及降低死亡率，改善患者的临床结局。

丙氨酰谷氨酰胺注射液浓度高，直接输注可对血管造成刺激，且丙氨酰谷氨酰胺为单一营养成分，为防止其转化为其他氨基酸，常与其他复方氨基酸同时给予，以更好地发挥临床治疗作用。因此，临床使用时通常需加入5倍量的稀释液（常用复方氨基酸溶液）配制后方可输注。原研和国内上市的产品均不能直接输注，而公司的产品为首个双室袋产品，在外力作用下，两腔室相通后可直接输注，剂型优势非常明显。

目前丙氨酰谷氨酰胺已在国内广泛使用，为国家乙类医保。虽然2017年金额有所下降，但近几年样本医院销售额一直稳定在9亿元左右，放大后全国预计30亿元左右。从格局上看前三甲分别为：华瑞制药（1.5亿元，占比17%），公司（1.4亿元，占比16%）和灵康药

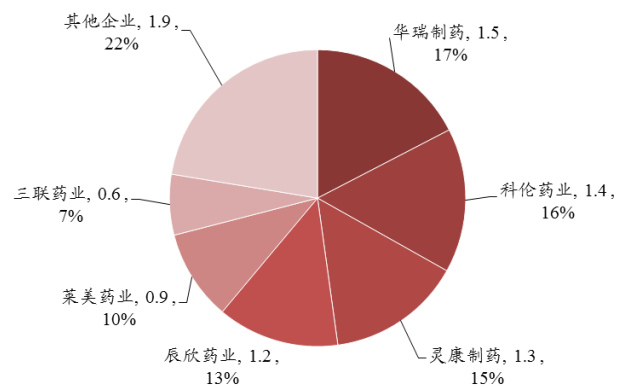
业 (1.3 亿元, 占比 15%)。由于多室袋壁垒很高, 国内仅海思科和公司有相关产品获批, 我们认为公司凭借剂型势, 有望抢占更多份额。我们认为该品种有望为贡献 10 亿元以上收入。

**图 28: 历年丙氨酰谷氨酰胺氨基酸样本医院销售情况**



数据来源: PDB, 西南证券整理

**图 29: 2017 年丙氨酰谷氨酰胺氨基酸格局 (单位: 亿元)**



数据来源: PDB, 西南证券整理

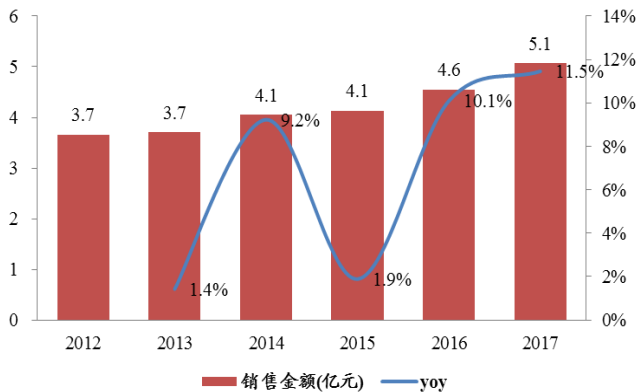
### 4.1.3 脂肪乳氨基酸 (17) 葡萄糖 (11%) 注射液: 首仿, 8-10 亿元级品种

脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液含有固定比例的脂肪乳、氨基酸、葡萄糖和电解质, 用于不能或功能不全或被禁忌经口/肠道摄取营养患者的营养支持, 满足大多数患者的营养需求, 安全性好, 可改善患者预后和生活质量。

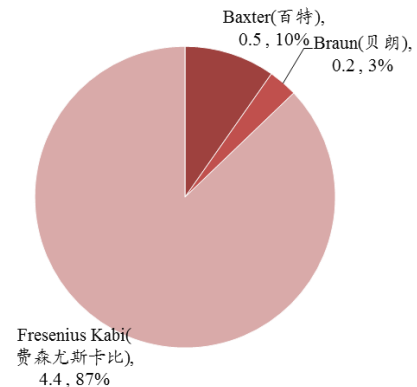
利用工业化三腔袋实现的“全合一”营养液输注方式是目前是肠外营养治疗的发展趋势和公认的最佳形式。与序贯输注、多瓶串输或医院配制的“三升袋”相比, “全合一”的三腔袋配方固定, 即开即混即用, 可缩短配制时间、降低错配风险, 减少代谢并发症及感染机率, 提高用药安全性和医护效率。

该产品原研为费森尤斯卡比, 1999 年在瑞典和丹麦首次上市, 商品名为 PeriKabiven®, 规格为 1440mL、1920mL 和 2400mL, 迄今已在包括美国、英国、中国在内的 85 个以上的国家和地区上市销售。自上市以来, 被多个国内外权威指南广泛推荐用于接受大手术的癌症患者、重度胰腺炎、严重烧伤、梗阻性黄疸、复杂手术和 ICU 等患者的治疗。

该产品 2004 年获准在中国上市, 商品名卡文®, 为国家医保乙类品种。2012-2017 年样本医院市场规模持续增长, 2017 年达 5.1 亿元, 同比约 11.5%, 年复合增速 6.5%。格局上基本由外企垄断, 其中费森尤斯卡比占比达 87%, 规模达 4.4 亿元。公司公告 2016 年卡文®中国市场销售额约 13.3 亿元人民币。而公司为国内首仿, 于 2017 年 12 月获批, 另外仅有海思科获批该产品, 暂无其他国内企业申报, 我们认为该产品有望贡献 8-10 亿元收入。

**图 30: 历年脂肪乳+氨基酸+葡萄糖注射液样本医院销售情况**


数据来源: PDB, 西南证券整理

**图 31: 2017 年脂肪乳+氨基酸+葡萄糖格局 (单位: 亿元)**


数据来源: PDB, 西南证券整理

## 4.2 创新小分子药物: 3 大重磅产品已申报临床

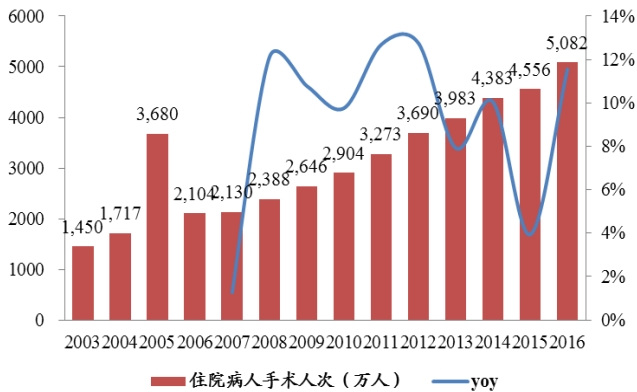
科伦研究院创新中心目前共有在研品种 44 项, 集中于肿瘤、肝病、感染等疾病领域, 已完成临床申报 2 项。

### 4.2.1 KL100137 脂肪乳注射液: 新型静脉麻醉药物, 20 亿元量级创新药

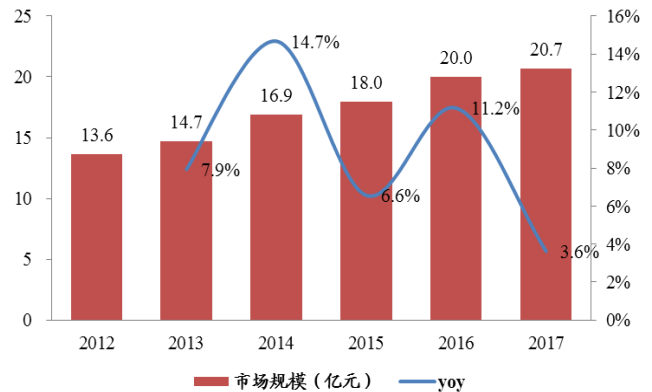
麻醉药包括全身麻醉药、局部麻醉药、麻醉镇痛药以及肌肉松弛药等, 其中全身麻醉药又分为静脉麻醉药和吸入麻醉药。静脉麻醉药因起效快、诱导迅速无兴奋期、苏醒快、不依赖于麻醉机而直接给药、对环境无污染等优点, 被临床医生广泛认可。

国家统计局数据显示, 近年来我国住院病人手术人次逐年上升, 2016 年已达 5082 万人次, 近 10 年复合增速约 9%。手术量带动麻醉药品市场规模持续增长, 据样本医院数据显示, 2017 年全麻药品市场规模达 20.7 亿元, 其中静脉麻醉药占比近 70%, 预计全国静脉麻醉药市场规模超过 50 亿元。

目前, 临床常用静脉麻醉药有丙泊酚、依托咪酯、右美托咪定与咪达唑仑等。丙泊酚是目前临床使用最广泛的静脉麻醉药, 占据静脉麻醉药近 80% 的市场份额, 但依然存在低血压、呼吸暂停、注射痛或血栓性静脉炎等不良反应风险。

**图 32: 历年全国住院手术人次规模及增速**


数据来源: wind, 西南证券整理

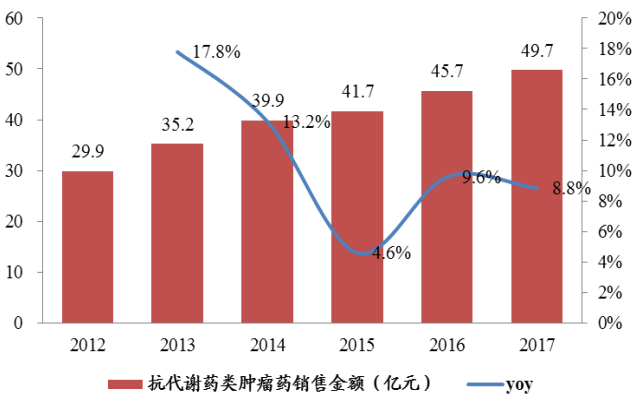
**图 33: 历年样本医院全麻用药市场规模及增速**


数据来源: PDB, 西南证券整理

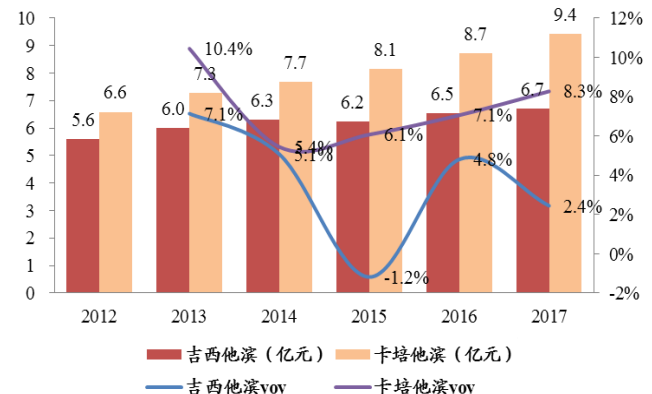
KL100137 脂肪乳注射液是由公司自主研发的新型、快速短效静脉麻醉药，也是公司创新小分子首款获批临床试验的产品。非临床研究结果显示该品种通过激活 GABA<sub>A</sub> 受体发挥麻醉作用，具有起效快、诱导迅速和平稳、持续输注后无蓄积、苏醒迅速、无明显呼吸和心血管抑制作用、麻醉过量可被氟马西尼逆转解救等特点，在药效和安全性方面优于丙泊酚和瑞马唑仑；同时 KL100137 采用脂肪乳注射液剂型，临床无需重新配制，可直接使用。KL100137 于 2017 年底获批临床，目前正处于临床准备阶段，预计 2020 前后上市，对标兵泊酚看，其有望成为 20 亿量级重磅产品。

#### 4.2.2 KL070002: 1 类抗肿瘤药物, 20 亿元量级创新药

化疗治疗仍是当今肿瘤药物治疗的基石，其疗效较确切，但在药效剂量下存在明显不良反应、肿瘤耐药等问题。KL070002 是公司首个自主研发的、具有自主知识产权的新型细胞毒抗肿瘤药，已于 2017 年 6 月获批临床。公司公告非临床研究数据显示药效活性高，优于吉西他滨和卡培他滨等，与索拉非尼联用显著增效；对吉西他滨耐药的胰腺癌模型有效；耐受性良好，毒性反应谱与吉西他滨相似；可口服给药，能提高患者用药依从性等特点。从样本医院数据看，KL070002 所属的抗代谢类肿瘤药物 2017 年销售近 50 亿元，放大后预计近 200 亿元，其中可对标的吉西他滨和卡培他滨 2017 年样本医院销售 6.7 亿和 9.4 亿元，放大后 25-30 亿元，该产品获批上市后，有望成为 20 亿量级重磅产品。

**图 34: 样本医院历年抗代谢类肿瘤药销售情况**


数据来源: PDB, 西南证券整理

**图 35: 历年吉西他滨和卡培他滨样本医院销售情况**


数据来源: PDB, 西南证券整理

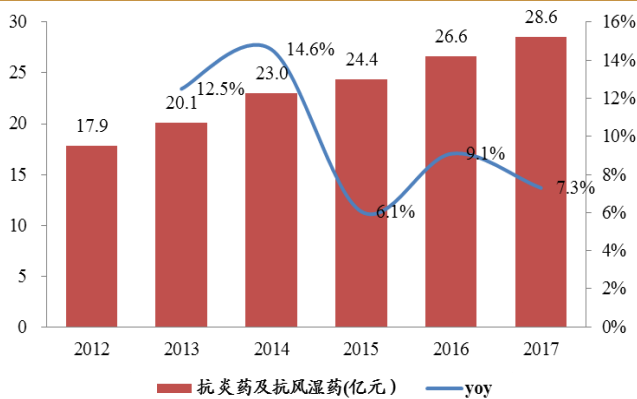
### 4.2.3 KL130008 胶囊：治疗类风湿关节炎，10-20 亿元量级创新药

小分子靶向药物是类风湿关节炎领域的主流研发趋势之一，JAK-STAT 信号通路是免疫调节的重要机制，JAK 抑制剂为目前全球唯一获批上市的治疗类风湿关节炎的小分子靶向药物，与传统治疗药物及生物类抗风湿药相比，兼具可改善病情、安全性好、口服用药便捷等优势，为类风湿关节炎治疗提供了新的治疗策略，因此 JAK 抑制剂在国外权威指南中具有与生物制剂同等的治疗地位。

KL130008 胶囊是公司自主研发且具有自主知识产权的创新小分子 JAK 抑制剂，拟用于类风湿关节炎的治疗，目前处于报临床审评阶段。临床前研究数据表明：KL130008 作用机制明确，高效选择性抑制 JAK 激酶活性，实现显著缓解类风湿关节炎病情的同时，兼具良好的安全性和耐受性。

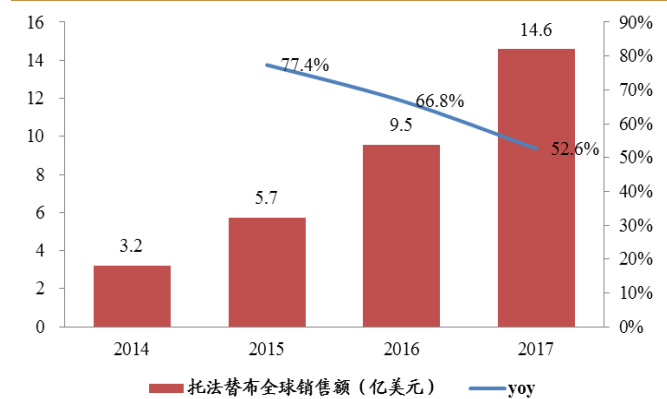
目前国内抗炎及抗风湿药样本医院达 28.6 亿元，放大后预计超过 100 亿元。全球用于类风湿关节炎治疗的 JAK 抑制剂目前已上市 Xeljanz®（托法替布 tofacitinib）和 Olumiant®（巴瑞克替尼 baricitinib），据 IMS 数据显示，2017 年托法替布全球销售额达 14.6 亿美元，同比增速达 52.6%。进口托法替布于 2017 年 3 月在国内获批上市，目前仅公司和正大天晴申报生产，其他企业均处于临床阶段。托法替布率先上市，将为 KL130008 胶囊放量打好基础，我们认为 KL130008 胶囊成为 10-20 亿量级重磅产品无忧。

图 36：样本医院抗炎药及抗风湿药销售情况



数据来源：PDB，西南证券整理

图 37：托法替布全球销售情况



数据来源：IMS，西南证券整理

表 10：国内托法替布申报生产情况

受理号	药品名称	注册分类	承办日期	企业名称	办理状态
CYHS1800048	枸橼酸托法替布片	化药 4	2018-02-27	湖南科伦制药	在审评审批中
CYHS1700333	枸橼酸托法替布片	化药 4	2017-12-08	正大天晴药业	在审评审批中

数据来源：药智网，西南证券整理

## 4.3 生物大分子药物：4 个重磅产品处于临床阶段

科伦在成熟靶点、肿瘤免疫新靶点、ADC 药物等领域，已立项启动了 24 个项目的研究，并取得阶段性进展；国内首家申报输液规格的西妥昔单抗类似物（Cetuximab biosimilar）的 I 期临床研究即将完成；雷莫卢单抗类似物（Ramucirumab biosimilar）2016 年底申报 IND，为国内首家申报，用于国内高发的胃癌治疗；重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白于 2017

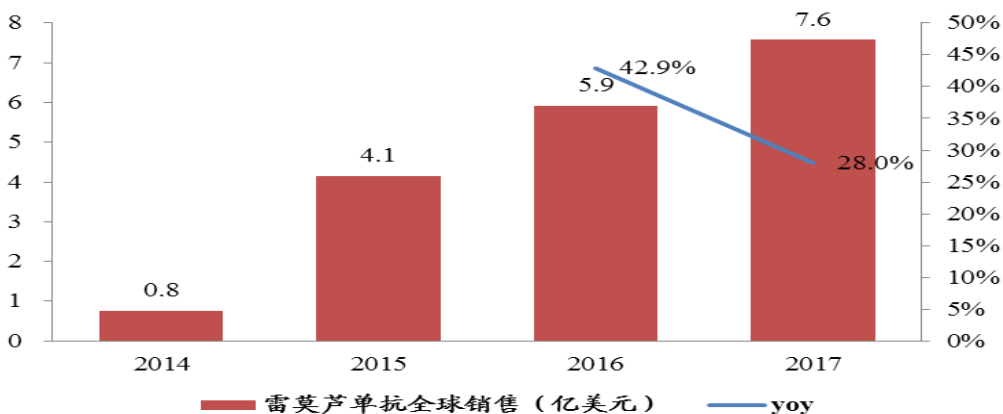
年3月申报临床；PD-L1 创新单抗项目于2017年3月申报临床，下半年计划申报创新项目一项。

### 4.3.1 重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液：刚批临床，10 亿量级产品

VEGFR2 拮抗剂为公认胃癌二线首选药物，作用机制为抑制肿瘤血管生成，其适应症包括胃癌、非小细胞肺癌以及结直肠癌。Cyramza®是由美国礼来旗下专注生物药研发的 Imclone 研制开发的全球首个靶向 VEGFR2（血管内皮生长因子受体 2）的全人源化单克隆抗体药物，通过抑制肿瘤血管生成达到抑制肿瘤的目的，于2014年11月在美国、日本和欧盟批准上市，是目前唯一一个无需筛选患者的治疗胃癌二线靶向药物，被权威指南推荐为胃癌二线首选药物，此外还可用于结直肠癌、非小细胞肺癌的治疗。

据 IMS 数据显示 2017 年全球销售达 7.6 亿美元，同比增速达 28%，预计很快将成为超 10 亿元的重磅产品。目前国内（不包括港澳台地区）迄今尚无同靶点单抗药物上市，原研正处于三期临床阶段，相同靶点的金安普单抗处于临床 I 期，公司、步长制药和复宏翰林获批临床，其他企业仍处于在审评状态。公司开发的重组抗 VEGFR2 单抗氨基酸序列与 Cyramza®一致，制剂处方更优，工艺稳定，质量可控，且非临床药效、药代、安全性特征与 Cyramza®高度相似。我们预计该品种作为 Biosimilars 或将成为 10 亿量级重磅产品。

图 38：雷莫芦单抗全球销售情况



数据来源：IMS，西南证券整理

表 11：国内 EGFR2 靶点的单抗申报进度

受理号	药品名称	承办日期	企业名称	状态开始日	状态/结论	进度
CXSL1800023	重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体 (JY025) 注射液	2018/03/05	东方百泰	2018/02/23	在审评	
CXSL1700213	雷莫芦单抗注射液	2018/03/05	正大天晴	2018/02/26	在审评	
CXSL1700064	重组抗 VEGFR2 全人单克隆抗体注射液	2017/07/13	复宏汉霖	2018/01/17	批临床	
CXSL1700009	注射用重组抗血管内皮细胞生长因子受体 2 (VEGFR2) 全人单克隆抗体	2017/03/31	步长制药	2018/03/20	批临床	
CXSL1600119	重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	2017/01/26	科伦药业	2018/03/20	批临床	
CXSL1600013	金安普单抗注射液(重组抗 VEGFR2 人鼠嵌合单克隆抗体注射液)	2016/03/30	金赛药业	2016/12/08	批临床	一期
JXSL1500021	Ramucirumab	2015/05/25	礼来	2016/09/26	批临床	三期

数据来源：药智网，西南证券整理

### 4.3.2 重组抗表皮生长因子受体(EGFR)人鼠嵌合单克隆抗体注射液：III 期阶段，10 亿元量级品种

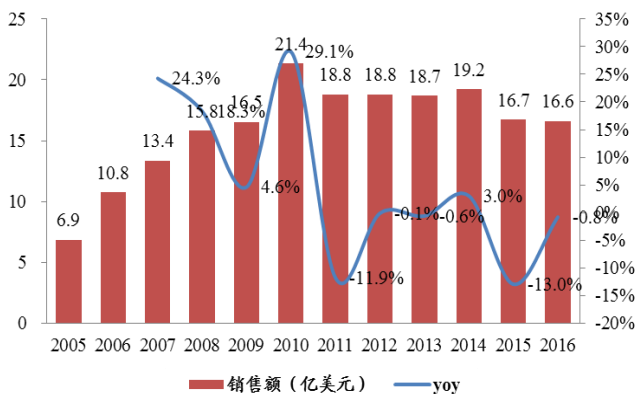
表皮生长因子受体 (epidermal growth factor receptor, EGFR)，是一种糖蛋白，是表皮生长因子受体 HER 家族成员之一。广泛分布于哺乳动物上皮细胞、成纤维细胞、胶质细胞和角质细胞等细胞表面。EGFR 所介导的信号通路对细胞生长、增殖和分化等生理过程发挥重要的作用。其突变会引起 EGFR 的过量表达和持续激活，因此细胞会无限分裂，不受控制，导致肿瘤的形成。以 EGFR 为靶点的抗体能够和 EGFR 的胞外配体结合结构域结合，从而阻断 EGFR 介导的信号通路，抑制肿瘤细胞的分裂生长。

西妥昔单抗 (Cetuximab) 于 2013 年在瑞士上市，是全球第一个获准上市的特异性针对表皮生长因子受体 (EGFR) 的 IgG1 单克隆抗体药物，该药物是由 Imclone (2008 年被礼来公司收购) 与 BMS (施贵宝制药) 联合开发。作为 EGFR 抑制剂，该药物目前除了主要用来治疗转移性结直肠癌，目前的适应症还有非转移性头颈癌和非小细胞肺癌。

据 PDB 数据显示，全球西妥昔单抗近几年市场稳定，维持在 17 亿美元左右，国内西妥昔单抗于 2006 年进入中国，2017 年样本医院约 2.2 亿元，放大后超 8 亿元，同比增长超约 18%。公司申报的品种属于西妥昔单抗的生物类似物，为国内首家成功申报该产品的输液剂型，目前和张江生物进度最快，均达到三期临床，其他均处于临床审评或准备临床阶段。

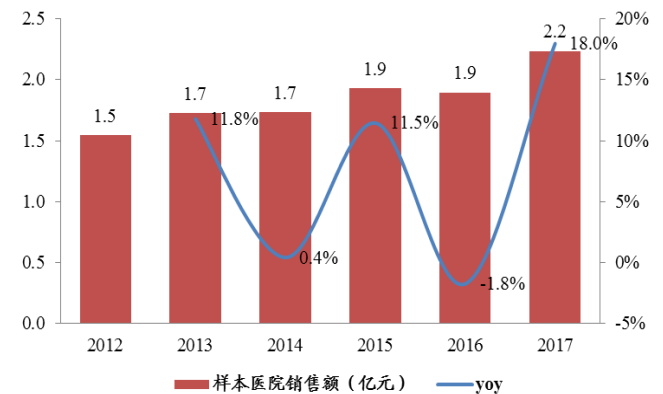
公司产品规格与西妥昔单抗在北美地区上市产品规格相同，临床使用时无须稀释配制，可直接静脉滴注，既能有效避免临床配液过程中的二次污染风险，提高患者用药安全性，又可以显著降低医护人员的工作负担并防止错配。该产品将为国内转移性结直肠癌患者的临床治疗带来新的选择，对标样本医院品，有望成为 10 亿量级重磅产品。

图 39：西妥昔单抗全球销售额及增长率



数据来源：PDB，西南证券整理

图 40：西妥昔单抗样本医院销售额及增长率



数据来源：PDB，西南证券整理

表 12：国内 EGFR 靶点单抗申报情况

受理号	药品名称	承办日期	企业名称	状态开始日	审评结论	临床阶段
CXSB1600004	重组全人源抗 EGFR 单克隆抗体注射液	2016-07-15	赛伦生物	2017-02-28	在审批	
CXSL1500131	重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液	2016-02-25	复宏汉霖	2016-09-28	批准临床	
CXSL1500134	重组全人源抗 EGFR 单克隆抗体注射液	2016-02-23	智翔金泰	2016-09-26	批准临床	I 期
CXSL1500055	重组全人源抗 EGFR 单克隆抗体注射液	2015-07-30	赛伦生物	2016-11-09	批准临床	I 期

受理号	药品名称	承办日期	企业名称	状态开始日	审评结论	临床阶段
CXSL1400128	重组全人源抗 EGFR 单克隆抗体注射液	2015-02-05	先声药业	2016-08-04	批准临床	
CXSL1400079	重组抗 EGFR 全人单克隆抗体注射液	2014-09-12	齐鲁制药	2016-08-04	批准临床	I 期
CXSL1500034	重组人源化抗表皮生长因子受体单克隆抗体注射液	2015-07-23	津曼特	2016-05-31	批准临床	
CXSL1100047	重组全人源抗人表皮生长因子受体单克隆抗体注射液	2011-11-10	神州细胞	2014-02-13	批准临床	I 期
CXSL1700127	重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	2017-12-08	齐鲁制药	2017-12-07	审评中	
CXSL1600062	重组人鼠嵌合抗人-EGFR 单抗注射液	2016-12-26	珂美立德	2017-07-17	批准临床	
CXSL1500090	重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	2015-10-16	三金药业	2016-08-04	批准临床	I 期
CXSL1500067	重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	2015-10-12	中信国健	2016-08-04	批准临床	I 期
<b>CXSL1500053</b>	<b>重组抗表皮生长因子受体(EGFR)人鼠嵌合单克隆抗体注射液</b>	<b>2015-07-20</b>	<b>科伦药业</b>	<b>2016-09-28</b>	<b>批准临床</b>	<b>III 期</b>
CXSL1500046	重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	2015-06-18	复宏汉霖	2016-09-26	批准临床	I 期
CXSL1300125	注射用重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体	2015-02-03	哈药集团	2016-08-04	批准临床	
CXSL1500004	重组抗 EGFR 单克隆抗体注射液	2015-01-15	龙瑞药业	2016-10-11	批准临床	
CXSL1300104	重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	2014-05-29	齐鲁制药	2016-01-28	批准临床	
<b>CXSL0500106</b>	<b>重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液</b>	<b>2006-01-10</b>	<b>张江生物</b>	<b>2007-07-11</b>	<b>批准临床</b>	<b>III 期</b>
CXSL1400090	西安普单抗注射液	2014-10-31	安普泽生物	2016-07-21	批准临床	I 期

数据来源：药智网，西南证券整理

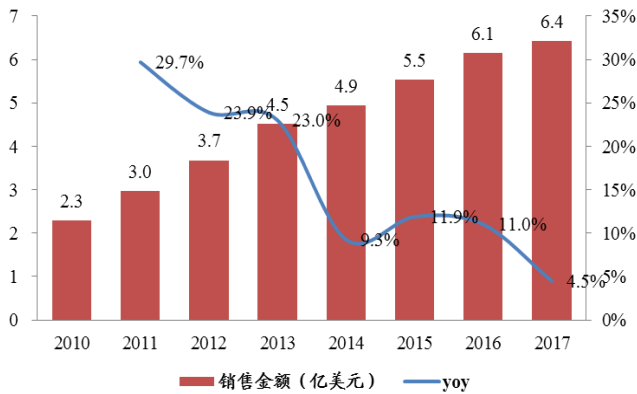
### 4.3.3 注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白：报临床，10 亿元量级

公司申报的一种重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白，与美国 Amgen 公司的 Romiplostim（中文通用名：罗米司亭，英文商品名：Nplate®）氨基酸序列一致，为生物类似药。罗米司亭可通过与血小板生成素受体（c-Mpl）胞外结构域结合，诱导巨核细胞增殖、成熟，同时抑制其凋亡，从而增加血小板计数。

罗米司亭最早于 2008 年 7 月在澳大利亚上市，其后相继由 FDA、EMA 批准上市，2017 年全球销售额达 6.4 亿美元。罗米司亭主要用于免疫性血小板减少性紫癜(ITP)的二线治疗，为糖皮质激素治疗不耐受或应答不佳的 ITP 患者提供新选择，并具有起效快、给药频率低、安全性更优等特点；此外，初步临床研究表明罗米司亭对化疗导致的血小板减少（CIT）具有潜在的临床价值，且与治疗 CIT 的其他药物相比（重组 rhTPO 和重组 IL-11），在安全性方面更具有优势。目前国内仅三生制药上市重组人血小板生成素注射液（rhTPO），样本医院数据显示 2017 年销售额超 5 亿元，同比增长 23.7%，放大后预计全国市场规模近 20 亿元。罗米司亭作用机制与内源性 TPO 相同，但因与内源性 TPO 无同源序列，与重组人血小板生成素（rhTPO）相比，可有效降低免疫原性产生的可能，提高用药安全性。同时罗米司亭融合了人抗体结构，大幅提高了药物的半衰期。

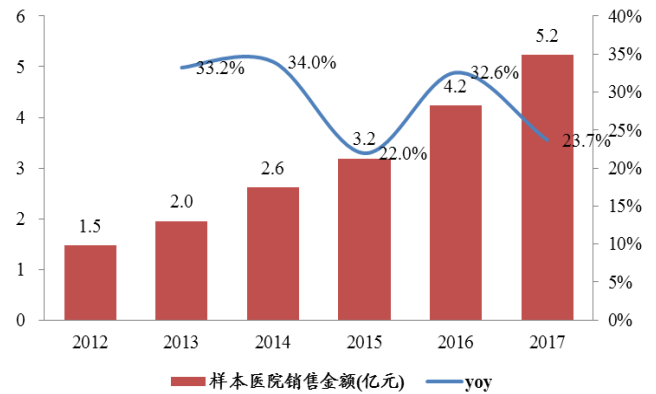
目前进口罗米司亭仍处于临床 III 期，国内仅公司、泰德和齐鲁制药三家企业申报临床，竞争格局良好。考虑到罗米司亭将替代 TPO，且公司采用大肠杆菌表达系统，更具有成本优势，我们认为该产品上市有望为公司贡献 10 亿量级收入。

图 41: 罗米司亭全球销售情况



数据来源: PDB, 西南证券整理

图 42: 样本医院重组人血小板生成素销售情况



数据来源: PDB, 西南证券整理

表 13: 国内人血小板生成素拟肽申报情况

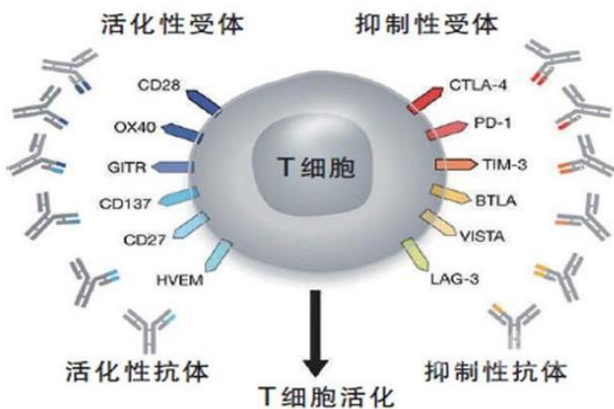
受理号	药品名称	承办日期	企业名称	状态开始日	审评结论	阶段
CXSL1700008	注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白	2017-03-30	科伦药业	2017-03-29	审评中	
CXSL1300074	注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白	2013-11-01	齐鲁制药	2016-03-25	批准临床	I 期临床
CXSL1400106	注射用血小板生成素拟肽	2014-12-29	山东泉港药业	2016-11-30	批准临床	
CXSL1400105	注射用血小板生成素拟肽	2014-12-29	山东泉港药业	2016-11-30	批准临床	
CXSL1600043	注射用重组人促血小板生成素模拟肽-Fc 融合蛋白	2016-06-30	北京泰德制药	2017-11-21	批准临床	
JXSL1200070	注射用罗米司亭	2012-11-12	协和发酵麒麟	2015-02-03	批准临床	III 期临床

数据来源: 药智网, 西南证券整理

#### 4.3.4 PD-L1 人源化单抗 KL-A167 注射液: 临床 I 期, 重磅明星产品

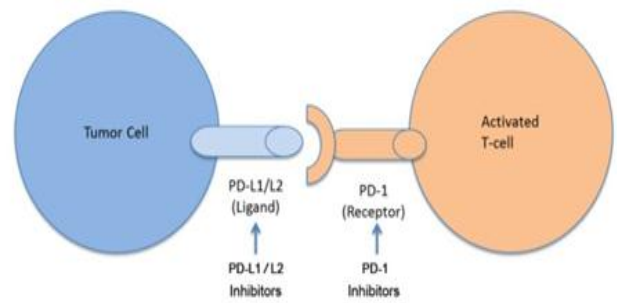
PD-1/PD-L1 靶点是免疫检查点 (immune checkpoint inhibitors) 信号通路之一, 属于 T 细胞免疫共抑制信号通路, 如同肿瘤免疫的“刹车”。目前 PD1/PDL1 靶点已成为肿瘤免疫治疗的最热门的靶点, 通过松开“刹车”来阻断激活的共抑制信号通路, 以实现免疫治疗。

图 43: T 细胞免疫检查点是肿瘤免疫的“刹车”与“油门”



数据来源: CNKI, 西南证券整理

图 44: PD-1/PD-L1 信号通路可抑制 T 细胞免疫治疗



数据来源: BioMedTracker, 西南证券整理

目前全球已上市抗 PD1 单抗 2 个, 2017 年全球合计销售规模超过 87 亿美元, PD-L1 抗体上市共 3 个, 分别为 Tecentriq® (罗氏)、Bavencio® (默克&辉瑞)、Imfinzi® (阿斯利康), 在多种恶性肿瘤中获得了确切且突破性的治疗效果。其中 Tecentriq® 上市不到两年即实现约 5 亿美元。公司公告预测 2020 年全球 PD-L1 销售额将达到 25 亿美元。

**表 14: FDA 批准上市的 PD-1/PD-L1 靶点抑制剂药物**

药物名称	作用靶点	所属公司	获批上市时间	批准的适应症	市场销售额		
					2015	2016	2017
Keytruda	PD-1	默沙东	2014 年 9 月	-不可切除或转移性黑色素瘤 -非小细胞肺癌 (PD-L1 高表达) -复发性或转移性头颈部鳞状细胞癌 -成人和儿童难治性经典霍奇金淋巴瘤 -局部晚期或转移性尿路上皮癌 -晚期胃癌, 胃食管癌 -微卫星不稳定性高错配修复缺陷实体瘤	5.66 亿美元	14.02 亿美元	38.09 亿美元
Opdivo	PD-1	百时美施贵宝	2014 年 12 月	-不能切除或转移的黑色素瘤 -转移性非小细胞肺癌 -晚期肾细胞癌 -经典霍奇金淋巴瘤 -头颈部复发性或转移性鳞状细胞癌 -局部晚期或转移性尿路上皮癌 -肝细胞癌 -微卫星不稳定性高或错配修复缺陷的转移性结肠癌	9.82 亿美元(日本外)	37.74 亿美元(日本外)	49.48 亿美元(日本外)
Tecentriq	PD-L1	罗氏	2016 年 5 月	-局部晚期或转移性尿路上皮癌 -转移性非小细胞肺癌	NA	1.57 亿瑞士法郎	4.77 亿瑞士法郎
Bavencio	PD-L1	默沙东/辉瑞	2017 年 3 月	-转移性默克尔细胞癌 -局部晚期或转移性尿路上皮癌	NA	NA	NA
Imfinzi	PD-L1	阿斯利康	2017 年 5 月	-局部晚期或转移性尿路上皮癌 -局部晚期、不可切除的非小细胞肺癌	NA	0.01 亿美元	0.19 亿美元

数据来源: FDA, 公司年报, 西南证券整理

目前进口的三种 PD-L1 单抗均已获批临床, 处于 III 期临床阶段, 国内有 6 家企业申报临床, 仅公司、康宁杰瑞、恒瑞医药和基石药业获批临床, 目前处于 I 期临床阶段。公司申报的 KL-A167 作用于肿瘤免疫靶点 PD-L1, 具有全新序列。

非临床研究数据表明 KL-A167 能有效的与 PD-L1 结合, 对结直肠癌、非小细胞肺癌等多种实体瘤药效明确, 较传统化疗具有的更好耐受性和安全性。同时公司正同步研发一系列能与 KL-167 联用的创新小分子和生物技术药物, 未来可开展与 KL-A167 的联合用药研究, 成功上市后将为非小细胞肺癌、肝癌、结直肠癌、胃癌等国内高发恶性肿瘤的治疗提供更优的用药选择。我们认为 KL-A167 上市后, 有望成为公司 10 亿以上量级重磅产品。

**表 15: 国内 PD-L1 申报情况**

受理号	药品名称	承办日期	企业名称	状态开始日	进展	阶段
CXSL1700004	重组全人抗 PD-L1 单克隆抗体注射液	2017-05-17	广州兆科	2018-01-17	批准临床	
CXSL1600033	重组人源化 PDL1 单抗抗体 Fc 融合蛋白注射液	2016-05-03	康宁杰瑞	2017-01-11	批准临床	I 期
CXSL1700026	KL-A167 注射液	2017-04-13	科伦药业	2017-09-27	批准临床	I 期
CXSL1700206	重组抗 PD-L1 全人单克隆抗体注射液	2018-02-13	复宏汉霖	2018-02-11	在审评审批中	
CXSL1700002	SHR-1316 注射液	2017-02-20	恒瑞医药	2017-09-14	批准临床	I 期
CXSL1600075	重组抗 PD-L1 全人单克隆抗体注射液	2016-10-11	基石药业	2017-07-17	批准临床	I 期
CXSL1800028	重组抗 PD-L1 全人源单克隆抗体注射液	2018-03-26	海正药业	2018-03-23	在审评审批中	
JXSL1600011	avelumab	2016-03-23	默克雪兰诺	2016-11-16	批准临床	III 期
JXSL1700053	Durvalumab	2017-09-13	MedImmune LLC	2018-01-23	批准临床	III 期
JXSL1600006	Atezolizumab 注射液	2016-02-16	Roche Ltd	2016-09-27	批准临床	III 期

数据来源: 药智网, 西南证券整理

## 4.4 新型给药系统: 四大平台技术, 4 个产品已报临床

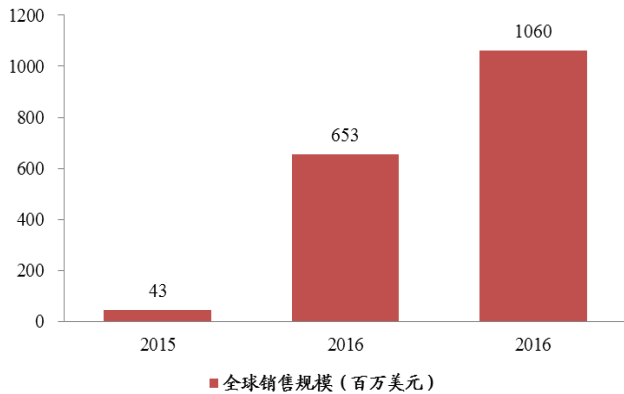
目前科伦在脂质体(liposome)、纳米粒(nanoparticle)、微晶(microcrystal)、微球(microsphere)四种技术平台共布局 17 个项目, 已申报临床 4 项, 其中 2 项(多西他赛白蛋白纳米粒、阿立哌唑纳米微晶)为国内首家申报临床, 具有国内首仿/首家机会; 紫杉醇白蛋白纳米粒与盐酸伊立替康脂质体已获批临床。公司在新型给药系统方面已具卓越的竞争实力。

### 4.4.1 盐酸伊立替康脂质体注射液: 获批临床, 5-10 亿元量级

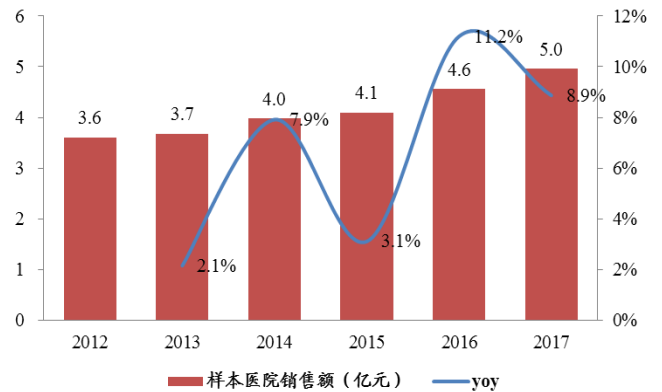
伊立替康为拓扑异构酶 I 抑制剂, 可特异性地与拓扑异构酶 I 结合, 从而阻止拓扑异构酶 I 修复 DNA 缺口, 进而导致细胞死亡, 是细胞毒类似物, 为广谱抗肿瘤药物。伊立替康作为一线治疗药物已被收入非小细胞肺癌、小细胞肺癌、食道癌等治疗指南。原研辉瑞上市后, 全球销售额峰值达 10 亿美元, 到 2017 年销售额在 5 亿美元左右, 目前国内样本医院约 5 亿元, 放大后预计在 20 亿元左右, 均为普通注射制剂。普通注射剂型的其主要的不良反应为中性粒细胞减少症和腹泻, 长期大量应用难以耐受。

脂质体是一种定向药物载体, 属于靶向给药系统的一种新剂型。它具有类细胞结构, 进入体内主要被网状内皮系统吞噬而激活机体的自身免疫功能, 并改变被包封药物的体内分布, 使药物主要在肝、脾、肺和骨髓等组织器官中蓄积, 从而提高药物的治疗指数、减少药物的治疗剂量和降低药物的毒性。据中国制药网显示, 到目前为止, 全球已经有十余个产品获批上市, 除脂质体疫苗外, 已上市的脂质体药物主要是细胞毒类抗癌药, 如伊立替康、多柔比星、阿糖胞苷、柔红霉素、长春新碱和紫杉醇, 除此以外还有镇痛药吗啡, 麻醉药布比卡因, 抗真菌药两性霉素 B。

目前伊立替康脂质体剂型 Onivyde 已于 2015 年获得 FDA 批准, 用于治疗胰腺癌。根据 IMS 数据库显示, 该产品上市 2 年销售额即超过 1 亿美元。随着适应症的扩大, 我们认为该产品有望成为 10 亿美元量级重磅产品。目前进口还没上市, 国内已有 7 家企业获批临床, 公司已于 2017 年 4 月获得临床批件, 上市后将普通制剂实现替代, 有望成为 5-10 亿元量级重磅产品。

**图 45: 伊立替康脂质体全球销售情况**


数据来源: IMS, 西南证券整理

**图 46: 伊立替康注射液样本医院销售额及增速**


数据来源: PDB, 西南证券整理

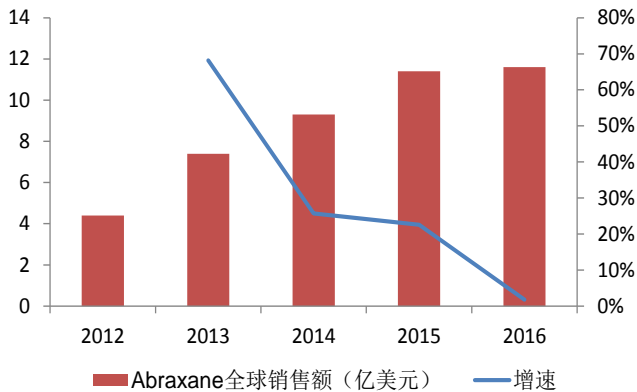
**表 16: 国内伊立替康新剂型申报情况**

受理号	药品名称	注册分类	承办日期	企业名称	状态开始日	状态
JXHL0600122	盐酸伊立替康脂质体注射液	化药 1.1	2006-04-30	智擎生技制药	2010-05-10	批准临床
CXHL1400673	注射用聚乙二醇伊立替康	化药 1.1	2014-09-28	天津键凯科技	2016-03-01	批准临床
<b>CXHL1600189</b>	<b>盐酸伊立替康脂质体注射液</b>	<b>化药 2.2</b>	<b>2016-09-08</b>	<b>四川科伦药物研究院</b>	<b>2017-04-20</b>	<b>批准临床</b>
CXHL1502160	盐酸伊立替康复合脂质体注射液	化药 1.6	2016-02-16	上海景峰制药	2017-09-14	批准临床
CXHL1502159	盐酸伊立替康复合脂质体注射液	化药 5	2016-02-16	上海景峰制药	2017-09-14	批准临床
CXHL1400842	盐酸伊立替康脂质体注射液	化药 1.6	2014-07-04	齐鲁制药	2016-08-23	批准临床
CXHL1200874	盐酸伊立替康脂质体注射液	化药 5	2013-02-16	齐鲁制药	2017-05-22	批准临床
CXHL1600292	盐酸伊立替康脂质体注射液	化药 2.2	2017-04-05	南京绿叶制药	2017-11-30	批准临床
CXHL1502462	盐酸伊立替康脂质体注射液	化药 3.4	2016-03-02	江苏恒瑞医药	2017-07-06	批准临床
CXHL1100261	盐酸伊立替康脂质体注射液	化药 5	2011-06-22	江苏恒瑞医药	2013-10-10	批准临床
CXHL1400204	盐酸伊立替康脂质体注射液	化药 1.6	2014-03-19	江苏奥赛康药业	2017-02-13	批准临床
CXHL1400146	盐酸伊立替康脂质体注射液	化药 5	2014-03-17	江苏奥赛康药业	2017-05-05	批准临床
CXHL1700025	注射用盐酸伊立替康 (纳米) 胶束	化药 2.2	2018-01-11	国家纳米科学中心	2018-01-09	在审评中

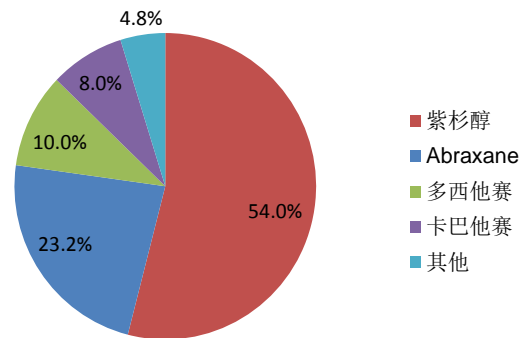
数据来源: 药智网, 西南证券整理

#### 4.4.2 注射用紫杉醇/多西他赛(白蛋白结合型): 合计可达 30 亿元量级

紫杉醇 (白蛋白结合型) 是由美国 Abraxis BioScience 公司研发并于 2005 年获得 FDA 上市批准, 商品名为 Abraxane。Abraxane 首个获批适应症为转移性乳腺癌, 目前已经拓展至非小细胞肺癌和胰腺癌。随着适应症的不断拓展, 该品种销售额不断攀升, 2016 年全球销售额为 11.6 亿美元, 预计 2020 年将突破 20 亿美元。目前, 紫杉醇类药物全球销售额约 50 亿美元, 白蛋白剂型占比约 23%, 预计 2020 年, 白蛋白剂型占比将提高至 40%。

**图 47: 2012-2016 年 Abraxane 全球销售额**


数据来源: Celgene 公司年报, 西南证券整理

**图 48: 2016 年全球紫杉醇市场格局**


数据来源: EvaluatePharma, 西南证券整理

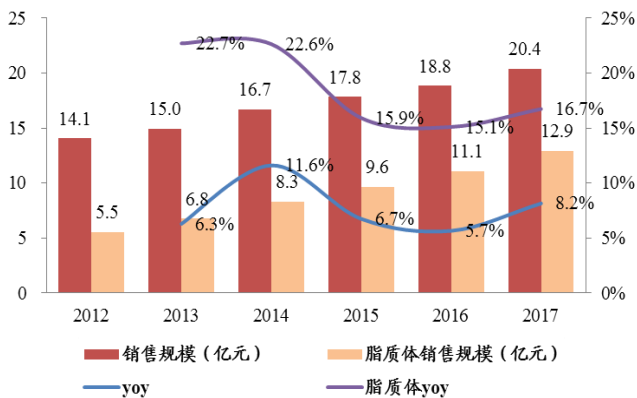
紫杉醇（白蛋白结合型）是对传统紫杉醇剂型的优化改进剂型，其相比传统剂型，拥有更好的疗效、优良的水溶性、最低的毒副作用的优点。传统剂型是将紫杉醇溶解于乙醇与蓖麻油媒介中，蓖麻油溶剂进入患者体内很容易引起较严重的过敏副反应；而紫杉醇脂质体剂型虽降低了过敏副作用，但仍然需要进行脱敏处理之后才能进入人体，且容易在体内积累大量脂质体需要代谢，带来了其他副作用。白蛋白剂型则无需进行脱敏处理，正因为其低副作用，该剂型可提高患者的耐受剂量，耐受剂量的增加也增加了紫杉醇的治疗效果。

**表 17: 紫杉醇三种不同剂型临床使用信息对照**

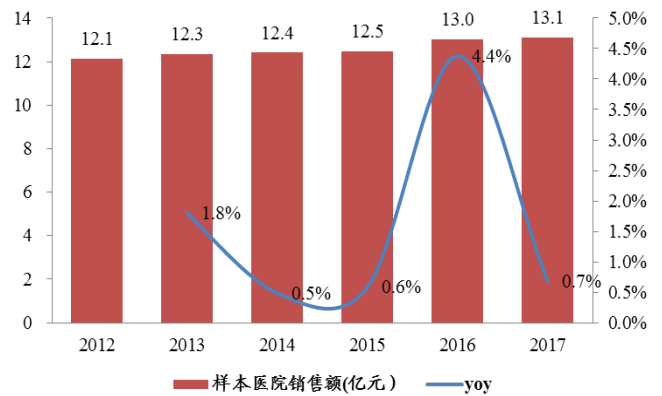
剂型	是否脱敏处理	最大注射剂量	每次注射时间
普通剂型	是	175mg/m <sup>2</sup>	3 小时
脂质体剂型	是	175mg/ m <sup>2</sup>	3 小时
白蛋白剂型	否	260mg/ m <sup>2</sup>	30 分钟

数据来源: 各产品说明书, 西南证券整理

根据 PDB 数据, 2017 年国内样本医院紫杉醇的销售额 20.4 亿元, 其中绿叶制药的紫杉醇脂质体达 12.9 亿元。此外同类的多西他赛 (又称多烯紫杉醇) 国内样本医院销售额达 13.1 亿元, 放大后紫杉醇预计 80 亿元, 多西他赛预计 40 亿元, 其白蛋白型市场潜力巨大。

**图 49: 紫杉醇及其脂质体样本医院销售额及增速**


数据来源: PDB, 西南证券整理

**图 50: 多西他赛样本医院销售情况**


数据来源: PDB, 西南证券整理

紫杉醇(白蛋白结合型)作为传统剂型的优良改进品种,其优越性早已得到市场的认可,且国内市场相对空白,部分国内主流大型药企相继进行仿制申报,已经成为热门仿制品种。根据药智网数据,自2013年1月份海正药业申报的5类品种获得受理之后,国内申报该品种的企业已有7家,未来仍将会有多家企业研发并申报。从申报的信息分析,由于原研品种国内仍未获批第二个适应症,国内企业普遍按照1.6类、3.4类和6类同时进行申报;其中,1.6类和3.4类是针对国内未获批而国外已经获批的新适应症进行的申报,6类是针对国内已经获批的适应症。目前进度最快的为石药集团已经获批,恒瑞医药报产获得优先审评资格,公司除了紫杉醇(白蛋白结合型)外,还有独家申报多西他赛(白蛋白结合型),均处于在审评审批状态。我们认为紫杉醇(白蛋白结合型)上市后有望成为10亿元量级重磅产品,独家的多西他赛(白蛋白结合型)则有望成为超20亿元量级的重磅产品。

**表 18: 国内紫杉醇(白蛋白结合型) 申报情况**

申报企业	产品名称	受理号	注册分类	首次申报时间	状态备注
海正药业	注射用白蛋白紫杉醇	CXHL1200631	5	2013/1/8	批准临床
		CXHL1400269	3.4	2014/4/16	批准临床
		CXHL1400324	1.6	2014/4/16	批准临床
恒瑞医药	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	CYHS1300522	6	2013/6/4	完成临床并正式报产
		CXHL1300687	1.6	2013/7/25	批准临床
		CXHL1300688	3.4	2013/7/25	批准临床
		CYHS1790004	6	2017/2/20	正式报产(优先审评)
齐鲁制药	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	CYHS1300236	6	2013/6/18	批准临床
		CXHL1300808/CXHL1300824	3.4	2013/9/13	批准临床
		CXHL1301072	1.6	2013/11/18	批准临床
		CXHL1301275	3.4	2014/1/20	批准临床
石药集团	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	CXHL1300486	1.6	2013/6/26	批准临床
		CXHL1300485	3.4	2013/6/26	批准临床
		CYHS1300770	6	2013/7/8	批准临床
		CYHS1600152	4	2016/12/15	已经获批
正大天晴	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	CXHL1400601	3.4	2014/5/26	批准临床
		CYHS1400253	6	2014/7/2	批准临床
		CXHL1600070	1.6	2016/3/17	批准临床
科伦药业	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	CXHL1502147	1.6	2015/12/30	在审评审批中
		CXHL1502146	3.4	2015/12/30	在审评审批中
		CYHS1501425	6	2016/3/7	在审评审批中
	注射用多西他赛(白蛋白结合型)	CXHL1600320	2.2	2017/1/26	在审评审批中
江苏康禾生物	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	CYHS1600057	4	2017/2/17	在审评审批中
		CYHS1700041	3	2017/6/12	在审评审批中

数据来源: 药智网, 西南证券整理

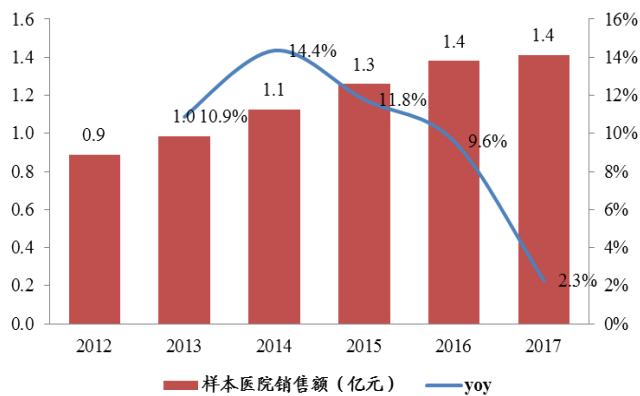
#### 4.4.3 阿立哌唑长效肌肉注射剂：有望首仿，5-10 亿元量级品种

阿立哌唑是全球首个上市的多巴胺 (DA) -5 羟色胺 (5-HT) 系统稳定剂，用于精神分裂症的治疗，在显著改善精神分裂症状的同时，无其他抗精神病药常见的体重增加和非自主性肌肉活动等副作用，为国内外精神分裂症权威指南推荐的一线用药。阿立哌唑已上市剂型包括口服制剂、短效注射液和长效肌肉注射剂。

阿立哌唑长效肌肉注射剂，一个月给药一次，原研由日本大冢和丹麦灵北制药公司联合开发，美国 FDA 于 2013 年批准其用于精神分裂症的治疗，商品名为 Abilify Maintena<sup>®</sup>，规格为 300mg/瓶和 400mg/瓶，目前已在美国、欧盟和日本等地区上市。相对于口服制剂、短效注射液，阿立哌唑长效肌肉注射剂可有效规避患者漏服、藏药和拒绝服药问题，可通过臀肌或手臂三角肌注射，显著改善患者依从性并降低疾病复发率。阿立哌唑普通剂型由于专利过期，销售额大幅下滑，但其长效肌肉注射剂型正快速正在，2017 年全球销售规模预计 8.3 亿美元，同比增速 35.6%，预计到 2020 年或将超过 20 亿美元。

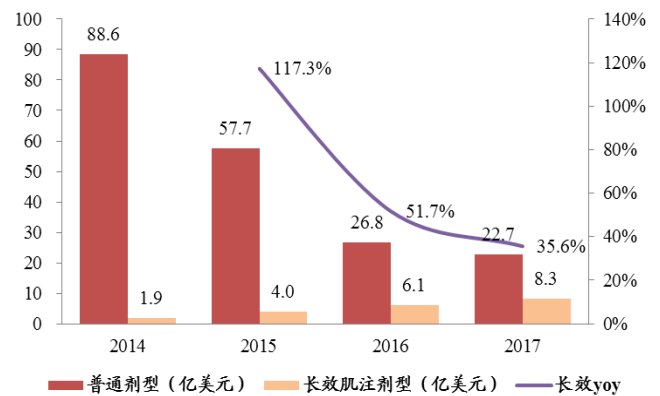
目前国内暂无阿立哌唑长效肌肉注射剂上市，原研已在国内提交进口临床注册申请，科伦药业为国内首家获得临床批件的公司。2017 年阿立哌唑口服制剂国内样本亿元销售额约 1.4 亿元，放大后预计 5-6 亿元。我们认为长效肌肉注射剂型上市后，或将为公司贡献 5-10 亿元销售收入。

图 51：阿立哌唑样本医院销售规模



数据来源：PDB，西南证券整理

图 52：阿立哌唑不同剂型全球销售情况



数据来源：IMS，西南证券整理

表 19：阿立哌唑长效肌肉注射剂国内申报情况

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	企业名称	状态开始日	审评结论	阶段
CYHL1600012	阿立哌唑长效肌肉注射剂	化药 3	仿制	2016-11-16	科伦药业	2017-10-17	批准临床	
JXHL1500274	阿立哌唑长效肌肉注射剂	化药	进口	2015-10-26	大冢制药	2017-01-09	批准临床	III 期临床

数据来源：药智网，西南证券整理

## 5 搭建专科药营销体系，承接仿制药和创新药上市放量

公司第三驱动陆续进入收获期，从 2017 年开始，公司每年都将获批大量专科药，从 2020 年开始创新药将陆续上市，对此公司正积极搭建合理、高效的专科药营销体系。

- **营销体系建设：**从总部角度，把全国以省为单位的行政区域划分了 5 个大区加上北京、上海两个特区，一个大区由一个总监带一个经理或者助理，现行政划分层面已经完成，人员到位。未来目标是每两个省区就有一个大区总监的团队来完成工作的细化对接。目前有一半不乏是来自国内创新仿制药企业和处方药精细化营销企业的专业人士来加盟，再加上公司原有营销体系的成员，形成了一个优势互补组合的、能迅速提高技战术能力的管理的体系团队。公司同时在 31 个省（自治区），每一个省区配置 3 人以上的专业化省区推广经理，把科伦产品品牌通过专业学术推广推广到目标医院和科室。目前公司已建立精神、肠外营养、天舒欣（康复新液）、镇痛麻醉及安全输液等产品管线的学术推广团队。
- **营销模式建设：**建设新药精细化招商管理团队，以产品目标医院覆盖率、占有率为业务重心，按目标医院来进行精细化招商，目前总体人员加起来有 134 人。另外为每个省区公司还配备了推广团队，目前已到位 34 人。公司制剂板块的推广人员具备临床药学和医学的背景，经过公司中央市场部的培训之后，可以进行相应省级的学术推广会议、科室推广会议的，加上总部的省区推广经理，一起来完成现有产品的推广承接工作，从而保障公司整个产品的市场策略和销售政策的一贯实施。公司运用新的营销模式，从对既往上市已近十年的百洛特（草酸艾司西酞普兰）推广，从结果看，学术品牌得到了有效的建立，在各种全国权威学术会议上展现了科伦的学术风采，2017 年样本医院销售增长达 20%，增速远超灵北制药和京卫制药。

**表 20：样本医院草酸艾司西酞普兰销售情况（单位：亿元）**

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>H.Lundbeck(灵北)</b>	0.9	1.2	1.6	1.9	2.2	2.5
yoy		31%	34%	17%	14%	15%
<b>山东京卫制药</b>	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2
yoy		43%	56%	45%	29%	17%
<b>四川科伦药业</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>
yoy		<b>34%</b>	<b>55%</b>	<b>50%</b>	<b>37%</b>	<b>20%</b>
<b>总计</b>	1.2	1.7	2.3	2.9	3.5	4.2
yoy		33%	40%	26%	20%	17%

数据来源：PDB，西南证券整理

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 主营业务盈利预测

基于上述分析，收入和毛利情况，我们做出如下假设：

**1) 母公司大输液业务：**预计 2018-2020 年收入增速维持 12% 左右，在塑瓶价值回归下，预计毛利率逐年提高，分别为 64.5%、65.5% 和 66.5%。

**2) 石四药大输液业务：**从 2018 年开始全年并表，预计 2018-2019 年收入增长分别为 20%、18% 和 16%，毛利率分别为 59.5%、60.2% 和 60.5%。

**3) 川宁项目：**如前文净利润测算，假设 2018 年现有产品出厂价格小幅上升且保持满产状态，2018-2020 年实现收入分别为 31.7 亿元、33 亿元和 35 亿元，同时通过降本增效逐渐达到目标成本，预计 2018-2020 年毛利率分别为 20%、25% 和 30%。

**4) 非输液制剂业务：**在新上市的特色专科药带动下，我们预计 2018-2020 年收入增速维持在 32% 左右，毛利率逐步提高到正常水平，预计 2018-2020 年分别为 40%、45% 和 50%。

表 21：公司业务分拆及预测

单位：百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计：营业收入	7,763.34	8,565.94	11,434.95	17,381.93	19,900.51	22,890.09
yoy	-3.24%	10.34%	33.49%	52.01%	14.49%	15.02%
合计：营业成本	4,505.54	4,854.67	5,567.76	8,420.68	9,206.81	9,768.79
毛利率	41.96%	43.33%	51.31%	51.55%	53.74%	57.32%
<b>大输液业务</b>						
收入	5929.25	6009.09	7,578.52	11,573.83	13,147.84	14,871.24
yoy	-4.2%	1.4%	26.1%	52.72%	13.60%	13.11%
成本	2991.88	2827.42	2,750.66	4,263.00	4,729.00	5,235.30
毛利率	49.54%	52.95%	63.70%	63.17%	64.03%	64.80%
<b>其中：本部大输液</b>						
收入	5929.25	6009.09	7,578.52	8,487.95	9,506.50	10,647.28
yoy	-4.2%	1.4%	26.1%	<b>12.00%</b>	<b>12.00%</b>	<b>12.00%</b>
成本	2991.88	2827.42	2,750.66	3,013.22	3,279.74	3,566.84
毛利率	49.54%	52.95%	63.70%	<b>64.50%</b>	<b>65.50%</b>	<b>66.50%</b>
<b>其中：石四药集团</b>						
收入	1861.48	2112.16	2571.57	3,085.88	3,641.34	4,223.96
yoy	12.8%	13.5%	21.8%	<b>20.00%</b>	<b>18.00%</b>	<b>16.00%</b>
成本	982.17	1023.15	1060.92	1,249.78	1,449.25	1,668.46
毛利率	47.2%	51.6%	58.7%	<b>59.50%</b>	<b>60.20%</b>	<b>60.50%</b>
<b>非输液</b>						
收入	1688.54	2224.37	3,752.04	5,703.72	6,648.28	7,914.46
yoy	-3.7%	31.7%	68.7%	52.02%	16.56%	19.05%

单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成本	1373.96	1696.81	2,716.11	4,056.42	4,376.55	4,432.23
毛利率	18.63%	23.72%	27.61%	28.88%	34.17%	44.00%
<b>其中: 川宁项目</b>						
收入	505.63	1,102.23	1,851.50	<b>3171</b>	<b>3300</b>	<b>3500</b>
yoy		118.0%	68.0%	71%	4%	6%
成本				2,537	2535	2225
毛利率				<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>30%</b>
<b>其中: 非输液制剂</b>						
收入	1,182.91	1,122.14	1,900.53	2,532.78	3,348.28	4,414.46
yoy		-5.1%	69.4%	<b>33.27%</b>	<b>32.20%</b>	<b>31.84%</b>
成本				1,519.67	1,841.55	2,207.23
毛利率				<b>40.00%</b>	<b>45.00%</b>	<b>50.00%</b>
<b>其他</b>						
收入	145.55	332.48	104.39	104.39	104.39	104.39
yoy	85.3%	128.4%	-68.6%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	139.70	330.44	100.99	101.26	101.26	101.26
毛利率	4.02%	0.62%	3.26%	3.00%	3.00%	3.00%

数据来源: wind, 西南证券

综上: 我们预计 2018-2020 年收入同比增速分别为 52.01%、14.49%和 15.02%, 毛利率分别为 51.55%、53.74%和 57.32%。

由于公司各个业务属性不一且包含并表效应, 我们对归母净利润做如下假设并匡算:

**1) 母公司大输液业务净利润:** 公司 2013 年后, 大输液毛利一直维持在 30 亿元左右, 预计净利润贡献在 2013-2016 年维持在 10 亿元左右, 2017 年预计 11 亿元左右, 在量价齐升下, 预计净利润 2018-2020 年维持 15%左右。

**2) 石四药净利润:** 我们预计 2018-2020 年净利润增速分别为 22%、18%和 15%。

**3) 川宁项目净利润:** 参考川宁项目业绩测算, 不考虑核心产品大幅提价, 随着成本降低, 我们保守预计 2018-2020 年贡献净利润分别为 4.5 亿元、6.5 亿元和 8.5 亿元。

**4) 非输液制剂业务:** 假设净利润率维持为 15% (远低于同行 20%-30%净利润率), 我们预计 2018-2020 年可贡献净利润分别为 3.6 亿元、4.8 亿元和 6.5 亿元。

**5) 研发费用投入:** 假设公司仍保持高强度的研发投入, 预计 2018-2020 年研发投入费用化分别为 9 亿元、10.5 亿元和 12 亿元。

**归母净利润匡算公式为:** 公司归母净利润=大输液归母净利润+非输液制剂归母净利润+川宁项目净利润-研发费用。我们大致测算公司 2018-2020 年归母净利润在 13.0 亿元、16.9 亿元和 21.6 亿元左右。

**表 22: 归母净利润匡算 (单位: 百万元)**

项目	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>大输液业务</b>						
母公司大输液业务净利润	1000	1000	1100	1265	1455	1673
yoy			10%	15%	15%	15%
石四药集团净利润(20%)	296	379	550	671	793	912
yoy				22%	18%	15%
<b>大输液合计归母净利润</b>				<b>1399</b>	<b>1613</b>	<b>1855</b>
<b>非输液制剂业务收入</b>	1138	1122	1,901			
假设净利润率			15%			
<b>非输液制剂业务净利润</b>			285	<b>356</b>	<b>481</b>	<b>649</b>
yoy				25%	35%	35%
<b>川宁项目</b>			-75	<b>450</b>	<b>650</b>	<b>850</b>
-研发费用	498	613	750	<b>900</b>	<b>1050</b>	<b>1200</b>
<b>合计归母净利润</b>				<b>1,306</b>	<b>1,694</b>	<b>2,159</b>

数据来源: 西南证券

## 6.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 永续期增长率为 3%;
- 2)  $\beta$  系数选用化药制剂 (申万分类) 行业最近 60 个月  $\beta$  值的算术平均;
- 3) 税率: 保持 17% 稳定税率;
- 4) 市场组合报酬率  $R_m$ : 12%。

**表 23: 绝对估值假设项目**

项目	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	2.00%
无风险利率 $R_f$	3.50%
市场组合报酬率 $R_m$	12.00%
无杠杆 $\beta$	0.67
有杠杆 $\beta$	0.78
债务资本比重 $W_d$	12.00%
债务资本成本 $K_d$	5.00%
有效税率 $T_x$	17.00%

数据来源: 西南证券

**表 24: FCFF 估值敏感性分析**

	8.59%	9.09%	9.59%	10.09%	10.59%	11.09%	11.59%
1.5%	33.10	30.42	28.04	<b>25.92</b>	24.02	22.31	20.77
2.0%	34.95	32.00	29.40	<b>27.11</b>	25.06	23.22	21.57
2.5%	37.06	33.79	30.94	<b>28.43</b>	26.20	24.22	22.44
<b>3.0%</b>	<b>39.49</b>	<b>35.83</b>	<b>32.67</b>	<b>29.91</b>	<b>27.48</b>	<b>25.33</b>	<b>23.41</b>
3.5%	42.32	38.19	34.65	<b>31.59</b>	28.92	26.57	24.49
4.0%	45.65	40.93	36.93	<b>33.51</b>	30.55	27.96	25.69
4.5%	49.65	44.16	39.58	<b>35.72</b>	32.40	29.54	27.04

数据来源: 西南证券

从上述结果看, FCFF 绝对估值为 29.91 元。

### 6.3 相对估值

考虑到公司各项业务属性不一样, 我对 2018 年公司业绩做分部估值:

- 1) **大输液业务:** 我们预计 2018 年贡献净利润 14 亿元, 参考可比公司 2018 年估值 22.7 倍, 可贡献 318 亿元市值;
- 2) **川宁原料药业务:** 我们预计 2018 年贡献净利润 4.5 亿元, 参考可比公司 2018 年估值 19 倍, 可贡献 86 亿元市值;
- 3) **非输液制剂即仿制药业务:** 我们预计 2018 年贡献净利润 3.6 亿元, 参考可比公司 2018 年估值 40.7 倍, 可贡献 145 亿元市值;

**表 25: 可比公司估值情况**

行业	代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
原料药	000738.SZ	普洛药业	76	2.6	3.6	4.7	29.8	21.5	16.4
	000756.SZ	新华制药	66	2.1	3.0	3.9	31.4	22.0	16.8
	000952.SZ	广济药业	33	1.1	4.9	5.0	31.1	6.7	6.5
	002001.SZ	新和成	436	17.0	48.9	36.8	25.6	8.9	11.9
	002102.SZ	冠福股份	114	2.8	13.1	14.3	40.5	8.7	8.0
	002365.SZ	永安药业	52	1.3	7.1	9.2	39.4	7.4	5.7
	002626.SZ	金达威	115	4.7	9.0	10.1	24.4	12.9	11.5
	300401.SZ	花园生物	98	1.3	5.1	5.5	74.9	19.1	17.7
	600216.SH	浙江医药	152	2.5	12.5	9.9	59.8	12.2	15.4
	603456.SH	九洲药业	74	1.5	2.0	2.8	50.2	37.0	26.1
	603520.SH	司太立	35	0.8	0.9	1.1	41.8	38.2	32.8
603707.SH	健友股份	161	3.1	4.8	6.5	51.3	33.5	25.0	
行业平均							<b>41.7</b>	<b>19.0</b>	<b>16.1</b>
大输液	600062.SH	华润双鹤	227	8.4	9.9	11.5	26.9	22.9	19.6

行业	代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
	603367.SH	辰欣药业	136	3.7	6.0	8.1	37.0	22.5	16.7
<b>行业平均</b>							<b>31.9</b>	<b>22.7</b>	<b>18.2</b>
仿制药	000513.SZ	丽珠集团	380	44.3	11.4	13.9	8.6	33.2	27.4
	002020.SZ	京新药业	87	2.6	3.4	4.2	33.1	25.9	21.0
	002262.SZ	恩华药业	175	3.9	4.8	5.9	44.4	36.3	29.5
	002294.SZ	信立泰	433	14.5	16.7	19.9	29.8	25.9	21.7
	002332.SZ	仙琚制药	94	2.1	3.2	4.2	45.5	29.4	22.6
	002773.SZ	康弘药业	420	8.9	10.9	12.5	47.1	38.4	33.5
	300016.SZ	北陆药业	398	6.4	8.4	10.9	61.8	47.4	36.6
	300199.SZ	翰宇药业	42	1.2	1.4	1.7	35.6	29.6	25.2
	300436.SZ	广生堂	152	3.3	4.9	7.5	46.2	30.9	20.3
	300584.SZ	海辰药业	45	0.3	0.5	0.6	132.9	96.9	73.1
	300723.SZ	一品红	53	0.7	0.9	1.1	80.3	60.9	46.0
<b>行业平均</b>							<b>50.7</b>	<b>40.7</b>	<b>32.0</b>

数据来源: wind, 西南证券整理 (备注: 各上市公司盈利预测来源于wind一致预期, 截止时间2018-5-2)

- 4) **在研创新药品种估值:** 对公司在研创新药品种的相对估值, 我们参考海外经典品种的并购案例进行估值 (不考虑产品上市后销售成功与否), 即估值  $P = ps * S$ , P 为被估产品市值, ps 为行业相对 p/s 值 (即收购价/产品的峰值销售额预测值), S 为被估值产品峰值销售额预测值。根据对 12 起海外经典的产品并购案例得到: 已上市品种 ps 平均值为 3.1 倍, 临床 II、III 期 ps 平均值为 2.5 倍。从 ps 系数分布来看, 已上市品种 ps 分布于 2.4-6.9 倍之间, 高于临床 II、III 期的分布值。

**表 26: 2010-2016 年海外重要产品并购案例信息**

产品名称	收购时间	收购/被收购企业	收购时状态	收购金额/p (亿美元)	峰值销售额预测/s	p/s
<b>已上市</b>						
Xtandi	2016	辉瑞/Medivation	已上市	140	50	2.8
Crisaborole	2016	辉瑞/Anacor	已上市	52	20	2.6
Benlysta	2012	GSK/HGS	已上市	30	10	3
Abraxane	2010	Celgene/Abraxis BioScience	已上市	29	12	2.4
Lipitor	2000	辉瑞/华纳-兰伯特	已上市	900	130	6.9
<b>已上市平均 (p/s)</b>						<b>3.1</b>
Ozanimod	2015	Celgene/Receptos	临床 III 期	72	40	1.8
Lesinurad	2013	阿斯利康/Ardea	临床 III 期	12.6	5.8	2.2
Acalabrutinib	2015	阿斯利康/Acerta	临床 II 期	70	50	1.4
Humira	2000	雅培/诺尔药业	临床 II 期	69	20	3.5
Sovaldi	2011	吉利德/Pharmasset	临床 II 期	110	30	3.7
<b>临床 II、III 期平均 (p/s)</b>						<b>2.5</b>
<b><math>\bar{X}</math> (p/s)</b>						<b>2.9</b>

数据来源: 各医药专业媒体, 西南证券整理

基于海外创新药估值体系，我们对公司在研创新药进行估值，主要基于以下两个假设：

- 1) 国内创新药主要是“me-too”类产品，上市概率远高于海外同类产品。因此，公司临床前与临床 I 期品种估值水平远高于海外同期在研产品估值水平，适用海外临床 II、III 期以及上市产品的估值方法；
- 2) 国内创新药行业处于初期起步阶段，目前国内药企已经获批创新药品种总计约 10 个左右，数量远低于海外获批数量（FDA 平均每年批准约 30 个新的创新药物）；因此，国内创新药稀缺性明显优于海外，估值溢价更高，采用 PS 估值时应该给予更高的 ps。

因此，对于公司在研产品的估值，我们以海外已上市品种收购案例作为参考，即  $P=ps*S*\eta$ ，（ $\eta$  为在研品种未来上市概率预测值），给予公司在研品种 3 倍 ps。通过该估值方式，我们得到公司目前进入临床阶段的在研创新药的估值总和为 113 亿元。

**表 27：公司在研创新药产品相对估值**

分类	产品名称或代码	适应症	最新状态	上市概率	峰值销售额 (亿元)	相对估值 (亿元)
创新	KL070002 胶囊	抗肿瘤	获批临床	20%	20	12
小分子	KL100137 脂肪乳注射液	麻醉	获批临床	20%	20	12
	KL130008 胶囊	内风湿关节炎	临床审评中	10%	15	5
新型给药系统	盐酸伊立替康脂质体注射液	抗肿瘤	获批临床	30%	7.5	7
	注射用多西他赛（白蛋白结合型）	抗肿瘤	临床审评中	20%	15	9
	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	抗肿瘤	临床审评中	20%	15	9
	阿立哌唑长效肌肉注射剂	精神	获批临床	40%	7.5	9
生物大分子	KL-A167 注射液	抗肿瘤	I 期临床	50%	10	15
	重组抗表皮生长因子受体(EGFR)人鼠嵌合单克隆抗体注射液	抗肿瘤	III 期临床	80%	10	24
	注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白	血小板生成	临床审评中	20%	10	6
	重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	抗肿瘤	获批临床	20%	10	6
<b>估值合计</b>						<b>113</b>

数据来源：西南证券

综上，分部估值公司合理市值为 662 亿元市值（大输液 318 亿元+原料药 86 亿元+仿制药 145 亿元+在研创新药 113 亿元），这种方式估值未考虑公司研发平台价值以及待批上市仿制药估值（前述分析峰值可达 60 亿元，由于上市概率接近 100%，给予 3 倍 PS，可贡献 180 亿市值）、和研发费用投入（2018 年预计 9 亿元，给 20 倍估值影响 180 亿市值）对净利润的影响，考虑到待批上市仿制药估值和研发费用投入影响基本可以抵消。我们看好三发驱动下，公司业绩 2018 年开始大爆发，给予公司 2018 年目标估值 660 亿元，目标价 45.83 元，维持“买入”评级。

## 7 风险提示

公司川宁项目虽然花了巨资解决了环保问题，但仍不能完全 100%保证没有再次面临环保停产，从而导致原料药业务大幅亏损的风险；

在环保趋严的背景下，公司川宁项目核心产品价格大概率继续上行，但不能排除短期供过于求，价格小幅下行导致业绩不及预期的风险；

公司创新药研发品种众多，新药研发具有很高的不确定性，进展低于预期与重磅品种研发失败风险较高；

公司当前主要品种仍然以仿制药为主，仿制药在未来招标过程中均有降价和医院二次议价风险；

公司近年已获批上市部分品种，未来三年即将获批一批新的品种，这些新品种未来销售收入低于预期的风险；

报告对公司在研重磅品种的未来上市概率进行预测，存在未来实际上市概率低于预测值的风险；

本篇分析报告中大量使用医工院样本医院（PDB）与艾美仕（IMS）的第三方数据，这些数据是样本医院统计数据，并非是行业与公司的实际数据，与实际数据存在误差，仅作参考。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11434.95	17381.93	19900.51	22890.09	净利润	811.08	1892.50	2363.86	2997.86
营业成本	5567.76	8420.68	9206.81	9768.79	折旧与摊销	805.66	1196.87	1278.41	1342.94
营业税金及附加	184.61	248.93	295.62	340.88	财务费用	553.44	482.45	529.72	469.19
销售费用	3073.85	3476.39	3980.10	4578.02	资产减值损失	306.37	200.00	220.00	240.00
管理费用	1450.09	1946.78	2388.06	3319.06	经营营运资本变动	1019.42	-4636.70	-881.05	-1378.47
财务费用	553.44	482.45	529.72	469.19	其他	-2393.46	-232.73	-248.73	-270.18
资产减值损失	306.37	200.00	220.00	240.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1102.52</b>	<b>-1097.61</b>	<b>3262.21</b>	<b>3401.33</b>
投资收益	787.81	30.00	30.00	30.00	资本支出	-594.87	-800.00	-600.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1683.84	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2278.71</b>	<b>-770.00</b>	<b>-570.00</b>	<b>-370.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1156.83</b>	<b>2636.72</b>	<b>3310.20</b>	<b>4204.15</b>	短期借款	-100.00	4039.05	-1910.63	-2263.19
其他非经营损益	-15.56	26.23	15.99	14.15	长期借款	-82.49	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1141.28</b>	<b>2662.95</b>	<b>3326.19</b>	<b>4218.30</b>	股权融资	54.80	0.00	0.00	0.00
所得税	330.19	770.44	962.33	1220.44	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	811.08	1892.50	2363.86	2997.86	其他	1339.17	-1664.67	-529.72	-469.19
少数股东损益	62.54	586.68	661.88	839.40	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1211.48</b>	<b>2374.38</b>	<b>-2440.35</b>	<b>-2732.38</b>
归属母公司股东净利润	748.54	1305.83	1701.98	2158.46	<b>现金流量净额</b>	<b>29.65</b>	<b>506.77</b>	<b>251.86</b>	<b>298.96</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1231.43	1738.19	1990.05	2289.01	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6823.70	10313.17	11797.41	13502.89	销售收入增长率	33.49%	52.01%	14.49%	15.02%
存货	2500.48	3888.73	4234.55	4515.53	营业利润增长率	73.16%	127.93%	25.54%	27.01%
其他流动资产	1063.08	1643.02	1911.70	2207.07	净利润增长率	29.91%	133.33%	24.91%	26.82%
长期股权投资	2137.71	2137.71	2137.71	2137.71	EBITDA 增长率	55.70%	71.55%	18.59%	17.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	12154.16	11858.11	11280.51	10438.38	毛利率	51.31%	51.55%	53.74%	57.32%
无形资产和开发支出	1541.09	1441.62	1342.15	1242.68	三费率	44.40%	33.98%	34.66%	36.55%
其他非流动资产	536.51	535.17	533.82	532.48	净利率	7.09%	10.89%	11.88%	13.10%
<b>资产总计</b>	<b>27988.16</b>	<b>33555.71</b>	<b>35227.90</b>	<b>36865.76</b>	ROE	6.77%	13.64%	14.56%	15.58%
短期借款	2720.00	6759.05	4848.42	2585.23	ROA	2.90%	5.64%	6.71%	8.13%
应付和预收款项	1812.28	2925.48	3171.36	3417.42	ROIC	7.21%	11.64%	12.58%	14.90%
长期借款	208.00	208.00	208.00	208.00	EBITDA/销售收入	22.00%	24.83%	25.72%	26.28%
其他负债	11265.43	9788.59	10761.68	11418.81	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16005.71</b>	<b>19681.12</b>	<b>18989.46</b>	<b>17629.46</b>	总资产周转率	0.44	0.56	0.58	0.64
股本	1440.00	1440.00	1440.00	1440.00	固定资产周转率	1.11	1.58	1.86	2.25
资本公积	3532.10	3532.10	3532.10	3532.10	应收账款周转率	2.72	2.84	2.51	2.52
留存收益	6914.46	8220.28	9922.26	12080.72	存货周转率	2.36	2.60	2.24	2.21
归属母公司股东权益	11803.03	13108.49	14810.47	16968.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.61%	—	—	—
少数股东权益	179.42	766.09	1427.97	2267.38	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11982.45</b>	<b>13874.58</b>	<b>16238.44</b>	<b>19236.30</b>	资产负债率	57.19%	58.65%	53.90%	47.82%
负债和股东权益合计	27988.16	33555.71	35227.90	36865.76	带息债务/总负债	38.84%	52.11%	43.94%	34.50%
					流动比率	0.98	1.13	1.34	1.67
					速动比率	0.77	0.88	1.06	1.33
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.52	0.91	1.18	1.50
					每股净资产	8.32	9.64	11.28	13.36
					每股经营现金	0.77	-0.76	2.27	2.36
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	2515.94	4316.03	5118.33	6016.28					
PE	66.18	37.93	29.10	22.95					
PB	4.13	3.57	3.05	2.58					
PS	4.33	2.85	2.49	2.16					
EV/EBITDA	21.93	13.33	10.82	8.78					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn