

维生素高景气，医药拐点在即 买入（维持）

2020年03月16日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,859	7,504	8,408	9,547
同比（%）	20.5%	9.4%	12.0%	13.6%
归母净利润（百万元）	365	584	894	1,173
同比（%）	44.0%	60.2%	53.1%	31.2%
每股收益（元/股）	0.38	0.61	0.93	1.22
P/E（倍）	42.99	26.83	17.52	13.36

投资要点

- VA 供求偏紧，上行趋势确立。**目前 VA 渠道库存较低，需求端存在超买迹象，供给方面，巴斯夫开工不稳，帝斯曼低负荷运行，国内企业因为新冠肺炎复工进度较慢，负荷偏低，且个别企业装置存在隐患。VA 价格上行趋势确立。
- 能特科技技改时间拉长导致 VE 全年高景气。**19 年 4 季度 VE 价格下行促使行业成功去库存，目前下游存在超买迹象。供给层面，新冠肺炎影响能特科技技改、复产进度，VE 全年供求偏紧。
- 创新药具备一定的市场空间。**公司的创新药种类较多，其中定点偶联 HER2 抗体 ADC 药物 AS269 偶联注射液以及有选择性的激酶抑制剂 XCCS605B 的进展比较值得关注。
- 喷雾干燥技术有望带动公司制剂出口。**传统制剂生产采用的冷冻干燥技术，存在诸多缺点，公司推出喷雾干燥技术代替传统的冷冻干燥技术，注射用盐酸万古霉素和注射用达托霉素已经获得 FDA 同意以 505b2 的方式提交 NDA 申请，并接受了 FDA 的 POV 访问。喷雾干燥技术属于平台型技术，可拓展空间大，相关动向值得关注。
- 公司的激励机制较为高效。**16 年 9 月，公司实施了首期限限制性股票激励计划，完善长效奖励机制。事实上，公司从上世纪 80 年代就确立了“科技兴厂、专家治厂”的发展思路，目前的管理团队均为技术型专家，公司的持续创新能力值得期待。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 19-21 年营业收入为 75.04 亿元、84.08 亿元和 95.47 亿元，净利润为 5.84 亿元、8.94 亿元和 11.73 亿元，EPS 为 0.61 元、0.93 元和 1.22 元，PE 为 27X、18X 和 13X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**维生素价格大幅波动，新产品推广不及预期。

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.24
一年最低/最高价	9.20/17.96
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	15673.61

基础数据

每股净资产(元)	8.10
资产负债率(%)	22.11
总股本(百万股)	965.13
流通 A 股(百万股)	965.12

相关研究

- 《浙江医药 (600216)：维生素业务反转，医药业务破局在即》2020-03-04
- 《浙江医药 (600216)：Q3 业绩略低于预期，创新技术值得关注》2019-10-29
- 《浙江医药 (600216)：中报环比明显改善，维生素迎景气周期》2019-09-02

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 营养品和医药制造是公司的核心业务	4
1.2. 公司历史业绩波动较大，未来有望改善	5
2. VE 有望反转，VA 盈利大幅度提升	6
2.1. VA 供求偏紧，价格上行确立	7
2.1.1. VA 是典型的寡头垄断的供给格局	7
2.1.2. VA 生产具有较高的技术壁垒	8
2.1.3. VA 供求偏紧，价格存在上行可能	9
2.2. VE 行业全年高景气，价格继续上行	10
2.2.1. 维生素 E 市场容量较大	10
2.2.2. 技术创新带动维生素 E 格局变化	11
2.2.3. 间甲酚的冲击相对有限	12
2.2.4. 维生素 E 价格处于历史底部	12
3. 医药业务破局在即	13
3.1. 立足抗生素，逐步丰富原料药的品种	13
3.1.1. 左氧氟沙星市占比稳定，为公司持续提供现金流	14
3.1.2. 公司是全球万古霉素原料药最大的供应商	15
3.1.3. 替考拉宁市占率第一，增速稳定	15
3.1.4. 达托霉素目前主要是原料药	16
3.1.5. 其他品种发展平稳	16
3.2. 喷雾干燥技术有望打开公司出口制剂业务的产业空间	17
3.2.1. 喷雾干燥技术打开公司制剂出口的窗口	18
3.3. 创新药业务破局在即	18
3.3.1. 苹果酸奈诺沙星国内上市，首个无氟喹诺酮产品增长可期	18
3.3.2. 单抗偶联药物 AS269 进展顺利	19
3.4. 功能保健品发展平稳	21
3.5. 医药流通业务具备一定的壁垒	21
4. 盈利预测与估值	21
4.1. 基本假设	22
4.2. 盈利预测与估值	22
5. 风险提示	22
5.1. 维生素价格大幅波动	23
5.2. 新产品推广不及预期	23

图表目录

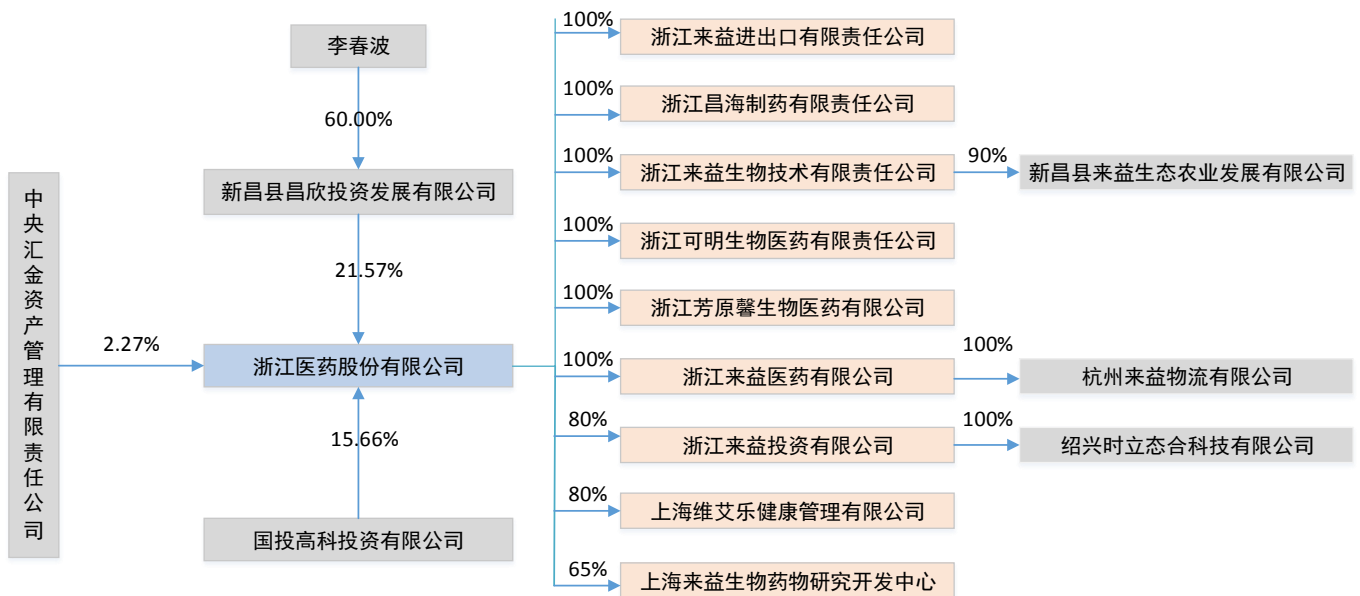
图 1: 公司股权结构 (参考 2019 年三季报)	4
图 2: 营业收入及同比增速 (百万元, %)	5
图 3: 归母净利润及同比增速 (百万元, %)	5
图 4: 营收构成 (%)	6
图 5: 公司主要行业板块毛利率情况 (%)	6
图 6: 维生素 A 供应格局 (2018 年)	8
图 7: 维生素 A 的供求平衡 (2018 年)	8
图 8: 维生素 A 的合成工艺路线	9
图 9: 维生素 A 价格走势	10
图 10: 维生素 E 供应格局 (2018 年)	11
图 11: 维生素 E 供需平衡图 (2018 年)	11
图 12: 维生素 E 合成路线	12
图 13: 维生素 E 价格走势	13
图 14: 2018 年抗生素药物销售结构 (单位: %)	14
图 15: 2018 年重点城市样本医院左氧氟沙星各企业占比 (%)	14
图 16: 2018 年重点城市样本医院万古霉素各企业占比 (%)	14
图 17: 2018 年重点城市样本医院替考拉宁各企业占比 (%)	15
图 18: α -葡糖苷酶抑制剂作用机理	17
图 19: 全球抗糖尿病药物市场规模 (亿美元, %)	17
图 20: 米格列醇市占比情况	17
图 21: 抗体药物偶联物作用机制	20
表 1: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	22
表 2: 可比公司估值表 (参考 2020 年 3 月 16 日收盘价)	22

1. 公司简介

浙江医药(600216),总部位于浙江省绍兴市,是由原浙江新昌制药股份有限公司、浙江仙居药业集团股份有限公司和浙江省医药有限公司等企业于97年5月以新设合并的方式组建的大型股份制制药企业。公司99年10月在上海证券交易所挂牌交易。

目前公司的实际控制人为李春波,二股东国投高科为其战略投资者。

图1: 公司股权结构(参考2019年三季报)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.1. 营养品和医药制造是公司的核心业务

公司核心业务主要是营养品、医药制造、医药商业和保健品业务四大板块。其中医药制造又可以细分为国内制剂、出口原料药、出口制剂和创新药四大业务。

公司的生产基地主要集中在新昌和昌海。营养品的运营主体是长海生物。原料药和国内制剂业务的运营载体是新昌制药。出口原料药和国内制剂业务的运营主体是昌海制药。医药商业业务的运营主体是来益医药。保健品销售的运营主体是上海维艾乐。创新药和出口制剂业务的运营主体是创新生物和新码生物。

公司是国内最早一批进入维生素生产领域的企业,已经成为国内合成维生素E的生产龙头。除合成维生素E以外,公司生命营养品板块的产品还包括合成维生素A、天然

维生素 E、维生素 H（生物素）、维生素 D3、辅酶 Q10、β-胡萝卜素以及斑蝥黄等脂溶性维生素和类胡萝卜素产品。其中不少品种，比如天然 VE、生物素、辅酶 Q10 等，都是浙江医药率先在国内实现产业化的品种。目前，公司的合成维生素 E、天然维生素 E、β-胡萝卜素和斑蝥黄素产量都是国内最大。

公司的原料药业务主要是围绕抗感染类药物布局，涉足的品种包括喹诺酮类抗生素、抗耐药菌抗生素、糖肽类抗生素等。此外，抗疟疾药（比如本芴醇、蒿甲醚）、糖苷酶抑制剂类糖尿病药物以及营养补充剂类药物也是公司的特色产品。展望未来，公司重点研发的方向主要包括抗感染药物、维生素类药物、糖尿病药物、抗肿瘤药物等。

海外业务目前主要是出口制剂，公司正在进行研发的喷雾干燥粉针剂技术比较值得期待。2017 年，公司开发的折射用盐酸万古霉素喷雾干燥粉针剂项目向 FDA 提交了 NDA 申请，并且在 17 年 1 月成功接受了美国 FDA 首次在亚洲进行的运行前访问（Pre-operational Visit, POV），18 年 1 月 FDA 进行了现场验收，但是需要继续整改。20 年公司会再度提交现场审核的材料，考虑到整改耗时近 2 年，进展值得期待。喷雾干燥粉针剂技术属于平台型技术，如若认证通过，后续应该还有其他品种可以期待。

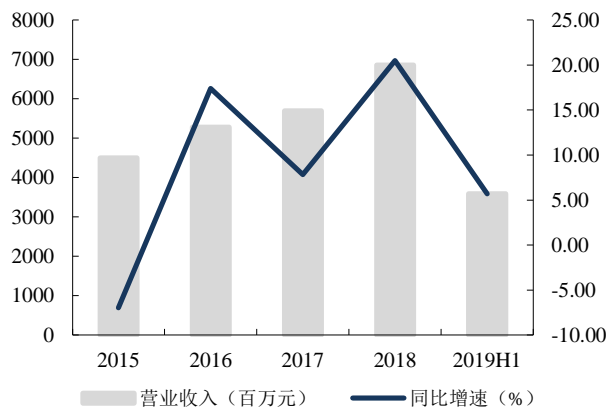
创新药业务是公司的业务发展核心，也是公司业绩一直低于预期的一个重要因素。不过，目前公司在研的部分产品，比如苹果酸奈诺沙星，已经实现商业化，部分产品，比如 HER2-ADC 产品，已经进入临床三期，后续表现值得期待。

1.2. 公司历史业绩波动较大，未来有望改善

2015-2018 年，公司营业收入的复合增长率为 11.13%，净利润的复合增长率为 19.92%。2018 年，公司全年实现营业收入 68.59 亿元，同比增加 20.49%，实现归母净利润 3.65 亿元，同比增加 44.01%。

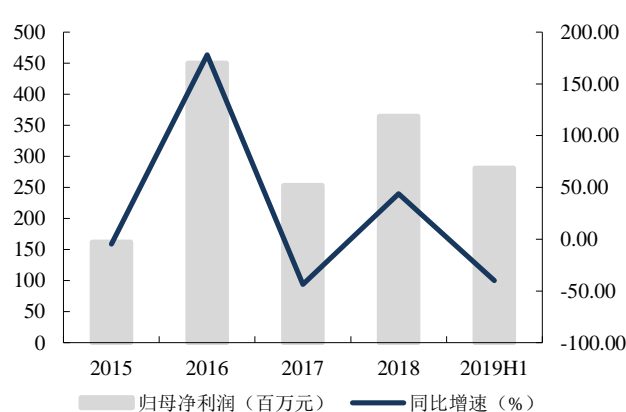
从按产品分类的收入结构来看，社会产品配送和合成维生素 E 是公司的主要收入来源，2019H1 约占 50%。

图 2：营业收入及同比增速（百万元，%）



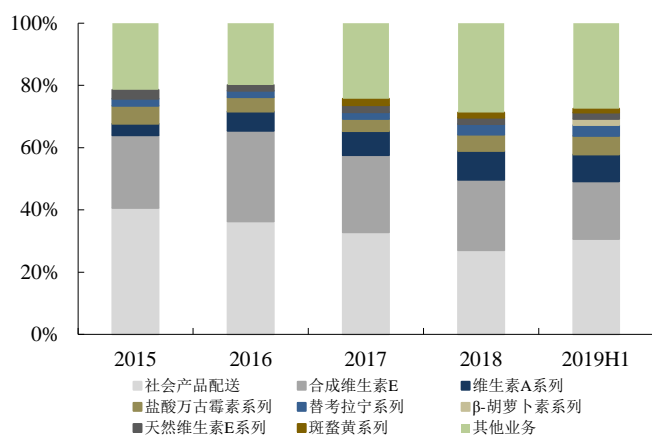
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：归母净利润及同比增速（百万元，%）



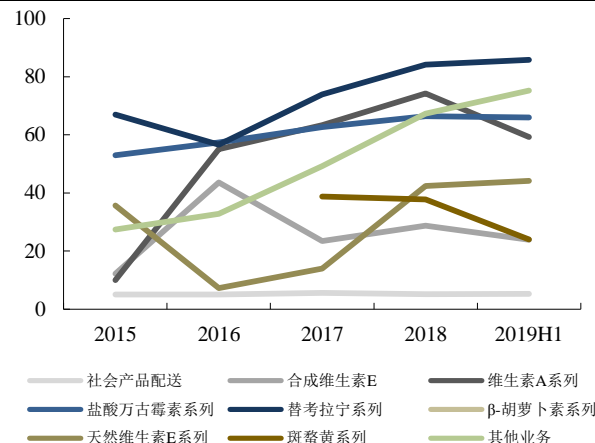
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：营收构成（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司主要行业板块毛利率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

浙江医药的历史业绩波动较大，我们认为主要原因有三点：

首先，02年9月，公司走出新昌，到袍江设立生产基地，但是随着13年7月嘉绍大桥开通，袍江的功能定位发生变化，袍江基地面临搬迁。因此，公司生产经营受到一定影响。随后，公司启动昌海基地的建设，昌海基地16年9月份陆续投用。

其次，公司的主营产品VA、VE暴涨暴跌，机制原因，导致公司的反应慢于同行，不能充分获益景气度的提升。

最后，出口制剂业务和创新药业务是高投入、高风险品种，公司的研发费用和销售费用投入较高。

站在目前的时点看，昌海基地的营养品业务和医药制造业务的产能逐步释放，且面临较好的价格上行契机。出口制剂业务方面，喷雾干燥盐酸万古霉素制剂项目认证在即，考虑到喷雾干燥技术属于平台型技术，未来出口制剂业务有较大成长空间。

2. VE有望反转，VA盈利大幅度提升

公司的生命营养品主要为合成维生素E、天然维生素E、维生素A、维生素H、维生素D3、辅酶Q10、β-胡萝卜素、斑螫黄、虾青素等脂溶性维生素和类胡萝卜素产品。

从需求端来看，维生素的下游主要是饲料添加，需求刚性，增长稳定，成本不敏感。

从供给端来看，维生素的生产工艺较为复杂，三废处理难度大，进入门槛较高。环保趋严的背景下，小企业不断退出相关领域的业务经营，行业秩序明显好转。一个很明显的特征就是周期弱化，龙头企业的市场份额稳步提升。

公司目前经营的产品中，VA和VE贡献了生命营养板块中的大部分的利润。19年底公司的VA产能由原先的500吨VA油扩张到1000吨VA油，由于下游客户认证的原

因，产能释放需要时间。

其他产品中，生物素、辅酶 Q10 暂未运行，VD3 价格低位，短期难以反转。 β -胡萝卜素、斑螫黄、虾青素等产品体量较小。

目前的时点，VE 高景气度可以维持到年底，VA 的产能释放在即，我们将重点集中在这两个产品，其他品种不予赘述。

2.1. VA 供求偏紧，价格上行确立

VA 是典型的寡头垄断的供给格局，供求平衡偏紧。

目前，行业库存低位，因为新冠疫情的原因，市场存在一定程度的超买的迹象。供给方面，巴斯夫、帝斯曼和国内某企业都不同程度存在一些问题。

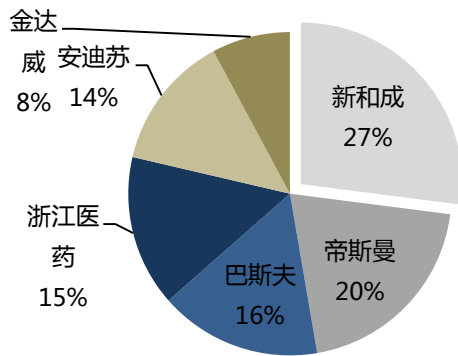
2.1.1. VA 是典型的寡头垄断的供给格局

维生素 A 是最重要的一种脂溶性维生素之一。能提高动物繁殖能力、促进畜体生长、提高机体免疫能力。也能促进人体生长发育，增强疾病抵抗能力，广泛应用于保健品、食品、化妆品等行业。

维生素 A 的生产技术壁垒极高，产能集中，全球只有 6 家生产商，国外厂家有帝斯曼、巴斯夫、安迪苏，国内主要是新和成、浙江医药、金达威，目前尚无新进入者。浙江医药的 500 吨 VA 油扩建项目 19 年底生产逐步稳定。金达威的 800 吨 VA 油扩建项目目前仍在推进。巴斯夫的 1500 吨的 VA 油计划 2020 年底投产。

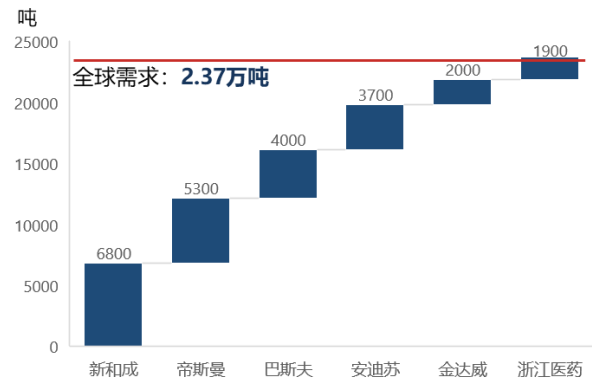
柠檬醛是合成维生素 A 的重要关键中间体，全球供给集中在巴斯夫、新和成和可乐丽。浙江医药、金达威和安迪苏的柠檬醛均需要外采（帝斯曼的工艺不需要柠檬醛）。自 17 年 10 月份巴斯夫路德维希工厂发生火灾后，装置运行一直不很稳定，其马来西亚的柠檬醛装置也一直在进行技改，导致柠檬醛的供求一直偏紧。产能扩张方面，万华化学试图进入柠檬醛领域，不过柠檬醛本身应用较为广泛，VA 只是其重要的业务分支之一。

图 6：维生素 A 供应格局（2018 年）



数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

图 7：维生素 A 的供求平衡（2018 年）



数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

2.1.2. VA 生产具有较高的技术壁垒

目前维生素 A 的合成主要有 Roche 和 BASF 两种工艺：

Roche $C_{14}+C_6$ 合成工艺大致可以分成六碳醇的合成（以乙炔锂、丁烯酮为起始原料），十四醛的合成（以 β -紫罗兰酮为起始原料），双格氏反应得到维生素 A 的主碳构架，然后进一步选择加氢、酰化、上脱溴等工序进行侧链的化学改造，得到维生素 A 醋酸酯。

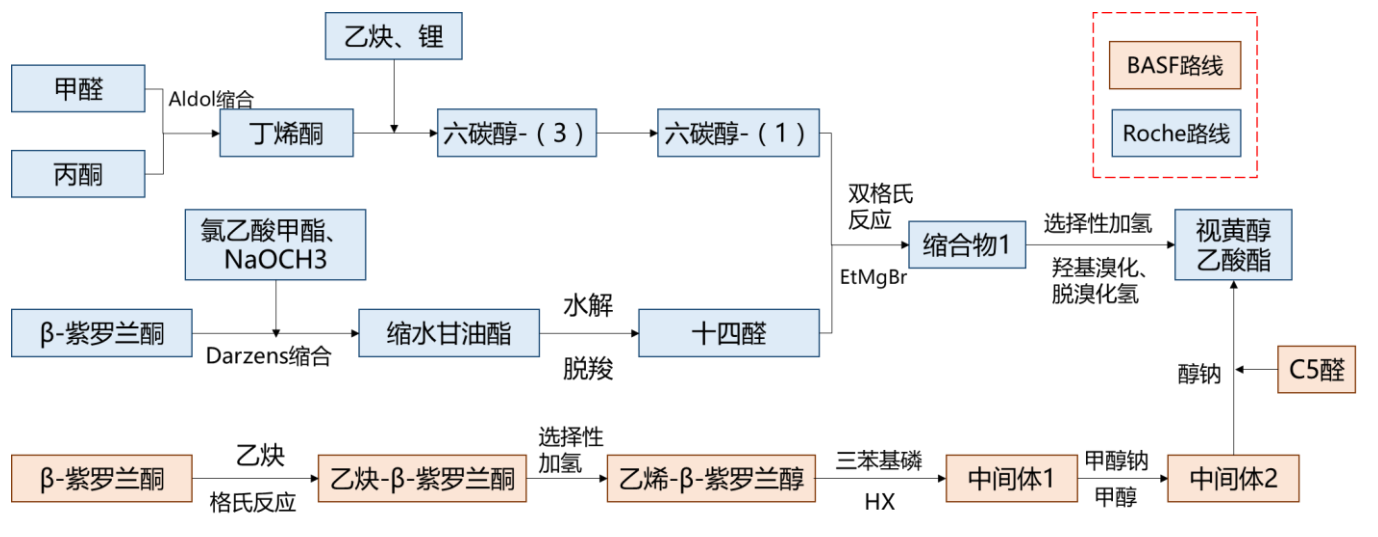
Roche 合成工艺的优点是技术较成熟，收率稳定，各反应中间体的立体构形比较清晰，不必使用很特殊的原料。缺陷是使用的原辅材料高达 40 余种，数量较大。目前国内的维生素 A 厂商均采用 Roche 工艺。

BASF $C_{15}+C_5$ 合成工艺同样以 β -紫罗兰酮为起始原料，和乙炔进行格氏反应生成乙炔- β -紫罗兰醇，选择加氢得到乙烯- β -紫罗兰醇，再经 Witting 反应之后，在醇钠催化下，与 C5 醛缩合生成维生素 A 醋酸酯。

BASF 成工艺明显的优点是反应步骤少，工艺路线短，收率高。但工艺中的乙炔化，低温及无水等技术壁垒较高，核心技术难点是 Witting 反应以及副产的三苯磷的循环利用。BASF 合成工艺使用剧毒的光气实现三苯磷的循环利用，这种工艺对工艺和设备要求高，较难实现。目前巴斯夫和安迪苏采用的是此工艺路线。

其后，国外有研究机构使用亚磷酸四乙酯与 C_{15} 醛反应，成功的合成了 C_{15} 醛磷酸酯，可避免传统 BASF 合成工艺使用价格高的三苯磷和剧毒的光气。

图 8：维生素 A 的合成工艺路线



数据来源：《维生素 A 合成工艺》，东吴证券研究所

对于国内企业而言，主要采用的 Roche 路线工艺相对成熟，对其中的关键中间体如六碳醇、十四醛的合成工艺改进，提高收率和产品质量是目前研究的重点。

VA 的技术壁垒不仅在于 VA 属于资金和技术密集型产业，生产工艺相对复杂，而且，VA 光照、氧气、氧化剂、脂肪氧化酶等接触时，极易被氧化分解。针对这个问题，工业化生产的维生素 A 主要是以 VA 醋酸酯的形式存在，并且要用微胶囊包裹，VA 微胶囊的材料、生产技术也存在较高的技术壁垒。

2.1.3. VA 供求偏紧，价格存在上行可能

维生素 A 为寡头垄断格局，回顾历史价格可以发现，历次价格暴涨均与某寡头企业停产或检修相关。不过，2020 年的 VA 的行情演绎不同于往年。

目前无论是经销商还是饲料厂库存都比较低。首先，由于 19 年下半年 VA 的价格震荡下行，并且 20 年春节较往年略有提前，下游用户基本是即采即用。其次，由于非洲猪瘟影响，部分终端饲料厂开始向市场抛售存货，贸易商走货困难，也不愿意做多库存。最后，海外用户也注意到中国非洲猪瘟的影响，看淡需求。即使在巴斯夫发布停产计划后，也没有出现过量采购的情况。

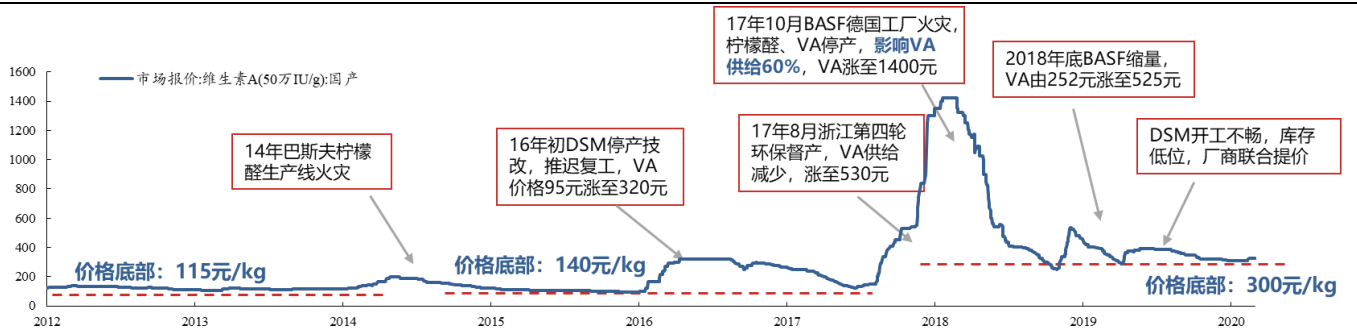
需求层面，海外客户对中国新冠肺炎的演化底气不足，采购意愿高涨。国内的需求基本处在底部，随着新冠肺炎得到控制，生产逐步恢复，需求稳步向好。同时，价格上行带动贸易商补货。整体而言，目前市场有一定的超量采购的迹象。

供给层面，巴斯夫路德维希工厂 19 年 6 月进行检修，11 月复产，但是其后开工一直不高，并且 20 年下半年因为装置并线，还需要进行计划检修。帝斯曼因为间甲酚（朗盛）供应不足，也是低负荷运行。国内三家企业因为新冠肺炎复产较往年同期相比进度

滞后，负荷偏低。

综上分析，VA 的价格上行趋势较为明显。

图 9：维生素 A 价格走势



数据来源：博亚和讯，各公司公告，东吴证券研究所

2.2. VE 行业全年高景气，价格继续上行

从供求格局看，VE 的格局可能略逊于 VA。但是，随着帝斯曼参股 Amyris 以及收购其巴西工厂，有理由对 VE 的中期格局持乐观态度。

能特科技 19 年 9 月份停产进行技改，但是新冠肺炎导致能特科技的技改进度大幅度推后，VE 油由供求偏松的格局转为供求平衡偏紧。

不仅如此，由于 19 年 4 季度 VE 价格稳步下行，终端饲料厂和贸易商库存所剩无几。但是新冠肺炎导致下游用户过量采购，短期供求矛盾相对突出。

2.2.1. 维生素 E 市场容量较大

维生素 E 又被称为生育酚，是一种脂溶性维生素。由于游离的维生素 E 不稳定，在空气中易被氧化，见光易分解，因而通常将其乙酰化，目前市场上销售的主要是维生素 E 醋酸酯。

维生素 E 是全球需求量最大的维生素品种之一。VE 的下游需求比较稳定，全球 65% 的 VE 用于饲料添加，其次是医药化妆品，约占 30%，最后是食品饮料，约占 5%。我国企业生产的 VE 主要用于饲料添加，而巴斯夫和帝斯曼生产的维生素 E 用于医药、食品添加的比重较大。

随着帝斯曼收购能特，VE 的供给格局重回寡头格局。海外主要主要是帝斯曼和巴斯夫，国内的企业主要是浙江医药、新和成、北沙制药和能特科技（被帝斯曼收购）。

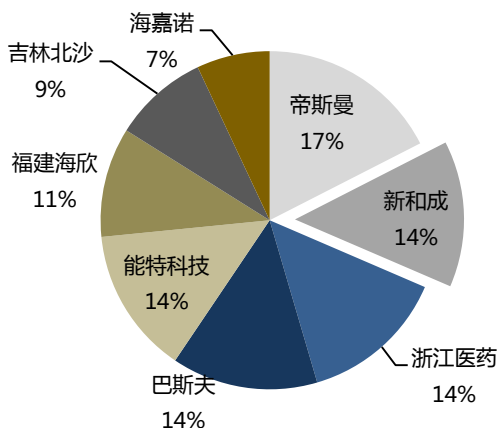
能特的装置 17 年 1 季度投产，18 年扩产后 VE 油的产能达到 3 万吨。由于 16 年 10 月能特和美国 Amyris 签署了法尼烯在 VE 合成领域的独家使用协议，法尼烯路线的成本相对较低，所以能特科技一直是 VE 领域的搅局者。

17 年 6 月，帝斯曼对 Amyris 进行股权投资，分两次注资 5000 万美元，对应获取

12%的股权，并且在每次注资完成后获取一个董事会席位。显然，帝斯曼试图从原料供给的角度整合 VE 的市场格局。

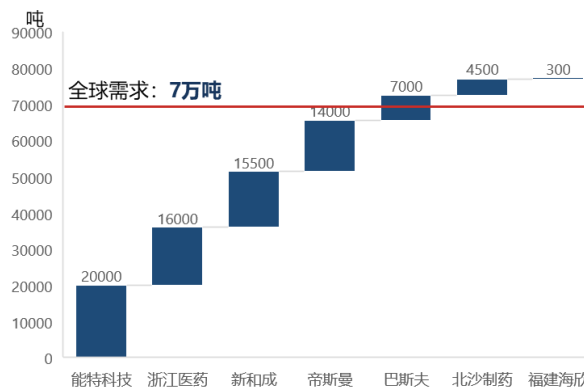
19 年 1 月，帝斯曼和能特科技在上海签订框架协议，约定就 VE 及其中间体业务组件合资公司益曼特，19 年 8 月完成交割。按照约定，帝斯曼将会对益曼特进行技改。

图 10：维生素 E 供应格局（2018 年）



数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

图 11：维生素 E 供需平衡图（2018 年）



数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

2.2.2. 技术创新带动维生素 E 格局变化

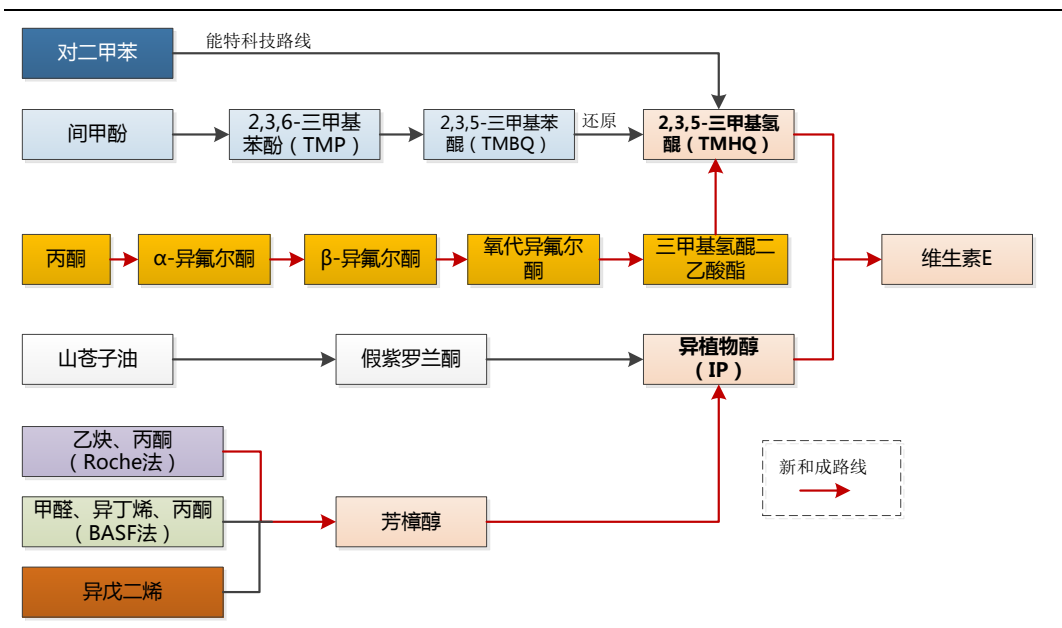
合成维生素 E 的工艺路线较多，合成工艺分为三个工段：异植物醇合成、三甲基氢醌合成和维生素 E 合成。其中，三甲基氢醌占成本的 35%，异植物醇占成本的 65%。

传统的三甲基氢醌合成采用以间甲酚为原料，受制于技术，间甲酚（三甲酚）的生产控制在 Merisol、巴斯夫、三菱等企业手中，大量依赖进口。相关企业中，新和成全部改用以丙酮为原料的异氟尔酮工艺，能特科技采用对二甲苯作为原料，浙江医药主要以间甲酚为原料。由于近年来，间甲酚价格下跌较多，三种路线，成本相差不大。

异植物醇的合成普遍采用丙酮与乙炔工艺（芳樟醇工艺）。该工艺根据原料的不同又可分为罗氏法、异丁烯-甲醛法、异戊二烯-格氏试剂法等，生产过程安全风险较大。巴斯夫主要是采用柠檬醛和与丙酮缩合制备异植物醇，这是其路德维希柠檬醛工厂关闭导致巴斯夫也不得不宣布 VE 遇到不可抗力的主要原因。公司也表示“只有在柠檬醛供应恢复、获得维生素 A 和 E 所需中间体的时候这些装置才能重启。”。

浙江医药主要是采用异戊醛技术路线。

图 12：维生素 E 合成路线



数据来源：《合成维生素 E 的研究进展》，环评报告，东吴证券研究所整理

2.2.3. 间甲酚的冲击相对有限

浙江医药的三甲基氢醌合成采用以间甲酚为原料。

部分因为朗盛产能受限，必须优先保障薄荷的生产，部分因为美国 Merisol 公司（沙索公司）的工厂因为飓风受淹，部分因为环保因素，国内不少企业停产，间甲酚价格上涨较多，从 17 年 1.37W/吨涨价至现在 8.5W/吨。

展望未来，间甲酚的价格走势存在一定的不确定。主要原因在于 19 年 7 月，海华发起了对原产于美国、欧盟、日本的进口间甲酚进行反倾销调查。如果反倾销税率按照 50% 匡算，最终的间甲酚价格约在 5 万元/吨。

整体而言，间甲酚的生产壁垒不高，对于浙江医药这种大客户，购进价格可能远低于市场询价。

2.2.4. 维生素 E 价格处于历史底部

很长一段时间，VE 供过于求，行业存在新进入者，竞争激烈，价格也是处于十年来的历史低位。

17 年 6 月，帝斯曼入主 Amyris 后，市场对其整合 VE 产业存在期待，加之价格处于历史低位，下游用户和贸易商的库存较多。不过 19 年下半年，相关企业成功把握住非洲猪瘟导致国内需求羸弱的机会，以销定产，成功实现 VE 的去库存，终端饲料厂和贸易商库存所剩无几。

需求层面，海外客户对中国新冠肺炎的演化底气不足，采购意愿高涨。国内的需求基本处在底部，随着新冠肺炎得到控制，生产逐步恢复，需求稳步向好。同时，价格上

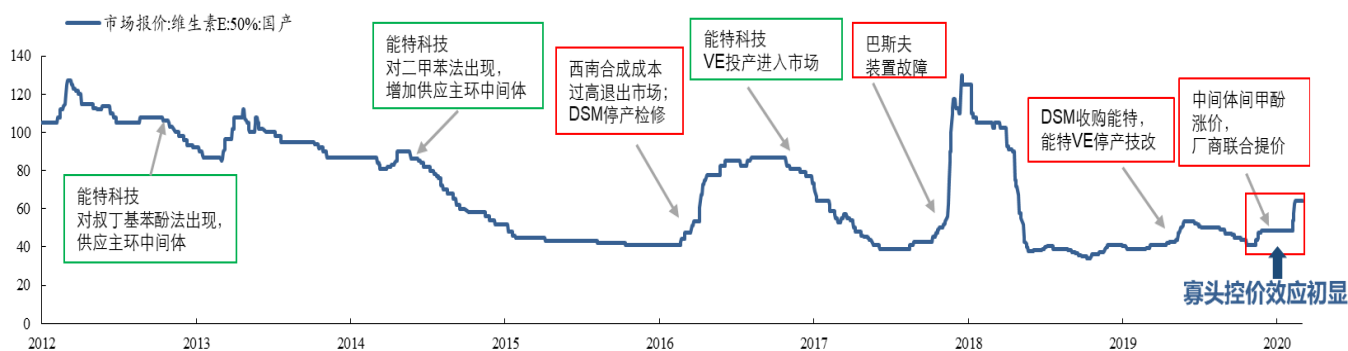
行带动贸易商补货。整体而言，目前市场有一定的过量采购的迹象。

供给层面，巴斯夫主要是采用柠檬醛和与丙酮缩合制备异植物醇，装置负荷不高。国内三家企业因为新冠肺炎复产较往年同期相比进度滞后，负荷偏低。

最后，也是最关键的，能特科技 19 年 9 月份停产进行技改，但是新冠肺炎导致能特科技的技改进度大幅度推后，VE 油由供求偏松的格局转为供求平衡偏紧。

综上分析，与 VA 相同，VE 的价格上行趋势较为明确，并且在年内都会维持供求偏紧的态势。

图 13: 维生素 E 价格走势



数据来源：博亚和讯，各公司公告，东吴证券研究所

3. 医药业务破局在即

公司医药业务主要分为原料药，制剂、创新药、医药商业和保健品五大板块。其中医药制造又可以细分为国内制剂、出口原料药、出口制剂和创新药四大业务。

由于历史渊源，公司的原料药业务主要围绕抗感染类药物布局，涉足的品种包括喹诺酮类抗生素、抗耐药菌抗生素、糖肽类抗生素等。公司同时布局抗疟疾药（比如本芴醇、蒿甲醚）、口服降糖药以及营养补充剂类药物。

公司的制剂业务目前主要集中在国内，支撑国内制剂收入的主要是“来立信”（乳酸左氧氟沙星注射液及其片剂）、“来可信”（注射用盐酸万古霉素）、“加立信”（注射用替考拉宁）。展望未来，苹果酸-奈诺沙星胶囊和针剂逐步放量，米格列醇也会逐步放量。海外制剂业务的进展取决于喷雾干燥技术的认证，目前看起来，破局在即。喷雾干燥粉针剂项目是公司的原创平台型技术，如若认证通过，后续陆续还有新品推出。

创新药是公司的战略重点，也是公司这么多年业绩持续低于预期的一个重要因素。但是，公司研发的苹果酸-奈诺沙星已经在逐步放量，在研的 HER2 单抗进展顺利。

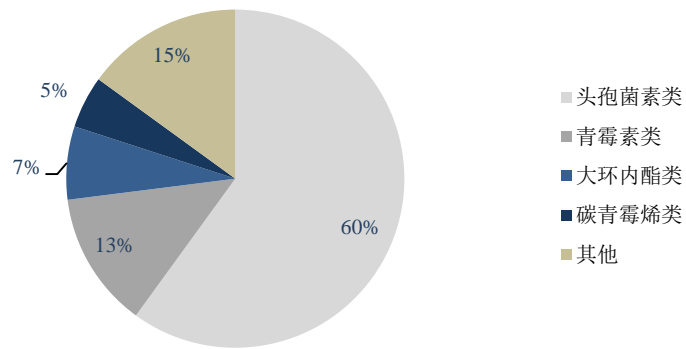
3.1. 立足抗生素，逐步丰富原料药的品种

抗生素是国内各类用药市场中规模较大的一类临床基础用药，也是公司的核心业务之一。

公司目前涉足的抗生素产品主要包括抗感染类药物，比如喹诺酮类抗生素、抗耐药抗生素、糖肽类抗生素等。公司生产的左氧氟沙星、盐酸万古霉素、替考拉宁原料药产量位居世界前列。其中，盐酸万古霉素及替考拉宁已占全球产量的40%以上。

未来，公司也将业务进行了适度衍生，先后发展了米格列醇、黄体酮等业务。

图 14：2018 年抗生素药物销售结构（单位：%）

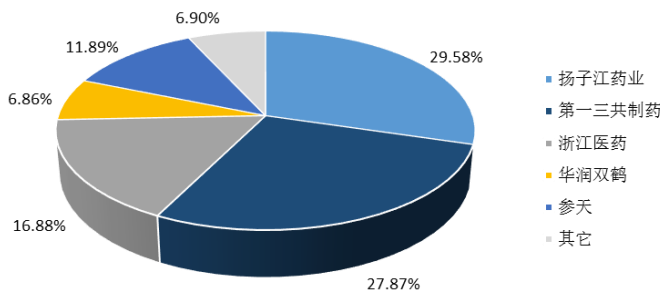


资料来源：华经产业研究院、东吴证券研究所

3.1.1. 左氧氟沙星市占比稳定，为公司持续提供现金流

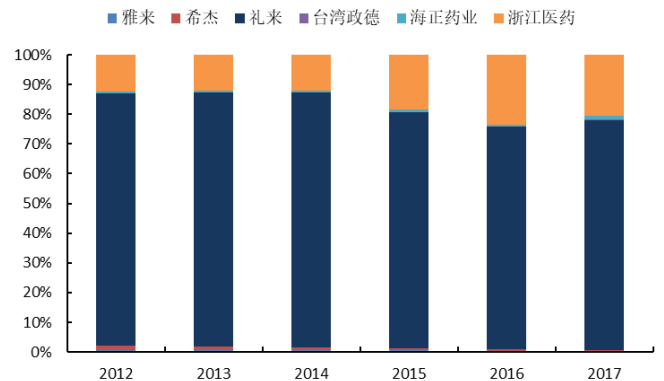
左氧氟沙星为喹诺酮类抗生素，销售额占比在同类产品中排名第二，为 39%。从 PDB 的数据看，左氧氟沙星虽然市场大，但生产企业众多，竞争较为激烈。浙江医药的市占比一直维持在第三位，该产品持续为公司提供稳定的现金流。

图 15：2018 年重点城市样本医院左氧氟沙星各企业占比 (%)



数据来源：PDB、东吴证券研究所

图 16：2018 年重点城市样本医院万古霉素各企业占比 (%)



数据来源：PDB、东吴证券研究所

3.1.2. 公司是全球万古霉素原料药最大的供应商

盐酸万古霉素是礼来公司 1958 年原研并开发的糖肽类抗生素，作用机制是抑制细菌细胞壁的合成，它主要和敏感细菌细胞壁前体肽聚末端的丙氨酰丙氨酸结合，阻断构成细菌细胞壁的高分子肽聚糖合成，导致细胞壁缺损而杀灭细菌。此外，它也可能改变细菌细胞膜渗透性，并选择性地抑制 RNA 的合成。

盐酸万古霉素为窄谱抗生素，仅对革兰阳性菌有效，对于 MRSA（耐甲氧西林金黄色葡萄球菌）引起的败血症，心内膜炎，骨髓炎，肺内感染均有良好疗效。万古霉素为多肽类抗生素占比最大的一类，虽然也有一定的耐药性，但仍然作为临床的一线用药。

万古霉素全球销售额在 2014 年达到峰值为 11 亿美元，2016 年下降至 9.3 亿美元，基本平稳。

从万古霉素近 5 年样本医院销售情况来看，2014 年销售额达到峰值，为 3.5 亿元，2015 年、2016 年销售额照 2014 年相比有所下降，但总体水平保持平稳。

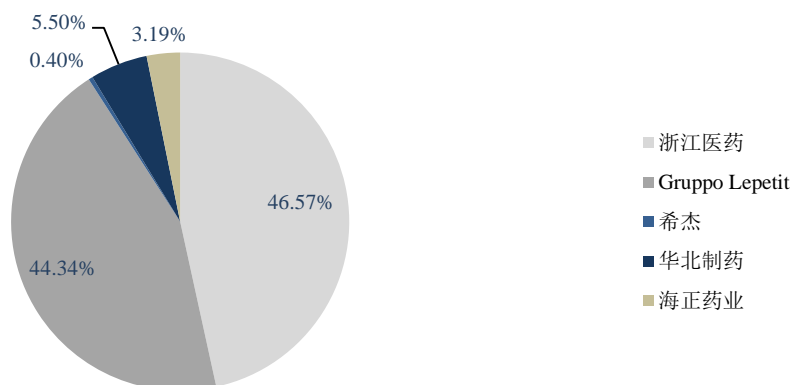
万古霉素的原料药业务国内主要是浙江医药、雅赛利和雅培供应。万古霉素制剂业务国内共有 4 家厂商获批，其中进口两家为政德制药和礼来公司，两家国产为浙江海正和浙江医药。目前在审两家为希杰制药和丽珠集团，市场竞争小。

3.1.3. 替考拉宁市占率第一，增速稳定

替考拉宁为多肽类抗生素，在这类抗生素中市占比仅次于万古霉素，位列第二。根据重点城市样本医院的数据，替考拉宁 2017 年前三季度的销售额占多肽类抗生素的 36%。

浙江医药的替考拉宁市占比最高，是我国该产品的龙头。从 PDB 的数据可以看出，其市占比达 47%。我国替考拉宁的市场常年维持稳定，作为该产品的龙头，浙江医药从中获得稳定的收入。

图 17：2018 年重点城市样本医院替考拉宁各企业占比（%）



数据来源：PDB、东吴证券研究所

3.1.4. 达托霉素目前主要是原料药

达托霉素是礼来公司 2004 年研发生产的第二代肽类抗生素药。作用机制是干扰一种广泛存在于细菌细胞壁上的特殊酶肽聚酶的生物合成，使致病菌无法顺利合成其细胞壁，最终死亡。

达托霉素在耐药性方面和绝大多数抗生素无交叉，对在体外已呈甲氧西林、万古霉素和利奈唑胺等耐药性分离菌株仍具强力活性，比普通抗生素拥有更长的生命周期，主要用于对现行疗法没有响应的革兰氏阳性菌感染。

据国外医药媒体报道,2014 年达托霉素已占据美国注射用抗生素产品 83% 的份额。2015 年，达托霉素全球市场销售额 14.06 亿美元，美国市场销售额 12.59 亿美元，国内市场销售额 75.6 万美元。

我国已有多家厂商在研制达托霉素原料药，其中华北药业集团、海正药业、恒瑞制药等制药企业早在几年前就开始着手研制达托霉素原料药，并已有样品做临床“等效性试验”，此外，国内还有多家制药公司也在准备上马生产达托霉素原料药。

16 年 6 月公司公告，根据美国 FDA 对 PIND 文件审核的意见及官方会议纪要，公司向美国 FDA 提交的注射用达托霉素五个开发规格可按照 505 (b) (2) 新药注册法规途径申报。公司接下来将完善资料后向 FDA 递交 NDA 新药申请。

3.1.5. 其他品种发展平稳

除了上述抗生素品种外，公司还生产抗疟疾药（比如本芴醇、蒿甲醚）等医药原料药和营养补充剂类药物（比如，来益天然维生素 E 胶丸）等医药制剂。

公司研发的米格列醇和苹果酸奈诺沙星放量在即。

米格列醇进入医保体系，存在放量可能

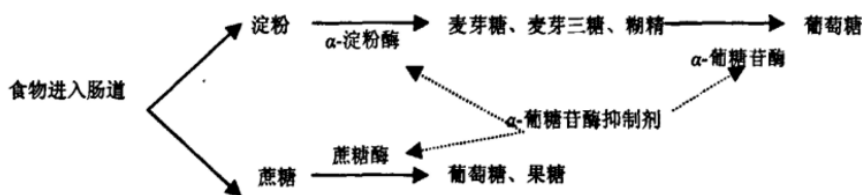
米格列醇为小肠 α -葡萄糖苷酶抑制剂，为口服降糖药的一种，主要用于 II 型糖尿病的治疗，原研商为拜耳。

糖尿病是由于胰岛素分泌不足，造成的以高血糖为基本特征的内分泌代谢紊乱性疾病。高血糖是引起糖尿病并发症的主要因素，口服降糖药主要分为促胰岛素分泌剂、胰岛素增敏剂以及 α -葡萄糖苷酶抑制剂，其中 α -葡萄糖苷酶抑制剂（主要是阿卡波糖、伏格列波糖以及米格列醇）不仅能够跳空糖尿病患者的血糖浓度，而且作用温和持久、毒副作用低，成为治疗 2 型糖尿病的首选药物。

米格列醇的作用机制为可逆竞争性抑制。米格列醇的结构与葡萄糖相似，能够可逆地竞争性抑制假单糖 α -葡萄糖苷酶，对小肠绒毛刷缘的 α -糖苷酶都有抑制作用，是蔗糖酶的高效抑制剂，且不抑制 α -淀粉酶的活性。所以，米格列醇并不完全抑制葡萄糖的吸收，而只是延缓了葡萄糖的吸收过程。通过延缓碳水化合物的吸收使消化道各区域对葡萄糖

的吸收更平均，从而平缓了餐后碳水化合物消化吸收所产生的尖锐血糖峰值。

图 18: α -葡萄糖苷酶抑制剂作用机理



数据来源:《广东化工》, 东吴证券研究所

我国糖尿病患者众多,根据 IDF 的研究来看,20-79 岁人群中患者数量从 2013 年的 9800 万人增长到 1.1 亿人。我们认为,随着居民生活水平的提高、城镇化进一步推进和人口老龄化加剧,未来糖尿病患者数量将进一步增长。

糖尿病用药市场广阔,据智研咨询的数据,截至 2016 年全球糖尿病药物市场规模达到 684 亿美元,其中 α -糖苷酶抑制剂在零售药店市场规模为 19 亿元, α -糖苷酶抑制剂的细分产品中阿卡波糖占比 90%,伏格列波糖仅占比 7%,米格列醇占比 3%。表面看,米格列醇占比不高,但是米格列醇作用机理多元,而且能够降糖减重,比较有产业前景。2017 年,米格列醇新调整进入医保目录,我们认为其增速将会进一步提高。

目前我国米格列醇市场占比最大的企业为四川维奥,浙江医药位居第二,但其市占比逐年增长,2017 年前三季度为 37%。

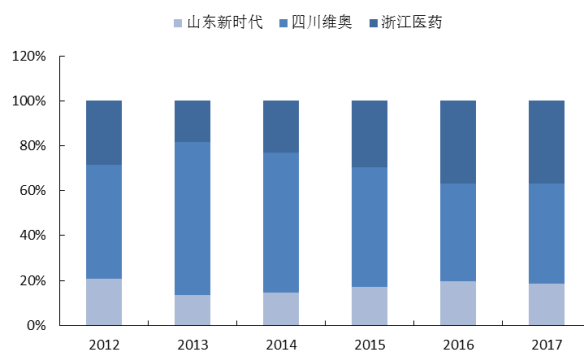
浙江医药的米格列醇在我国 21 个省份中标,在进入国家医保目录之前,在 6 个省份进入了地区医保目录。随着新调整进入国家医保目录,该药品可在中标的 21 个省份进行医保支付,未来有望加速增长。

图 19: 全球抗糖尿病药物市场规模 (亿美元, %)



数据来源:智研咨询, 东吴证券研究所

图 20: 米格列醇市占比情况



数据来源:CMH, 东吴证券研究所

3.2. 喷雾干燥技术有望打开公司出口制剂业务的产业空间

目前公司的医药出口业务主要是原料药，出口制剂尚未起量。

环保趋严导致部分小规模的企业产能被淘汰，企业生产相对集中，但是由于海外经济不景气，仍存在毛利下滑的风险。针对这一问题，公司通过垂直一体化的办法来解决相关问题，先后开发出乳酸左氧氟沙星注射液及其片剂（来立信）、注射用盐酸万古霉素（来可信）、注射用替考拉宁（加立信）等，公司三大抗生素制剂市场份额在国内均处于行业前列。

但是公司在研的喷雾干燥粉针剂技术设备投资低，生产效率高，产品规格多，具有较好的产业前景，而且可以按照 505 (b) (2) 的方式向 FDA 提交 NDA 申请。

预计今年，公司会再度启动注射用盐酸万古霉素项目喷雾干燥技术的现场审核材料，如果通过，不仅打开了盐酸万古霉素制剂的出口，而且会带动其他相关产品的制剂出口业务。

3.2.1. 喷雾干燥技术打开公司制剂出口的窗口

传统的注射制剂生产采用冷冻干燥技术，这种技术的特点是间歇生产，规格单一，设备投资大，对灌装瓶子质量要求高。

针对这一问题，经反复工艺对比，浙江医药决定采用同样被美国 FDA/GMP 认可的喷雾干燥技术来代替传统的冷冻干燥技术，喷雾干燥技术不仅是连续式生产，而且对灌装瓶子要求大大降低，生产能耗和物料消耗大大降低，产品规则可以多样化。

2013 年，浙江医药成功完成了盐酸万古霉素的实验，14 年 7 月 FDA 同意浙江医药的注射用盐酸万古霉素产品以 505 (b) (2) 的方式提交 NDA 申请。

2014 年，浙江医药成功完成了达托霉素的实验，16 年 2 月 FDA 同意浙江医药的注射用达托霉素产品以 505 (b) (2) 的方式 NDA 申请。

2017 年 1 月，浙江医药下属创新生物的注射用盐酸万古霉素项目接受了 FDA 的 POV 访问，这是 FDA 在亚洲首次进行的 POV 访问。

18 年 1 月份，FDA 进行了现场验收，提出了一些整改意见。

公司计划在今年再度提交现场审核的材料，考虑到整改耗时近 2 年，进展值得期待。

喷雾干燥粉针剂技术属于平台型技术，如若认证通过，后续应该还有其他品种可以期待。

3.3. 创新药业务破局在即

创新药是公司的战略重点，也是公司这么多年业绩持续低于预期的一个重要因素。但是，公司研发的苹果酸-奈诺沙星已经在逐步放量，在研的 HER2 单抗进展顺利。

3.3.1. 苹果酸奈诺沙星国内上市，首个无氟喹诺酮产品增长可期

经过几十年的发展，喹诺酮类药物分为四代，目前市场上主要为第三代和第四代。其中第三代以诺氟沙星、环丙沙星、左氧氟沙星和洛美沙星为代表，第四代代表药物为莫西沙星和加雷沙星。

喹诺酮类药物市场庞大，2015 年全球销售额达到 20.23 亿美元，国内市场重要城市医院用药销售额为 15.59 亿元。目前，国内市场排名前列的喹诺酮类药品种，包括莫西沙星、左氧氟沙星等。

近年来，莫西沙星等传统氟喹诺酮类的用药安全性受到很大质疑，研究发现氟喹诺酮类药物可能引起肝脏毒性和光毒性等不良反应，且在近年临床应用过程中，氟喹诺酮抗菌药耐药肺炎链球菌存在交叉耐药性。2017 年 7 月，CFDA 发布《总局关于修订全身用氟喹诺酮类药品说明书的公告》中明警告该类药品有严重不良反应。

苹果酸奈诺沙星是全球首个无氟喹诺酮类抗菌药，最初由 P&G 开发。太景生技 05 年自 P&G 取得奈诺沙星 6 项主要专利后，持续投入研发力量，并在 12 年 8 月最终取得 3 期临床试验的成功。

苹果酸奈诺沙星的作用机制是通过抑制细菌 DNA 回旋酶的活性而抑制细菌 DNA 复制。临床数据显示，奈诺沙星临床疗效优于莫西沙星，在副作用方面奈诺沙星在肝脏和心脏方面的不良反应显著小于莫西沙星。另外奈诺沙星产品在糖尿病并发症肢体溃烂方面具有特殊的独特的治疗效果，凭借着优异的治疗效果有望对莫西沙星进行新老替换。

2012 年 6 月，浙江医药与太景生技签署《技术授权及合作协议》，获得苹果酸奈诺沙星在中国境内的 20 年的专利使用权及销售权。

公司奈诺沙星苹果酸奈诺沙星原料药及其胶囊（“太捷信”）于 2016 年 6 月取得生产批文，目前中标上海、浙江等 10 个省份，其它地区的招标工作正在陆续推进。

苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液目前已经完成临床研究，目前已经完成注册审评，我们预计疫情结束后，可以拿到批文，进入医保的进度需要进一步观察。

3.3.2. 单抗偶联药物 AS269 进展顺利

抗体药物偶联物（Antibody-drug conjugate, ADC）是通过一个化学链接将具有生物活性的小分子药物连接到单抗上，单抗作为载体将小分子药物靶向运输到目标细胞中。抗体可以选择性地把细胞毒性的小分子传送到肿瘤细胞，转化为有效的抗癌药。

抗体偶联药物的研究可以追溯到上世纪 80 年代，但是直到最近几年，FDA 先后批准 Brentuximab Vedotin (SGN-35, 商品名 Adcetris,) 以及 Ado-trastuzumab Emtansine (T-DM1, 商品名 Kadcyla) 两个 ADC 产品用于治疗癌症，ADC 再度引发市场关注。

早期的 ADC 技术由于不能定点地把小分子药物偶联到抗体上，产生的 ADC 药物是

不均一的，是由不同 DAR（小分子药物/抗体比值）值的成分组成的混合物。ADC 的不均一性导致了产品复杂的药理学，不易调控的药物动力学及药物药效学，也使得产品的质量监控非常困难，这大大加大了开发新的 ADC 产品的难度。定点偶联技术的出现较好解决了这一问题。

Her2 靶点作为治疗乳腺癌的一个重要靶点而广受关注。目前上市的药品中，以 Her2 为靶点的主要有曲妥珠单抗、拉帕替尼、帕妥珠单抗、阿法替尼和 T-DM1 等。

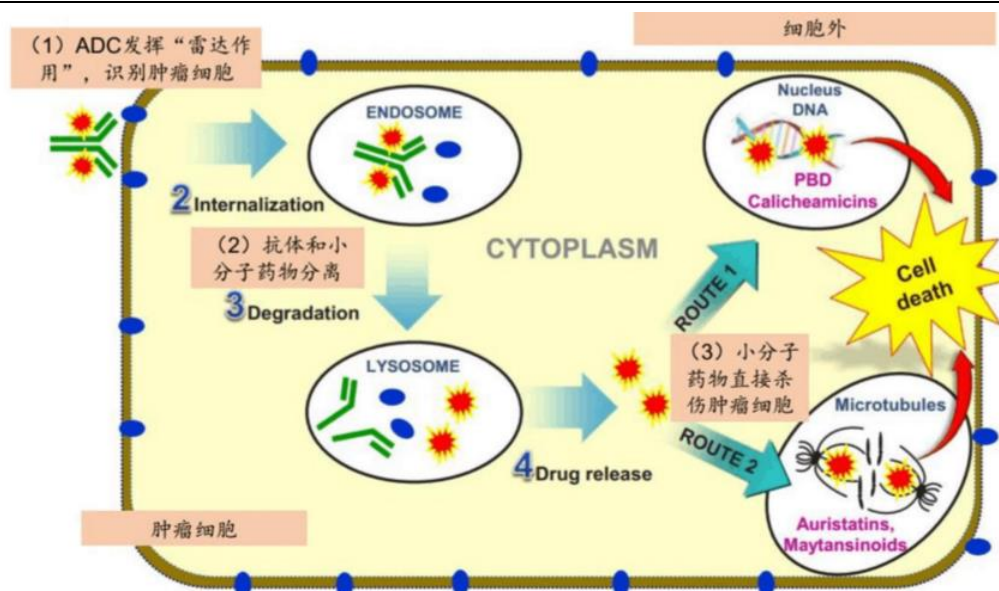
2013 年 6 月浙江医药发布公告，公司与 AMBRX 公司签署合约，采用其蛋白质定点偶联专利技术开发 Her2 抗体 ADC 药物 AS269 偶联注射液，同时，双方同意委托药明康德负责抗 Her2-ADC 产品的临床前研究和生产工艺开发。

抗 HER2-ADC 产品属于单克隆抗体药物（与 Her2 靶点结合的、偶联了抗肿瘤化疗药物的单克隆抗体药物结合物）。单克隆抗体是具有高度特异性的靶向药物，其对肿瘤细胞的靶向性非常高。

和传统的 ADC（抗体药物偶联物）药物相比，Ambrx 的 ADC 是通过定点嵌入非天然氨基酸，实现在单克隆抗体上定点、定量接入抗肿瘤的小分子药物，以获得单一的 ADC 纯品。

抗 Her2-ADC 产品的靶点 Her2 是公认的治疗乳腺癌/胃癌的作用靶点，研究相对充分。目前以 Her2 为靶点的三种上市 Her2 单抗，Trastuzumab（商品名赫赛汀，Herceptin）、Pertuzumab（帕妥珠单抗）和 T-DM1，均为罗氏所有。

图 21：抗体药物偶联物作用机制



数据来源：Pumed，东吴证券研究所

16 年 8 月，AMBRX 公司向美国 FDA 提交的 ARX788（即抗 Her2-ADC）临床申请获批，现处于临床研究阶段。此外，公司也在新西兰、澳大利亚推进抗 Her2-ADC I 期

临床试验。

19年12月，公司举办新闻发布会，抗Her2-ADC一期临床数据较为理想，公司也拿到了二、三期临床实验的批文。

19年10月，公司发布公告，新码生物与Ambrx公司签署合作开发和许可协议。根据协议，双方将合作研发并商业化许可ARX305产品。ARX305是指主要与CD70靶点结合的、偶联了高活性肿瘤杀伤毒素的单克隆抗体药物偶联物，即抗CD70-ADC。CD70为一种跨膜蛋白，病理状态下在多种肿瘤（如：肾细胞腺癌、肾透明细胞癌、急性髓细胞样白血病、非霍奇金淋巴瘤、霍奇金淋巴瘤、骨髓增生异常综合症等）表面特异性高表达，是近年来广受关注的肿瘤治疗靶点。目前国外有多款针对CD70的单克隆抗体或ADC药物处于临床研究状态，尚未有相关药物上市；国内尚未有针对CD70的单克隆抗体或ADC的临床注册记录。

3.4. 功能保健品发展平稳

保健品销售业务由子公司维艾乐承担。

为延伸产业链，公司以自主研发品种进军保健品市场。国内保健品市场主要包括传统型保健品、现代型保健品、功能型保健品三大类。

目前公司已经推出了来益牌天然维生素E、叶黄素咀嚼片和好心人牌辅酶Q10三个品种。

经过多年的发展，目前已经形成了以全国连锁为基础、区域强势连锁为补充的OTC销售渠道布局，“来益牌”天然维生素E、叶黄素咀嚼片和“好心人牌”辅酶Q10入驻全国25个省、市、自治区的25000家OTC连锁门店。

保健品业务发展的关键在于原料优势和技术优势，公司的保健品的相关原料，比如维生素、虾青素、斑蝥黄、辅酶Q10都自我配套，原料的优势很强。微胶囊技术也是保健品的一个技术壁垒，公司这方面的技术储备也领先于兄弟单位。

3.5. 医药流通业务具备一定的壁垒

医药商业主要是公司下属医药流通企业浙江来益医药有限公司，在以省为单位的药品集中招标采购政策下，以公立医院为主要目标市场，以服务为手段，凭借规范经营、规模经营来赢得发展。

来益医药的特色品种——冷链药品和麻精药品，在药监部门的日常检查中，均以无缺陷项通过检查。

4. 盈利预测与估值

4.1. 基本假设

假设维生素 A 2019-2021 年平均税前价格分别为 350、400、380 元/kg；产量（折合 50 万 IU 粉）分别为 2500 吨，3000 吨，4500 吨。

假设维生素 E 2019-2021 年平均税前价格分别为 47 元/kg、56 元/kg、66 元/kg；产量（折合 50 万 IU 粉）均为 4 万吨。

表 1：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
生命营养品	营业收入	2,670.35	3,126.77	3,811.77	4,721.77
	毛利	1047.58	1402.91	2040.41	2727.91
医药制造类	营业收入	2,302.14	2,417.25	2,538.11	2,665.02
	毛利	1,719.70	1,805.69	1,895.97	1,990.77
社会产品配送	营业收入	1,859.00	1,951.95	2,049.55	2,152.02
	毛利	97.00	101.85	106.94	112.29
其他业务	营业收入	8.31	8.31	8.31	8.31
	毛利	-0.21	-0.21	-0.21	-0.21

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

4.2. 盈利预测与估值

我们预计公司 19-21 年营业收入为 75.04 亿元、84.08 亿元和 95.47 亿元，净利润为 5.84 亿元、8.94 亿元和 11.73 亿元，EPS 为 0.61 元、0.93 元和 1.22 元，PE 为 27X、18X 和 13X，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表（参考 2020 年 3 月 16 日收盘价）

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
浙江医药	156.74	16.24	0.38	0.61	0.93	42.99	26.83	17.52	2.00
新和成	524.92	24.43	1.43	1.11	1.44	10.48	22.01	16.97	3.11
科伦药业	298.32	20.72	0.85	0.65	1.02	24.51	31.88	20.32	2.26
华润双鹤	130.20	12.48	0.93	1.02	1.12	13.02	12.29	11.14	1.54

资料来源：Wind（除浙江医药和新和成外为 Wind 一致预期），东吴证券研究所

5. 风险提示

5.1. 维生素价格大幅波动

维生素价格受市场供需关系影响较为敏感，公司 VE 产能较大，VA 产能也在逐步释放，业绩对维生素价格的敏感度较高。未来维生素价格大幅波动或对公司业绩造成较大影响。

5.2. 新产品推广不及预期

公司创新药产品研发壁垒高，市场拓展难度大，或存在新产品推广不及预期的风险。

浙江医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,734	5,525	5,566	6,901	营业收入	6,859	7,504	8,408	9,547
现金	1,492	1,953	1,800	2,593	减:营业成本	3,983	4,194	4,365	4,716
应收账款	1,259	1,542	1,596	1,967	营业税金及附加	70	75	85	96
存货	1,192	1,085	1,285	1,276	营业费用	1,528	1,576	1,801	2,100
其他流动资产	791	945	885	1,064	管理费用	692	837	937	1,064
非流动资产	5,314	5,390	5,602	5,899	财务费用	9	17	11	11
长期股权投资	12	14	15	17	资产减值损失	141	134	157	176
固定资产	4,033	4,135	4,357	4,650	加:投资净收益	15	28	24	25
在建工程	402	371	357	365	其他收益	20	27	23	25
无形资产	408	410	413	406	营业利润	469	727	1,099	1,434
其他非流动资产	460	460	460	460	加:营业外净收支	-26	-28	-27	-27
资产总计	10,048	10,915	11,168	12,799	利润总额	443	699	1,072	1,406
流动负债	1,887	2,345	1,876	2,541	减:所得税费用	116	144	227	310
短期借款	375	375	375	375	少数股东损益	-37	-29	-50	-77
应付账款	776	960	847	1,105	归属母公司净利润	365	584	894	1,173
其他流动负债	736	1,011	654	1,060	EBIT	422	671	1,039	1,363
非流动负债	76	75	75	75	EBITDA	852	1,071	1,492	1,883
长期借款	12	10	10	11					
其他非流动负债	65	65	65	65	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,964	2,420	1,951	2,616	每股收益(元)	0.38	0.61	0.93	1.22
少数股东权益	437	409	359	282	每股净资产(元)	7.92	8.38	9.18	10.26
归属母公司股东权益	7,647	8,086	8,858	9,902	发行在外股份(百万股)	965	965	965	965
负债和股东权益	10,048	10,915	11,168	12,799	ROIC(%)	3.8%	6.3%	8.8%	10.3%
					ROE(%)	4.0%	6.5%	9.2%	10.8%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	41.9%	44.1%	48.1%	50.6%
经营活动现金流	580	1,177	621	1,723	销售净利率(%)	5.3%	7.8%	10.6%	12.3%
投资活动现金流	-465	-447	-641	-790	资产负债率(%)	19.5%	22.2%	17.5%	20.4%
筹资活动现金流	-42	-269	-132	-139	收入增长率(%)	20.5%	9.4%	12.0%	13.6%
现金净增加额	76	461	-153	793	净利润增长率(%)	44.0%	60.2%	53.1%	31.2%
折旧和摊销	429	400	453	519	P/E	42.99	26.83	17.52	13.36
资本开支	439	74	211	294	P/B	2.05	1.94	1.77	1.58
营运资本变动	-339	233	-663	122	EV/EBITDA	17.79	13.59	9.83	7.32

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

