

分析师:李琳琳
 登记编码: S0730511010010
 lill@ccnew.com 021-50586983

独家品种无氟喹诺酮放量可期, 稳扎稳打迈向综合创新药企

——浙江医药(600216)调研分析报告

证券研究报告-调研分析报告

买入(首次)

市场数据(2021-03-26)

发布日期: 2021年03月26日

收盘价(元)	13.98
一年内最高/最低(元)	22.31/12.38
沪深300指数	5037.99
市净率(倍)	1.69
流通市值(亿元)	132.80

基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	7.79
每股经营现金流(元)	0.77
毛利率(%)	42.09
净资产收益率_摊薄(%)	8.26
资产负债率(%)	26.88
总股本/流通股(万股)	96512.8/96512.37
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《浙江医药(600216)公司深度分析: 向多元化医药企业转型的维生素龙头企业》
 2018-03-30

投资要点:

- VA 和 VE2021 年一季度价格上升较快, 上半年有望维持高位, 公司将从中受益。从近期维生素价格走势看, 整体呈现上行的态势; 主要原因来自于年前大家对疫情走势判断较为悲观, 备货周期拉长, 年后市场库存急剧下降, 而下游生猪及能繁母猪存栏量快速增长, 推升维生素 A 和维生素 E 等产品价格上涨。维生素价格的上涨有助于拉动公司业绩的上涨。
- 公司正处于向综合医药企业转型的关键期。2019 年, 降糖类物质米格列醇进入国家医保目录。该产品有望继续放量。独家品种无氟喹诺酮类药物奈诺沙星注射液有望较快获得批文, 随着全身用含氟喹诺酮类药物说明书的修订, 无氟喹诺酮有望加速取代传统含氟喹诺酮类药物, 未来或将成为一个 10 亿元以上的药物品种。达托霉素获得美国 FDA 认证通过, 2021 年有望放量。ARX788 具备先发优势, 有望成为国内药企中首家上市的抗体偶联药物。
- 预计公司 2020 年-2022 年的 EPS 分别为 0.77 元, 1.30 元, 2.11 元, 对应 3 月 31 日收盘价 13.76 元, 动态 PE 分别为 17.87 倍, 10.58 倍和 6.52 倍, 考虑到公司向综合创新药企转型, 估值重心有望上移, 给予公司“买入”评级。
- 风险提示: VA 和 VE 价格快速下滑, 海外制剂批复未通过, 新药研发及市场推广低于预期等。

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,859	7,044	8,312	8,894	9,605
增长比率	20.5	2.7	18.0	7.0	8.0
净利润(百万元)	365	343	743	1,252	2,038
增长比率	44.0	-6.0	116.7	68.6	62.8
每股收益(元)	0.38	0.36	0.77	1.30	2.11
市盈率(倍)	36.6	39.0	18.0	10.7	6.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

内容目录

1. 公司现状概况：国内 VE、VA 龙头企业，2020 年业绩大幅预增	3
1.1. 公司概况	3
1.2. 公司经营架构	5
1.3. 公司经营概况	5
2. 公司投资亮点	7
3. 公司维生素 E 板块分析	7
3.1. VE 生产工艺概述	8
3.1.1. 主环三甲基氢醌的合成工艺概述	8
3.1.2. 侧链异植物醇的合成工艺概述	8
3.2. 维生素 E 市场呈现寡头垄断格局，浙江医药处于国内第一梯队	10
4. 公司维生素 A 板块分析	10
4.1. 维生素 A 生产工艺概述	11
4.2. 维生素 A 市场竞争格局	11
5. 维生素年后进入补库存周期，维生素 E 和维生素 A 价格持续走高，上半年有望维持高位	12
6. 公司抗生素板块重点产品分析	13
6.1. 盐酸万古霉素系列产品现状：国内已申请一致性评价，国际市场等待认证	13
6.2. 喹诺酮类药物：苹果酸奈诺沙星系列产品有望加速放量	13
6.2.1. 全身用氟喹诺酮类药物说明书面临修订，左氧氟沙星产品未来面临集采挑战	13
6.2.2. 无氟喹诺酮产品：苹果酸奈诺沙星注射液有望较快拿到批文	15
6.3. 达托霉素原料药通过 FDA 认证，未来将放量	16
7. 降糖药米格列醇有望保持高速增长	16
8. 创新药板块-ARX788 具备先发优势	18
8.1. ARX788 发展历程	18
8.2. HER2—ADC 研发进入加速跑阶段，先发企业有望获得较大市场份额	18
8.3. ARX788 将推动公司业绩和估值提升	19
9. 公司长期战略规划	20
10. 盈利预测及投资建议	21
11. 风险提示	21

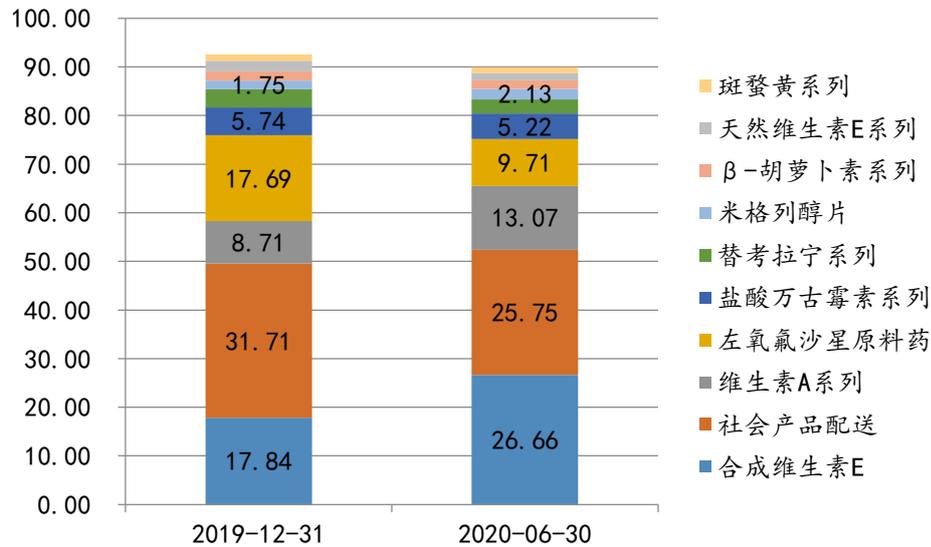
1. 公司现状概况：国内 VE、VA 龙头企业，2020 年业绩大幅预增

1.1. 公司概况

浙江医药股份有限公司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以新设合并的方式组建于 1997 年 5 月 16 日的大型股份制制药企业。1999 年 8 月经中国证监会核准，公司向社会公开发行了人民币普通股 A 股 5800 万股，同年 10 月公司股票在上海证券交易所挂牌上市，代码为：600216。

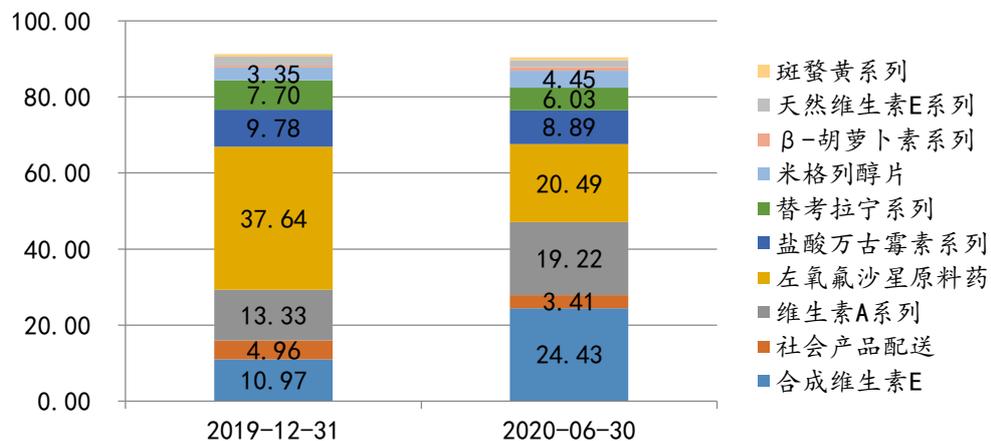
公司现有业务主要涉及三大板块，分别为生命营养品，医药制造以及医药商业三大类。主要产品包括：合成维生素 A，合成维生素 E，左氧氟沙星原料药，盐酸万古霉素等。下文分板块对公司业务进行概述。

图 1：2019 年及 2020 年上半年浙江医药收入构成



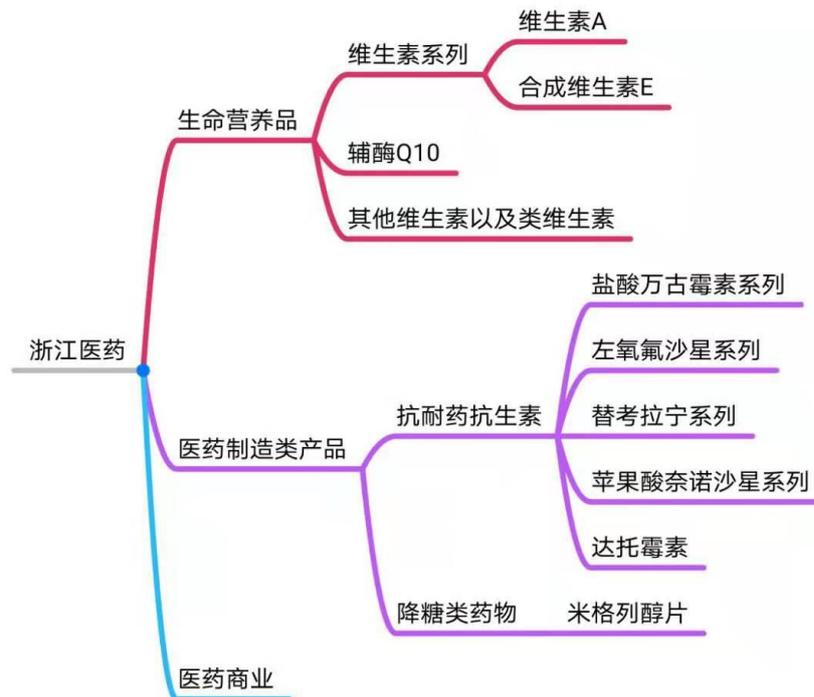
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2019 年及 2020 年上半年浙江医药毛利构成



资料来源：Wind, 中原证券

图 3：浙江医药主要产品系列（非全部产品）



资料来源：公司公告，中原证券

生命营养品主要为合成维生素 E、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、斑蝥黄素、叶黄素、番茄红素等维生素和类维生素产品。其中维生素 E 和维生素 A 是公司传统的收入和利润来源，但目前随着公司产品线的丰富，这两种产品在公司整体收入和利润占比中也逐渐下降，从 2018 年占比近 5 成以上下降至 2020 年中期的 4 成左右，而 2019 年维生素的利润占比仅为 2-3 成，主要来源于维生素价格的下降，由于维生素价格波动较大，其在公司营收中的占比也随价格波动而变化。

医药制造类产品，主要为抗耐药抗生素、抗疟疾类等医药原料药，喹诺酮、抗耐药抗生素、降糖类、激素类等医药制剂产品，以及叶黄素、天然维生素 E、辅酶 Q10 等大健康产品。在医药制造类产品中，收入和利润主要来源于三大类产品，分别为 1) 抗耐药抗生素，包括盐酸万古霉素系列，左氧氟沙星系列，替考拉宁系列；2020 年上半年，这三个产品系列在公司收入占比为约为 17%，净利润占比为 35.41%；2) 降糖类药物，主要为米格列醇片，2020 年上半年，在公司的收入占比约为 2.13%，净利润占比为 4.45%；3) 喹诺酮类药物，包括左氧氟沙星系列，苹果酸奈诺沙星系列。其中左氧氟沙星原料药 2020 年在公司中的收入占比为 9.71%，净利润占比位 20.49%。

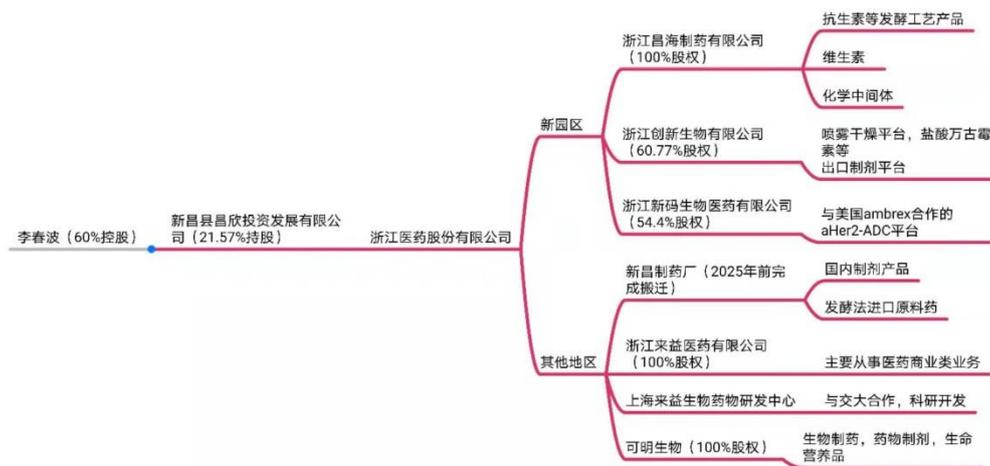
医药商业主要是公司下属医药流通企业浙江来益医药有限公司以配送中标药品为主，以零售为辅，经营范围包括：中药材、中药饮片、中成药、化学药制剂、抗生素制剂、生物制品、麻醉药品、第一类精神药品、第二类精神药品、体外诊断试剂、蛋白同化制剂、肽类激素、医疗器械等。

1.2. 公司经营架构

根据公司最新公布的股东情况看，第一大股东为新昌县昌欣投资发展有限公司，持股比例为 21.57%，第二大股东为国投高科技投资有限公司，持股比例为 15.66%。公司的实控人为李春波，持有新昌县欣投资发展有限公司 60% 的股权。

截至 2019 年年报，公司拥有博士 47 人，硕士 188 人，大中专及本科以上 2300 余人。技术中心在读博士、硕士 40 多名，每年引进 100 余名科技人才，以保持队伍的创新性。

图 4：公司实际控制人以及主要业务结构概览



资料来源：公司公告，中原证券

1.3 公司经营概况

从公司历年来营业收入和归母净利润的走势看，公司业绩基本呈现周期性波动的特点，这主要与公司主营业务是维生素密切相关。但从收入规模看，公司近些年来维持持续增长的态势，增速有所波动。

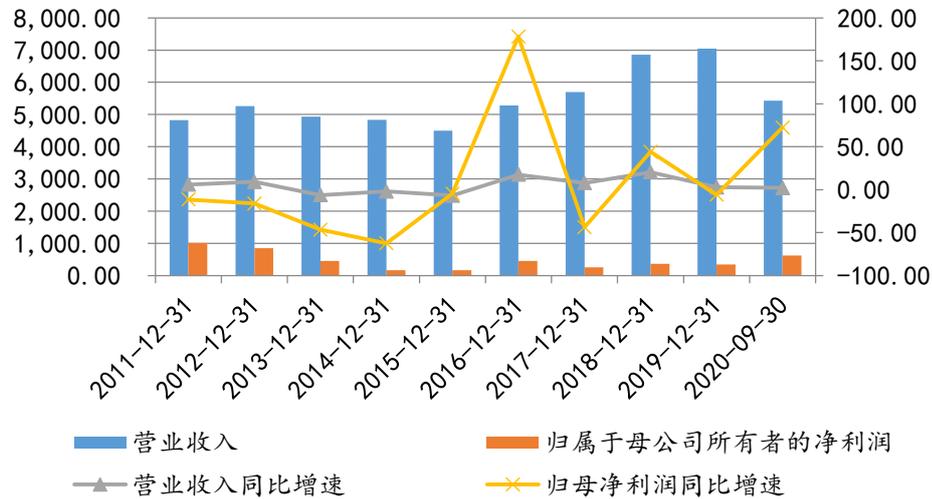
从毛利率走势看，随着公司技改的成功，毛利率呈现出稳步向上的态势。从三项费用率看，财务费用率基本稳定，管理费用率和销售费用率略有提升，研发费用率逐年提升，这与公司创新药进展顺利有关。近 5 年来经营活动净收益/利润总额这一比值基本稳定；从资产负债率走势看，2020 年中期公司资产负债率提升的主要原因是：2019 年年度分红在 2020 年中期实施，分红金额较大，约为 9.5 亿元。

2021 年 1 月 19 日，公司发布 2020 年业绩快报，该公告显示，1) 经财务部门初步测算，预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 69,677.27 万-76,277.27 万元，与上年同期相比将增加 35,400 万元-42,000 万元，同比增长 103.28%-122.53%。2) 预计 2020 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 58,621.91 万元-65,221.91 万元，与上年同期相比将增加 36,640 万元-43,240 万元，同比增长 166.68%-196.71%。

公司公告显示：业绩大幅增长的主要原因是 1) 报告期内，公司的维生素 A、维生素 E 技

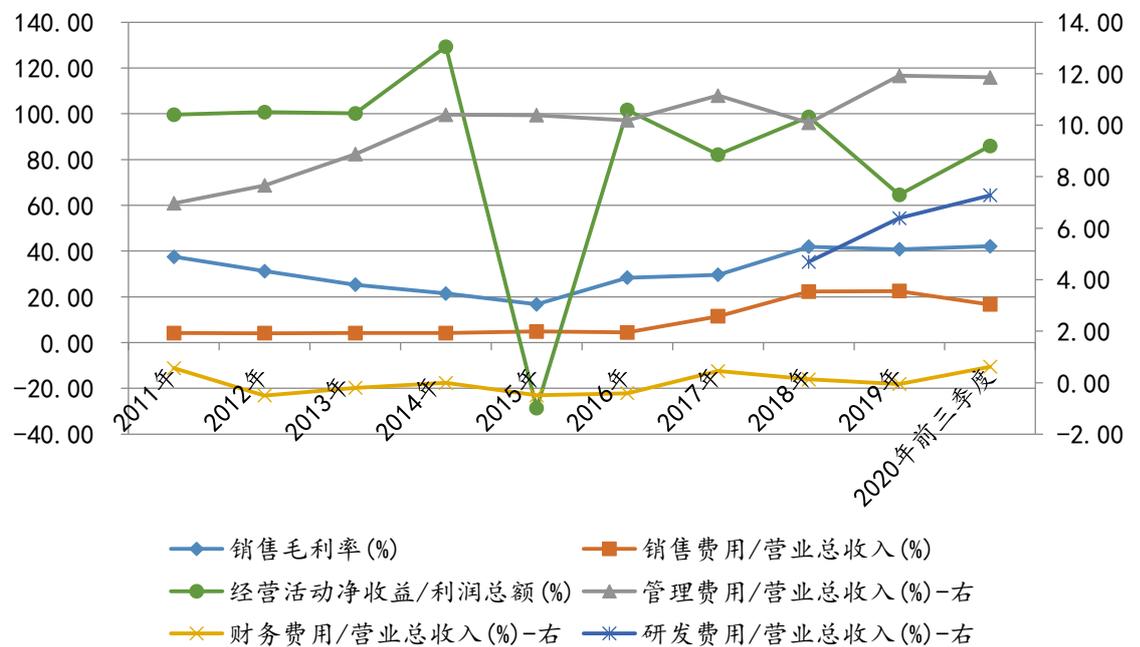
改工作获得较大的技术进步，实现了降本增效。2) 公司加强成本费用管控，整体营运成本下降。3) 受疫情影响国外维生素企业生产不稳定，导致供应紧张；维生素下游市场需求具有一定刚性，需求保持稳步增长；供给紧张叠加需求增长，自 2020 年 3 月起，公司主导产品维生素 E、维生素 A 市场价格较上年同期有较大幅度上涨。

图 5：浙江医药近年来营业收入与归母净利润走势图



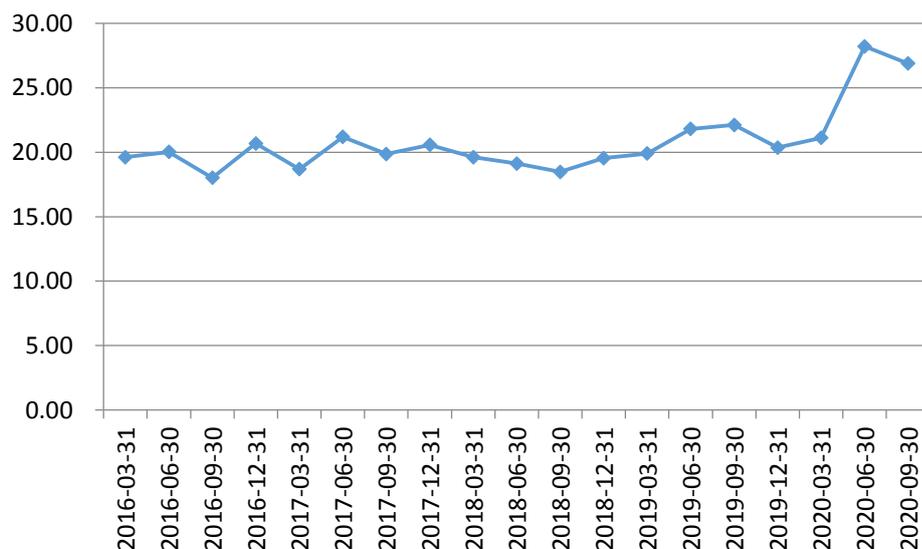
资料来源：wind，中原证券

图 6：公司盈利能力一览



资料来源：wind, 中原证券

图 7：资产负债率走势图



资料来源：wind，中原证券

2. 公司投资亮点

- 1) 受益于 VA 和 VE 价格上涨，以及柠檬醛自主化技改，公司 2021 年上半年业绩有望继续增长。
- 2) 全身用含氟喹诺酮说明书修订，将加速无氟喹诺酮产品的放量。
- 3) 近年来，公司自主创新能力迅速壮大，产品研发顺利地实现了从“创仿结合，以仿为主”到“创仿结合、以创为主”的历史跨越。看好托达霉素和奈诺沙星的放量。
- 4) HER2-ADC 药物 ARX788 有望加速上市，从而带来公司长期业绩增长和估值提升。

3. 公司维生素 E 板块分析

维生素 E (Vitamin E) 是一种脂溶性维生素，其水解产物为生育酚，是最主要的抗氧化剂之一，可以提高机体免疫能力、生育能力等，为一种常用药品兼营养保健品。目前维生素 E 已成为国际市场上用途最多、产销量极大的主要维生素品种，与维生素 C、维生素 A 一起被列为维生素系列三大支柱产品。

维生素 E 有天然维生素 E 和合成维生素 E 两种。其中，天然维生素 E 多用于药品和化妆品领域；合成维生素 E 多用于饲料领域。从产量看，合成维生素 E 占据了全球 80% 的市场份额。

从 VE 的形态来讲，分为 VE 油和 VE 粉，其中 VE 油是原始状态，但由于其性质不稳定，通常会将其制作为 VE 粉。VE 粉是将 VE 利用包埋技术，包埋在囊材中，其特点是产品受热温度低，成分不受损，不氧化，粒度均匀，疏松，水溶速度快。VE 粉的 VE 含量为 50%。而 VE 油的含量在 90% 以上。

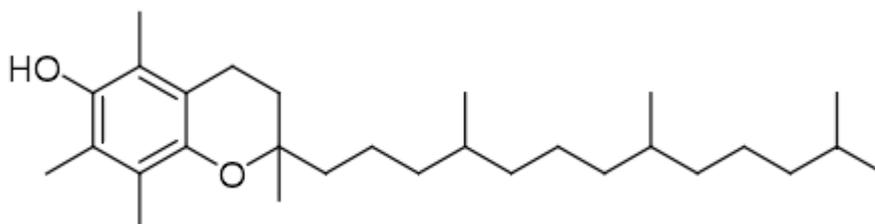
公司是国内维生素 E 的龙头企业，目前拥有 VE 油产能 20000 吨，与新和成并列第一，理论上折算后折合 VE 粉 (50%) 产能约为 4 万吨，实际产能在 3.5 万吨附近。其中三分之一以

VE 油的形态对外进行销售，三分之二以 VE 粉的形态对外销售。

3.1. VE 生产工艺概述

VE 的化学结构主要分为主环和侧链两个部分，其合成步骤也围绕主环（三甲基氢醌）和侧链（异植物醇）的合成展开。

图 8: VE 的化学结构



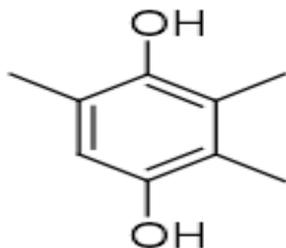
资料来源：互联网，中原证券

3.1.1. 主环三甲基氢醌的合成工艺概述

目前国外厂商（除 BASF 外）主要采用氧代异氟尔酮法合成三甲基氢醌。国内能够自主合成三甲基氢醌的企业以浙江医药和新和成公司为主，采用与 BASF 相同的路线；即以间甲酚下游三甲酚为原料，经氧化还原而得。由于受催化剂水平、高温反应体系设置的限制，在我国，除新和成外 VE 企业生产所需的间甲酚仍然需要外购。浙江医药的间甲酚三分之一通过进口获得（主要从美国进口），三分之二通过国内采购获得。

从合成工艺对比看，浙江医药间甲酚外购，合成路线较新和成成长，但具备多年有机化工生产经验，精细化管理程度高；新和成拥有两条打通的 VE 主环合成工艺，生产成本略低；能特公司采用价格便宜并来源充足的“对二甲苯”来代替间甲酚作为起始原料，但其生产工艺污染较大，治理成本较高，不具备明显成本优势。

图 9: 主环三甲基氢醌的结构

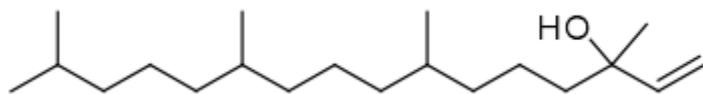


资料来源：互联网，中原证券

3.1.2. 侧链异植物醇的合成工艺概述

无论采用何种工艺路线，异植物醇的合成过程中均有一个共同的重要中间体，甲基庚烯酮。根据起始原料的不同，甲基庚烯酮的合成技术路线有以下几种方法：

图 10：侧链异植物醇（C₂₀H₄₀O）的结构



资料来源：互联网，中原证券

1) 罗氏法（Roche 法）

该法以乙炔和丙酮为原料，经 10 余步反应合成异植物醇；首先由瑞士罗氏公司最先工业化，德国 BASF 公司对此工艺改进后进行生产。90 年代初，我国西南化工研究院也开发出这一合成路线。目前国内新和成、北大医药等使用该工艺；其中北大医药通过外购柠檬醛来生产。

2) 异丁烯法（BASF 法）

德国 BASF 公司以甲醛、异丁烯和丙酮为起始原料，在高温高压条件下，一步生成甲基庚烯酮。

3) 异戊二烯法

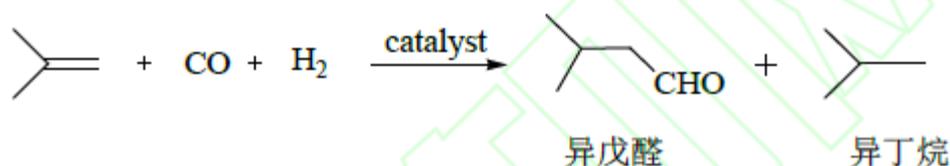
该方法由法国 Rhodia 公司首先提出，以异戊二烯为原料，与盐酸作用生成异戊烯氯，后者与丙酮反应生成甲基庚烯酮，整个反应过程在无水体系统中进行间歇反应，目前该法已经停止使用，后日本可乐丽公司对该工艺进行改进，采季铵盐为相转移催化剂，在氢氧化钠水溶液中进行连续反应。改法原料来源丰富，上海石化厂化工研究所与上海医药工业研究员在 1997 年已完成 1000 吨/年的技术软件包。

4) 异丁烯氢甲酰化法

浙江医药采用来源广泛的石化下游产品异丁烯为原料，与氢气和一氧化碳反应制备异戊醛，再进一步反应生成异植物醇和芳樟醇。

与新和成工艺相比，浙江医药采用甲醇裂解法生产 CO 和氢气，产品纯度高，工艺成本高，新和成采用水煤气法生产氢气和 CO，虽然成本较低，但纯度不够，还需进一步提纯，综合这些因素考虑，浙江医药的 VE 成本高于新和成公司，但产品纯度却更胜一筹。

图 11：异丁烯氢甲酰化合成异戊醛的示意图



资料来源：中国知网，中原证券

5) 法尼烯法

传统工艺生产异植物醇是以 C5 为原料，通过三次大循环，每次接一个 C5，从而合成 C20 的异植物醇结构，而能特公司以法尼烯 (C15) 为原料，通过一次大循环连接上 C5，而得到异植物醇，其与 DSM 旗下的 Amyris 公司签署了法尼烯产品在维生素 E 领域的独家使用权，即供应方承诺在全球范围内除能特公司外，不直接或间接销售给其他任何维生素 E 及维生素 E 中间体的生产企业，虽然能特公司合成异植物醇的成本比传统路线低 30%

，但考虑到它与 Amyris 的销售分成，整体成本与浙江医药、新和成相差不大。

3.2. 维生素 E 市场呈现寡头垄断格局，浙江医药处于国内第一梯队

VE 合成过程中技术难度大，反应步骤多，合成路线长，同时需要用到专用的生产设备，国内投资一条相对完整的年产 1 万吨 VE 油的生产线所需投资额约 5 亿-7 亿元。无论从技术、生产管理还是资金等方面都对新进入者带来了较高的壁垒，因此目前全球 VE 市场呈现寡头垄断格局。

以 VE 油为折算标准来看全球产能分布，能特科技被荷兰帝斯曼 (DSM) 收购，两者年产能合计约为 4.5 万吨/年；德国巴斯夫 (BASF) 产能约为 2.5 万吨/年、浙江医药产能约为 2 万吨/年，新和成产能约为 2 万吨/年，这四家企业的产能合计占全球总产能的 90% 以上。其中，帝斯曼 (DSM) 和巴斯夫 BASF 主要生产医药级高端产品，它们操控着全球维生素 E 市场的话语权。由于 VE 市场的高度垄断性，企业打价格战的概率非常小。

表 1: 全球 VE 油生产企业及实际年产能一览

单位: 吨/年

新和成	20000
能特科技	20000
DSM	25000
BASF	25000
浙江医药	20000
吉林北沙	5000
海嘉诺	没有 VE 油产能，外购 VE 油生产 VE 粉

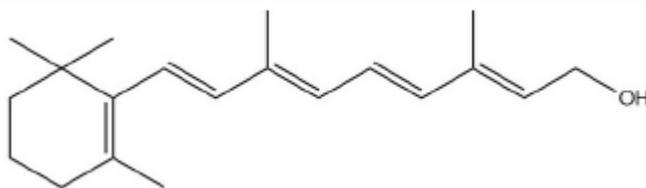
资料来源: 公司调研, 中原证券

4. 公司维生素 A 板块分析

维生素 A (vitaminA) 是一种脂溶性维生素，又称视黄醇 (其醛衍生物视黄醛) 或抗干眼病因子，是构成视觉细胞中感受弱光的视紫红质的组成成分，其化学式为 $C_{20}H_{30}O$ 。其中维生素 A1 生物活性最好，多存在于哺乳动物及咸水鱼的肝脏中，维生素 A 具有维持正常视觉功能，维护上皮组织细胞的健康和促进免疫球蛋白的合成，维持骨骼正常生长发育，促进生长与生殖，抑制肿瘤生长，营养增补等作用。由于维生素 A 醋酸酯比维生素 A 醇稳定，市场上称为“维生素 A”的商品，实际是维生素 A 的醋酸酯。

和维生素 E 一样，浙江医药同时具备维生素 A 油和粉的生产能力，其中 VA 油能做成 50IU、65IU 和 100IU 三个规格。折合成 VA 粉 (50 万 IU) 的产能为 5000 吨，产能在国内仅次于新和成。

图 12: 维生素 A1 化学结构



资料来源：中国知网，中原证券

4.1. 维生素 A 生产工艺概述

虽然维生素 A 可从动物组织中提取，但资源分散，步骤烦杂，成本高。商品维生素 A 都是化学合成产品。世界上维生素 A 的工业合成，主要有 Roche 和 BASF 两条合成工艺路线。

Roche 合成工艺（即“C14+C6”工艺）是维生素 A 最早实现工业化而采用的合成工艺，于 1948 年实现商业化应用。该工艺以 β -紫罗兰酮为起始原料，进行格氏反应。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，技术路线较长。该技术路线是世界上维生素 A 厂商采用的主要合成方法。国外的帝斯曼，国内的新和成以及金达威均采用这种工艺路线。

BASF 工艺路线（即“C15+C5”工艺）是以 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，再经过 Wittig 反应，在醇钠催化下与 C5 醛缩合生成维生素 A 醋酸酯。该合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，低温及无水等较高工艺技术要求仍不能避免。

核心技术难点是 Wittig 反应。BASF 公司对该合成工艺进行了较长时间的改进研究，成功的解决了氯苯、金属钠、三氯化磷在甲苯中的反应，实现了高放热的 Wittig 缩合瞬间完成。由于三苯膦价格较高，Wittig 反应后，副产的三苯氧膦通过与光气反应，生成二氯三苯膦，再与赤磷反应，还原成三苯膦，成功的回收套用。BASF 合成工艺主要的缺陷是需使用剧毒的光气，对工艺和设备要求高，较难实现。目前全球仅有 BASF、安迪苏和浙江医药使用这种工艺路线。每个企业的技术细节也不尽相同。

无论何种工艺路线，均由柠檬醛合成 β -紫罗兰酮作为起始点。柠檬醛为生产维生素 A 的关键性中间体，是限制企业维生素 A 产业发展和生产成本的关键因素之一。由于柠檬醛各类制备工艺中反应条件苛刻，工艺设备昂贵，还存在一定的污染性，因此限制了竞争者的进入。目前全球仅有 BASF、新和成、浙江医药能实现规模化生产。其中浙江医药在 2019 年下半年实现了柠檬醛的自主生产。

4.2. 维生素 A 市场竞争格局

维生素 A 是资金和技术高度密集的产品，在上世纪，主要由国外的大型跨国公司所垄断，并经历数次重组之后，现在主要的生产厂商是荷兰的帝斯曼，德国的巴斯夫、新和成和浙江医

药。4 家企业占了全球市场份额的 90%。目前仅有新和成、BASF 和浙江医药能够实现柠檬醛的自主供应。

表 2: 维生素 A 粉产能分布

单位: 吨/年

新和成	10000	
BASF	6000	拟扩产, 达产时间未定
金达威	2500	拟扩产, 达产时间未定
浙江医药	5000	
DSM	7500	
安迪苏	2500	

资料来源: 公司调研, 中原证券

5. 维生素年后进入补库存周期, 维生素 E 和维生素 A 价格持续走高, 上半年有望维持高位

中国为全球维生素的主要生产国, 2019 年中国维生素产量达到 34.9 万吨, 同比增长 4.4%, 占全球产量的 77%; 出口量为 26.9 万吨, 同比增长 6.7%, 占同年国内产量的 77%。从下游需求看, 饲料添加剂是维生素主要的应用领域, 占比 70%左右, 剩下 20%用于医药化妆品, 10%用于食品饮料。

由于维生素在饲料成本中的占比仅为 2%左右, 且饲料对维生素的需求较为刚性, 因此下游客户对维生素价格的敏感性较弱; 维生素市场呈现寡头垄断格局, 价格随日常检修, 意外停产等因素导致的供给变化以及下游经销商库存变化而呈现出波动的态势。

从近期维生素价格走势看, 整体呈现上行的态势; 主要原因来自于年前大家对疫情走势判断较为悲观, 备货周期拉长, 年后市场库存急剧下降, 而下游生猪及能繁母猪存栏量快速增长, 推升维生素 A 和维生素 E 等产品价格上涨。

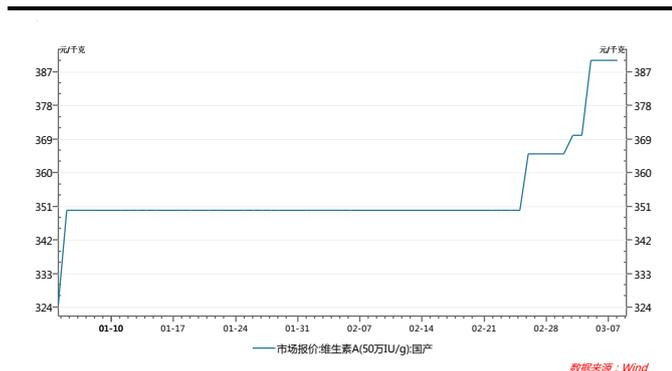
从维生素 A 的走势看, 国产 50 万国际单位的 VA 价格从 1 月初的 325 元/g 上涨至 2 月底的 365 元/g, 2 个月涨幅为 12%, 价格持续上涨, 主要原因是前期 VA 库存处于历史低位水平, 而百川资讯消息称上半年海外 BASF 公司的 VA 产能将因为扩建而停产, 下游备货力度将增加, 预计上半年 VA 价格仍将保持稳步上涨态势。

与 VA 走势相似, VE 的价格在 2 个月上涨了 22%, 价格从 1 月初的 62.5 元/千克上涨到 2 月末的 76 元/kg。维生素 E 市场存在大量的停产产能, 目前的有效产能为 18 万吨左右, 仅超出需求 1 万吨, 处于紧平衡状态。由于生产 VE 的原材料间甲酚价格上涨, 并且 4 月份新和成计划停产检修 1 个月, VE 价格中短期内有望继续走高。

维生素 A 和维生素 E 价格的上涨将有望增强浙江医药相关板块在 2021 年上半年的业绩增长预期。

图 13: VA 价格走势图

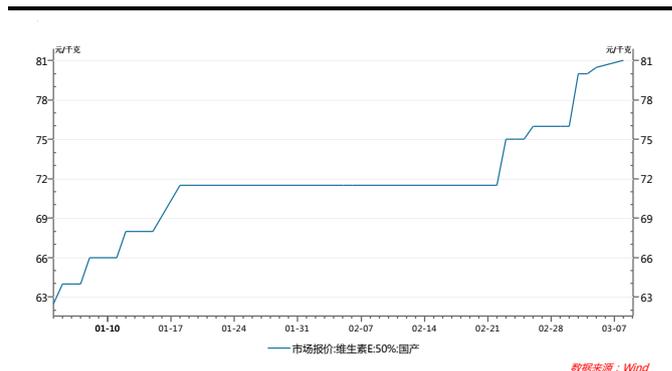
单位: 元/kg



资料来源: Wind 资讯, 中原证券

图 14: VE 价格走势图

单位: 元/kg



资料来源: Wind 资讯, 中原证券

6. 公司抗生素板块重点产品分析

6.1. 盐酸万古霉素系列产品现状: 国内已申请一致性评价, 国际市场等待认证

盐酸万古霉素被誉为“抗生素的最后一道防线”, 对溶血性链球菌、肺炎球菌及肠球菌等敏感, 对耐药金葡菌尤为敏感。

在浙江医药 2004 年开发出万古霉素之前, 万古霉素被外国公司垄断, 生产标准是 88%, 浙江医药产品上市后, 将标准提高到了 95%。由于 FDA 认证尚未通过, 目前公司的注射用盐酸万古霉素制剂产品主要在国内市场销售。米内网数据显示, 2020 年上半年在国内重点城市公立医院的销售额为 1.26 亿元, 与美国礼来公司的稳可信相比, 销售额仅为后者的 23%。但公司目前已申报了一致性评价(国内首家), 有望近期获批, 未来公司盐酸万古霉素制剂有望在带量采购中获得先发优势。

国际市场方面, 2019 年 1 月, 公司收到 FDA 的通知函和现场检查报告(EIR, Establishment Inspection Report), 表明新昌制药厂符合美国药品 CGMP 质量体系要求, 这意味着万古霉素生产线的书面认证已经通过, 但由于疫情原因, 目前还无法进行现场认证。2019 年, 盐酸万古霉素美国市场规模约为 5 亿美元, 中长期看, 公司有望拿到 20% 的市场份额。

6.2. 喹诺酮类药物: 苹果酸奈诺沙星系列产品有望加速放量

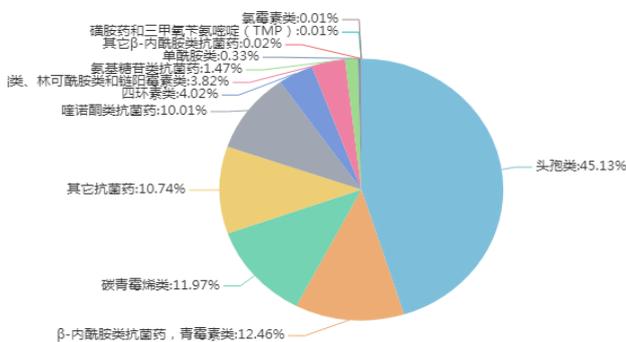
6.2.1. 全身用氟喹诺酮类药物说明书面临修订, 左氧氟沙星产品未来面临集采挑战

从抗生素市场看, 米内网城市公立医院统计数据 displays, 2013 年喹诺酮类抗生素的市场份额仅占抗生素全市场的 7.34%, 到 2020 年上半年, 该比例已经上升到 10.74%, 市场份额呈现逐年增长态势。从品种类别看, 喹诺酮类 2020 年上半年为抗生素的第四大类品种。按照国内医生的使用习惯, 头孢-喹诺酮-培南是传统的用药顺序。

喹诺酮类抗菌药 20 世纪 60 年代被发现, 目前已经发展了 4 代产品, 第一代代表药物: 萘啶酸, 第二代代表药物: 吡哌酸, 第三代代表药物: 诺氟沙星, 环丙沙星, 左氧氟沙星和洛美沙星, 第四代: 莫西沙星和加雷沙星。

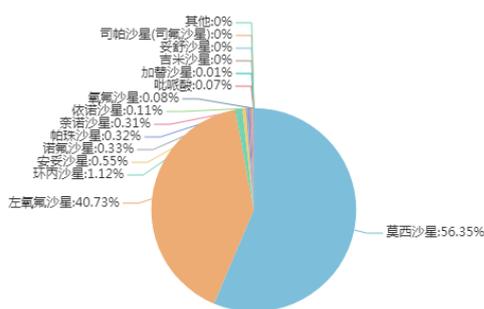
喹诺酮类的市场较为庞大，截至 2019 年末，国内市场重要城市公立医院喹诺酮类药物销售金额为 83.14 亿元，近年来在 10% 的增速附近上下波动。从细分品种看，第四代药物莫西沙星因为价格较高，已成为喹诺酮类药物的第一大品种，2020 年上半年在城市公立医院中的销售占比为 56.35%；第三代药物左氧氟沙星为喹诺酮类药物中的第二大品种，2020 年上半年在城市公立医院中的销售占比为 40.73%。从品种市场份额的变化趋势看，左氧氟沙星的市场份额从 2015 年的 61.81% 下降到 2019 年的 45.07%，2019 年正式让出喹诺酮第一大品种的宝座，主要原因是第四产品的放量。

图 15: 1H2020 城市公立医院抗生素季度销售市场份额
单位: 万元



资料来源: 米内网, 中原证券

图 17: 2020 年上半年喹诺酮类药物各个品种排名

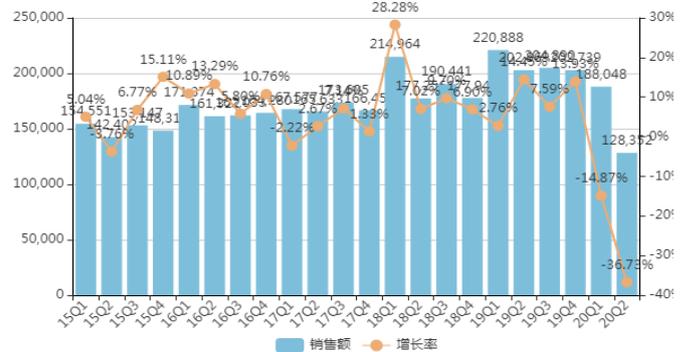


资料来源: 米内网, 中原证券

公司拥有左氧氟沙星原料药和多种制剂品种。疫情前，左氧氟沙星板块业绩增长较快，2019 年实现销售收入 12.45 亿元，国内重点城市公立医院中的销售额排名第三位。目前乳酸左氧氟沙星片和乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液正在申请一致性评价。国内已有多家药企的左氧氟沙星制剂视同通过一致性评价，后续集采竞争会非常激烈，可能会对公司左氧氟沙星的销售额增长产生一定的影响。

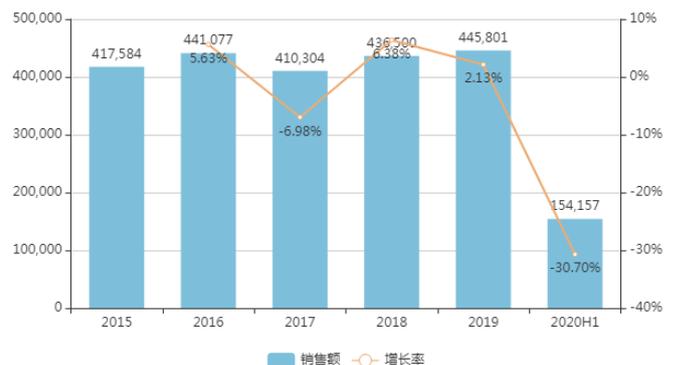
此外，今年 3 月 23 日，国家药监局发布公告称，决定对全身用氟喹诺酮类药品说明书进

图 16: 1H2020 城市公立医院喹诺酮类季度销售趋势
单位: 万元



资料来源: 米内网, 中原证券

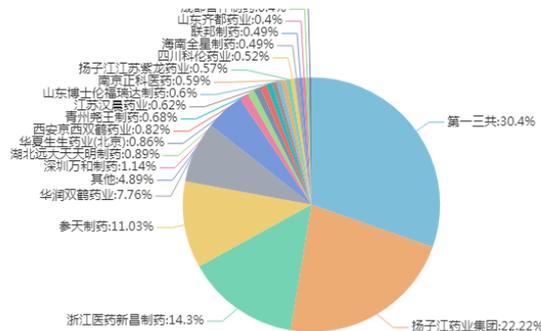
图 18: 左氧氟沙星在城市公立医院中的销售一览



资料来源: 米内网, 中原证券

行修订。修订主要针对【不良反应】、【注意事项】、【老年用药】三部分内容。其中，【不良反应】项下应增加严重和其他重要的不良反应：主动脉瘤和主动脉夹层的风险。【老年用药】项下增加以下内容：流行病学研究报告使用氟喹诺酮类药物后两个月内主动脉瘤和主动脉夹层的发生率增加，尤其是老年患者。预计这一公告的出台在中短期内对全身用氟喹诺酮类产品的销售会产生一定的负面影响。

图 19：2020 年上半年国内重点城市公立医院左氧氟沙星销售格局



资料来源：米内网，中原证券

6.2.2. 无氟喹诺酮产品：苹果酸奈诺沙星注射液有望较快拿到批文

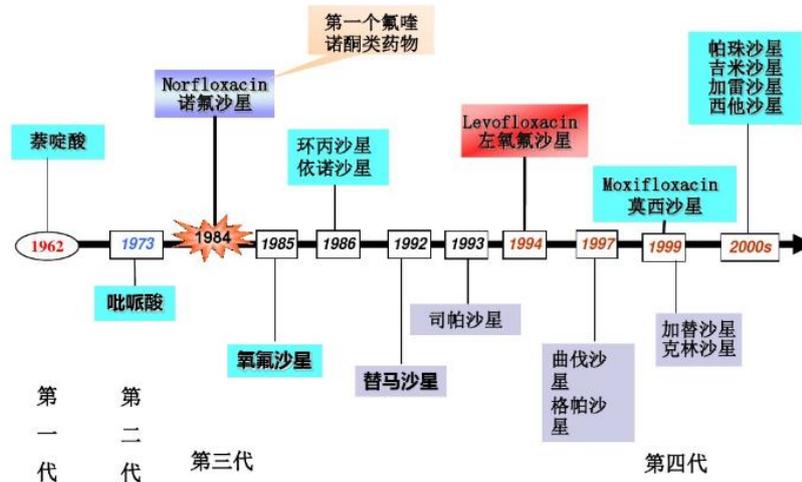
含氟类喹诺酮药物的用药安全性近年来一直受到很大的质疑，研究发现，含氟喹诺酮类药物可能引起肝脏毒性和光毒性等不良反应，且在近年临床应用过程中，氟喹诺酮抗菌耐药肺炎链球菌存在交叉耐药性，2016 年 7 月，FDA 通报指出，FDA 同意静脉和口服应用的氟喹诺酮类药物说明书的修改，认为这类药物的全身性应用与致残和永久性损害等严重不良反应相关。从德国拜耳公司莫西沙星的全球销售额看，该药物的全球销售也是逐年下降。发展新型喹诺酮结构（第五代）以克服氟喹诺酮类药物缺点为临床所急需。

目前全球已有 3 个无氟喹诺酮药物上市：苹果酸奈诺沙星、加雷沙星及奥泽沙星。其中，苹果酸奈诺沙星(nemonoxacin)，是美国宝洁公司发现的全球首个无氟喹诺酮类抗菌药，后由浙江医药和台湾太景生物联合开发。2016 年 5 月中国食品药品监督管理局批准其上市用于敏感细菌引起的成人社区获得性肺炎。其具有与氟喹诺酮类似作用机制。临床前研究表明，奈诺沙星显示出体外和体内对抗临床分离菌的广谱抗菌活性，对革兰阳性菌、革兰阴性菌和非典型病原体，包括耐药性病原体如耐青霉素和喹诺酮的肺炎链球菌，以及耐甲氧西林和万古霉素的金黄色葡萄球菌具有强大的抗菌活性。此外，奈诺沙星与其他氟喹诺酮类药物相比，产生耐药性病原体的可能性较低。临床研究未发生重度不良事件或者严重不良事件。

苹果酸奈诺沙星胶囊已纳入《国家医保目录（2019 版，2020 版）》，主要用于治疗成人社区性肺炎。根据国际数家大型药厂估计，中期其在国内市场的销售额可达到每年 10 亿人民币，长期有望替代含氟类喹诺酮抗生素。目前公司和台湾太景生物联合提交的 1 类新药苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液正在上市申请中，有望较快获批。由于公司为国内独家生产企业，看好该系

列药物未来的放量。同时考虑到药监局对氟喹诺酮类药物的监管加强，奈诺沙星未来将加速放量。

图 20：喹诺酮类药物发展史



资料来源：互联网，中原证券

6.3. 达托霉素原料药通过 FDA 认证，未来将放量

达托霉素的主要作用是，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。这种独一无二的机理使各种致病微生物难以产生耐药性。

达托霉素适用于金黄色葡萄球菌（包括甲氧西林耐药菌株等）、化脓链球菌无乳链球菌等导致的复杂性皮肤及软组织感染、伴发右侧感染性心内膜炎的血流感染的治疗。达托霉素原料药国内主要生产厂商有丽珠集团福州福兴医药有限公司、浙江医药股份有限公司新昌制药厂等；Cortellis 数据库数据显示：达托霉素 2019 年全球原料药销售量约为 2638 公斤，制剂销售额约为 7.13 亿美元；其中美国市场原料药销售量约为 1708 公斤，制剂销售额约为 5.09 亿美元，占全球大半市场份额。达托霉素的专利保护期将于 2028 年全部到期，在此之前，市场竞争态势良好。

2021 年 2 月 11 日，公司公告，子公司昌海制药顺利通过了美国 FDA 关于达托霉素原料药批准前的现场检查。生产线设计产能为 2 吨/年，预计 2021 年能实现 1 吨的销售量（含新昌制药转移的 500kg 的老产能），按照 12 万/kg 的单价计算，将贡献营收 1.2 亿元，按照毛利率 35% 计算，预计将贡献毛利 4202 万元。

7. 降糖药米格列醇有望保持高速增长

米格列醇属于非胰岛素类糖尿病药物的一种，在其中占比份额较小 2020 年上半年约为 2.07%（2013 年为 0.73%）。

米格列醇属于 α -糖苷酶抑制剂，由于酶抑制剂糖尿病用药主要通过减缓淀粉酶或糖苷酶的活性进而减缓葡萄糖的获取，因此更适合以碳水化合物（如：大米等）为主食的东亚人群，是目前国内应用最广泛的一类口服降糖药物。 α -糖苷酶抑制剂包括阿卡波糖、伏格列波糖和米格列醇，

与其他酶抑制剂相比，米格列醇无论是在疗效还是安全性方面，都要优于以往的 α -糖苷酶抑制剂。它除了降糖方面的良好效果，还具有良好降低体重的作用。米格列醇吸收入血，但不经过肝脏代谢，也适用于肝功能异常的 2 型糖尿病患者。此外，给药方式更加灵活，可以增加患者的用药依从性。目前米格列醇已经成为治疗单纯饮食控制无效的 2 型糖尿病患者的一线药物，正逐步取代阿卡波糖的部分市场。

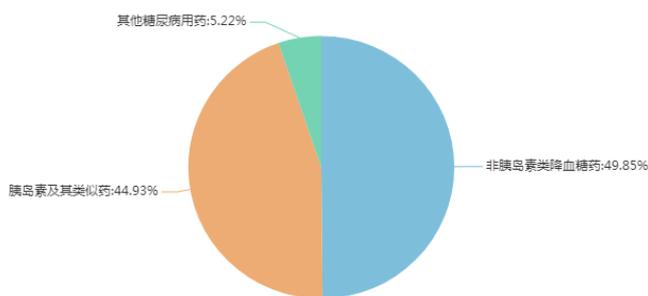
目前我国共有三家企业生产销售米格列醇片，分别为维奥制药、浙江医药股份有限公司新昌制药厂和山东新时代药业有限公司。

随着 2019 年进入我国的医保目录，米格列醇在我国重点城市公立医院中的销售额快速增长。公司的米格列醇片去年通过一致性评价，由于该类药物目前全国仅有两家企业获批一致性评价，销售规模相对较小，因此未来 3 年大规模集采的可能性较小。

目前浙江医药将米格列醇片列为重点市场开拓的药品之一，在营销管理和绩效奖励上予以倾斜，其米格列醇片在国内重点城市公立医院的销售额已超过 1 亿元。取代四川维奥制药，成为国内米格列醇片的第一大生产商。

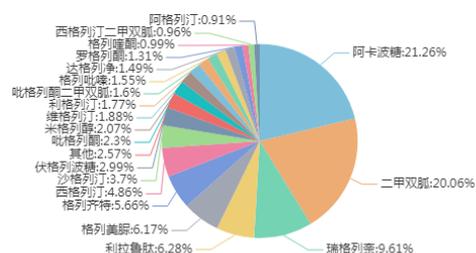
此外，公司新型米格列醇崩解片正在上市申报过程中，预计明年上市。相比传统米格列醇片，缓释效果好，附加值更高。未来该系列产品有望保持 20%-30% 的增速。

图 21：1H2020 年城市公立医院糖尿病用药格局



资料来源：米内网，中原证券

图 22：1H2020 年城市公立医院非胰岛素类糖尿病药物份额



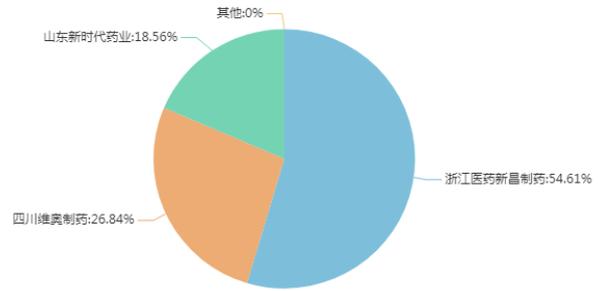
资料来源：米内网，中原证

图 23：米格列醇在中国城市公立医院中的销售趋势
单位：万元



资料来源：米内网，中原证券

图 24：2020 年上半年米格列醇片的市场份额示意图



资料来源：米内网，中原证券

8. 创新药板块-ARX788 具备先发优势

8.1. ARX788 发展历程

2013 年 6 月 17 日，公司披露了关于与 Ambrx 公司签署《合作开发和许可协议》的公告，双方将合作研发并商业化用于治疗乳腺癌的单克隆抗体药物偶联物抗 HER2-ADC 产品。2018 年 6 月 6 日，为便于抗 HER2-ADC 项目的管理，浙江医药、Ambrx 公司、新码生物签订了《有关<合作开发和许可协议>的转让协议》，公司决定将许可产品《合作开发和许可协议》及补充协议项下的全部合同权利义务转让给公司控股子公司浙江新码生物医药有限公司。2018 年到 2019 年间，新码生物先后与联宁生物、苏桥生物以及药明生物签署了战略合作协议，分别在乳腺癌和抗 HER2-ADC 产品小分子领域、ARX788 单克隆抗体部分的后期临床产品开发与商业化生产领域以及偶联原液和制剂成品的工艺开发及商业化生产等领域展开了合作。2019 年 12 月 20 日，CDE 正式批准 ARX788 治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌 II/III 期临床方案，2021 年 1 月 4 日，ARX788 获得由 FDA 授予的针对 HER2 阳性乳腺癌的快速通道认定；2021 年 2 月 24 日，ARX788 收到《药物临床试验批准通知书》，同意开展用于胃癌和胃食管链接部腺癌治疗的 II/III 期临床试验。2021 年 3 月 18 日，公司公布关于子公司新码生物增资扩股引入战略投资者的公告，本轮融资由礼来亚洲基金和经纬中国共同领投，国投招商、三花弘道等跟投，增资完成后，浙江医药将持有新码生物 54.4% 股权，礼来和经纬旗下企业分别持股 9.63% 和 4.82%。同日，美国 FDA 授予 Amrx 的 ARX788 孤儿药资格，用于治疗 HER2 阳性胃癌。

8.2. HER2—ADC 研发进入加速跑阶段，先发企业有望获得较大市场份额

HER2 为人表皮生长因子受体 2，该基因会促进细胞发生变形以及不受控制地生长，表达过量与癌症的恶化程度相关，HER2 高表达的肿瘤具备更强的转移能力和浸润能力，对化疗敏感性差，且容易复发，生存率大大降低。目前在乳腺癌、胃肠道癌、尿路上皮癌和肺癌等实体瘤中均发现了 HER2 基因高表达的现象。该靶点的市场空间较大。数据显示，截至 2019 年，HER2 靶点抑制剂 Herceptin（赫赛汀）的销售额接近 940 亿美元。

目前针对 HER2 靶点研发的抗 HER2-ADC 药物的国内外研发也如火如荼。该类药物主要是由针对 HER2 靶点的单克隆抗体 (mAb)、偶联链 (linker) 和细胞毒性小分子 (payload/cytotoxin) 三部分组成。通过 mAb 与肿瘤细胞表面的特异性抗原结合, 将 payload 定向递送到肿瘤病灶, 提升肿瘤治疗的安全性和有效性。目前该技术已经发展了三代产品, 第一代产品, 脱靶毒性高, 药物效力低; 第二代产品存在较强的脱靶毒性, 产品不均一导致 ADC 聚集或被快速清除, 治疗窗口短; 第三代产品采用定点偶联技术, 利用可以剪切的 Linker 发挥旁观者效应, 大幅提升 ADC 药物的稳定性和有效性。

目前全球共有 11 个 ADC 药物获批, 分别是辉瑞的 Mylotarg, Bespansa; Seattle Genetics 的 Adcetris 和 padcev; 罗氏的 Kadcyra 和 polivy; 阿斯利康的 Enhertu 和 Lumoxiti。Immunomedics 公司的 Trodelvy; GSK 的 Blenrep; Rakuten Aspyrian 的 Akalux。部分并没有靶向 HER2 靶点。其中第三代 HER2-ADC 药物中的 Enhertu 的势头非常强劲。2019 年 12 月该药获批 HER2 阳性乳腺癌, 2021 年 1 月, FDA 批准其用于治疗 HER2 阳性的局部晚期或转移性胃癌和胃食管结合部腺癌患者。根据阿斯利康的年报, Enhertu 将成为乳腺癌新晋标准方案, 首年销售额 2 亿美金。

根据弗若斯特沙利文公司发布的研究报告显示, 2019 年全球 HER2 靶点的乳腺癌药物市场规模约为 143.2 亿美金。根据测算, 我国的 HER2-ADC 药物的市场规模在未来 5 年也有望超过 30 亿元。

目前国内有 16 个靶向 HER2 的 ADC 在研药物, 赛道拥挤, 但走在前列的公司只有荣昌生物的 RC-48, 目前临近上市, 其次就是浙江医药的 ARX788。其中荣昌生物有望成为国内首个获批胃癌适应症的 HER2 ADC 药物; 而浙江医药的 ARX788 通过非天然氨基酸定点偶联技术, 提升了产品的均一性, 在保证安全性的基础上, 延长了药物的治疗窗口期。在一期临床试验结果中, 我们看到 ARX788 在美国/澳大利亚的 ORR 为 67%, DCR 为 93.2%, 对乳腺癌的疗效超过 T-DM1 的 40%, 且在所有剂量水平均未观察到剂量限制性毒性, 副反应较小。目前 ARX788 在国内已经进入治疗 HER2 阳性局部晚期或转移性乳腺癌的 II/III 临床研究, 正在启动用于胃癌和胃食管连接部腺癌治疗的 II/III 临床研究, 预计将在 2021 年下半年启动全球性 3 期临床试验。

ARX788 有望成为国内药企中首家上市针对胃癌的抗体偶联药物。

8.3. ARX788 将推动公司业绩和估值提升

上文提到, 近日, 美国 FDA 授予 Amrx 的 ARX788 孤儿药资格, 用于治疗 HER2 阳性胃癌, 后续该产品将加速审批上市, 浙江医药子公司新码生物拥有 ARX788 在中国区的现有专利独占许可及中国区销售收益 85% 的获得权, 同时拥有中国境外销售收益的 15%。此次新码生物融资, 礼来亚洲基金领投, 也表明其看好 ARX788 未来的发展空间。公司的盈利和估值有望随之提升。

图 25: 国内靶向 HER2 的国产 ADC 新药项目概览

成分词	剂型	企业名称	当前项目进度	当前进度进展时间
维迪西妥单抗 Disitamab vedotin	注射剂	荣昌生物制药(烟台)有限公司 查看该企业	上市申请中 查看项目详情	2020-08-28
BAT 8001 BAT 8001	注射剂	百奥赛生物制药股份有限公司	III期临床 查看项目详情	2018-02-22
ARX 788	注射剂	浙江医药股份有限公司 查看该企业	III期临床 查看项目详情	2020-06-30
TAA013 TAA013	注射剂	东福药业(上海)有限公司	III期临床 查看项目详情	2020-06-03
SHR-A1811 SHR-A1811	注射剂	江苏恒瑞医药股份有限公司 查看该企业	II期临床 查看项目详情	2020-08-13
SYHA1501 Recombinant humanized anti-HER2 mAb-MMAE conjugate	注射剂	石药集团中奇制药技术(石家庄)有限公司	II期临床 查看项目详情	2018-10-28
BB-1701 BB-1701	注射剂	百力司康生物医药(杭州)有限公司	II期临床 查看项目详情	2020-03-31
FS-1502 FS-1502	注射剂	上海复星医药产业发展有限公司	II期临床 查看项目详情	2019-04-23
MRG002 MRG002	注射剂	上海美雅玛生物技术有限责任公司	II期临床 查看项目详情	2018-10-11
DX126-262	注射剂	杭州多禧生物科技有限公司	II期临床 查看项目详情	2019-06-21

资料来源: Insight, 中原证券

9. 公司长期战略规划

公司未来继续坚定两个转移的战略方向,即从仿制药向创新药转移,制剂市场从国内向国际转移,新码生物布局的创新药品种还包括 ARX305(经过精密设计的较佳的抗 CD70 抗体偶联药物),预计 2021 年提交 IND 注册申报,目前国外有多款针对 CD70 的单抗或 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 的单抗和 ADC 的临床注册记录。由此可见,新码生物是国内外领先的 ADC 开发平台。未来依托于新码这个创新药平台,看好公司的长期发展以及估值提升。

10. 盈利预测及投资建议

2021 年 VA 和 VE 景气度同比显著提升，公司有望从中受益，中期看公司达托霉素放量，长期看 ARX788、奈诺沙星及公司其他创新药的发展，预计公司 2020 年-2022 年的 EPS 分别为 0.22 元，1.36 元，1.45 元，对应动态 PE 分别为 69 倍，11 倍，以及 10 倍，给予公司“买入”的投资评级。

11. 风险提示

VA 和 VE 价格快速下滑，海外制剂批复未通过，新药研发及市场推广低于预期等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	成长性	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
减:营业成本	4734	5039	7199	6609	7579	营业收入增长率	6859	7044	8312	8894	9605	
营业税费	1492	1278	2665	2852	3080	营业利润增长率	3983	4173	4904	4447	3842	
销售费用	1540	1606	2106	1865	2424	净利润增长率	70	70	81	87	94	
管理费用	112	94	149	111	170	EBITDA 增长率	1528	1587	1496	1779	2113	
财务费用	33	48	47	55	56	EBIT 增长率	370	389	416	445	480	
资产减值损失	1192	1435	1652	1147	1271	NOPLAT 增长率	322	450	499	711	864	
加:公允价值变动收益	365	579	579	579	579	投资资本增长率	9	-3	55	85	31	
投资和汇兑收益	5314	5323	5881	5839	5834	净资产增长率	141	-100	-43	0	0	
营业利润	12	13	15	17	18	利润率	20	51	0	0	0	

加:营业外净收支	4033	3992	4515	4527	4559	毛利率	-0	67	-21	0	0
利润总额	408	407	407	397	384	营业利润率	15	34	0	0	0
减:所得税	862	911	944	898	872	净利润率	-2	0	-5	0	0
净利润	10048	10362	13080	12448	13413	EBITDA/营业收入	469	409	878	1339	2180
资产负债表	1887	2051	4985	3549	3042	EBIT/营业收入	2	1	2	0	0
货币资金	375	650	3130	2415	1542	运营效率	28	13	17	0	0
交易性金融资产	828	782	1110	605	876	固定资产周转天数	443	397	863	1339	2180
应收账款	685	619	745	528	623	流动营业资本周转天数	116	106	121	201	327
应收票据	76	60	65	63	62	流动资产周转天数	327	292	742	1138	1853
预付帐款	12	0	5	3	2	应收账款周转天数	-37	-51	-0	-114	-185
存货	65	60	60	60	60	存货周转天数	365	343	743	1252	2038
其他流动资产	1964	2110	5050	3612	3104	总资产周转天数	852	887	1327	1895	2726
可供出售金融资产	437	391	391	277	92	投资资本周转天数	0.38	0.36	0.77	1.30	2.11
持有至到期投资	965	965	965	965	965	主要财务比率					
长期股权投资	1349	1343	1343	1343	1343	投资回报率					
投资性房地产	5290	5611	5643	5508	4911	ROE	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E
固定资产	7647	7861	7638	8559	10218	ROA	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
在建工程	10048	10362	13080	12448	13413	ROIC					
无形资产						费用率	20.5	2.7	18.0	7.0	8.0
其他非流动资产						销售费用率	40.9	-12.8	114.6	52.6	62.8
资产总额		447.25				管理费用率	44.0	-6.0	116.7	68.6	62.8
短期债务		291.95				财务费用率					
应付帐款	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	三费/营业收入	41.9	40.8	41.0	50.0	60.0
应付票据	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力	4.8	4.1	8.9	12.8	19.3
其他流动负债	580	447	912	1748	2023	资产负债率	4.0	3.5	9.2	12.9	18.0
长期借款	327	292	742	1138	1853	负权益比	3.8	3.4	7.3	11.0	15.9
其他非流动负债	429	489	408	470	514	流动比率					
负债总额	9	-3	55	85	31	速动比率	19.5	20.4	38.6	29.0	23.1
少数股东权益	-15	-34	-0	0	0	利息保障倍数	-11.8	-7.2	6.3	-4.5	-14.5
股本	-339	-357	-319	55	-376	分红指标	2.5	2.5	1.4	1.9	2.5
留存收益	168	61	26	0	0	DPS(元)	1.7	1.6	1.1	1.5	2.0
股东权益	-465	-618	-991	-428	-509	分红比率					
现金流量表	439	574	556	-44	-7	股息收益率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净利润	-71	-39	-2	-2	-2	业绩和估值指标	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
加:折旧和摊销	-96	-84	-437	-473	-518	EPS(元)	4.6	5.2	5.2	5.2	5.2
资产减值准备	-42	-63	-1014	-419	-412	BVPS(元)					
公允价值变动损失	100	275	0	0	0	PE(X)	0.38	0.36	0.77	1.30	2.11
财务费用	-108	-12	5	-2	-1	PB(X)	0.60	0.46	0.95	1.81	2.10
投资收益	-0	-0	0	0	0	P/FCF	7.92	8.14	7.91	8.87	10.59
少数股东损益	70	-7	0	0	0	P/S					
营运资金的变动	-104	-319	-1019	-417	-411	EV/EBITDA	36.6	39.0	18.0	10.7	6.6
经营活动产生现金流量	76	-214	-1093	902	1101	CAGR(%)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.3
投资活动产生现金流量						PEG	15.1	14.5	10.5	6.8	4.3
融资活动产生现金流量						ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;

同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;

弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;

增持： 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望： 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出： 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。